



ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166
 MARCIN MAZUREK TEL. 829 0183
 RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207
 WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
 E-MAIL: research@brebank.com.pl

Daily Letter

środa, 17 grudnia 2008

STRON: 5

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP r/r	Listopad	-	2,1%	2,1% (p)
CZ	Po 13	Decyzja Banku Czech	-	-	2,5%	2,75%

Makroekonomia

USA: inflacja CPI szybko spada, kolejne fatalne dane z rynku nieruchomości

Inflacja CPI w listopadzie spadła w ujęciu miesięcznym o 1,7%, co ukształtowało roczny wskaźnik na poziomie 1,1%. **Obniżka wskaźnika to przede wszystkim efekt niskich cen paliw** (ceny w transporcie obniżyły się o prawie 10%) a także kategorii związanych z mieszkaniem (-0,1%). Na niskim poziomie pozostały ceny kategorii bazowych – inflacja bazowa nie zmieniła się w ujęciu miesięcznym, a indeks roczny uplasował się na poziomie 2,0%.

Z uwagi na duże znaczenie sektora nieruchomości dla gospodarki amerykańskiej (rozległa sieć powiązań pomiędzy sektorem nieruchomości a innymi sektorami gospodarki oraz podstawowe znaczenie nieruchomości dla zabezpieczonych kredytów konsumpcyjnych), zahamowanie spadków w tym sektorze jest warunkiem koniecznym stabilizacji całej gospodarki.

W przypadku inflacji CPI mamy do czynienia z odwróceniem tendencji, które wywindowały wskaźnik roczny do poziomu 5,5% w czerwcu. Spadkową presję wywierają głównie ceny transportu, które są częścią składową praktycznie wszystkich pozostałych kategorii koszyka – z tego względu obniża się także inflacja bazowa (w ciągu ostatnich dwóch miesięcy ceny w tych kategoriach spadły w sumie o 0,1%). Biorąc jednak pod uwagę krótkookresowe szywności cen, dostosowanie miar bazowych będzie przebiegało z tradycyjnym opóźnieniem w stosunku do odczytów headline. **Skala spowolnienia** (oraz szybkie i zdecydowane działania Fed – o czym niżej) **świadczy, że dostosowanie może się okazać głębokie a miary bazowe (w szczególności mierzone bazową inflacją PCE) spadną znacznie poniżej comfort zone Fed na przestrzeni najbliższych miesięcy.**

Negatywny sentyment rynkowy pogłębiły dalsze spadki odnotowane na rynku nieruchomości. Listopadowe rozpoczęte budowy domów (housing starts) spadły do poziomu 625 tys. (dane annualizowane), znacznie poniżej 771 tys. (dane zrewidowane) w październiku. Od początku roku liczba rozpoczętych budów zmniejszyła się niemal o połowę a najbardziej prawdopodobnym scenariuszem są dalsze spadki aktywności. Liczba pozwoleń na budowę (building permits) spadła w listopadzie do 616 tys. (dane annualizowane), 15,6% poniżej odczytu z października i aż 48,1% poniżej odczytu z listopada 2007.

W dalszym ciągu na rynku budowlanym nie widać dna; nie zmniejsza się także dynamika spadków, co mogłoby sugerować, że rynek przynajmniej zbliża się do dolnego punktu zwrotnego. Nowo budowane nieruchomości napotykają na silną konkurencję ze strony rynku

wtórnego. Oprócz utrzymującej się nadpodaży na rynku detalicznym, sytuację dodatkowo komplikuje zwiększająca się liczba licytowanych nieruchomości w ramach procedury foreclosure. Z uwagi na duże znaczenie sektora nieruchomości dla gospodarki amerykańskiej (rozległa sieć powiązań pomiędzy sektorem nieruchomości a innymi sektorami gospodarki oraz podstawowe znaczenie nieruchomości dla zabezpieczonych kredytów konsumenckich), zahamowanie spadków w tym sektorze jest warunkiem koniecznym stabilizacji całej gospodarki. Z tego też względu działania ukierunkowane na restart tego rynku są istotną częścią polityki quantitative easing, którą oficjalnie rozpoczął Fed (o czym poniżej).

Masywna obniżka stóp w USA, zapowiedzi quantitative easing

FOMC zdecydował wczoraj o obniżeniu stopy fed funds do przedziału 0-0,25% z dotychczasowej punktowej wartości 1,0%. Diagnoza stanu gospodarki amerykańskiej zamieszczona w komunikacie Fed wskazuje na pogorszenie perspektyw dla popytu konsumpcyjnego i rynku pracy oraz kontynuację spadku inflacji.

Fed wskazuje, że wszelkimi środkami będzie starał się sprowadzić PKB na ścieżkę wzrostu. W centrum uwagi, podobnie jak miesiąc temu znalazła się kwestia wspierania płynności na rynkach finansowych. W komunikacie pojawiają się również bezpośrednie zapowiedzi tzw. quantitative easing polegającego na zapowiedziach utrzymania niskich stóp przez dłuższy okres czasu oraz zwiększeniu bilansu Fed i skupowaniu z rynku papierów agencji (GSEs), a nawet obligacji rządowych o odpowiednich terminach zapadalności. **Celem takiej polityki jest obniżenie dłuższych stóp procentowych, w tym rentowności papierów opartych o pożyczki hipoteczne i w dalszej kolejności pobudzenie rynku nieruchomości** – pierwotnego źródła obecnego kryzysu kredytowego. Wydaje się, że działania zaproponowane wczoraj przez Fed mogą oznaczać, że decydenci stracili nadzieję na szybkie spadki stóp na rynku międzybankowym i uznali za konieczne sięgnięcie po mniej standardowe instrumenty stymulacji monetarnej. **Quantitative easing był w podobnej formie stosowany w gosp. japońskiej od 2000 roku jako narzędzie walki z deflacją i spadkiem cen nieruchomości.** W mniej subtelnej formie był również stosowany w latach 40-tych w USA, kiedy to konieczna okazała się monetyzacja szybko rosnącego długu publicznego (patrz finansowanie działań wojennych).

*Niższe stopy
długoterminowe, tańsze
finansowanie
nieruchomości oraz
słabszy dolar umożliwią
naszym zdaniem
ożywienie w sferze
podażowej gospodarki
amerykańskiej w drugiej
połowie, lub pod koniec
2009 roku.*

Co do perspektyw dla polityki monetarnej w USA oczekujemy, że w najbliższym czasie dojdzie rzeczywiście do dalszego wypłaszczenia krzywej dochodowości (proces ten już w znacznym stopniu się dokonał, jako że uczestnicy rynku antycypowali w znacznym stopniu zmiany w strategii Fed). Niższe stopy długoterminowe, tańsze finansowanie nieruchomości oraz słabszy dolar umożliwią naszym zdaniem ożywienie w sferze podaży gospodarki amerykańskiej w drugiej połowie, lub pod koniec 2009 roku. **Uważamy jednak, że wzrost udziału państwa w gospodarce spowoduje, że gospodarka ta przez kolejne kwartały rozwijała się będzie w tempie niższym od potencjalnego.**

Posiedzenie RPP, 23. grudnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	0%
Stopy bez zmian	0%
Obniżka o 25 bps	0%
Obniżka o 50 bps	100%

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy brent (baryłka, USc)

Kontrakt	Ask	Zmiana
JAN9	0	0
FEB9	4719	54
MAR9	4961	72

Data: 2008-12-17

Godzina: 8:43:21

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
4,0489	2,9683

EUR/USD 1,4055 EUR/JPY 124,85 EUR/PLN 4,0650 USD/PLN 2,8920

Podczas sesji europejskiej niewielkie ruchy na EURUSD, jednak konsekwentnie w kierunku umocnienia europejskiej waluty w oczekiwaniu na decyzję Fed. Zaskakująca (i jednocześnie jednogłośna) obniżka Fed funds do przedziału 0-0,25% oraz zapowiedź użycia „wszelkich możliwych środków” do przywrócenia gospodarki amerykańskiej na ścieżkę wzrostu zostały odczytane jako oficjalne ogłoszenie quantitative easing. W konsekwencji znaczne osłabienie dolara, pogłębione podczas sesji azjatyckiej, gdzie EURUSD osiągnął 2,5 miesięczne maksimum na poziomie 1,4190. Dziś dane o inflacji w strefie euro – zejście poniżej odczytu flash mogłoby skutkować lekką korektą wczorajszego ruchu, jednak krótkotrwałą (polityka pieniężna ECB wydaje się obecnie daleko w tyle za Fed, włączając w to inne podejście do walki z kryzysem i niechęć do niskich stóp procentowych).

Złoty przebił się wczoraj przez poziom 4 zł za euro i tam też pozostał do dzisiejszego otwarcia, osiągając w międzyczasie poziom zbliżony do 4,10 zł za euro. Dziś nieco mocniejsze otwarcie (w handlu maszynowym złoty zbliżył się do poziomów 4,05 za euro). Uważamy, że na dzisiejszej sesji będą kontynuowane próby dalszego osłabiania polskiej waluty. Bardziej abstrakcyjnym poziomom złotego sprzyja niska płynności rynku FX i spekulacje co do zapadających opcji klientowskich.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Realizacja zysków – test poziomów wsparcia 1,4040/1,4000; przełamanie oznaczałoby głębszą korektę (z celem ok. 1,3940) natomiast konsolidacja powyżej 1,40 sugerowałaby kolejny test oporu 1,41480/00.

wsparcie	Opór
1,4000	1,4330
1,3940	1,4260
1,3835	1,4180

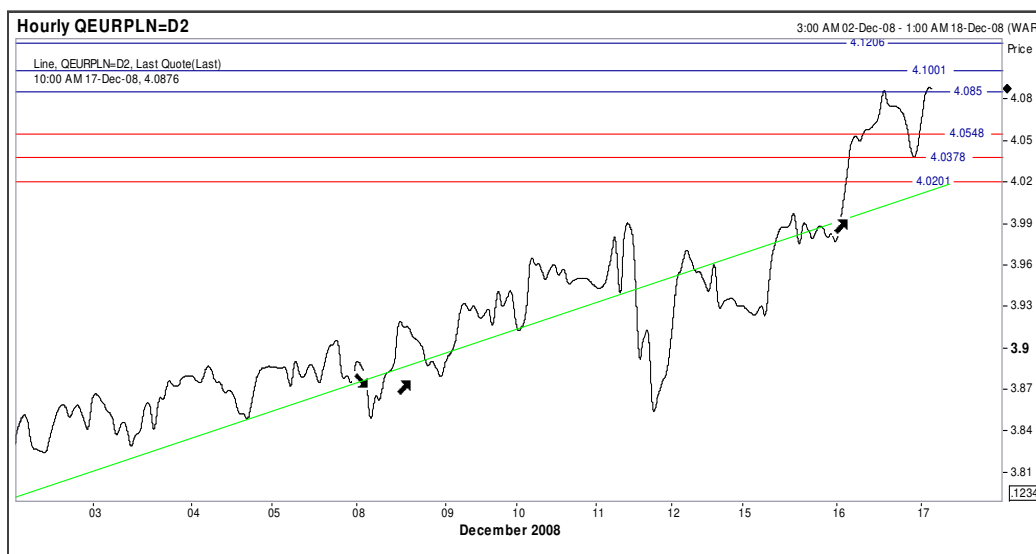


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Trwale przełamanie oporu 4,05 otwiera drogę na 4,10/4,15 w bliskim terminie. Silne poziome wsparcia ok. 4,02 oraz 3,99. Ok. 4,10 rośnie prawdopodobieństwo realizacji zysków na długich pozycjach w euro.

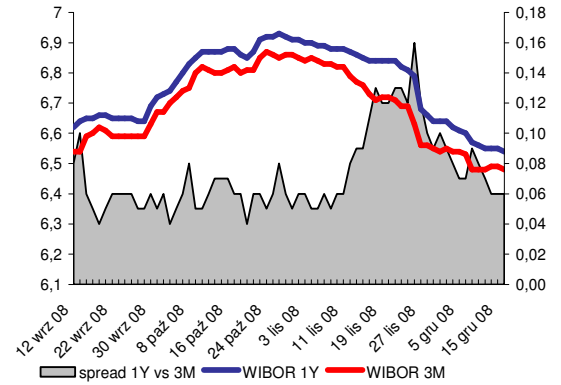
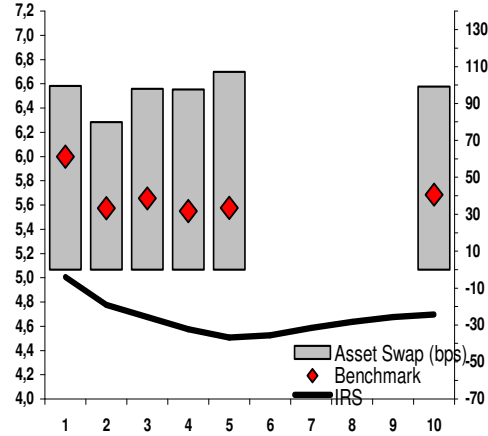
Wsparcie	opór
4,0550	4,1200
4,0380	4,1000
4,0200	4,0850



Źródło: Reuters

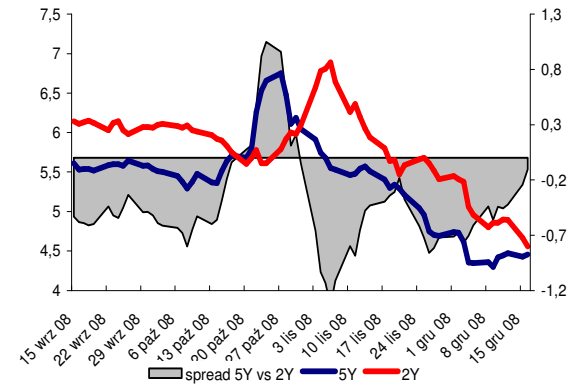
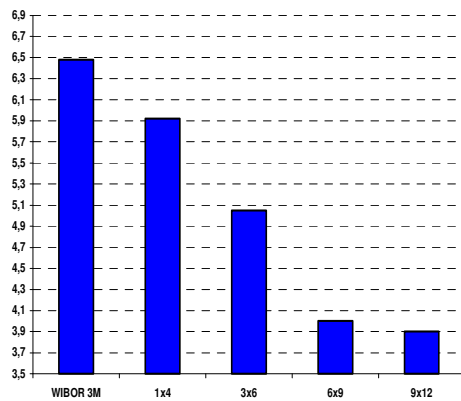
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,93	5,08
2Y	4,70	4,85
3Y	4,60	4,75
4Y	4,50	4,65
5Y	4,46	4,56
6Y	4,45	4,60
7Y	4,51	4,66
8Y	4,56	4,71
9Y	4,60	4,75
10Y	4,62	4,77



depo	BID	ASK
ON	4,70	5,20
1M	5,95	6,15
3M	6,25	6,45

FRA	BID	ASK
1x2	5,83	5,89
1x4	5,87	5,92
3x6	5,00	5,05
6x9	3,95	4,00
9x12	3,85	3,90



UWAGA!

NINIEJSZE OPRACOWANIE 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 OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU 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 OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.