


DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 0 22 829 0188

 E-MAIL: research@brebank.com.pl

Daily Letter

czwartek, 29 października 2009

STRON: 5

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
EMU	11:00	Koniunktura ESI	Wrzesień	-	84,5pkt.	82,8pkt.
USA	13:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 23.10	-	-	531tys.
USA	13:30	PKB, preliminary SAAR	III kw.	-	3,1%	-0,7%

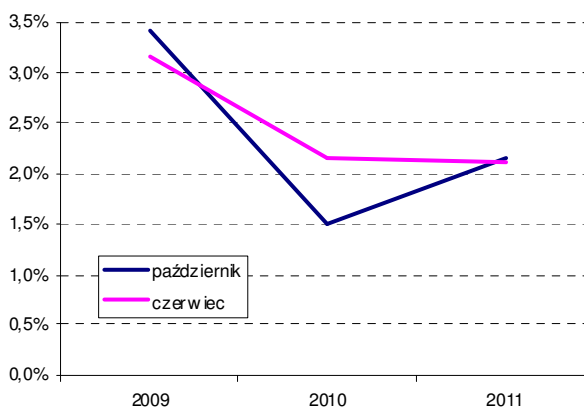
Makroekonomia

RPP zmienia nastawienie w polityce pieniężnej na neutralne

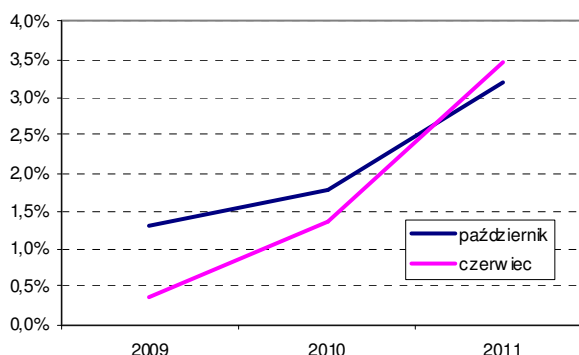
Na wczorajszym posiedzeniu RPP nie zmieniła poziomu stóp procentowych (obecnie stopa REPO wynosi 3,5%). Istotna zmiana nastąpiła jednak w komunikacie, a właściwie w jego części, w której Rada bezpośrednio podaje swoją ocenę kierunku procesów inflacyjnych w średnim okresie. Rada ocenia obecnie, że prawdopodobieństwa spadku inflacji poniżej celu NBP, jak i jej wzrostu powyżej celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej zrównały się. Stwierdzenie to zwykle się interpretować jako przejście do nieformalnego neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej.

Naszym zdaniem decyzja taka znajduje silne oparcie w wynikach najnowszej projekcji. W październikowej projekcji eksperci NBP przewidują już znaczne przyspieszenie tempa wzrostu PKB w tym i przyszłym roku i V-kształtną ścieżkę inflacji (patrz wykresy). Wyższemu wzrostowi PKB towarzyszyć będzie wyraźne obniżenie inflacji w roku 2010 (znacznie poniżej celu NBP).

Projekcja inflacji: ścieżka centralna



Projekcja PKB: ścieżka centralna



Taki scenariusz, nazwany przez nas epizodem bezinflacyjnego wzrostu, w początkowej fazie swojej realizacji (tak, w emerging markets to bieżące dane zdają się w największym stopniu determinować zachowanie rynków), może wpływać na przejściowe wygaszenie oczekiwań co do rychłego zacieśnienia monetarnego i wspierać wzrost cen polskich papierów skarbowych.

Naszym zdaniem prognozowane przez NBP obniżenie inflacji do poziomów poniżej celu w 2010 wynika jednak w dużym stopniu z efektów bazy statystycznej (patrz nasz raport z 22 października) i przy kontynuacji ożywienia gospodarczego oraz stosunkowo silnym rynku pracy nie będzie wiązać się z dalszym poluzowaniem monetarnym. Co więcej, fakt raczej dynamicznego wzrostu prognoz inflacji na rok 2011 odzwierciedla w istocie dość szybkie odradzanie się procesów inflacyjnych. Taki kształt ścieżki przyszłej inflacji sugerowałby wręcz, biorąc pod uwagę opóźnienia w procesie transmisji impulsów monetarnych, konieczność zacieśnienia polityki pieniężnej już w II połowie 2010 roku. Podkreślamy, że historycznie dla kierunku polityki monetarnej wdrażanej przez RPP nie sam poziom inflacji, ale jej „momentum” oraz „perspektywy” okazywały się odgrywać decydującą rolę.

Co do najbliższych perspektyw dla polityki monetarnej, wydają się one jasne. Na konferencji po posiedzeniu Rady D. Filar z RPP powiedział już wprost, że (stara) Rada stóp do końca swojej kadencji nie zmieni. Poparciem dla słów Filara są także słowa J. Czekaja, który uważa że do końca kadencji nie ulegnie zmianie także nastawienie w polityce pieniężnej. M. Noga dodał z kolei, że w przyszłym roku polityka pieniężna może być „nudna” przez II-III kwartały. Jego zdaniem rolę zmian nominalnych stóp procentowych przejmie okresowo spadająca inflacja, która będzie powoli zwiększać realny poziom stóp procentowych; członek Rady przypomniał przy tym, że RPP powinna działać wyprzedzająco (co w oczywisty sposób wspiera możliwość podwyżek stóp procentowych nawet przy niskiej inflacji).

USA: Słabe dane z rynku domów, pozytywna niespodzianka ze strony zamówień

Sprzedż domów na rynku pierwotnym obniżyła się we wrześniu do 402tys. SAAR z 417tys. SAAR w poprzednim miesiącu, poniżej konsensusu rynkowego. Wygląda na to, że bardzo pozytywna niespodzianka na rynku wtórnym przełożyła się na gorsze dane na rynku pierwotnym, przyciągając klientów okazjami cenowymi, wspartymi dodatkowo „ostatnim gwizdkiem” na realizację obecnej ulgi podatkowej na zakup domu. Na rynku pierwotnym znacznie łatwiejsze okazało się znalezienie nieruchomości z ponad 30% dyskontem w stosunku do ceny rynkowej (głównie z uwagi na pozbywanie się przez banki nieruchomości przejętych wcześniej w ramach procedury foreclosure) – wiele na ten temat mówią już same mediany cen sprzedawanych domów: 175tys. USD na rynku wtórnym i 204tys. na rynku pierwotnym. Uważamy, że sytuacja na rynku domów powinna się stopniowo stabilizować – rynek pierwotny będzie pozostawał jednak w tyle w stosunku do wtórnego.

Z kolei zamówienia na dobra trwałe sprawiły pozytywną niespodziankę. W ujęciu miesięcznym wzrosły o 1,0% wobec konsensusu rynkowego na poziomie 0,8%. Po wyłączeniu dóbr związanych z transportem wzrost zamówień wyniósł 0,9%. Za rosnącymi zamówieniami „nie nadążają” na razie dostawy dóbr trwałych, używane przy wyliczaniu dynamiki nakładów inwestycyjnych w PKB. Choć zgodnie z historycznymi zależnościami, dostawy dóbr trwałych praktycznie zawsze powielają trendy zamówień z pewnym opóźnieniem (co jest dobrym prognozą na przyszłe kwartały), to dane o PKB za III kwartał mogą okazać się nieznacznie słabsze od obecnego konsensusu rynkowego na poziomie 3,1% SAAR.

Posiedzenie RPP, 25. listopada

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

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Spadki indeksów giełdowych zwiększyły awersję do ryzyka inwestorów, czego beneficjentami okazały się dolar i jen. EURUSD podążał na południe już od początku sesji europejskiej, osłabiając się do 1,4750. W sesji amerykańskiej straty euro pogłębiły się do poniżej 1,4700. W centrum uwagi pozostają dziś dane o PKB w USA za III kwartał. Wczorajsze dane o zamówieniach na dobra trwałe (choć lepsze od konsensusu) są nieco mniej korzystne dla szacunku inwestycji w III kwartale – z tego też względu konsensus może być nieznacznie zawyżony. Negatywna niespodzianka to z kolei kolejna okazja do osłabienia europejskiej waluty i wzrostu obaw o kruchość wczesnej fazy ożywienia gospodarczego.

Złoty systematycznie tracił na wartości od momentu wczorajszego otwarcia. Na słabości

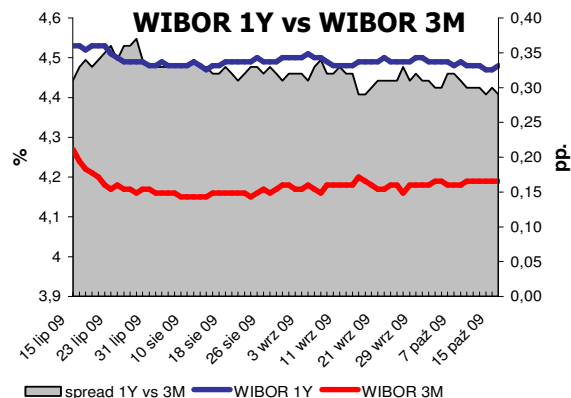
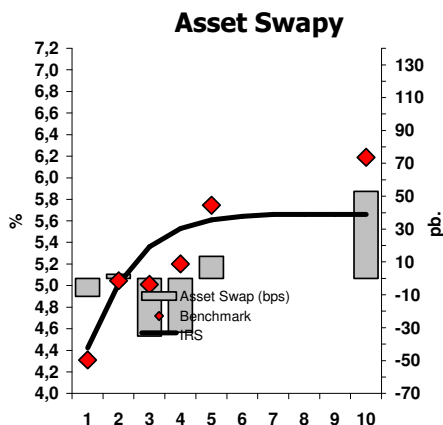
Fixing NBP	
EUR/PLN	4,254
USD/PLN	2,878
CHF/PLN	2,814

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,471
EUR/JPY	133,380
EUR/PLN	4,282
USD/PLN	2,910
CHF/PLN	2,834

złotego zaważyły przede wszystkim zmiany na EURUSD oraz tzw. globalny wzrost awersji do ryzyka. Pod koniec sesji złoty niebezpiecznie zbliżył się do granicy 4,30. Poziomy zbliżone do 4,30 wydają nam się nieuzasadnione fundamentalnie i są prawdopodobnie dobrą okazją do budowania pozycji strategicznych w PLN, jednak dynamika zmian na eurUSD oraz trady na koszyku emerging markets mogą prowadzić do dalszego choć pewnie dość ograniczonego w czasie osłabienia polskiej waluty. Niewykluczone, że fala osłabienia przebiegnie do poziomu ostatnich szczytów 4,30/31.

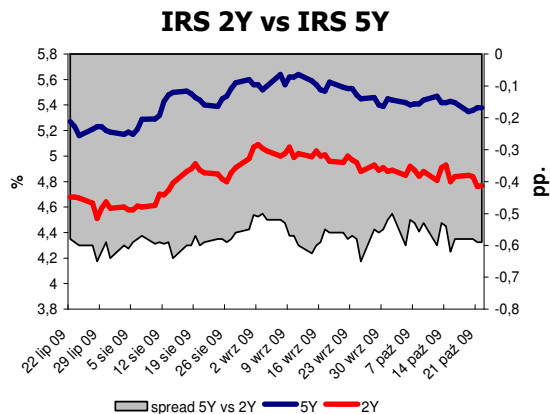
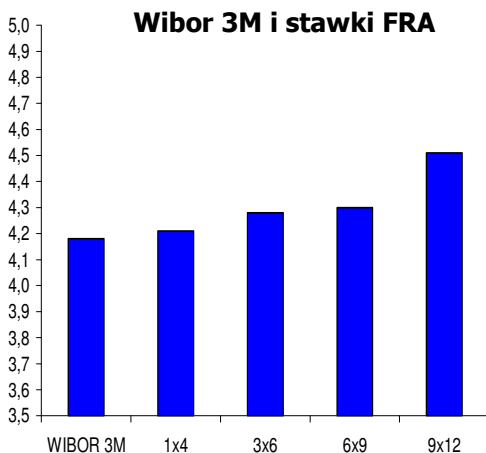
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,38	4,46
2Y	4,98	5,06
3Y	5,32	5,40
4Y	5,49	5,57
5Y	5,57	5,65
6Y	5,60	5,68
7Y	5,62	5,70
8Y	5,62	5,70
9Y	5,62	5,70
10Y	5,62	5,70



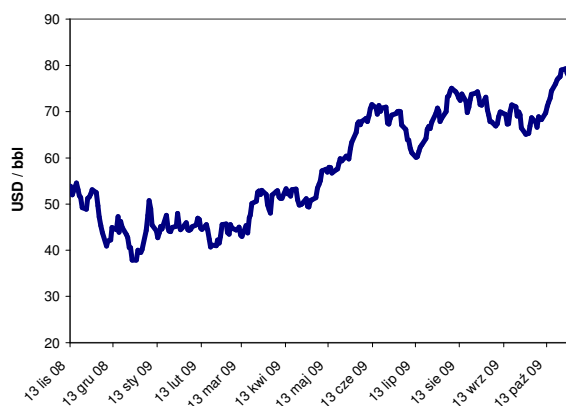
depo	BID	ASK
ON	2,09	2,39
1M	3,29	3,49
3M	3,90	4,19

FRA	BID	ASK
1x2	3,52	3,57
1x4	4,18	4,21
3x6	4,24	4,28
6x9	4,26	4,30
9x12	4,47	4,51

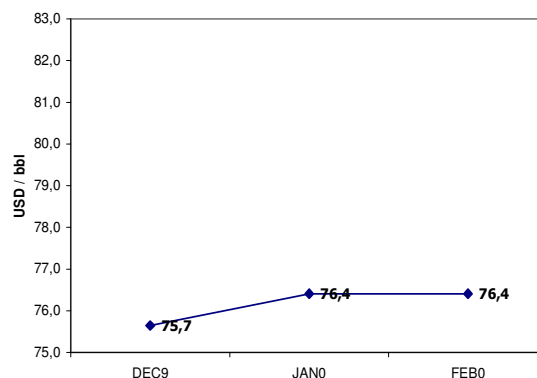


Surowce: ropa naftowa

Indeks cen ropy naftowej



Ropa brent: krzywa terminowa



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 UPZEDNIEGO 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. BRE BANK S.A. (LUB JEGO PRACOWNICY) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. 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 OSOBE DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.