

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 7

Daily Letter**czwartek, 24 grudnia 2009****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 17.12	-	-	480tys.
USA	14:30	Zamówienia na dobra trwałe m/m	listopad	-	0,4%	-0,6%

Makroekonomia**Decyzja RPP. Poziom stóp bez niespodzianek. Kredyt dyskontowy jako nowy instrument polityki pieniężnej.**

Przy wczorajszej decyzji RPP obyło się bez niespodzianek. Stopy procentowe pozostały na poziomie 3,5% a nieformalne nastawienie RPP pozostało neutralne. Pojawił się natomiast nowy instrument pod postacią kredytu dyskontowego (ze stopą ustaloną obecnie na 4%) a ocena warunków gospodarczych przez Radę stała się bardziej optymistyczna.

Odnosnie sfery realnej Rada odnotowała postępujące ożywienie za granicą, jednak z wyraźnym podziałem na obszary szybszego (daleki wschód, USA) oraz wolniejszego wzrostu (strefa euro). W przypadku gospodarki polskiej odnotowano przede dalszą poprawę koniunktury widoczną nie tylko we wskaźnikach ankietowych, lecz również twardych danych dotyczących produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej a także stopniowe wyhamowanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy (stabilizacja zatrudnienia mimo wzrostów stopy bezrobocia – fakt, który podkreślamy w naszych analizach już od kilku miesięcy). Wśród czynników ryzyka pojawiła się wzmianka o napędzaniu ożywienia przez pakiety fiskalne a także powszechny problem z dostępnością kredytu.

W kwestii procesów nominalnych RPP odnotowała stabilizację cen szerokiej klasy aktywów na rynku finansowym i surowcowym (sygnał mniejszej obawy o wystąpienie baniek spekulacyjnych, generujących niekorzystne szoki podażowe?). Trzeba przyznać, że jest to element zupełnie nowy w komunikacie RPP. Wśród punktów odniesienia obecnych w komunikacie od dawna, zwrócono natomiast uwagę na zahamowanie aprecjacji walut krajów wschodzących oraz podwyższony poziom inflacji bazowej. W komunikacie znalazł miejsce także generowany przez efekty bazowe pofalowany kształt ścieżki inflacji, który już wcześniej pojawiał się w wypowiedziach członków. W szczególności RPP oczekuje najpierw wzrostu a następnie spadku inflacji w kolejnych miesiącach (jako nowy czynnik ryzyka dla wyższej inflacji pojawiają się podwyżki

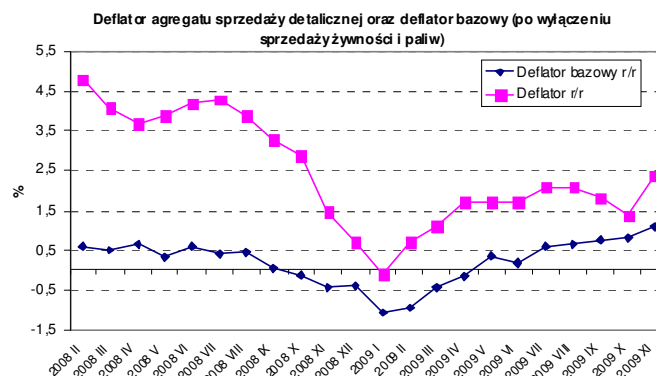
podatków). Odnosnie średniego okresu, prawdopodobieństwo przestrzelenia i niezrealizowania celu inflacyjnego pozostają zbliżone a dotychczasowe działania RPP oraz poprawa globalnej koniunktury sprzyjają powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego wzrostu.

Sądząc po wprowadzeniu nowego instrumentu polityki pieniężnej, RPP jest wciąż zaniepokojona niskim poziomem aktywności kredytowej (co zostało zresztą wspomniane w części komunikatu opisującej bieżący stan gospodarki). Kredyt dyskontowy wprowadzony zostanie od 1. stycznia i umożliwi bankom zaciągnięcie pożyczki w NBP (na maksymalny okres 12-miesięcy) pod zastaw weksli własnych przedsiębiorstw. Kredyt dyskontowy jest instrumentem innym od kredytu redyskontowego. W przypadku kredytu dyskontowego w rozliczenie przyjmowane są weksle własne (głównie zabezpieczenia kredytów) wystawione przez przedsiębiorstwa na banki, natomiast kredyt redyskontowy polega na powtórnym dyskoncie weksli handlowych (związanych z obrotem gospodarczym), które już raz zostały zdyskontowane w banku komercyjnym. Choć trudno obecnie wnioskować o popularności tego nowego instrumentu, pozostaje pytanie o moment wprowadzenia kredytu dyskontowego – czy przypadkiem nie będzie przyczynkiem do nadmiernej ekspansywności polityki pieniężnej, zwłaszcza w obecnej fazie ożywienia gospodarki.

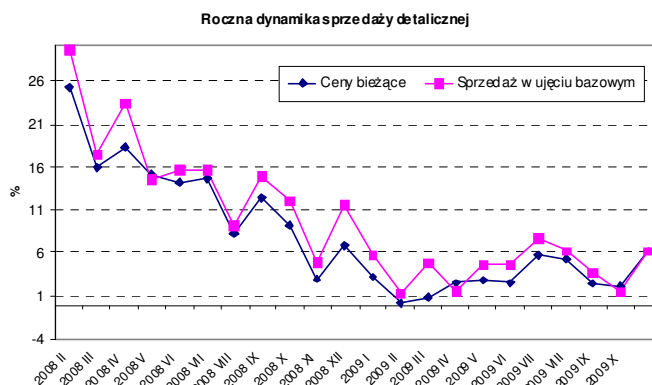
Przechodząc do perspektyw polityki pieniężnej, nie spodziewamy się aby „nowa” RPP szybko zaczęła podnosić stopy. Okres systematycznego spadku rocznego wskaźnika inflacji może dodatkowo wygasić oczekiwania na podwyżki. Choć ostatni artykuł potencjalnego kandydata do RPP (Hausner + Gronicki) sugeruje, że sytuacja fiskalna może wymagać restrykcyjnej polityki pieniężnej, po wypowiedziach pozostałych kandydatów trudno sobie wyobrazić, aby RPP zaniedbała na razie stymulację sfery realnej. Z tego względu zmian stóp procentowych (podwyżki) spodziewamy się w drugiej połowie 2010 roku, co będzie odpowiedzią na odradzanie presji inflacyjnej. W jeszcze dłuższej perspektywie stwierdzenie o restrykcyjności może mieć większe uzasadnienie jako że nowa RPP prawdopodobnie strategicznie będzie traktować przyjęcie euro a podwyżki będą również podyktowane koniecznością spełnienia kryterium konwergencji.

Wyższa dynamika sprzedaży detalicznej

W listopadzie sprzedaż detaliczna wzrosła o 6,3% r/r, powyżej konsensusu rynkowego na poziomie 4,6% oraz dokładnie trzykrotnie szybciej niż w poprzednim miesiącu (2,1% r/r. Co ciekawe, w górę zrewidowane zostały wyniki sprzedaży z początku roku – najniższa dynamika, odnotowana w lutym, wyniosła +0,6% r/r zamiast +0,2% podanych wcześniej. Sprzedaż w ujęciu realnym uplasowała się na poziomie 3,9% wyższym niż w poprzednim roku. Tym samym zanotowano solidny wzrost deflatora sprzedaży zarówno w ujęciu agregatowym (2,4% wobec 1,4% przed miesiącem), jak i po wyłączeniu żywności i paliw (1,1% wobec 0,8% przed miesiącem).



Na listopadowym odczycie zaważył przede wszystkim pozytywny efekt dni roboczych (+1 w ujęciu rocznym) oraz efekt niskiej bazy statystycznej z poprzedniego roku. To właśnie tymi czynnikami zdeterminowane były wyższe odczyty dotyczące sprzedaży żywności (+11,8% r/r wobec +9,2% przed miesiącem) oraz lekka poprawa w kategorii meble, RTV i AGD (-6,7% wobec -9,2% przed miesiącem). Nie bez znaczenia pozostaje także wysoka sprzedaż samochodów na poziomie +8,2% r/r (pierwszy dodatni odczyt w tym roku). To właśnie dzięki tej kategorii sprzedaż w ujęciu bazowym (po wyłączeniu żywności i paliw) zanotowała silny wzrost, niemal równy dynamice całego agregatu (+6,2% - patrz wykres). Uważamy, że silne momentum miesięczne sprzedaży samochodów osłabnie w najbliższych miesiącach z uwagi na kończącą się realizację zakupów związanych z ulgami podatkowymi za granicą (głównie w Niemczech). Niemniej jednak silne efekty bazowe z ubiegłego roku (początek spowolnienia gosp.) umożliwią wzrosty sprzedaży detalicznej na poziomie 5+ w najbliższych miesiącach.



Co do dłuższej perspektywy nadal oczekujemy, że sprzedaż detaliczna będzie wykazywała trend wzrostowy. Wśród czynników fundamentalnych na stopniowej poprawie sprzedaży ważyć będzie przede wszystkim stabilizacja sytuacji na rynku pracy (ostatni wzrost stopy bezrobocia okazał się po raz kolejny niższy od sezonowego wzorca). Oceniamy, że efekt ten – przekładający się na zaufanie konsumentów – będzie silniejszy niż spowolnienie dynamiki funduszu płac (które zresztą jest o wiele bardziej łagodne niż w okresie poprzedniego spowolnienia gospodarczego).

Seria słabych danych z USA

Wszystkie opublikowane wczoraj dane dla gospodarki amerykańskiej okazały się mniejszym (wskaźnik zaufania konsumentów uniwersytetu Michigan, raport o wydatkach i dochodach Amerykanów) bądź większym (sprzedaż nowych domów) negatywnym zaskoczeniem.

Dochody osobiste Amerykanów wzrosły w listopadzie o 0,4% w porównaniu do 0,3% przed miesiącem. Poprzednią dynamikę odnotował dochód rozporządzalny w ujęciu nominalnym i realnym (odpowiednio 0,5% oraz 0,2%). Wydatki konsumpcyjne wzrosły jednak słabiej niż przed miesiącem, osiągając dynamikę równą 0,5% wobec 0,6% (zrewidowane w dół) w październiku. Spadek dynamiki wydatków był skutkiem ograniczenia nakładów na dobra trwałe (przesunięcie w kierunku dóbr nietrwałych) oraz wyzerowania tempa wzrostu popytu na usługi. Biorąc pod uwagę zakotwiczony poziom optymizmu konsumentów oraz wysoki odsetek bezrobotnych, najbliższe miesiące dają perspektywy co najwyżej na stabilizację konsumpcji (w ujęciu dynamicznym). Sytuacja powinna się jednak zmieniać na lepsze wraz z rozlewaniem się efektów wtórnych poprawy sytuacji w przetwórstwie przemysłowym a także dalszą stymulacją fiskalną (oprócz apogeum dotychczas zaplanowanych wydatków publicznych w 2010 roku, administracja dołoży 200mld ze spłaconych środków TARP, które będą przekazane na osłony socjalne dla bezrobotnych).

Bardzo negatywną niespodzianką sprawiła sprzedaż nowych domów, która obniżyła się w listopadzie do 355tys. SAAR z 400tys. przed miesiącem. Od kilku miesięcy pisaliśmy o wyraźnym zapóźnieniu rynku pierwotnego wobec rynku wtórnego z uwagi na wyższy ogólny poziom cen oraz brak mocno przecenionych ofert nieruchomości wystawionych na licytację przez banki. W listopadzie efekt ten został dodatkowo wzmocniony przez specyfikę transakcji na rynku pierwotnym. Aby skorzystać z ulgi wystarczyło sfinalizować transakcję do końca listopada (planując odpowiednio i z wyprzedzeniem podpisanie umowy), tymczasem sprzedaż nowych domów jest liczona w momencie podpisania kontraktu i konsumenci prawdopodobnie nie zdążyli jej sfinalizować (nie wszystkie nieruchomości rynku pierwotnego fizycznie „stoją”) na czas, aby wykorzystać ulgę.

Co ciekawe, pierwsza ulga podatkowa nastawiona była na najniższy segment cenowy, druga (obowiązująca do kwietnia) obejmuje także dotychczasowych właścicieli, co sugeruje, że dostępny pułap cenowy (z uwagi na dotychczas zgromadzony majątek) jest wyższy i może stanowić wsparcie dla rynku pierwotnego. Uważamy, że stabilizacja stopy bezrobocia oraz możliwe wzrosty optymizmu (a więc endogeniczne mechanizmy podtrzymujące wzrost PKB) wraz ze stymulacją fiskalną przyczynią się do poprawy sytuacji na rynku domów w 2010 roku. Wśród najważniejszych czynników ryzyka plasujemy wciąż wysoką liczbę foreclosures, która może opóźnić proces powrotu cen nieruchomości do wzrostowego trendu.

Posiedzenie RPP, 27. stycznia

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

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	4,173
USD/PLN	2,929
CHF/PLN	2,794

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,433
EUR/JPY	131,320
EUR/PLN	4,159
USD/PLN	2,901
CHF/PLN	2,792

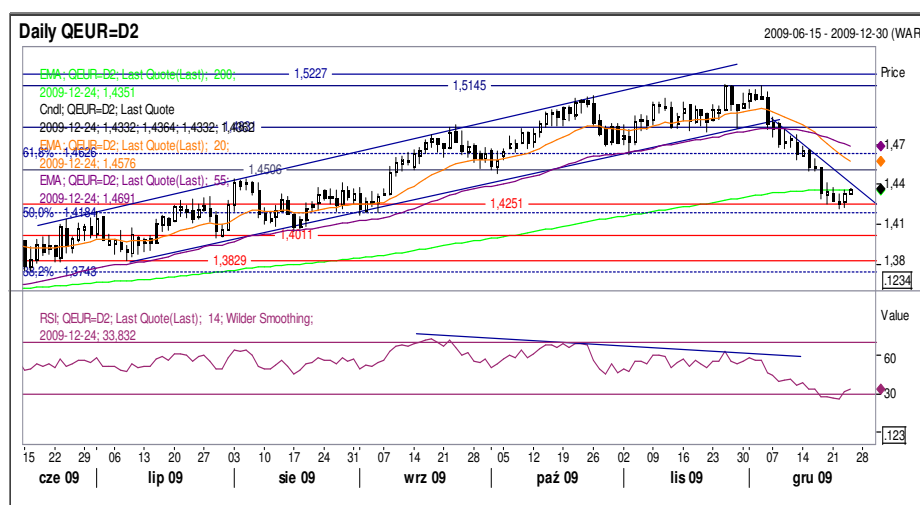
Gorsze od oczekiwań dane o wydatkach i dochodach konsumentów, a zwłaszcza o sprzedaży nowych domów (silny spadek, w odróżnieniu od tendencji obserwowanych na rynku wtórnym) negatywnie odbiły się na wycenie dolara. Po spokojnej pierwszej części sesji kurs EURUSD zwyżkował do 1,4360 i utrzymał się w przedziale 1,4325-4360 przez resztę dnia. Dziś tygodniowe dane o rynku pracy oraz nowe zamówienia w przemyśle – pod nieobecność znacznej części inwestorów nie spodziewamy się znacznych ruchów na EURUSD.

Złoty został wczoraj wsparty wydarzeniami krajowymi (publikacja lepszych od oczekiwań danych o sprzedaży detalicznej) oraz zachowaniem pary EURUSD. Pożegnalna decyzja RPP została praktycznie zignorowana przez rynek. Po otwarciu w okolicach 4,17 w godzinach popołudniowych kurs ustabilizował się w okolicach 4,16 przy niewielkiej płynności. Większe ruchy będą jednak możliwe po ogłoszeniu planu konsolidacji fiskalnej (początek roku) oraz ukonstytuowaniu kolejnych oznak szybkiego ożywienia gospodarczego. Ciągłe jednak zmiany w globalnej cyrkulacji kapitału mogą spowalniać proces umocnienia złotego.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Dolar w trendzie aprecjacyjnym. Oznaki wysprzedania EURUSD na RSI, co może sugerować krótkookresową korektę. Istotny opór dopiero na 1,4500. Najbliższe wsparcie to minima intraday na poziomie 1,4218. Przebicie tych poziomów stwarza szansę do testowania poziomów 1,4180 (Fibo) i 1,4000.

Wsparcie	Opór
1,4218	1,4750
1,4180	1,4620
1,4000	1,4500

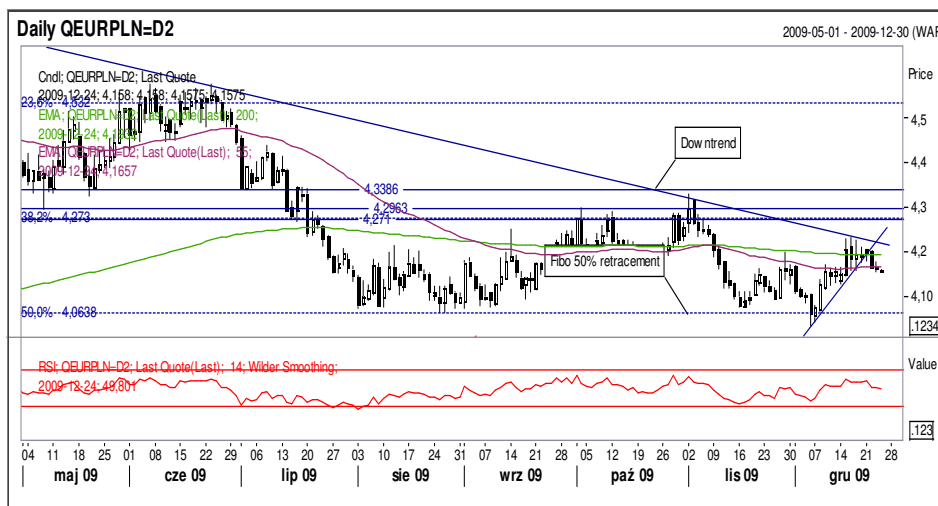


Źródło: Reuters

**Krótkoterminowe
prognozy,
EUR/PLN i
USD/PL**

EURPLN nie przebił ograniczenia trendu aprecyjnego na poziomie 4,2320. Odbicie od tych poziomów przechyla szalę w stronę dalszego umocnienia złotego. Ponowie przebicie (tym razem od góry) średnich ruchomych wskazywałoby na przyspieszenie ruchu aprecyjnego. Wsparcie na 4,16 wytrzymało podczas wczorajszej sesji.

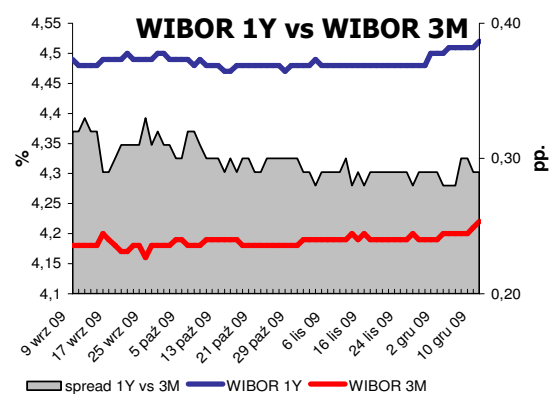
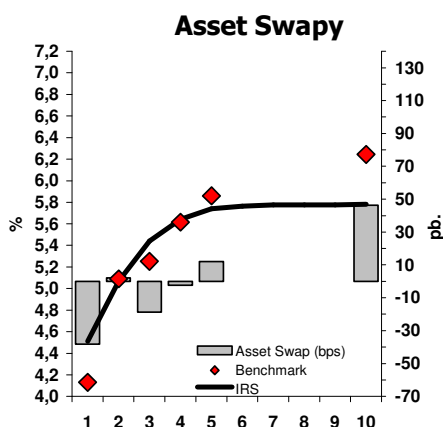
Wsparcie	Opór
4,1600	4,3400
4,0350	4,2700
4,0000	4,2320



Źródło: Reuters

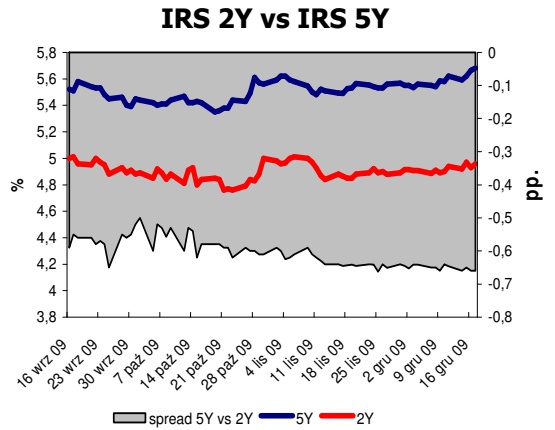
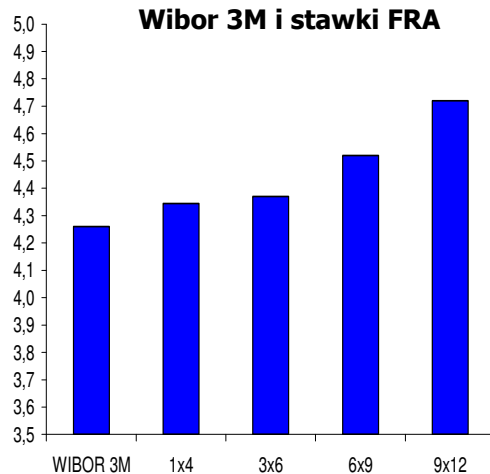
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,47	4,55
2Y	5,04	5,10
3Y	5,41	5,47
4Y	5,61	5,67
5Y	5,71	5,77
6Y	5,74	5,80
7Y	5,75	5,81
8Y	5,75	5,81
9Y	5,75	5,81
10Y	5,75	5,81



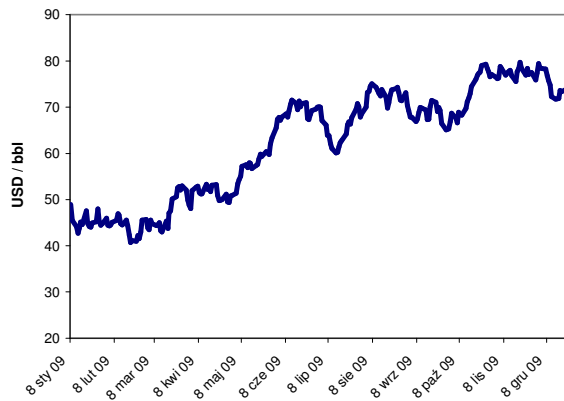
depo	BID	ASK
ON	2,08	2,38
1M	3,50	3,77
3M	4,00	4,26

FRA	BID	ASK
1x2	3,63	3,68
1x4	4,25	4,35
3x6	4,27	4,37
6x9	4,42	4,52
9x12	4,68	4,72

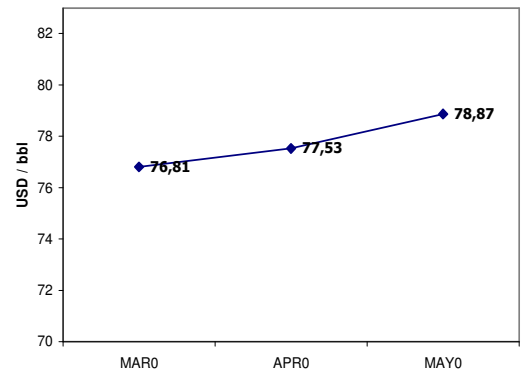


Surowce: ropa naftowa

Indeks cen ropy naftowej



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 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. BRE BANK S.A. (LUB JEJ 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, JEJEGO 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.