



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**piątek, 21 listopada 2008**

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	10:00	PMI w przemyśle	Listopad	-	40,6 pkt.	41,1 pkt.
EMU	10:00	PMI w usługach	Listopad	-	45,3 pkt.	45,8 pkt.

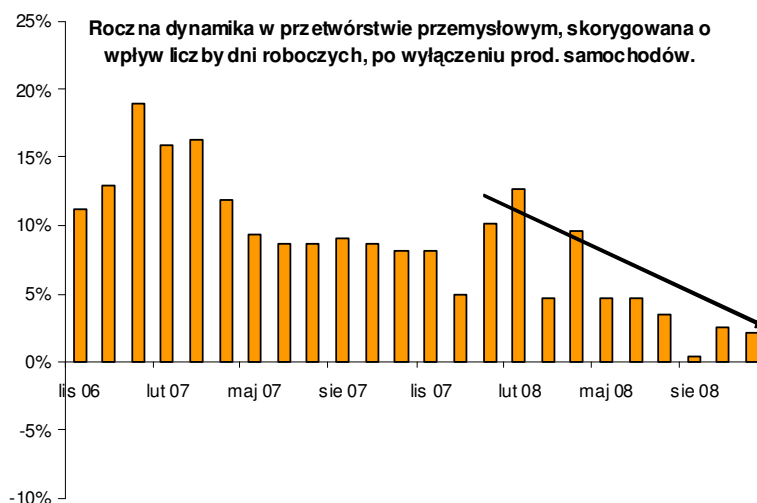
Makroekonomia

Nieco niższa produkcja przemysłowa w październiku i relatywnie niska dynamika cen producentów

Produkcja przemysłowa. Po zaskakującym odbiciu we wrześniu (6,8% r/r po rewizji) w październiku zanotowano jedynie 0,2% r/r wzrost indeksu produkcji przemysłowej. Należy jednak podkreślić, że wzrost indeksu tym razem znacząco obniżony został przez górnictwo i wytwarzanie i zaopatrywanie w energię (spadki po 10% r/r). Znaczny spadek (9,8% r/r) zanotowali również producenci samochodów. Produkcja w przetwórstwie przemysłowym wzrosła o 1,3% r/r (wynik ten jest w zasadzie zgodny z odczytami bieżących składowych PMI za październik sugerującymi krótkookresowy wzrost aktywności w przetwórstwie przemysłowym).

W kolejnych miesiącach oczekujemy prawdziwego tąpnięcia produkcji przemysłowej (w listopadzie będzie to również częściowo związane z mniejszą liczbą dni roboczych) – wniosek taki potwierdzają także wyniki finansowe przedsiębiorstw (patrz fragment poniżej). Na spadki produkcji coraz większe przełożenie powinno mieć spowolnienie gospodarcze w strefie euro, a co za tym idzie spadek popytu na dobra zaopatrzeniowe i inwestycyjne (czynnik ten powinien być szczególnie silnie odczuwalny w ramach korporacji międzynarodowych, patrz przemysł samochodowy).

Dzisiejsze dane wskazują na istotne obniżenie dynamiki PKB w IV kw. Nasze wstępne szacunki mieszczą się w przedziale 2-3,5% r/r. Uproszczone szacunki produkcji w przetwórstwie przem. uwzględniające korektę o liczbę dni roboczych tradycyjnie przedstawiamy na wykresie poniżej.



Ceny produkcji przemysłowej okazały się dla nas sporym zaskoczeniem rosnąc 2,4% r/r (po zrewidowanym wzroście równym 2,3% w poprzednim miesiącu). Licząc jednak w ujęciu miesięcznym, spadek cen przetwórstwa przemysłowego oraz górnictwa (odpowiednio o 0,2% oraz 1,8%) okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami i spójny z miesięcznym spadkiem cen metali i ropy naftowej (wyrażonych w PLN) a także coraz niższym oszacowaniem cen producentów ze wskaźników koniunktury. W następnych miesiącach spodziewamy się spadków inflacji cen producentów. Będzie to związane z obniżającymi się cenami surowców (które ze względu na długoterminowe kontraktowanie coraz pełniej będą się odzwierciedlać w kosztach produkcji) a także efekty spowolnienia gospodarczego, które ograniczą poziom marż producentów - oceniamy, że w takim środowisku nawet ewentualne osłabienie złotego nie powinno istotnie zakłócać spadkowego trendu cen producentów.

Wczorajsze dane pozostają bez wpływu na rynek stopy procentowej (patrz niska płynność). **Dane te nie są zbytnim wsparciem dla skrzydła jastrzębiego w RPP i naszym zdaniem nie ma wielu przeszkód przed obniżką stóp już w listopadzie.** Uważamy, że ewentualna obniżka (w znacznej mierze wyceniona przez rynek) nie miałaby również trwałego dodatkowego (podkreślamy dodatkowego) wpływu na osłabianie złotego (rynek inaczej niż w okresie niedawnego kryzysu węgierskiego patrzy na zależność między stopami i kursem). Scenariusz taki wydają się wspierać także opublikowane wczoraj „Minutes”, które można uznać za relatywnie łagodne. Wśród tradycyjnie poruszanych tematów nieco więcej miejsca poświęcono w nich kwestiom spełnienia kryterium konwergencji a także dyskusji nad projekcją inflacji i PKB z modelu NECMOD. Obszerny zapis dyskusji (oraz wielość wątków) świadczy o dość dużym poziomie niepewności wśród decydentów monetarnych. Wydaje się, że z biegiem czasu poruszane kwestie spowolnienia gospodarczego (płynącego kanałem krajowym i zagranicznym) przyciągną coraz więcej uwagi członków RPP – będzie temu sprzyjał napływ coraz gorszych danych ze sfery realnej. **Zmianę nastawienia RPP na neutralne potwierdza brak wniosku o podwyżkę stóp.**

Wyniki finansowe przedsiębiorstw nieco lepsze niż przed rokiem; pogorszenie wyniku eksporterów

Wyniki finansowe przedsiębiorstw w okresie od stycznia do września 2008 roku poprawiły się nieznacznie w stosunku do notowanych w analogicznym okresie poprzedniego roku. **Pogorszenie wyników finansowych odnotowano wśród eksporterów.** Jest to skutek spowolnienia gospodarczego obserwowanego u głównych partnerów handlowych Polski (przypomnijmy, że w III kwartale PKB strefy euro obniżył się o 0,2% kw/kw). Można przypuszczać, że mniejszy popyt na dobra inwestycyjne i zaopatrzeniowe z zagranicy, a także pogorszenie sentymentu krajowych konsumentów będą w najbliższym czasie negatywnie wpływać także na kondycję finansową przedsiębiorstw produkujących na rynek krajowy.

W omawianym okresie koszty rosły szybciej niż przychody, co zaowocowało pogorszeniem wskaźnika poziomu kosztów. **Znacznie pogorszył się wynik na operacjach finansowych, co można przypisać skutkom kryzysu finansowego** (prawdopodobnie obecna zmienność kursu złotego przyczyni się do dalszego ubytku w wyniku w tej kategorii). Co prawda zysk netto odnotował przyrost w stosunku do roku ubiegłego, to patrząc wyłącznie na III kwartał obserwujemy spadek zysku netto w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego o prawie 5%; Zysk ten wykazało 73,5% ogółu przedsiębiorstw (w porównaniu do 77,8% przed rokiem).

Słabszych wyników przedsiębiorstw niefinansowych można się było już spodziewać po publikacji wyników spółek giełdowych, które w III kwartale uległy pogorszeniu (co też widać wyraźnie w rynkowej wycenie walorów tych spółek). Przedsiębiorstwa coraz wyraźniej odczuwają bariery popytu w toku prowadzonej działalności (potwierdzają to także wyniki badań koniunktury prowadzonej przez GUS). Jednostkowe koszty pracy utrzymują się na podwyższonym poziomie, jednak w obecnej sytuacji „przerzucenie” ich na konsumentów w postaci wyższych cen będzie raczej niemożliwe. Skłania to przedsiębiorców do cięcia kosztów i redukcji zatrudnienia (spadki zatrudnienia występują już wyraźnie w przetwórstwie przemysłowym, a doniesienia o kolejnych zwolnieniach przybierają na sile). W tej sytuacji przedsiębiorstwa dysponują wolnymi mocami wytwórczymi, które zniechęcają je do inwestycji nowych i odtworzeniowych (patrz. spadek udziału amortyzacji w kosztach). Działalność inwestycyjną utrudnia także ubytek zysku netto (III kwartał) oraz słabsza dostępność kredytów.

Wzrost inflacji bazowej w październiku

Inflacja bazowa „netto” odnotowała w październiku wzrost do 4,5% r/r z 4,3% w poprzednim miesiącu. Z kolei nowa miara inflacji bazowej (po wyłączeniu żywności i energii) utrzymała się na niezmiennym poziomie 2,9% r/r. Pozostałe miary bazowej uległy w październiku obniżeniu.

Za wzrost inflacji bazowej „netto” odpowiedzialne były przede wszystkim wzrosty cen energii – to właśnie z tego powodu ta miara inflacji bazowej może w najbliższym czasie utrzymywać się na podwyższonym poziomie (podwyżki cen regulowanych: cen gazu i energii elektrycznej). **Spowolnienie tempa wzrostu PKB oraz ograniczenie dynamiki płac powinny wpływać w najbliższych miesiącach na ograniczenie inflacji bazowej po wyłączeniu cen energii i żywności.** Już teraz obserwujemy spowolnienie dynamiki cen pośród popytowych elementów koszyka inflacyjnego – w najbliższym czasie możemy oczekiwać kontynuacji tej tendencji (wsparciem w tym zakresie są oczywiście także spadające ceny paliw – chociaż są one wyłączane z kalkulacji tej miary inflacji bazowej, to jednak stanowią istotny element cen różnych towarów zaliczających się

do koszyka popytowego, co niejako mechanicznie powinno wpływać na ograniczenie wzrostów ich cen).

Słabe dane z USA

Wczorajsze dane zza oceanu nie napawają optymizmem. Odnotowano kolejny wzrost liczby nowo-zarejestrowanych bezrobotnych, a indeks wskaźników wyprzedzających spadł (po nieoczekiwanym wzroście odnotowanych w poprzednim miesiącu).

Liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych osiągnęła poziom 542 tys. (zwiększenie o 27 tys.) natomiast liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku wzrosła aż o 109 tys. i wyniosła 4,012 mln. Obecnie już nikt nie ma wątpliwości, że gospodarka amerykańska pogrążyła się w recesji. Przedsiębiorstwa zwalniają coraz więcej pracowników i w najbliższym czasie proces ten może ulec tylko nasileniu (patrz wskaźniki ISM), ponieważ do ostro hamującego sektora przemysłowego dołączy sektor usług (patrz ostatnie duże ubytki zatrudnienia w tym sektorze). **W chwili obecnej stopa bezrobocia zmierza do poziomów z recesji 90/91 lub nawet tej, która wydarzyła się na początku lat 80-tych (ze stopą bezrobocia wyższą nawet od 8%).** Spadek wskaźnika wyprzedzającego o 0,8% m/m sugeruje, że dno cyklu koniunkturalnego nie zostało jeszcze osiągnięte; można się go spodziewać na przełomie roku 2008/2009 (tu jednak kluczowe wydają się dane z rynku nieruchomości i zmniejszenie napięć na rynku finansowym). **To z kolei implikuje, że pogorszenie sytuacji na rynku pracy będzie przebiegać także przez większą część 2009 roku.** W ratowanie tonącej gospodarki Fed obiecał zaangażować wszystkie środki – już w tej chwili najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest spadek stopy Fed funds do zera w ciągu najbliższych miesięcy (oprócz całego arsenału związanego z aktywami Fed, pozostałymi środkami z TARP a także nowym pakietem fiskalnym).

Posiedzenie RPP, 26. listopada

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	0%
Stopy bez zmian	30%
Obniżka o 25 bps	70%

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
JAN9	4913	105
FEB9	5096	117
MAR9	5233	109

Data: 2008-11-21

Godzina: 9:02:56

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8620	3,0845

EUR/USD 1,2540 EUR/JPY 119,15 EUR/PLN 3,8300 USD/PLN 3,0540

Kolejne spadki na amerykańskich giełdach (indukowane także kolejnym fatalnym strumieniem liczby nowo zarejestrowanych bezrobotnych) zachęciły inwestorów do zamykania pozycji carry, głównie w jenie co poskutkowało jego umocnieniem względem dolara i euro. Na początku wczorajszego dnia EUR/USD pozostawał natomiast względnie stabilny, dość znaczne umocnienie przyszło podczas sesji amerykańskiej względem euro przyszło podczas sesji amerykańskiej. Dziś dane o PMI w strefie euro – obraz tej gospodarki ulegnie dalszemu pogorszeniu, co powinno doprowadzić do wyprzedży euro.

Złoty zmienny na płytkim rynku. Osłabienie intraday do poziomu 3,86 względem euro a w końcu sesji powrót do poziomów 3,84 z otwarcia. Polska waluta praktycznie nie zareagowała wczoraj na nawet danych makro (produkcja przemysłowa, PPI, inflacja bazowa). Dziś mocniejsze otwarcie, jednak najbardziej prawdopodobny handel w bocznym trendzie – umocnienie dolara powinno ograniczyć ewentualną korektę złotego (profit taking z długich pozycji w euro).

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Nocne przełamanie 1,2450 okazało się nietrwałe, obecna korekta może przynieść test oporu 1,2580/90; euro pozostaje w trendzie spadkowym, prawdopodobny kolejny test poziomów wsparcia 1,2450/1,2400. Silny poziom oporu ok. 1,2640.

wsparcie	Opór
1,2450	1,2730
1,2400	1,2640
1,2360	1,2580



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Możliwa realizacja zysków przed w/e; ewentualne przełamanie wsparcia 3,80 otwiera drogę na 3,7850/3,7640. Silny poziom oporu ok. 3,8500.

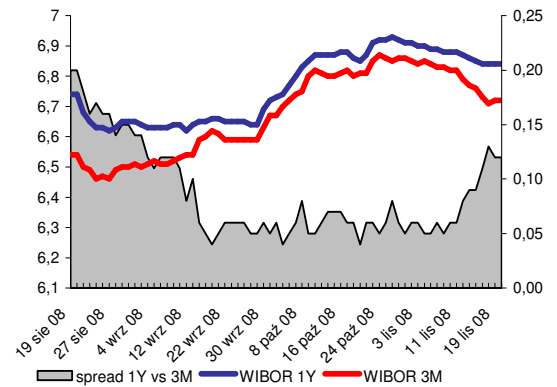
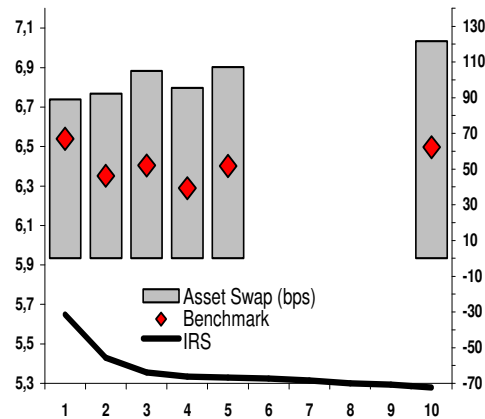
Wsparcie	opór
3,8000	3,8740
3,7850	3,8500
3,7640	3,8350



Źródło: Reuters

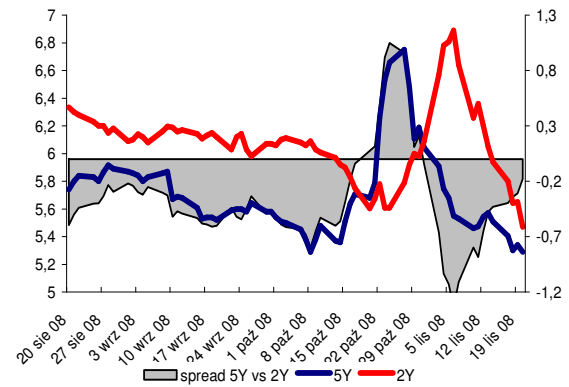
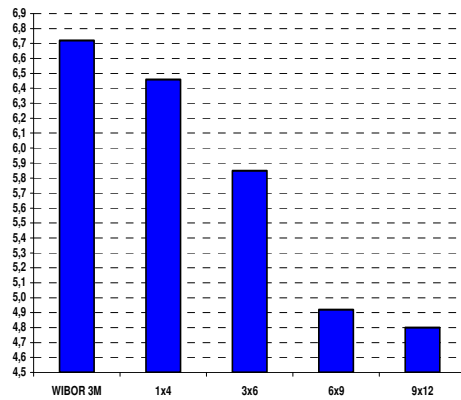
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,63	5,67
2Y	5,41	5,45
3Y	5,31	5,40
4Y	5,29	5,38
5Y	5,29	5,37
6Y	5,28	5,37
7Y	5,27	5,36
8Y	5,28	5,32
9Y	5,25	5,34
10Y	5,24	5,32



depo	BID	ASK
ON	5,50	5,80
1M	6,20	6,40
3M	6,57	6,77

FRA	BID	ASK
1x2	6,40	6,45
1x4	6,41	6,46
3x6	5,80	5,85
6x9	4,88	4,92
9x12	4,75	4,80



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 JAKĄKOLWIEK 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.