



Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
HUN	9:00	Inflacja CPI	Grudzień	-	-	4,2%
EMU	11:00	Inflacja HICP	Grudzień	-	1,6%	1,6%
EMU	13:45	Decyzja ECB	-	-	2,0%	2,5%
POL	14:00	Bilans C/A	Listopad	-1,9 mld	-2,0 mld	-2,2 mld
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 9.01	-	-	467 tys.

Makroekonomia

Dziś decyzja ECB oraz dane o bilansie płatniczym w Polsce

Dziś o godzinie 13:45 ogłoszona zostanie decyzja o stopach procentowych w strefie euro. **Konsensus rynkowy zakłada obniżkę stopy operacji refinansowych do poziomu 2,0% z 2,5% obowiązujących obecnie – w grę wchodzi także głębsza skala cięcia stóp.**

Powodem kolejnej obniżki jest gwałtowne hamowanie gospodarek strefy euro oraz spadek inflacji. Już teraz inflacja znajduje się w celu ECB (dzisiejszy odczyt inflacji HICP potwierdzi prawdopodobnie 1,6% tempo wzrostu cen) a w perspektywie polityki pieniężnej możliwe jest zrealizowanie zbyt niskiej inflacji (a co za tym idzie – dość znaczne obniżenie oczekiwań inflacyjnych). W sytuacji rosnącej presji inflacyjnej niskie oczekiwania sprzyjałyby stabilności cen, jednak w środowisku rosnących napięć deflacyjnych usztywniają naturalne bariery oddziaływania polityki stóp procentowych (stopa realna może być tylko niewiele niższa od stopy nominalnej, której naturalną granicą jest zero). W takich okolicznościach ECB jest zmuszony kontynuować rozluźnienie polityki monetarnej, bez względu na ewentualne nadszarpnięcie wiarygodności związane z „przytkanymi” kanałami oddziaływania polityki monetarnej. Warto także wspomnieć, że **w obecnej fazie cyklu globalną tendencją jest przedkładane realnych danych i „krótkiego horyzontu” nad (charakteryzującą się dość dużą inercją) retorykę bankierów centralnych i implikacje długookresowe.**

Z kolei NBP dziś o godz. 14 opublikuje dane o bilansie płatniczym za listopad 2008 r. Szacujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących spadł do 1900 mln euro (5,6% PKB) z 2219 mln euro w poprzednim miesiącu (konsensus 2003 mln euro). Szacujemy, że na wysokim poziomie utrzymał się natomiast deficyt handlowy (1575 mln euro), a spadek dynamiki eksportu pogłębił się (nasza prognoza -16,5% r/r, konsensus -7,1% r/r, poprzednio -1,2% r/r). Biorąc pod uwagę b. słabe wyniki sfery realnej w listopadzie oraz silne osłabienie złotego prognozujemy też znaczne obniżenie dynamiki importu (do -12,4% r/r, konsensus -0,1% r/r, poprzednio 4,5% r/r).

Inflacja spada coraz szybciej. Komentarz członków RPP

W grudniu roczny wskaźnik inflacji obniżył się z 3,7% do 3,3%. **Na niższy odczyt złożyły się przede wszystkim spadek cen paliw (o 9% m/m) oraz stabilizacja cen w kategorii użytkowanie mieszkania.** Niższy okazał się również wzrost nośników energii (0,2% m/m). Inflację bazową netto oszacowaliśmy na poziomie 4,5% r/r (w listopadzie wskaźnik wyniósł 4,7%). Nowy wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii prawdopodobnie obniżył się z 2,9% do 2,8% r/r.

W najbliższych miesiącach spodziewamy się dalszego spadku inflacji headline; przed jeszcze gwałtowniejszym hamowaniem tempa wzrostu cen „uchronią” podwyżki cen energii elektrycznej. **Szacujemy, że w styczniu 2009 inflacja zbliży się ona do poziomu 3,0% r/r; coraz wyraźniejsze powinny okazać się również spadki inflacji bazowej.**

Dane miały dość ograniczony wpływ na rynek stopy procentowej – krótki koniec i tak znajduje się na historycznie niskim poziomie. Sądzymy, że kolejne publikacje danych w tym miesiącu (zwłaszcza produkcja, nasza prognoza -5,8 r/r) spowodują dalszy spadek rentowności. Publikacja inflacji jest potwierdzeniem, że procesy dezinflacyjne przybierają na sile. **Scenariusz szybkiej dezinflacji oraz gwałtownego spadku w sferze realnej gospodarki sprzyjać będą również dalszym agresywnym obniżkom stóp procentowych; już teraz konsensus w RPP dryfuje w kierunku zogniskowania działań na przeciwdziałaniu spadkom sfery realnej.**

Członkowie RPP tradycyjnie już gremialnie zabrali głos po publikacji danych o inflacji. Oprócz Wasilewskiej-Trenkner przeważają wypowiedzi o dalszym, szybkim luzowaniu polityki monetarnej (Czekaj, Noga, Sławiński, Filar, Pietrewicz). **W łagodnym gremium pojawiają się też coraz częściej głosy o względnie szybkim powrocie inflacji do celu (już od drugiej połowy br.) oraz zdecydowanych ruchach RPP na najbliższym posiedzeniu (50 bp. można obecnie uznać za dolną granicę skali obniżki).** W odczuciu większości członków, **ważną rolę w kształtowaniu najbliższej decyzji będą miały dane o produkcji przemysłowej.** Oczekujemy, że stopa referencyjna spadnie do poziomu 3,0% do końca 2009, przy czym obniżki stóp skumulują się grudniu 2008 i I kw. 2009. Na najbliższym posiedzeniu RPP prawdopodobnie obniży stopy procentowe o co najmniej 50-75pb.

Silny wzrost podaży pieniądza – akumulacja oszczędności w obliczu spowolnienia i niższych stóp?

W grudniu 2008 r. podaż pieniądza wzrosła o 2,9% m/m i aż 18,8% r/r, powyżej konsensusu prognoz (17,8% r/r) i listopadowego odczytu (18,0% r/r). **Ten nieoczekiwany wzrost wynikał z silnego wzrostu depozytów gospodarstw domowych (o 17,3 mld zł m/m, co daje roczną dynamikę na poziomie 26,4% wobec 25,0% miesiąc wcześniej).** Biorąc pod uwagę efekt wysokiej bazy z ub. roku, wzrostu tego nie da się wytłumaczyć tylko odpływem środków z funduszy inwestycyjnych (-0,9 mld zł po wyłączeniu efektów „księgowych”) ani osłabieniem złotego (biorąc pod uwagę udział depozytów walutowych, efekt ten szacujemy na ok. 3,5 mld zł). **Sugerowałoby to, że konsumenci masowo akumulowali oszczędności w oczekiwaniu pogorszenia sytuacji ekonomicznej oraz perspektywy niższych stóp procentowych (pierwsze banki zaczęły jeszcze przed końcem roku obniżyć oprocentowanie depozytów).**

Obraz ten nieco komplikuje wzrost kredytu dla gospodarstw domowych, odpowiednio o 6,6% m/m i 44,5% r/r, w tempie przekraczającym dynamikę wynikającą z osłabienia złotego (w poprzednim miesiącu obserwowaliśmy zjawisko odwrotne). Szacujemy, że kredyt „netto” dla tej grupy klientów wzrósł o ok. 2,5% m/m i 36% r/r, co biorąc pod uwagę trudności z finansowaniem sygnalizowane przez sektor bankowy wydaje się tempem zupełnie przyzwoitym. **Nie można jednak wykluczyć, że wzrost popytu na kredyt miał charakter przejściowy i związany był z oczekiwaniem zacieśnienia warunków kredytowania.**

Mniej niespodzianek dostarcza analiza danych dla przedsiębiorstw. Depozyty tej grupy klientów wzrosły w grudniu o 4,5% m/m i o 4,9% r/r, co w części wynikało z osłabienia złotego i wzrostu wartości depozytów w walucie. Wzrost „netto” szacujemy na ok. 2,5% m/m, co nie odbiega znacząco od wzorca sezonowego. Utrzymywała się wysoka dynamika kredytu (1,6% m/m i 29,2% r/r), gdyby jednak uwzględnić osłabienie złotego (ok. 20% kredytów przedsiębiorstw indeksowanych jest do walut obcych), realna dynamika m/m spadłaby poniżej zera. **Grudniowe dane po raz pierwszy pokazują więc ograniczenie faktycznej akcji kredytowej dla przedsiębiorstw (co jest zgodne z naszymi wcześniejszymi przewidywaniami).**

USA: Głęboki spadek sprzedaży detalicznej

W grudniu sprzedaż detaliczna w USA spadła o 2,7% m/m (analitycy spodziewali się spadku o 1,3% m/m). Dodatkowo zrewidowano w dół statystyki za listopad. **Choć indeks sprzedaży pociągnęły w dół przede wszystkim paliwa (spadek o 15,9% m/m), co było wynikiem znacznego spadku cen, spadki popytu konsumpcyjnego wydają się obejmować coraz szersze grupy towarów** - po wyłączeniu paliw sprzedaż detaliczna obniżyła się o 1,3% m/m. Informacje z danych o sprzedaży detalicznej zostały potwierdzone również w opublikowanej wczoraj „Beżowej Księdze”; raporty o sprzedaży wskazywały na jej spadki niemal we wszystkich z 12 dystryktów objętych badaniem. **„Beżowa Księga” wskazuje również na agresywną politykę dyskontową detalistów, co w chwili obecnej spójne byłoby z rosnącym ryzykiem deflacji w gospodarce amerykańskiej.** Raport potwierdził również powszechność spadków produkcji przemysłowej (spadek produkcji stali, samochodów), spadek wydatków inwestycyjnych (bieżących i planowanych) oraz wzrost wolnych mocy produkcyjnych; wskazane zostały również negatywne tendencje w sektorze usług

Wracając do sprzedaży, znaczny wpływ na jej obniżenie miało gwałtowne pogorszenie sytuacji na rynku pracy w ostatnich miesiącach. Duże dynamiki spadku zarówno zatrudnienia, jak i sprzedaży dają jednak nadzieję, że konsumenci szybciej odnajdą stan nowej równowagi (ustabilizuje się również sentyment konsumenta). Taki scenariusz oznaczałby, że **w drugiej połowie 2009 można będzie oczekiwać na pierwsze pozytywne sygnały co do dynamiki konsumpcji.**

Dane grudniowe uzupełniają informacje na temat popytu konsumpcyjnego; w IV kw. 2008 (spadek sprzedaży, po annualizowaniu wyniósł niemal 24%), co przełożyć się może na ponad 6% spadek konsumpcji prywatnej oraz całego PKB. Taki scenariusz warunkował będzie dalsze poluzowanie monetarne (tym razem quantitative easing) oraz stymulację fiskalną (ponad 730 mld USD zostanie w najbliższych miesiącach wykorzystane do wsparcia popytu w amerykańskiej gospodarce, jednak tylko połowa tej kwoty trafi bezpośrednio do konsumentów).

Strefa euro: słabnąca produkcja przemysłowa

Hamowanie sfery realnej gospodarki strefy euro okazało się zgodne z wcześniejszymi (także gwałtownymi) spadkami głównych indeksów koniunktury. Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w listopadzie o 1,6% m/m oraz 7,7% r/r (wyniki okazały się dużo gorsze od oczekiwań, w dół zrewidowane zostały także dane za poprzedni miesiąc).

Patrząc od strony typów produkowanych dóbr, znacznemu przyspieszeniu uległ proces spadku produkcji dóbr pośrednich (które de facto dołączyły do wcześniej szybko kurczącej się produkcji dóbr trwałych). Oznacza to, że hamowanie dotyczy wszystkich sekcji przetwórstwa przemysłowego – **ograniczenie popytu na dobra o wyższym stopniu przetworzenia negatywnie przekłada się także na dobra o charakterze komponentów**. Biorąc pod uwagę, że produkty polskiego przetwórstwa przemysłowego są w dużej części dobrami pośrednimi dla przetwórstwa strefy euro, dalsze spadki aktywności polskiej produkcji przemysłowej stają się coraz bardziej prawdopodobne (już dziś potwierdzą to prawdopodobnie dane o polskim eksporcie).

Warto zauważyć, że w listopadzie odnotowano gwałtowne spadki produkcji przemysłowej praktycznie na całym świecie. Fakt ten wydaje się spójny z dość dużym spadkiem eksportu USA, który potwierdza, że ograniczenie aktywności w przemyśle ma charakter globalny a gwałtowne spadki produkcji w tym sektorze to raczej nie efekt jednorazowy, lecz poszukiwanie nowej krótkookresowej równowagi.

Posiedzenie RPP, 27. stycznia

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

* **OIS** – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
FEB9	4435	-73
MAR9	4665	-97
APR9	4903	-86

Data: 2009-01-15

Godzina: 9:06:06

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
4,1435	3,1162

EUR/USD 1,3190 EUR/JPY 117,25 EUR/PLN 4,1890 USD/PLN 3,1760

Podczas sesji europejskiej euro traciło do większości walut. Pierwszym przyczynkiem do wyprzedaży wspólnej waluty były plotki o obniżce ratingu dla Irlandii (dość szybko zdementowane) a następnie faktyczna obniżka ratingu Grecji. Wsparciem dla wspólnej waluty nie okazały się także oczekiwania na dzisiejszą decyzję ECB (obniżka o co najmniej 50 pb. w obliczu gwałtownego spowolnienia staje się coraz bardziej prawdopodobna). Dziś prawdopodobnie kontynuacja wczorajszej wyprzedaży wspólnej waluty.

Złoty zbliża się do najsłabszych poziomów z końca grudnia. O ile w grudniu negatywny wpływ na złotego okazały się mieć kwestie związane z opcjami walutowymi, dziś rynek w dużej mierze dyskontuje negatywne informacje odnośnie makro (duży wpływ na osłabienie złotego miała seria słabych danych o produkcji z Czech i strefy euro). Słabsze otwarcie może sugerować, że rynek testować dziś będzie poziom 4,20 wobec euro.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Euro pozostaje w trendzie – prawdopodobny test poziomów wsparcia 1,3105/1,3075. Kluczowy w krótkim terminie poziom 1,3000 może być zagrożony w przypadku głębszego (niż oczekiwanego) cięcia stóp ECB. Silny poziom oporu ok. 1,3325.

wsparcie	Opór
1,3105	1,3325
1,3075	1,3250
1,3010	1,3205



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Przełamanie oporu 4,1750/4,18 uruchomiło zlecenia stoploss; trwała konsolidacja powyżej 4,20 oznacza dalsze osłabienie PLN (z kolejnym celem ok. 4,35).. powrót euro poniżej 4,18 neguje ten scenariusz.

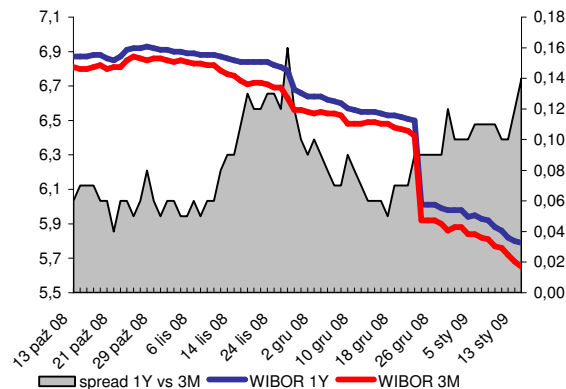
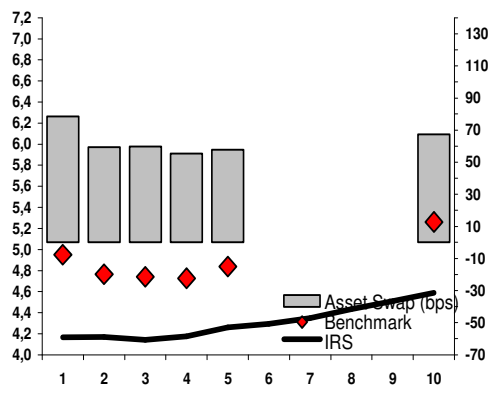
Wsparcie	opór
4,1860	4,2845
4,1650	4,2650
4,1200	4,2405



Źródło: Reuters

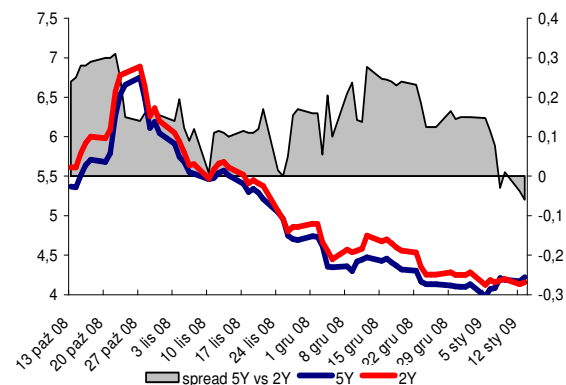
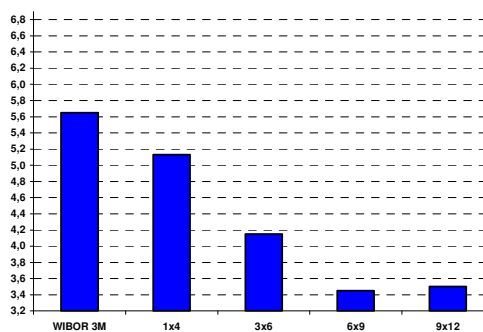
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,15	4,19
2Y	4,02	4,32
3Y	4,09	4,19
4Y	4,13	4,23
5Y	4,21	4,31
6Y	4,24	4,34
7Y	4,31	4,39
8Y	4,38	4,48
9Y	4,46	4,56
10Y	4,54	4,64



depo	BID	ASK
ON	4,40	4,90
1M	5,24	5,44
3M	5,49	5,69

FRA	BID	ASK
1x2	4,84	4,90
1x4	5,07	5,13
3x6	4,09	4,15
6x9	3,39	3,45
9x12	3,44	3,50



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. JAKĄKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, J EGO 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 UPRZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.