



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, 24 grudnia 2008**

STRON: 6

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Wydatki konsumpcyjne m/m	Listopad	-	-0,7%	-1,0%
USA	14:30	Inflacja PCE bazowa m/m	Listopad	-	0,1%	0,0%
USA	14:30	Zamówienia na dobra trwałe m/m	Listopad	-	3,0%	-5,4%

Makroekonomia

RPP obniżyła stopy procentowe o 75pb.

Oczekujemy obniżek o podobnej skali w kolejnych miesiącach I kwartału 2009 (w tym w styczniu co najmniej o 50pb)...

...obniżki te będą odpowiedzią na kolejną serię słabych danych makro oraz postępującą dezinflację (inflacja za grudzień spadnie do 3,2-3,3%, czyli do przedziału celu NBP). Na koniec 2009 (a może nawet do połowy 2009) stopy procentowe zostaną obniżone do poziomu 3,0%.

Komunikat po decyzji okazał się wyjątkowo łagodny (ale właśnie takiego należało się spodziewać, biorąc pod uwagę datę oraz skalę cięcia stóp procentowych). Zaznaczono w nim szereg ryzyk dla wzrostu gospodarczego, w tym znaczne spowolnienie inwestycji odnotowane w III kwartale (uważamy, że w IV kwartale istnieje możliwość ujemnego odczytu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe), spowolnienie gospodarcze odnotowane u głównych partnerów handlowych Polski, pogorszenie oczekiwań podmiotów gospodarczych oraz utrudniony dostęp do kredytu i jego podwyższony koszt.

W zakresie inflacji zaznaczono, że w najbliższych miesiącach znajdzie się ona w przedziale odchyień od celu inflacyjnego. Będzie ona ograniczana także w średnim okresie poprzez obniżenie dynamiki PKB, popytu na pracę oraz dynamiki wynagrodzeń (warto w tym miejscu zaznaczyć, że zaobserwowana ostatnio niska dynamika płac nie wynika z braku sezonowych premii w górnictwie, gdyż te zostały wypłacone; co więcej, **doniesienia prasowe sugerują, że związki zawodowe są gotowe na zamrożenie płac a nawet ich obniżki**). Jedynym czynnikiem proinflacyjnym pozostały ceny kontrolowane oraz obserwowana ostatnio deprecjacja złotego – skala wpływu tych czynników może być jednak ograniczona w warunkach spowolnienia gospodarczego. **Per saldo prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu Rada oceniła jako wyższe od prawdopodobieństwa, że będzie ona od celu wyższa, co zaważyło na obniżce stóp procentowych.**

Rada zaznaczyła, że „łagodzenie polityki pieniężnej będzie przyczyniać się do stabilizowania tempa wzrostu gospodarczego na poziomie tempa wzrostu potencjalnego, co w średnim okresie będzie sprzyjać realizacji celu inflacyjnego”. Czynnikiem sprzyjającym rozluźnieniu polityki monetarnej może być zachowanie dyscypliny sektora finansów publicznych.

Tradycyjnie już treść komunikatu została uzupełniona przez członków RPP w czasie

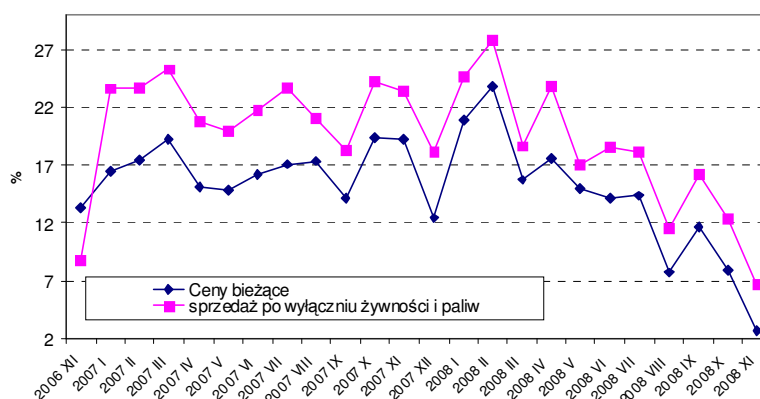
konferencji, a także w późniejszych doniesieniach prasowych. **S. Skrzypek** wypowiadał się głównie o możliwym kształcie przyszłej projekcji: jest szansa że ścieżki inflacji i PKB znajdują się poniżej poziomów z projekcji październikowej (jako główne czynniki ryzyka dla projekcji inflacji wymienił ceny regulowane). Wskazał także, że w styczniu może dojść do kolejnej obniżki stóp. Z kolei **D. Filar** zaznaczył, że ceny regulowane pozwalają wykorzystywać Radzie pasmo wahań wokół celu – wejście do tego pasma będzie w obecnej sytuacji realizacją celu inflacyjnego. Dodał także, że dalsze pogarszanie stanu gospodarki może rodzić potrzebę dalszych obniżek stóp. **A. Sławiński** zwracał uwagę na słabnącą rolę dysparytetu stóp procentowych w zakresie kształtowania kursu walutowego oraz mniejszą presję na spadki kursów walut w regionie; zwracał uwagę, że na kurs wpływ mają wpływ także czynniki jednorazowe – w tym zapadające opcje walutowe. **M. Pietrewicz** zaznaczył z kolei, że obniżka miała charakter sygnałny a kolejne będą potrzebne, nawet w styczniu, jeśli gospodarka będzie tak wyraźnie spowalniać.

Po decyzji RPP złoty pozostał stabilny (a nawet doszło do niewielkiego umocnienia). **Wydaje się zatem, że obniżki stóp procentowych odczytywane są przez uczestników rynku jako naturalny sposób równoważenia gospodarki.** Z tego względu, a także z uwagi na gwałtowne pogorszenie koniunktury w Polsce, pojawia się przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych. Oczekujemy obniżek o podobnej skali w kolejnych miesiącach I kwartału 2009 (w tym w styczniu co najmniej o 50pb). Obniżki te będą odpowiedzią na kolejną serię słabych danych makro oraz postępującą dezinflację (inflacja za grudzień spadnie do 3,2-3,3%, czyli do przedziału celu NBP). Na koniec 2009 (a może nawet do połowy 2009) stopy procentowe zostaną obniżone do poziomu 3,0%.

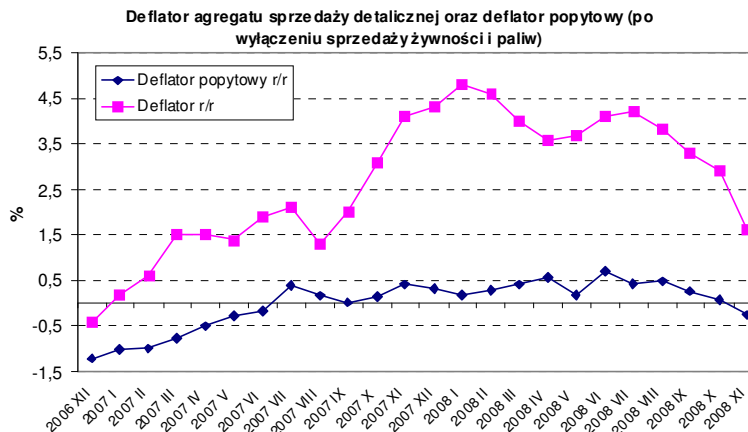
Znaczny spadek dynamiki sprzedaży detalicznej i deflacja w cenach sprzedaży

Kolejna niemiła niespodzianka. W listopadzie dynamika sprzedaży detalicznej spadła do 2,7% r/r z 7,9% r/r zanotowanych w październiku. Spadki tempa wzrostu sprzedaży wystąpiły w takich kategoriach jak pojazdy mechaniczne (-16,9%r/r), paliwa (-4,0%r/r) i żywność (-7,3% r/r). **Choć część spadku z pewnością została wygenerowana przez mniejszą liczbę dni roboczych nie wydaje się, że ten efekt zaważył na dynamice sprzedaży po wyłączeniu żywności i paliw, która spadła aż do 6,9% r/r (po 12,2% w poprzednim miesiącu...).** Znaczny spadek zanotowano również w kategorii pozostałe (tu właśnie wliczana jest sprzedaż w supermarketach budowlanych), co może mieć pewien związek z postępującym spowolnieniem w budownictwie. Co ciekawe, wysoka, 21% dynamika utrzymała się w kategorii meble, RTV i AGD. Czyżby wydatki na tego typu dobra trwale były związane z oddawaniem do użytku nowych mieszkań? W tej chwili wydaje się to najbardziej sensowną hipotezą, gdyż dynamik tych nie można raczej wiązać z wysokim optymizmem konsumenta - pozostałe kategorie dóbr trwałych, w tym zwłaszcza sprzedaż samochodów, podlegają gwałtownym spadkom.

Roczna dynamika sprzedaży detalicznej



Pierwszy raz od czerwca 2007 roku odnotowano deflację sprzedaży detalicznej po wyłączeniu żywności i paliw (patrz rysunek poniżej). Również deflator całego agregatu zanotował znaczny spadek z 2,9% r/r do 1,6%, co potwierdza rozpoczęty proces dość gwałtownej dezinflacji (znacznie wspomagany przez zachowanie cen paliw i żywności).



Pogarszający się optymizm konsumentów, perspektywa niższego wzrostu dochodu rozporządzalnego (w perspektywie najbliższego roku koszty obsługi kredytów hipotecznych wzrosną o 3-4 mld zł w skali całej gospodarki) będą w najbliższych miesiącach prowadzić do ukształtowania nowej, niższej równowagi w handlu wewnętrznym. Ciągłe jednak to strona podażowa (patrz dane o produkcji i zatrudnieniu) sygnalizuje jak gwałtowny może okazać się spadek koniunktury w polskiej gospodarce. **Dane potwierdzają znaczny spadek dynamiki PKB w IV kwartale (możliwe, że poniżej 3% r/r) oraz niskie tempo wzrostu w kolejnym roku (prognozy dynamiki PKB powyżej 1,5% można w tej chwili uznać za wyjątkowo optymistyczne).**

USA: Spadek PKB w III kwartale o 0,5%, dalsze obniżenie aktywności na rynku nieruchomości

Finalny odczyt PKB za III kwartał pokazał, że gospodarka amerykańska skurczyła się o 0,5% (SAAR) – zgodnie z konsensusem rynkowym. Istotnych spadków doznały prawie wszystkie kategorie popytu finalnego, w tym **spektakularne spadki odnotowały wydatki konsumpcyjne na dobra trwałe (14,8%) oraz nakłady na budynki i budowle (16,0%)**. Silnie dodatnie kontrybucje wykazały eksport netto (+1,05 pp.) oraz zmiana zapasów (+0,84 pp.). Szczególnie ta druga kategoria pokazuje, że przedsiębiorstwa mają problemy ze sprzedażą towarów. Odbija się to negatywnie na zyskach – osobne badanie sporządzone przez BEA pokazało, że zmniejszyły się one w ujęciu rocznym aż o 9,2%, co stanowi najwyższy spadek od 2001 roku. **Pogłębienie trudności w dostępie do kredytu sugeruje, że IV kwartał będzie charakteryzował się jeszcze gorszymi odczytami – konsensus prognoz PKB kształtuje się obecnie na poziomie -6% SAAR.**

Z kolei finalny odczyt indeksu sentymentu konsumentów sporządzonego Reuters/Michigan okazał się nieco wyższy od opublikowanego na początku miesiąca (odpowiednio 60,1 pkt. wobec 59,1 pkt.). **Konsumenci pozytywnie postrzegają tendencje cenowe w gospodarce**, co odzwierciedla się w oczekiwaniach inflacyjnych (spadek inflacji oczekiwanej w ciągu najbliższych miesięcy do 1,7% wobec 2,9% w listopadzie), **jednak pogarszająca**

się sytuacja na rynku pracy (firmy zaczynają masowo przeprowadzać działania obniżające koszty, tnąc płace i zatrudnienie) **nie pozwala na znaczny wzrost optymizmu ankietowanych.**

Negatywne wiadomości płyną wciąż z sektora nieruchomości. W listopadzie odnotowano spadek sprzedaży domów na rynku pierwotnym i wtórnym o 7,9% - najwyższy od 1989 roku. **Ceny odsprzedaży domów obniżyły się natomiast aż o 13%, najbardziej w historii badania (a nawet, według niektórych komentatorów, najbardziej od czasów Wielkiej Depresji z lat 30-tych).** Z uwagi na nieustanne spadki aktywności oraz podstawowe znaczenie dla gospodarki USA, sektor nieruchomości stał się obecnie głównym frontem walki z kryzysem ze strony Fed (elementy *quantitative easing* i dążenie do obniżenia kosztów finansowania na długim końcu krzywej dochodowości, podstawowym z punktu widzenia kredytów hipotecznych) oraz prezydenta elekta (nowy pakiet fiskalny będzie ukierunkowany głównie na restart popytu na rynku nieruchomości).

Posiedzenie RPP, 27. stycznia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Stopy bez zmian	0%
Obniżka o 25 bps	30%
Obniżka o 50 bps	70%

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
FEB9	4025	-11
MAR9	4263	-19
APR9	4480	8

Data: 2008-12-24

Godzina: 8:23:04

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
4,1132	2,9130

EUR/USD 1,3970 EUR/JPY 126,25 EUR/PLN 4,1020 USD/PLN 2,9360

Na eurodolarze spokojna sesja, która zaowocowała lekkim umocnieniem USD. W sesji azjatyckiej dolar odnotował niewielkie straty, głównie w stosunku do jena, powodowane sprzedażą waluty przez japońskich eksporterów. Dziś dane o wydatkach konsumenckich w USA oraz zamówienia na dobra trwałe – obydwie publikacje raczej negatywne dla dolara, choć prawdopodobnie przejdą bez echa w czasie świątecznego handlu.

Tuż po decyzji RPP (obniżka o 75pb.) złoty zaczął się umacniać osiągając poziom 2,9229 wobec dolara oraz 4,0895 wobec euro. Inwestorzy odbierają prawdopodobnie obniżki stóp jako wyraz naturalnego równoważenia gospodarki, co pozytywnie wpłynie na przyszłe tempo wzrostu PKB. Dziś należy się spodziewać range trading przy świątecznej płynności i zmienności.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja w paśmie 1,39-1,4130..przy znacznie ograniczonej płynności.. Silny poziom wsparcia ok. 1,3815/00.

wsparcie	Opór
1,3950	1,4320
1,3815	1,4230
1,3700	1,4130

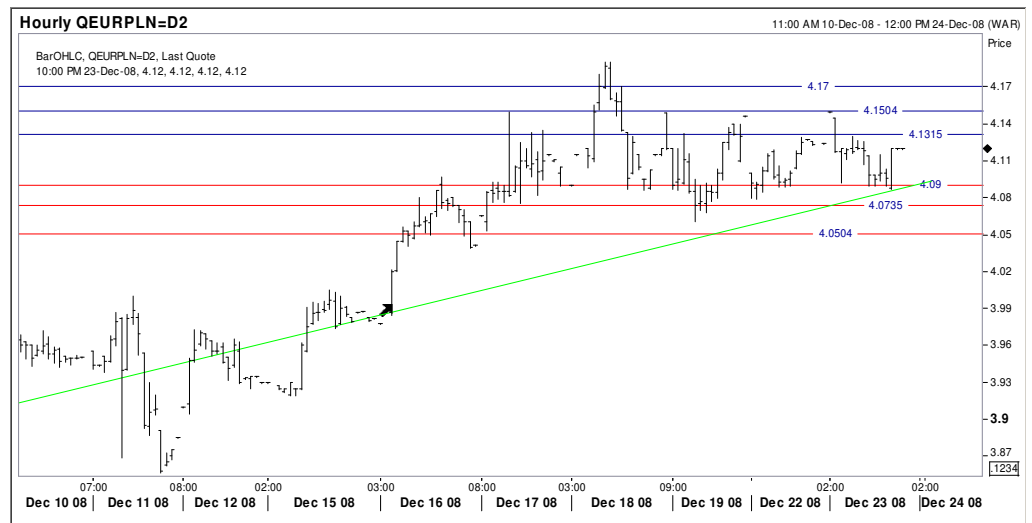


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Konsolidacja ok. 4,09 przy minimalnym wolumenie transakcji. Okres przed końcem roku może przynieść test poziomów wsparcia 4,09/4,0735.. (czemu sprzyjają pogłoski o możliwej interwencji NBP).

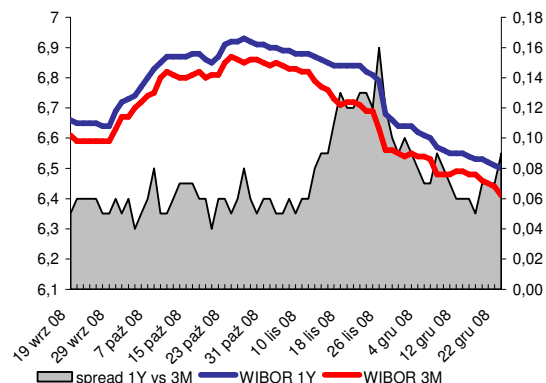
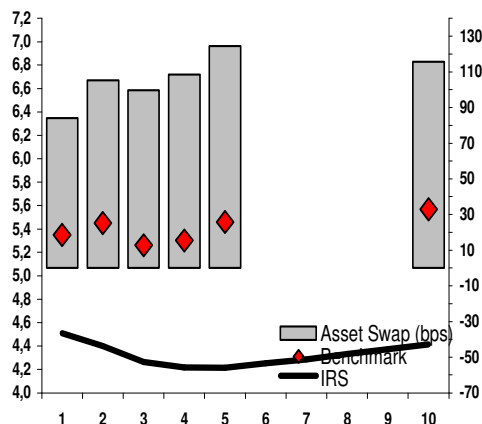
Wsparcie	opór
4,0900	4,1700
4,0735	4,1500
4,0500	4,1315



Źródło: Reuters

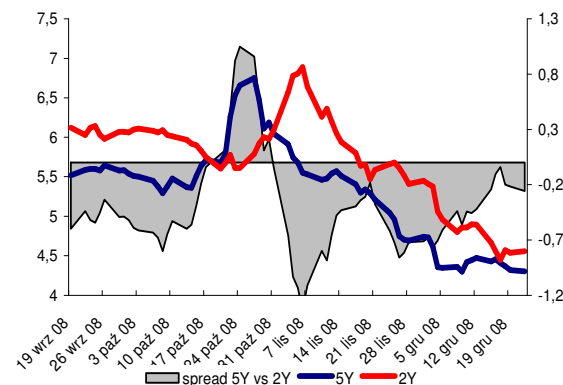
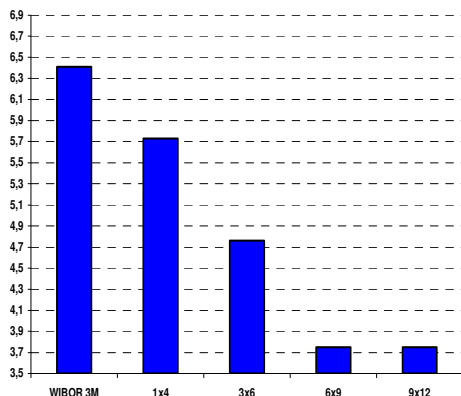
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,44	4,58
2Y	4,35	4,45
3Y	4,22	4,32
4Y	4,17	4,27
5Y	4,17	4,27
6Y	4,20	4,30
7Y	4,24	4,34
8Y	4,28	4,38
9Y	4,32	4,42
10Y	4,36	4,46



depo	BID	ASK
ON	5,06	5,56
1M	5,98	6,18
3M	6,20	6,40

FRA	BID	ASK
1x2	5,77	5,83
1x4	5,68	5,73
3x6	4,71	4,76
6x9	3,70	3,75
9x12	3,70	3,75



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 UPRIEDZIEGO 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 W TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRIEDZONĄ PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.