

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Koniunktura ESI	Listopad	-	78,0 pkt.	80,4 pkt.

Makroekonomia

Początek cyklu obniżek stóp w Polsce

RPP obniżyła stopy procentowe o 25pb do poziomu 5,75%. Decyzja była antycypowana przez rynek i zgodna z naszymi przewidywaniami (konsensus prognoz analityków wskazywał jednak na decyzję o utrzymaniu stóp na niezmiennym poziomie).

Przechodząc do komunikatu po posiedzeniu, uległ on znaczącym zmianom w porównaniu z poprzednimi miesiącami (zamiast tradycyjnych drobnych korekt pojedynczych zdań w wielu miejscach komunikatu natrafiamy tym razem na kompletnie nowe fragmenty). W komunikacie dominuje kwestia silniejszego niż oczekiwano spowolnienia gospodarczego, łagodzenia presji płacowej i inflacyjnej. **Rada wskazuje, że Polska inflacja może być zaburzona przez podwyżki cen kontrolowanych w krótkim okresie, jednak w średnim okresie czynniki takie jak niższy wzrost PKB, słabsze wyniki finansowe przedsiębiorstw oraz zaostrzenie warunków kredytowania przez banki będą obniżały inflację – RPP diagnozuje wprost, że prawdopodobieństwo obniżenia inflacji poniżej celu jest obecnie dominujące.** Podczas konferencji członkowie RPP wskazywali co prawda na uwzględnianie kwestii wypełnienia kryterium inflacyjnego konwergencji w dostosowaniu poziomu stóp (już teraz niemal pewne jest, że przez co najmniej kilka miesięcy kryterium nie będzie spełnione; szybszy spadek inflacji w krajach referencyjnych to przede wszystkim wynik wcześniejszego wejścia w fazę cyklicznego spowolnienia a także przyspieszonej deregulacji rynku energii w Polsce), jednak uważamy, że to kwestia spowolnienia gospodarczego będzie miała większe znaczenie w nadchodzących miesiącach (stąd wczorajszą decyzję odczytujemy jako początek cyklu obniżek).

Uważamy, że do kolejnej obniżki stóp procentowych (RPP zdaje się wybierać drogę mniejszych, 25 punktowych kroków) z dużym prawdopodobieństwem dojdzie już na grudniowym posiedzeniu.

RPP po raz pierwszy podkreśliła we wczorajszym komunikacie, że „zachowanie dyscypliny sektora finansów publicznych” będzie sprzyjać łagodzeniu polityki pieniężnej. Wydaje się nam (na co wskazują zresztą wczorajsze komentarze Wojtyny i Sławińskiego), że zagrożenie wzrostem zmienności kursu, czy wręcz kryzysem walutowym RPP przestała wiązać tylko z kwestią dysparytetu stóp procentowych, wskazując na politykę fiskalną i kwestię finansowania deficytu (czynniki te zdaniem członków RPP determinują obecnie stabilność makroekonomiczną). **Korekta prognoz budżetowych przez MinFin i utrzymanie założonego wcześniej deficytu na przyszły rok (odpowiednich decyzji należy oczekiwać w najbliższych tygodniach) znacznie zwiększają prawdopodobieństwo**

dalszych obniżek stóp procentowych.

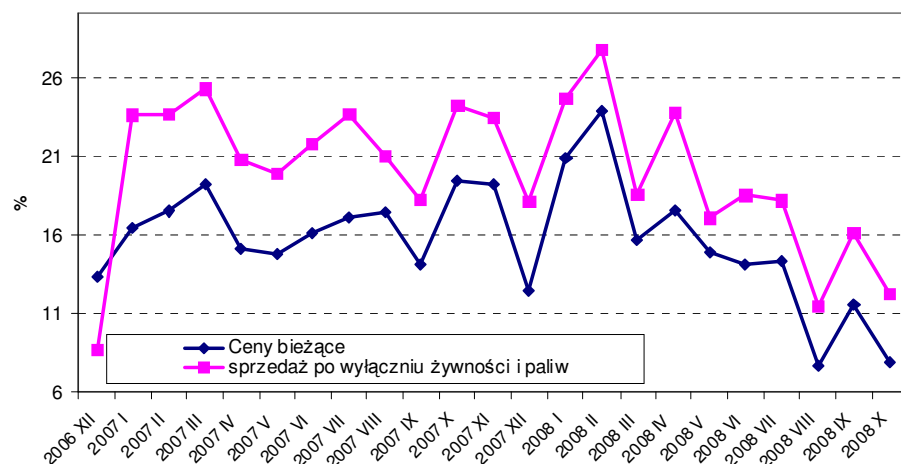
Uważamy, że do kolejnej obniżki stóp procentowych (RPP zdaje się wybierać drogę mniejszych, 25 punktowych kroków) z dużym prawdopodobieństwem dojdzie już na grudniowym posiedzeniu. **Czynnikami wspierającymi naszą tezę będzie sekwencja danych makroekonomicznych (oczekujemy spadku inflacji poniżej 4% za listopad oraz mocno ujemnego odczytu produkcji). Również decyzja ECB o stopach procentowych na początku grudnia i zawężenie dysparytetu stóp (dane ze strefy euro wskazują na niemal 1 pkt spadek inflacji w listopadzie, stąd oczekiwać można obniżki stóp przez ECB w skali 50-75pb) będą istotnym czynnikiem za dostosowaniem poziomu stóp w Polsce już w grudniu. Oceniamy, że w obecnym cyklu stopy zostaną obniżone do poziomu 4,0-4,5%.**

Spadek dynamiki sprzedaży detalicznej

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami dynamika sprzedaży detalicznej spadła w październiku do 7,9% r/r z 11,6% zanotowanych we wrześniu. Spadki tempa wzrostu sprzedaży wystąpiły w znakomitej większości kategorii (pewien wpływ miał tu oczywiście efekt mniejszej różnicy r/r w liczbie dni roboczych w porównaniu do poprzedniego odczytu). Dodatkowo agregat został obniżony przez ponad 11% spadek sprzedaży samochodów (i nie jest to jedynie efekt promocyjnych cen, gdyż sprzedaż tej kategorii w ujęciu realnym zanotowała spadek o około 8%). Czynnikiem ten będzie prawdopodobnie ważny na dynamice sprzedaży również w kolejnych miesiącach.

Spowolnienie popytu konsumpcyjnego powoli staje się faktem (w pierwszej połowie roku średnia dynamika sprzedaży wyniosła 17,6%, po pierwszych czterech miesiącach drugiego półroczu dynamika wyhamowała do poniżej 10%). **Pogarszający się optymizm konsumentów, perspektywa niższego wzrostu wynagrodzeń oraz wzrost kosztów obsługi kredytów będą w najbliższych miesiącach prowadzić do ukształtowania nowej, niższej równowagi w handlu wewnętrznym** – biorąc jednak pod uwagę skalę spowolnienia w przemyśle, popyt konsumpcyjny (wspomagany relatywnie bardziej stabilną sytuacją w sektorze usług) zostanie jednak przez jakiś czas głównym kontrybutorem do tempa wzrostu PKB.

Roczna dynamika sprzedaży detalicznej



USA: seria kolejnych słabych danych

Wczorajsza seria danych z USA rozpoczęła się wraz z publikacją danych na temat wydatków konsumpcyjnych (PCE). Obniżyły się one w październiku o 1% w stosunku do poprzedniego miesiąca (w poprzednim miesiącu spadek wyniósł 0,3%), a deflator tych wydatków spadł w ujęciu miesięcznym o 0,6% (poprzednio +0,1%) notując roczne tempo wzrostu równe 3,2%. Wskaźnik cen w ujęciu bazowym utrzymał się na poziomie sprzed miesiąca, a dynamika roczna wyniosła 2,1%.

Dane te sugerują wyraźnie, że ograniczanie wydatków konsumpcyjnych nabiera tempa i przyczyną nie są wygórowane ceny, lecz niechęć do ponoszenia wydatków - dynamika konsumpcji w IV kwartale może się okazać znacznie niższa od 3,7% odnotowanych w III kwartale. Perspektywy na następne kwartały są również niekorzystne z uwagi na utrzymujący się niski optymizm konsumentów (patrz wskazania Conference Board oraz wczorajszy niższy odczyt finalny indeksu Reuters/Michigan). **Problemem dla ankietowanych konsumentów nie są ceny** (gdyż te – a w szczególności ceny paliw – ulegają obniżeniu w ślad za zmianami cen na rynkach ropy naftowej) **lecz osłabiający się rynek pracy** (wczorajsze tygodniowe dane pokazały, że liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych utrzymała się na poziomie przekraczających 0,5 miliona; do tego poziomu podniosła się także 4-ro tygodniowa średnia), **który ogranicza agregatywne dochody konsumentów a powstała w ten sposób niepewność skłania do powściągliwości w wydatkach, między innymi także na dobra trwałe wymagające wieloletniego finansowania** (patrz. dalsze spadki sprzedaży domów na rynku pierwotnym i utrzymujące się problemy z finansowaniem).

Praktycznie nikt nie ma już wątpliwości, że amerykańska gospodarka znajduje się obecnie w recesji (wydaje się, że jest to tylko kwestia czasu, kiedy stan ten zostanie oficjalnie potwierdzony przez NBER) a stopa inflacji obniży się w najbliższych miesiącach do poziomu tożsamego ze stabilnością cen w rozumienia Fed.

Deficyt krajowych wydatków konsumpcyjnych oraz zmniejszenie popytu zagranicznego negatywnie odbija się na działalności przedsiębiorstw (dotychczas jeszcze nie dostosowały one w pełni produkcji do nowych warunków rynkowych, co zaowocowało dużą kontrybucją zmian zapasów w III kwartale), **które ograniczają działalność inwestycyjną** (bardzo duży spadek zamówień na dobra trwałe w październiku, który sięgnął 6,2% m/m, w tym zamówienia stricte na dobra kapitałowe obniżyły się o ponad 4%) **w obliczu niższego wykorzystania mocy wytwórczych, a także zmniejszają zatrudnienie** (obecnym scenariuszem bazowym jest wzrost stopy bezrobocia nawet do 8%). Najnowsze wskaźniki koniunktury (spadek Chicago PMI w listopadzie do 26-letniego minimum; w tym komponent zatrudnienia na poziomie 6-letniego minimum i niezwykle małe opóźnienia w realizacji zamówień, co stanowi bardzo wyraźny sygnał zmniejszenia produkcji) wskazują, że przyszłe miesiące przyniosą dalszy spadek aktywności w sektorze przedsiębiorstw. **Najbardziej prawdopodobny przedział spadku PKB w IV kwartale to 2-4%, ze wskazaniem ryzyka wyraźnie w kierunku niższego odczytu.**

Chyba nikt nie ma już wątpliwości, że amerykańska gospodarka znajduje się obecnie w recesji (wydaje się, że jest to tylko kwestia czasu, kiedy stan ten zostanie oficjalnie potwierdzony przez NBER) a stopa inflacji obniży się w najbliższych miesiącach do poziomu tożsamego ze stabilnością cen w rozumienia Fed. W takiej sytuacji rozluźnienie monetarne, które nastąpiło w ostatnich miesiącach okazało się w pełni uzasadnione, jednak brak płynności na rynkach finansowych znacznie ograniczył efektywność oddziaływania tradycyjnych impulsów monetarnych. **Z tego powodu Fed (wraz z Dep. Skarbu) sięgają do coraz to nowych instrumentów (patrz wczorajszy 800 mld pakiet pomocowy), przygotowując się tym samym do sytuacji, w której dalsze rozluźnienie monetarne za pomocą stopy Fed funds zostanie zablokowane (scenariusz**

zerowej stopy procentowej).

Posiedzenie RPP, 23. grudnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	0%
Stopy bez zmian	50%
Obniżka o 25 bps	50%

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
JAN9	5274	-118
FEB9	5470	-127
MAR9	5655	-118

Data: 2008-11-27

Godzina: 8:53:39

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7888	2,9197

EUR/USD 1,2925 EUR/JPY 122,90 EUR/PLN 3,7780 USD/PLN 2,9230

Inwestorzy sceptyczni co do efektywności zapowiadanego pakietu stymulacyjnego w strefie euro i osłabienie europejskiej waluty w czasie europejskiej sesji. Wzrosty amerykańskich indeksów giełdowych wpłynęły jednak na ponowne umocnienie euro (tradycyjnie kwestia awersji do ryzyka znalazła swe odzwierciedlenie w kursie EUR/USD). Dziś prawdopodobnie mniejsza zmienność na EUR/USD w związku ze świętem w USA.

Złoty odrobinę mocniejszy po decyzji o obniżce stop procentowych. Dziś otwarcie na poziomach zbliżonych do wczorajszego zamknięcia. Święto w USA prawdopodobnie będzie czynnikiem zmniejszającym zmienność również na polskim rynku walutowym.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Prawdopodobny test linii trendu tj. poziomów wsparcia 1,2870/1,2830; ewentualne przełamanie otwiera drogę na 1,2750/1,2700. Silny poziom oporu ok. 1,3050/70...

wsparcie	Opór
1,2870	1,3070
1,2830	1,3000
1,2770	1,2950



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Kontynuacja trendu, możliwy test poziomu wsparcia 3,75; przełamanie otwiera drogę na 3,7350/3,70. Bezpośredni poziom oporu ok. 3,7950/3,80.

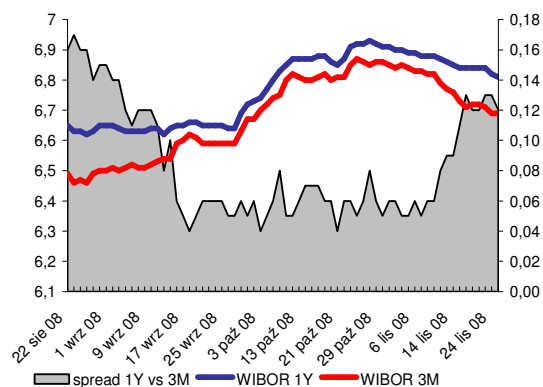
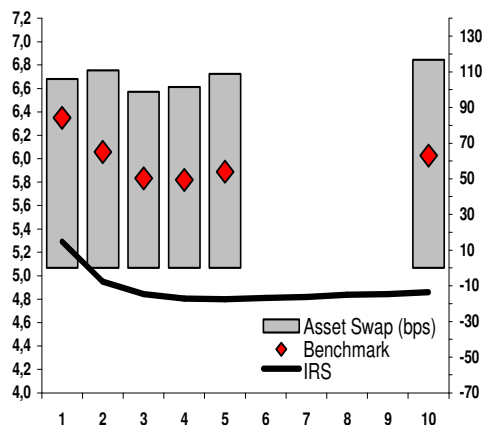
Wsparcie	opór
3,7765	3,8345
3,7500	3,8205
3,7350	3,8000



Źródło: Reuters

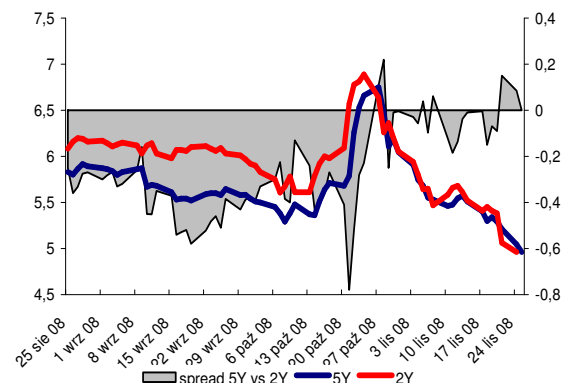
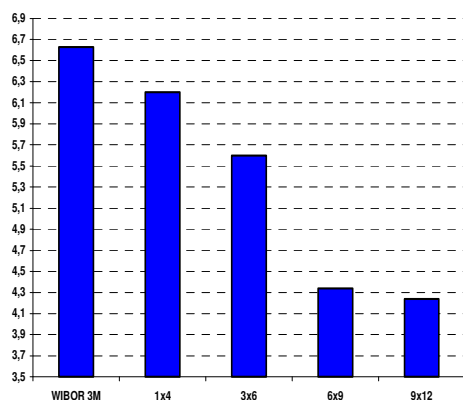
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,22	5,36
2Y	4,80	5,10
3Y	4,80	4,90
4Y	4,76	4,86
5Y	4,75	4,85
6Y	4,76	4,86
7Y	4,77	4,87
8Y	4,79	4,89
9Y	4,80	4,90
10Y	4,81	4,91



depo	BID	ASK
ON	4,70	5,00
1M	6,15	6,35
3M	6,46	6,66

FRA	BID	ASK
1x2	6,39	6,46
1x4	6,14	6,20
3x6	5,55	5,60
6x9	4,28	4,34
9x12	4,18	4,24



UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPRZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRAWOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRAWOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIAJĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.