

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 829 0166
 MARCIN MAZUREK TEL. 829 0183
 RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207
 WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
 E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 7

Daily Letter

poniedziałek, 17 listopada 2008

Kalendarium danych

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

PONIEDZIAŁEK 17.11	
15:15	(USA) Produkcja przemysłowa [październik]; konsensus 0,4% m/m , poprzednio -2,8% m/m <i>Wykorzystanie mocy wytwórczych, po ostatnim gwałtownym spadku w poprzednim miesiącu do 76,4%, prawdopodobnie utrzyma się na tym poziomie, poniżej minimum z recesji 90-91. Skłania to do stwierdzenia, że proces dezinflacji może być dość gwałtowny.</i>
WTOREK 18.11	
14:00	(POL) Płace [październik]; prognoza BRE 8,9% r/r , konsensus 9,6% r/r , poprzednio 10,9% r/r <i>Wysoka baza z 2007 roku. Obserwujemy stopniowe odwracanie trendu na wskaźniku. Na koniec roku dynamika płac spadnie do około 7-8% r/r.</i>
14:00	(POL) Zatrudnienie [październik]; prognoza BRE 3,8% r/r , konsensus 3,7% r/r , poprzednio 4,1% r/r <i>Wyraźnie gorsze wskaźniki koniunktury w pośrednictwie finansowym, dużo gorzej w transporcie i przetwórstwie przemysłowym. Wysoka baza z poprzedniego roku.</i>
14:30	(USA) PPI [październik]; konsensus -1,8% m/m , poprzednio -0,4% m/m
ŚRODA 19.11	
10:30	(GBR) BoE „Minutes”
14:30	(USA) CPI [październik]; konsensus -0,8% m/m , poprzednio 0,0% m/m <i>Wreszcie spadki cen ropy naftowej przełożą się na gwałtowne obniżki paliw na stacjach – paliwa to główny kontrybutor do miesięcznej deflacji. Inflacja bazowa, reagująca z opóźnieniem w stosunku do luki popytowej jeszcze wciąż rośnie, oczekiwane +0,2% m/m.</i>
14:30	(USA) Housing starts [październik]; konsensus 782 tys. , poprzednio 817 tys.
14:30	(USA) Housing permits [październik]; konsensus 775 tys. , poprzednio 805 tys. <i>Dane o rynku nieruchomości są w obecnym momencie kluczowe dla szykowanego nowego pakietu fiskalnego, który ma przyczynić się do zwiększenia popytu na rynku nieruchomości (większa dostępność i większy wolumen kredytu) i przywrócenia „normalnej” tendencji cen domów.</i>
20:00	(USA) FOMC „Minutes”
CZWARTEK 20.11	
14:00	(POL) Produkcja przemysłowa [październik]; prognoza BRE -1,2% r/r , konsensus 1,2% r/r , poprzednio 7,0% r/r <i>Taka sama liczba dni roboczych jak w analogicznym okresie 2007. Spadki wskaźników koniunktury. Duże spadki wskaźników wyprzedzających.</i>
14:00	(POL) PPI [październik]; prognoza BRE 2,0% r/r , konsensus 2,4% r/r , poprzednio 2,1% r/r <i>Wzrost cen importu, ale i niższe prognozy cenowe przedsiębiorców. Miesięczny spadek cen w przetwórstwie przemysłowym i górnictwie. Niska baza z 2007r. Niższe odczyty w regionie (podobna faza koniunktury, niemal identyczne zachowanie kursu walutowego w październiku).</i>
14:00	(POL) Inflacja bazowa „netto” [październik]; prognoza BRE 4,4% r/r , konsensus 4,4% r/r , poprzednio 4,3% r/r <i>Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii na poziomie 2,9% r/r – identycznie jak przed miesiącem.</i>
14:00	(POL) RPP „Minutes”
14:30	(USA) Nowo zarejestrowani bezrobotni [tydz. do 14.11]; poprzednio 516 tys.
16:00	(USA) Leading indicator [październik]; konsensus -0,6% m/m , poprzednio 0,3% m/m
PIĄTEK 21.11	
10:00	(EMU) PMI w przemyśle [listopad]; konsensus 40,6 pkt. , poprzednio 41,1 pkt.
10:00	(EMU) PMI w usługach [listopad]; konsensus 45,3 pkt. , poprzednio 45,8 pkt. <i>Ostatnie gwałtowne spadki indeksu PMI raczej się już nie powtórzą. Nieznacznie niższe odczyty (zgodnie z metodologią wyliczania PMI; aby danych sektor podlegał miesięcznej kontrakcji wystarczy, aby odczyty plasowały się poniżej 50 punktów) potwierdzają tendencje recesyjne w gospodarkach strefy euro; niemal pewna jest kontrakcja PKB także w IV kwartale.</i>

Makroekonomia

Jastrzębia wypowiedź prof. Wojtyny z RPP

Myślami przewodnimi wywiadu jaki prof. Wojtyna udzielił Rzeczpospolitej są: zachowanie relatywnie restrykcyjnej polityki monetarnej na drodze wprowadzenia euro (polska inflacja będzie spadać, ale wolniej niż w strefie euro. Wojtyna obawia się również powtórzenia scenariusza litewskiego) oraz nadzieja, że kryzys światowy łagodnie obejdzie się z polską gospodarką (Wojtyna ma nadzieję, że dynamika polskiego PKB wyniesie w przyszłym roku około 3,5%). Wojtyna podkreśla, że przejście do nastawienia neutralnego (patrz ostatni komunikat RPP) nie oznacza, że stopy zostaną obniżone już w najbliższym miesiącu. W wypowiedzi pojawia się jednak wątek dysparytetu stóp procentowych i ewentualnej reakcji na obniżki stóp przez inne banki centralne – „są też granice w tolerowaniu dysparytetu”. Wojtyna podkreśla, że kwestia wprowadzenia euro wymaga dalszych deklaracji ze strony rządu oraz uzgodnień z opozycją.

Dzisiejszy wywiad wskazuje, że prof. Wojtyny nie będzie w gronie głosujących za obniżką stóp na najbliższym posiedzeniu RPP (na postawienie takiego wniosku wskazuje z kolei ostatnia wypowiedź prezesa NBP). Ważnym przedmiotem dyskusji będzie prawdopodobnie fakt, że w październiku Polska po raz pierwszy nie spełniła kryterium inflacyjnego konwergencji (patrz tekst poniżej). Kwestia nadchodzącego spowolnienia (nie bieżących danych!), wysokiego dysparytetu stóp oraz dalszych obniżek w strefie euro wskazują jednak na znaczne prawdopodobieństwo obniżki stóp już na posiedzeniu listopadowym.

Deficyt po październiku: 11,6 mld zł

Deficyt budżetowy w okresie styczeń–październik br. wyniósł 11,6 mld zł, a więc ok. 43% planu po zmianach na 2008 r. W porównaniu z poprzednim miesiącem, wykonanie deficytu znacznie przyspieszyło (deficyt wzrósł o blisko 7,5 mld zł), jest też na znacznie wyższym poziomie, niż w analogicznym okresie ub.r., gdy deficyt sięgał tylko 4,4 mld zł (15% planu na 2007 r.). Przyczyną wzrostu deficytu było znaczne przyspieszenie wydatków, które do końca października zrealizowano w 72,9% (wzrost o 9,3 pkt. proc. m/m), choć przed rokiem ich wykonanie było jeszcze wyższe (77,1%). Za relatywnie wysoki poziom wykonania wydatków odpowiadały subwencje dla jednostek samorządu terytorialnego (90,1%) i funduszu emerytalno-rentowego (81,0%). W październiku znaczne subwencje przekazano też na rachunki funduszu ubezpieczeń społecznych, w rezultacie czego poziom wykonania tej pozycji wzrósł z 66,4% po wrześniu do 79,0%.

Wolniej rosły dochody budżetu, które zrealizowano w 75,8% (wzrost o 7,5 pkt. proc. m/m), dla porównania w analogicznym okresie 2007 r. realizacja dochodów wyniosła 85,2% planu. Podobnie jak w ubiegłym miesiącu, najwyższy poziom wykonania osiągnięto w przypadku dochodów jednostek budżetowych (91,1%) i wpływów z podatku PIT (85,8%). Przyczyną relatywnie niskiego poziomu wykonania dochodów był, podobnie jak w poprzednim miesiącu, ograniczony napływ środków pomocowych z UE, w tym z funduszu strukturalnych (pozycję tę zrealizowano jak dotąd tylko w 21,4%). Z analogiczną sytuacją mieliśmy również do czynienia w 2007 r.

Przewidujemy, że silny wzrost wydatków utrzyma się do końca roku ze względu na subwencje dla funduszy: emerytalno-rentowego i ubezpieczeń społecznych (podobnie jak przed rokiem, możemy tu oczekiwać zaksięgowania jeszcze w tym roku wydatków przewidzianych na 2009 r.). Jesteśmy bardziej sceptyczni, jeśli chodzi o stronę dochodową budżetu, w szczególności – środki z UE. Dotychczasowa niska utylizacja tych funduszy i niekorzystne perspektywy – malejąca aktywność gospodarcza będzie raczej ograniczać zapotrzebowanie na współfinansowanie projektów z UE – nie dają podstaw do oczekiwania

istotnego przyspieszenia ich wykonania.

Wybiegając w przyszły rok, oczekujemy znacznych trudności z realizacją przychodów podatkowych. W naszej opinii prawdopodobna jest rewizja założeń makroekonomicznych do ustawy budżetowej na 2009 r. (rewizji prognoz wzrostu PKB i inflacji dokonały już właściwie wszystkie liczące się organizacje międzynarodowe, MinFin sondował również analityków polskich banków), co będzie oznaczać istotne obniżenie bazy podatkowej. W takiej sytuacji 2009 r. może zacząć się od wykonania deficytu budżetowego na bardzo wysokim (a z pewnością wyższym niż w ostatnich dwóch latach) poziomie.

Podkreślamy, że w przeciwieństwie do poprzednich lat tym razem rośnie istotność wyniku kasowego budżetu. Nie chodzi już tylko o relację deficytu do PKB (Polska powinna trzymać się ścieżki obniżania deficytu z raportu o konwergencji) ale przede wszystkim o kumulację potrzeb pożyczkowych w I połowie 2009 roku.

Podaż pieniądza nieznacznie poniżej oczekiwań

W październiku podaż pieniądza M3 wzrosła o 17,6% r/r (1,1% m/m) do 637,4 mld zł, minimalnie odbiegając od konsensusu prognoz (17,8% r/r) i naszych szacunków (17,5% r/r). W porównaniu z poprzednim miesiącem, dynamika M3 przyspieszyła o 0,3 pkt. proc., do czego przyczyniły się znaczne umorzenia środków zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych. W październiku saldo wpłat i umorzeń jednostek uczestnictwa TFI sięgnęło - 6,1 mld zł, najwięcej od stycznia br. Środki te, inaczej niż w ostatnich miesiącach, nie zasiliły depozytów gospodarstw domowych (te wzrosły tylko o 1,5 mld zł m/m, choć ich roczna dynamika sięga 24,4% ze względu na efekty bazowe), lecz gotówkę w obiegu. Kategoria ta odnotowała wzrost o ponad 8 mld zł m/m, a jej roczna dynamika przyspieszyła do 19,9% wobec 8,9% we wrześniu. Silna preferencja dla gotówki mimo coraz wyższego oprocentowania lokat wskazuje na mocno nadwerężone zaufanie do sektora bankowego, co dla części banków może oznaczać jeszcze większe problemy z pozyskaniem finansowania (te z kolei, które dysponują płynnością, nie chcą angażować się w rynek pożyczek międzybankowych, preferując lokaty w NBP). Bez zmian w ujęciu m/m pozostały natomiast depozyty przedsiębiorstw, co przełożyło się na spadek ich rocznej dynamiki do zaledwie 4,3%. Nie bez znaczenia były tu obligacje skarbowe, postrzegane jako najbezpieczniejsza forma lokowania nadwyżek finansowych, które w ostatnim miesiącu stały się istotną alternatywą dla bankowych depozytów, silnie ograniczając wzrost tych ostatnich.

Jak na razie, nie nastąpiło istotne wyhamowanie wzrostu kredytów. W przypadku gospodarstw domowych, należności wzrosły o 7,0% m/m i aż o 40,4% r/r (w poprzednim miesiącu roczna dynamika sięgała „tylko” 33,5% r/r), co jednak w znacznej mierze wynikało ze wzrostu należności w walutach obcych (głównie kredyty hipoteczne) i wiązało się z osłabieniem złotego. Szacujemy, że po skorygowaniu o wpływ zmian kursu walutowego kredyty dla gospodarstw domowych wzrosły w październiku o 32,7% r/r, dla porównania we wrześniu roczna dynamika wyniosła 31,3%. Umiarkowany przyrost tych oczyszczonych dynamik można tłumaczyć wzrostem popytu na kredyt (zwłaszcza hipoteczny) w oczekiwaniu na jeszcze silniejsze zaostrzenie warunków kredytowania. W ten sposób można też (przynajmniej częściowo) tłumaczyć przyspieszenie dynamiki kredytu dla przedsiębiorstw do 26,9% r/r wobec 24,5% r/r odnotowanych we wrześniu.

Ostatni raz z tak wysoką dynamiką kredytu dla przedsiębiorstw mieliśmy do czynienia w II kw. 1999 r., warto jednak odnotować, że w ciągu następnych 1,5 roku uległa ona wówczas obniżeniu o 15 pkt. proc. Ze względu na bardziej skrupulatne monitorowanie przez banki

wzrostu aktywów ważonych ryzykiem (oraz determinacji w zabezpieczeniu płynności) nie można wykluczyć, że taki scenariusz powtórzy już w najbliższym okresie. Co do implikacji makroekonomicznych rozstrzygające powinny okazać się dane o podaży pieniądza za kilka następnych miesięcy.

USA: Spadek sprzedaży detalicznej i stabilizacja indeksu Michigan

W październiku zanotowano głębszy od oczekiwanego spadek sprzedaży detalicznej w USA. Sprzedaż spadła aż o 2,8% m/m wskazując na możliwy ostry spadek konsumpcji w IV kw. 2008. Należy podkreślić jednak, że spadek sprzedaży do pewnego stopnia wygenerowany został również przez niższe ceny paliw (czynnik, który w średnim okresie może stymulować odbudowanie popytu konsumpcyjnego, co widoczne jest w minimalnie wyższych odczytach opublikowanego w piątek indeksu optymizmu konsumenta liczonego przez Uniwersytet Michigan). Po wyłączeniu paliw i samochodów (sprzedaż samochodów spadła aż o 6,2% m/m) sprzedaż detaliczna spała o 0,5% m/m. Spadki sprzedaży obejmują jednak coraz szersze kategorie produktów (meble, elektronika, ubrania, artykuły sportowe).

Biorąc pod uwagę nierównowagi ekonomiczne oraz skalę kryzysu finansowego (kwestia udrożnienia takich kanałów jak dług na kartach kredytowych, pożyczki samochodowe i pożyczki studenckie zostały podniesione przez H. Paulsena dopiero w ubiegłym tygodniu) należy spodziewać się dalszego spadku popytu konsumpcyjnego. Oceniamy, że dynamika amerykańskiego PKB będzie ujemna co najmniej przez najbliższe 2-3 kwartały. Punktu zwrotnego dla gospodarki amerykańskiej szukać należy na rynku nieruchomości. Ustanie spadków cen nieruchomości dałoby sygnał zarówno konsumentom, jak i inwestorom.

Strefa euro oficjalnie w recesji, presja inflacyjna spada

Inflacja HICP w strefie euro wyniosła w październiku 3,2% r/r (3,6% w poprzednim miesiącu) i okazała się dokładnie równa wcześniejszemu odczytowi flash. **Inflacyjne kryterium konwergencji wyniosło 4,2% co oznacza, że Polska z 12-miesięczną dynamiką cen konsumpcyjnych na poziomie 4,3% oficjalnie przestała je spełniać.**

W ujęciu miesięcznym ceny nie zmieniły się. Do takiego zachowania agregatu przyczynił się znaczny wzrost cen odzieży i obuwia (kontrybucja do indeksu miesięcznego na łącznym poziomie +0,22 pp.) i gazu (+0,05 pp.) niwelowany przez spadki cen paliw (-0,33 pp.). Choć inflacja bazowa (po wyłączeniu cen sezonowej żywności i energii) wzrosła w ujęciu miesięcznym o 0,4%, dynamika roczna tej kategorii obniżyła się do 2,5% z 2,6% w poprzednim miesiącu. Dalsze ograniczenie aktywności gospodarczej strefy euro (czytaj także poniżej) sprawia, że scenariuszem bazowym pozostaje, obok spadków inflacji headline, także powolne wygasanie inflacji bazowej, co wraz z powolnym obniżeniem dynamiki podaży pieniądza M3, pozwala na ostrą reakcję władz monetarnych wobec problemów sfery realnej.

PKB strefy euro obniżył się w III kwartale o 0,2%, notując tym samym drugi z rzędu kwartał spadków. Roczna dynamika agregatu systematycznie się obniża: po I kwartale 2,1% wzrostu, obecne tempo rozwoju wynosi 0,7%. Warto odnotować fakt, że jedne z najwyższych spadków PKB stały się udziałem największych gospodarek strefy euro: Niemiec i Włoch

(po -0,5% kw/kw), a także silnych krajów dobrowolnie pozostających poza ugrupowaniem (Wielka Brytania – kontrakcja również o 0,5% kw/kw).

J-M. Barosso stwierdził, że gospodarka strefy euro znalazła się oficjalnie w recesji. Wskaźniki koniunktury wskazują jednak, że w IV kwartale kontrakcja PKB może się okazać jeszcze głębsza; nie wskazują one przy tym na razie żadnego odbicia w spadkowym trendzie aktywności. Można się spodziewać, że rozluźnienie polityki pieniężnej, uspokojenie sytuacji

na rynkach finansowych (na które obecnie jeszcze trzeba poczekać) niższe ceny dóbr wrażliwych społecznie (paliwa) a także osłabienie kursu walutowego EUR/USD powinny poprawiać warunki funkcjonowania firm i konsumentów, i prowadzić tym samym do stopniowego ożywienia gospodarczego. Biorąc jednak pod uwagę dość duże nawarstwienie problemów (przeinwestowanie, problemy z dostępem do kredytu, spowolnienie całej gospodarki światowej) okres ożywienia może być nietypowo rozciągnięty w czasie (tempo wzrostu w zakresie 1-2% rocznie wydaje się prawdopodobne dopiero w 2010 roku).

Posiedzenie RPP, 26. listopada

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	0%
Stopy bez zmian	40%
Obniżka o 25 bps	60%

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
JAN9	5354	-70
FEB9	5551	-75
MAR9	5734	-74

Data: 2008-11-17

Godzina: 8:46:40

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7348	2,9457

EUR/USD 1,2570 EUR/JPY 121,90 EUR/PLN 3,7020 USD/PLN 2,9450

PLN – utrzymuje się duża zmienność EUR/PLN, przy czym gra na stoplosy zmienia kierunek wraz z nastrojami na giełdach; umiarkowana poprawa nastrojów na Wall St warunkuje umocnienie złotego. Technicznie silnymi poziomami wsparcia są 3,68/3,66 EUR/PLN.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja w paśmie 1,2530-1,2620 przed kolejną próbą przełamania poziomu oporu 1,2660/80.. Silne poziomy oporu ok. 1,2760 oraz 1,2850.

wsparcie	Opór
1,2530	1,2760
1,2455	1,2660
1,2395	1,2620

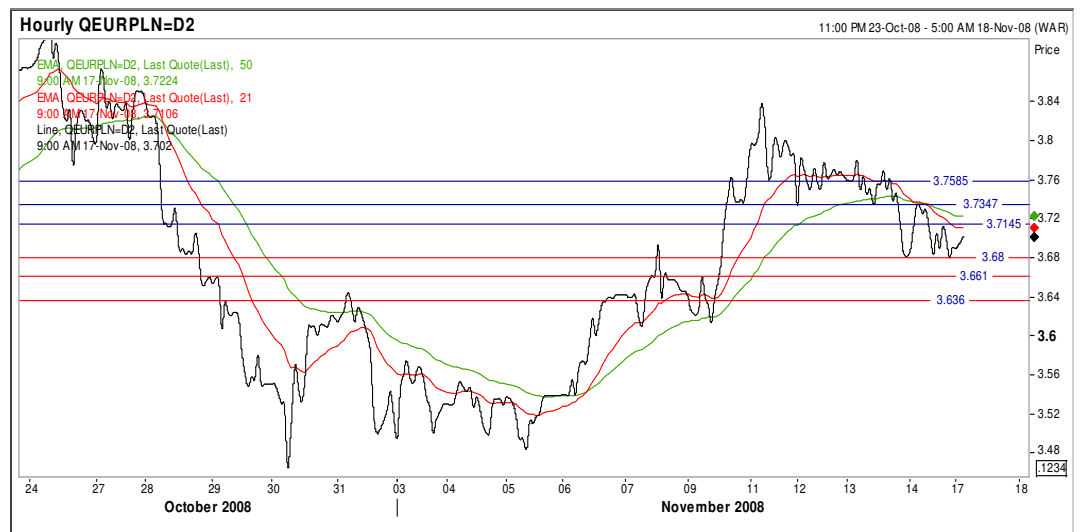


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Prawdopodobna kolejna próba przełamania wsparcia 3,6800 (ewentualnie 3,66).. Silny poziom oporu ok. 3,7350.

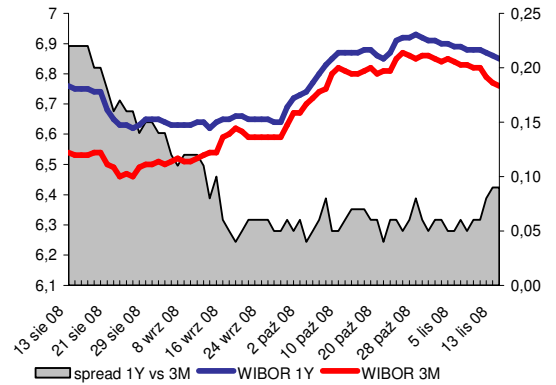
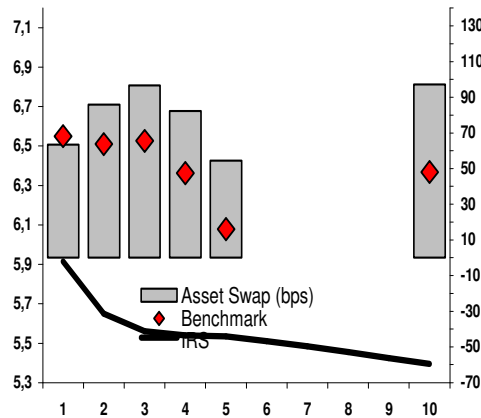
Wsparcie	opór
3,6800	3,7585
3,6610	3,7350
3,6360	3,7145



Źródło: Reuters

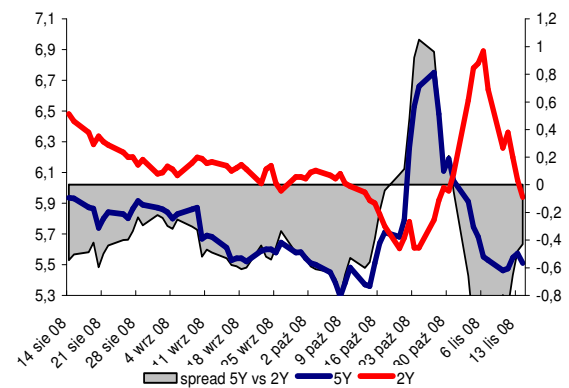
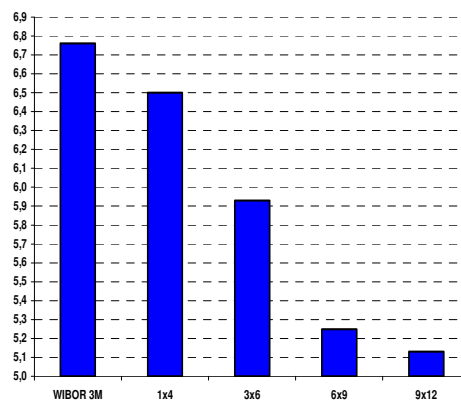
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,88	5,95
2Y	5,60	5,70
3Y	5,51	5,61
4Y	5,49	5,59
5Y	5,49	5,59
6Y	5,46	5,56
7Y	5,44	5,54
8Y	5,41	5,51
9Y	5,38	5,48
10Y	5,35	5,45



depo	BID	ASK
ON	5,65	6,15
1M	6,30	6,50
3M	6,55	6,75

FRA	BID	ASK
1x2	6,44	6,49
1x4	6,45	6,50
3x6	5,87	5,93
6x9	5,20	5,25
9x12	5,07	5,13



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 UPRZĘDNIEGO 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 JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZĘDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.