



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

Daily Letter

STRON: 5

piątek, 23 stycznia 2009

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	10:00	PMI w przemyśle	Styczeń	-	33,5 pkt.	33,9 pkt.
EMU	10:00	PMI w usługach	Styczeń	-	41,8 pkt.	42,1 pkt.

Makroekonomia

„Minutes” RPP – wyraźne przesunięcie akcentów dyskusji w kierunku zagrożeń dla wzrostu gospodarczego

Na wtorkowym posiedzeniu oczekujemy obniżki stóp procentowych w skali 75pb. lub wyższej.

Tak jak się wcześniej spodziewaliśmy, w RPP doszło do wyraźnego przesunięcia akcentów dyskusji w kierunku problemów związanych z hamowaniem sfery realnej gospodarki. Członkowie Rady uważają, że **spowolnienie gospodarcze przebiega na wszystkich frontach**: eksportu (spadek silniejszy niż podczas wcześniejszych epizodów spowolnienia z uwagi na wzrost udziału towarów wysoko przetworzonych), konsumpcji (gorsza sytuacja na rynku pracy, niższa dynamika płac i kredytów, obniżenie siły nabywczej w związku z podwyżkami cen kontrolowanych) i przede wszystkim inwestycji (w tym także zmniejszenie BIZ). Ta najbardziej zmienna kategoria popytu wewnętrznego podlega cyklicznemu spadkowi z uwagi na pogorszenie perspektyw zbytu na rynku krajowym i zagranicznym, a także w wyniku pogorszenia dostępu do finansowania. **Ograniczenie podaży kredytu sprawia dodatkowo, że małe i średnie przedsiębiorstwa mogą mieć trudności z wykorzystaniem funduszy unijnych z uwagi na konieczność wniesienia wkładu własnego.**

Głębsze od oczekiwań spowolnienie gospodarcze to fakt, którego RPP nie będzie ignorować

Jako że inflacja znalazła się już w dopuszczalnym przedziale odchyień od celu, dezaktualizacji uległ akapit „Minutes” dotyczący jej rychłego powrotu do tego przedziału. Aktualne pozostały natomiast czynniki dezinflacyjne w średnim okresie: silniejsze od oczekiwań obniżenie tempa wzrostu w gosp. światowej i polskiej, niska inflacja w otoczeniu zewnętrznym, szybsze słabnięcie presji płacowej. Zwracano także uwagę, że w obecnej fazie cyklu jednostkowe koszty pracy przenoszą się jedynie w ograniczonym stopniu na ceny; identyczna argumentacja ma zastosowanie w przypadku kursu walutowego. Wśród tradycyjnych czynników inflacyjnych pozostały elementy poza kontrolą Rady: ceny kontrolowane i podwyżki akcyzy. **Tak jak już podkreślaliśmy niejednokrotnie we wcześniejszych analizach, Rada jest obecnie skłonna interpretować podwyżki w cen kontrolowanych raczej w kontekście obniżenia siły nabywczej konsumentów niż impulsów w kierunku wyższych oczekiwań inflacyjnych.**

Podczas dyskusji dyskutowano również o perspektywach kursu walutowego. Zaznaczono przede wszystkim, że obserwowana deprecjacja wynika głównie ze zwiększonej awersji do

ryzyka oraz odpływu kapitału z rynków wschodzących. Wskazywano także na niekorzystne oddziaływanie problemu opcji walutowych, który pogorszył sytuację finansową niektórych przedsiębiorstwa, co może stanowić dodatkowe zagrożenie dla inwestycji. Jako korzystny przejaw deprecjacji wspomniano poprawę konkurencyjności polskich towarów (co naszym zdaniem rzeczywiście może być przyczynkiem od odbicia eksportu w drugiej połowie roku). **Nowym elementem w zakresie kursu walutowego jest przekonanie większości Rady, że zbyt słaba reakcja polityki pieniężnej na niekorzystne procesy gospodarcze może prowadzić do wyższej zmienności na rynku FX i dalszego osłabienia złotego – stąd też uzasadnienie dla znaczącego złagodzenia polityki pieniężnej.**

W trakcie posiedzenia dyskutowano także o sytuacji na rynku kredytowym. Zwracano uwagę, że zmniejszony wolumen kredytów i wysokie oprocentowanie będą przyczyniać się do ograniczenia popytu krajowego. Członkowie Rady dyskutowali także o możliwościach zwiększenia akcji kredytowej banków i rozwiązania problemów płynnościowych sektora bankowego. Ustalono, że poprawie w tym zakresie powinien służyć system gwarancji i poręczeń rządowych (projekt stosownej ustawy został już przygotowany przez MinFin i we wtorek trafi do dyskusji na posiedzenie rządu). **Część członków RPP jest zdania, że problemy z transmisją polityki monetarnej na poziom rynkowych stóp procentowych to argument na rzecz znaczących obniżek stóp procentowych (sądząc po wyniku głosowania członkowie ci byli w większości).**

Na wtorkowym posiedzeniu oczekujemy obniżki stóp procentowych w skali 75pb. lub wyższej. Głębsze od oczekiwań spowolnienie gospodarcze to fakt, którego RPP nie będzie ignorować – zwłaszcza w obliczu wyraźnie przesuniętego ciężaru argumentacji jej członków („Minutes”) a także perspektyw szybkiego powrotu inflacji do celu.

USA: brak oznak stabilizacji na rynku domów, liczba nowych bezrobotnych najwyższa od listopada 1982

Skala spadków na rynku pracy to przejaw elastyczności amerykańskiej gospodarki, co może stać się przyczynkiem do szybszego odbicia.

Stopa bezrobocia w cyklu może się zbliżyć do 9-10%

Rozpoczęte budowy domów spadły w grudniu do poziomu 550 tys. SAAR zaznaczając tym samym nowe minimum od początku publikowania serii danych w 1959 roku. Także pozwolenia budowlane – użyteczny wskaźnik przyszłej aktywności – obniżyły się, osiągając w grudniu poziom 549 tys. SAAR.

Trudna dostępność kredytu oraz złe nastroje konsumentów nie sprzyjają zakupom nieruchomości. Pojawiająca się w nadpodaż domów rodzi presję na znaczny spadek cen, która z biegiem czasu powinna stać się przyczynkiem do odbudowy popytu. Na stabilizację sytuacji przyjdzie jednak jeszcze poczekać. Z historycznego punktu widzenia korekty na rynku nieruchomości potrafią być znacznie rozciągnięte w czasie (i nie dotyczy to tylko rynku amerykańskiego – patrz podobny przypadek w Japonii w latach 90-tych). **Skróceniu czasu powrotu do równowagi sprzyjać może 100 mld USD wyasygnowane przez prezydenta Obamę z programu TARP na działania związane z rynkiem nieruchomości.** Nie bez znaczenia pozostają także działania Fed związane z *quantitative easing*, ukierunkowane selektywnie na obniżenie kosztów długoterminowego finansowania (przynoszą pierwsze wyniki – **średnia rentowność 30-letnich obligacji hipotecznych o stałym oprocentowaniu spadła w tym miesiącu do 4,96%**).

Zagrożeniem dla szybkiej poprawy sytuacji nieruchomości jest cykliczne osłabienie rynku pracy (zdecydowanie głębsze niż na początku dekady). W ubiegłym tygodniu zarejestrowano 589 tys. nowych bezrobotnych a czterotygodniowa średnia pozostała na poziomie 519 tys.

Istotnie wzrosła także liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku, która wynosi obecnie 4,56 mln. **Spojrzenie na dane bez poprawki sezonowej ujawnia jeszcze większą skalę problemu – faktycznie zarejestrowanych nowych bezrobotnych było w ostatnim tygodniu 768 tys. a tydzień wcześniej prawie milion.** Porównywalne liczby dla początku ubiegłego roku nie przekroczyły 500 tys. Fakty te ilustrują wyraźnie, że dynamika procesów na rynku pracy pozostaje znacząca. Potwierdza to z jednej strony elastyczność amerykańskiej gospodarki (co jest solidnym przyczynkiem do szybszego odbicia), a z drugiej możliwość osiągnięcia przez stopę bezrobocia cyklicznego maksimum 9-10%.

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
MAR9	4470	-69
APR9	4670	-54
MAY9	4794	-25

Data: 2009-01-23

Godzina: 8:51:34

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
4,3094	3,3024

EUR/USD 1,2925 EUR/JPY 114,40 EUR/PLN 4,3720 USD/PLN 3,3825

Po względnie dużej zmienności EUR/USD skończył dzień na poziomie otwarcia. Początkowym impulsem do wzrostów wspólnej waluty były wzrosty giełdowe, które później zamieniły się w spadki, co okazało się korzystne dla dolara. Publikowane wczoraj dane nie wywarły większego wpływu na EUR/USD. Z powodu wzrostu awersji do ryzyka po raz kolejny zyskiwał jen. Dziś dane o PMI w przemyśle i usługach strefy euro – raczej bez wpływu na rynek biorąc pod uwagę skalę oczekiwanego spowolnienia.

Złoty wczoraj osłabiał się przy dużej zmienności. Pewnym przyczynkiem do osłabienia stały się gołębie „Minutes” z posiedzenia RPP a także wypowiedzi J. Rostowskiego, w których sugerował, że może dojść do przesunięcia terminu wejścia do ERM-2 z powodu trudnych warunków rynkowych. Dziś słabsze otwarcie – z powodu gorszych odczytów PMI dla strefy euro (kanał wzrostowy i eksportowy) testowane mogą być poziomy 4,39/40 na EURPLN.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kolejna runda wyprzedzący euro, prawdopodobny test wsparcia 1,2900/1,2850; przełamanie otwiera drogę na 1,2790/1,2715. Silny poziom oporu 1,3060/80.

wsparcie	Opór
1,2900	1,3130
1,2850	1,3060
1,2790	1,2980



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Korekta PLN okazała się krótkotrwała, przełamanie oporu 3,3650/3,37 otwiera drogę na 4,40/4,42.. Silny poziom wsparcia ok. 4,2850.

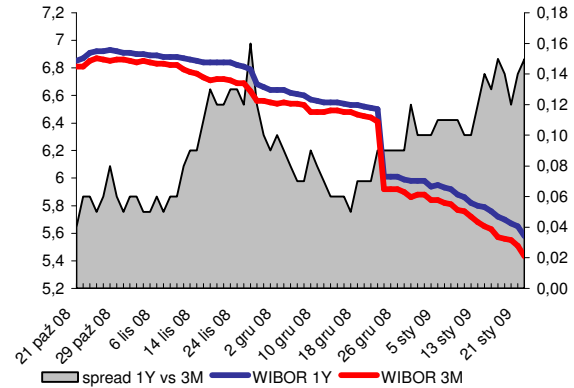
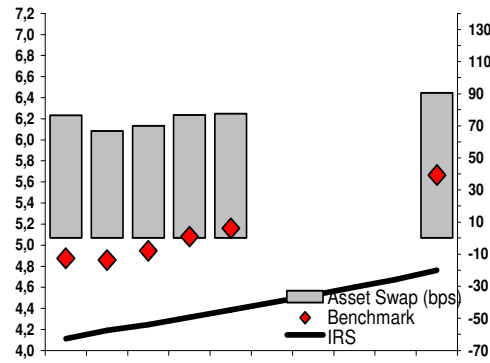
Wsparcie	opór
4,3580	4,4215
4,3300	4,4000
4,2850	4,3860



Źródło: Reuters

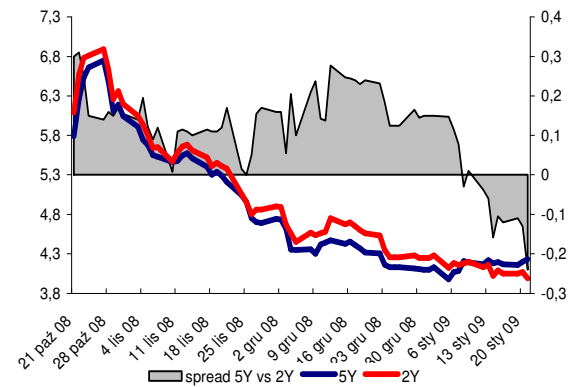
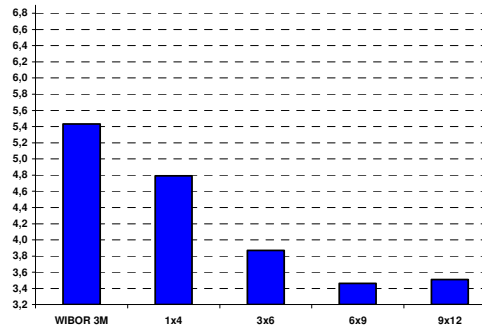
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	3,96	4,26
2Y	4,04	4,34
3Y	4,20	4,29
4Y	4,27	4,36
5Y	4,34	4,43
6Y	4,41	4,50
7Y	4,48	4,57
8Y	4,56	4,64
9Y	4,63	4,72
10Y	4,72	4,80



depo	BID	ASK
ON	4,51	5,01
1M	5,10	5,30
3M	5,33	5,53

FRA	BID	ASK
1x2	4,53	4,59
1x4	4,74	4,79
3x6	3,82	3,87
6x9	3,40	3,46
9x12	3,45	3,51



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 JAKAKOLWIEK 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.