



Kalendarium danych

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

PONIEDZIAŁEK 01.12	
9:00	(POL) PMI [listopad]; poprzednio 43,7 pkt. <i>Znaczne spadki koniunktury publikowanej przez GUS sugerują, że odczyt PMI może się zbliżyć do poziomu 41 pkt., w tym oczekiwane pogorszenie wskaźników bieżącej produkcji i zatrudnienia a także, niemalże już tradycyjnie, nowych zamówień eksportowych.</i>
10:00	(POL) Prognoza inflacji MinFin [listopad]; prognoza BRE 3,8% r/r , konsensus 3,9 r/r , poprzednio 4,2% r/r <i>Niewielkie wzrosty cen żywności. Niższe ceny paliw. Podwyżki cen gazu i energii, dlatego inflacja netto rośnie z 4,5 do 4,8-4,9%. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności na poziomie 2,9% r/r (publikacja obydwu miar 22 grudnia).</i>
16:00	(USA) ISM w przemyśle [listopad]; konsensus 38,0 pkt. , poprzednio 38,9 pkt. <i>Znaczny spadek regionalnych wskaźników koniunktury stawia obecny konsensus pod znakiem zapytania. Z dużym prawdopodobieństwem można się spodziewać niższego odczytu.</i>
WTOREK 02.12	
BRAK ISTOTNYCH DANYCH	
ŚRODA 03.12	
10:00	(EMU) PMI w przemyśle, final [listopad]; konsensus 36,2 pkt. , poprzednio 36,2 pkt. (p) <i>Po wcześniejszych publikacjach flash, odczyt dla przemysłu i usług bez znaczenia dla rynku.</i>
11:00	(EMU) PKB, dezagregacja [III kw.]; konsensus -0,2 kw/kw , poprzednio -0,2 kw/kw (p)
16:00	(USA) ISM w usługach [listopad]; konsensus 42,6 pkt. , poprzednio 44,4 pkt. <i>Indeks w usługach „nadrabia” opóźnienie w stosunku do sektora przemysłowego. Jest to zgodne ze zbiorem stylizowanych faktów – najpierw ograniczenie wydatków na dobra trwałe, później na usługi, jako te bardziej „niezbędne” do codziennego funkcjonowania.</i>
20:00	(USA) „Beżowa Księga”
CZWARTEK 04.12	
13:00	(GBR) Decyzja BoE; konsensus 2,25% , poprzednio 3,0% <i>Masywne spadki PKB oraz trudności w dostępie do finansowania stwarzają możliwość oddolnego przestrzelenia celu inflacyjnego. Scenariusz taki warunkuje dalsze obniżki stopy bazowej.</i>
13:15	(EMU) Decyzja EBC; konsensus 2,75% , poprzednio 3,25% <i>Silne procesy dezinfacyjne uruchomione przez obniżenie aktywności gospodarczej oraz spadki cen żywności i paliw umożliwiają dalsze rozluźnienie polityki pieniężnej – jest szansa nawet na cięcie oprocentowania w skali 75 pb.</i>
14:30	(USA) Nowo-zarejestrowani bezrobotni [tydz. do 28.11]; konsensus 540 tys. , poprzednio 529 tys.
16:00	(USA) Zamówienia w przemyśle [październik]; konsensus -2,8% m/m , poprzednio -2,5% m/m
PIĄTEK 05.12	
10:00	(EMU) PMI w usługach, final [listopad]; konsensus 43,3 pkt. , poprzednio 43,3 pkt.
14:30	(USA) Non-farm payrolls [listopad]; konsensus -325 tys. , poprzednio -240 tys. <i>Istne tąpnięcie zatrudnienia w sektorze pozarolniczym – dalsze redukcje zatrudnienia w przemyśle oraz usługach, do których dołączają przepływy związane z zakończeniem prac sezonowych. Prawdopodobnie część osób wycofa się z zasobu pracy, co będzie czynnikiem hamującym gwałtowny spadek stopy bezrobocia – w listopadzie odsetek bezrobotnych na poziomie 6,8%.</i>

Makroekonomia

Dziś prognoza inflacji MinFin

O godzinie 10:00 Ministerstwo Finansów opublikuje comiesięczną prognozę inflacji. **Spodziewamy się finalnego odczytu GUS (15 grudnia) na poziomie 3,9% r/r (konsensus rynkowy 3,8%).** Spadek inflacji wynika w porównaniu z poprzednim miesiącem z umiarkowanej dynamiki cen żywności (0,6% m/m) i dość istotnych spadków cen paliw (-5% m/m). Miesięczny wzrost wskaźnika inflacji napędzany jest przez podwyżki cen gazu i energii elektrycznej – w konsekwencji inflacja bazowa „netto” rośnie do 4,8-4,9% r/r a nowa miara inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii) plasuje się na poziomie 2,9%.

Dane o PKB za III kw. – silny spadek dynamiki inwestycji

PKB wzrósł w III kw. 2008 roku o 4,8%r/r wobec 5,8%r/r zanotowanych w II kw. Wynik ten był zgodny z oczekiwaniami analityków.

Zaskoczeniem okazała się jednak dekompozycja PKB. Przy bardzo wysokiej dynamice konsumpcji (5,1% wobec 5,5% zanotowanych w II kw.) w III kw. zanotowano silne spowolnienie popytu inwestycyjnego – dynamika nakładów brutto na środki trwałe spadła z 15,2% do 3,5%r/r. **Tak niskie tempo wzrostu inwestycji może sugerować, że oceny firm co do perspektyw dla polskiej gospodarki uległy silnemu pogorszeniu już w minionych kwartałach.** Oczekujemy, że tendencje te nasilią się na przełomie 2009 roku, kiedy to można liczyć się nawet z ujemną dynamiką inwestycji (scenariusz taki nie będzie niczym nadzwyczajnym z perspektywy cyklu koniunkturalnego). Pewnym pozytywnym zaskoczeniem okazała się natomiast kontrybucja eksportu netto (+0,3 w porównaniu z -0,4pkt proc w poprzednim kwartale). **Oceniamy jednak, że w kolejnych kwartałach, wraz z dalszym osłabieniem wzrostu w krajach UE, kontrybucja ta może być silnie ujemna.**

Oczekujemy, że scenariusz szybkiego osłabienia aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce (obniżki stóp) i ciągle drażliwa kwestia fiskalna (finansowanie deficytu) sprzyjać będą stromieniu krzywej dochodowości.

Spadek dynamiki inwestycji znajduje pewne potwierdzenie również po podażowej stronie PKB – dynamika wartości dodanej w przemyśle spadła z 6,9 do 3,1% w III kw. Wynik ten jest gorszy niż sugerowałyby dane o produkcji sprzedanej. Wysoka kontrybucja zapasów (+0,7 pkt. proc.) świadczyć może dodatkowo o zmianach koniunkturalnych, które zaskoczyły częściowo producentów (sygnał z cyklu zapasów sugeruje dalsze spadki produkcji przemysłowej).

Dane mogą przyspieszyć obniżki stóp – pamiętajmy, że tąpnięcie popytu inwestycyjnego zwiastuje dalsze spadki dynamiki PKB i rysujący się tak negatywny scenariusz nie pozostanie bez reakcji ze strony RPP. Piątkowe dane miały jednak ograniczony wpływ na rynek stopy procentowej. Oczekujemy, że scenariusz szybkiego osłabienia aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce (obniżki stóp) i ciągle drażliwa kwestia fiskalna (finansowanie deficytu) sprzyjać będą stromieniu krzywej dochodowości.

Rządowy plan anty kryzysowy i rewizja założeń do budżetu 2009

Na specjalnie zwołanej konferencji premier D. Tusk poinformował o przygotowaniu rządowego planu anty kryzysowego. **Opiewający na kwotę 91,3 mld zł pakiet ma na celu „podtrzymanie szybkiego tempa wzrostu gospodarczego”.** Pomimo chwytliwej nazwy szczegóły pakietu wskazują, że nie będzie miał on wiele wspólnego z pakietami

wprowadzonymi w USA, czy też symulacją fiskalną zapowiedzianą w UE (pakiet nie zwiększy deficytu budżetowego).

Na kwotę 91,3 mld zł złożyły się (cytujemy za PAP):

- wzrost limitów na poręczenia i gwarancje kredytów od 3 miesięcy do 5 lat o wartości 40 mld zł,
- kreacja akcji kredytowej dla małych i średnich firm o wartości 20 mld zł (podniesienie kapitału BGK),
- przyspieszenie inwestycji współfinansowanych ze środków UE o wartości 16,8 mld zł,
- inwestycje w odnawialne źródła energii o wartości 1,5 mld zł,
- poprawę konsumpcji poprzez utrzymanie dwóch stawek PIT (8 mld zł) oraz reformę VAT (2 mld zł)
- opóźnienie deregulacji energetyki (URE będzie miało wpływ na ustalanie taryf, przez co spodziewane jest ograniczenie wzrostu cen energii, a co za tym idzie ograniczenie negatywnego wpływu tego czynnika na wzrost gosp.)
- podniesienie do 100 tys. euro możliwości wliczania w koszty wydatków inwestycyjnych,
- rząd planuje stworzyć "rezerwę solidarności społecznej", do której trafią środki z podniesienia akcyzy na alkohol i samochody importowane powyżej 2 litrów pojemności, co ma dać 1,14 mld zł.

Równoległe z pakietem antykrzysowym rząd ogłosił wyczekiwaną rewizję założeń makroekonomicznych do budżetu. Obniżono prognozowany na rok 2009 wzrost z 4,8 do 3,7%. Poskutkuje to obniżką dochodów o 1,7 mld zł.

Równoległe z pakietem antykrzysowym rząd ogłosił wyczekiwaną rewizję założeń makroekonomicznych do budżetu. Obniżono prognozowany na rok 2009 wzrost z 4,8 do 3,7%. Rewizja ta skłoniła MinFin do zmiany założonych dochodów budżetu. W ten sposób obniżono szacunki dochodów o 1,7 mld zł. Tak niewielką zmianę dochodów minister Rostowski uzasadnia ciągle wysokim wzrostem konsumpcji (taka struktura wzrostu ma generować wyższe wpływy podatkowe). Zmniejszeniu dochodów ma towarzyszyć odpowiednia redukcja po stronie wydatków (szczegóły cięć wydatków zostaną ogłoszone we wtorek na posiedzeniu rządu), tak aby zachowany został dotychczas założony poziom deficytu budżetowego (18,2 mld zł).

Kilka naszych refleksji na temat pakietu. Jak już wspomnieliśmy pakiet ma niewiele wspólnego ze stymulacją fiskalną (wielki powrót do stymulantów fiskalnych, wliczając obniżki podatków, to charakterystyczna cecha pakietów zaproponowanych w innych krajach). Poprzez zwiększenie stawek akcyzy na alkohol odnajdujemy w działaniach rządu znamiona zacieśnienia fiskalnego (w porównaniu do kształtu polityki fiskalnej nakreślonej we wcześniej przedłożonej ustawie budżetowej na 2009 rok). **Należy podkreślić, że prawdopodobnie rząd zaprezentował taki pakiet, na jaki polskie finanse publiczne mogą sobie w tej chwili pozwolić.** Zwiększenie deficytu budżetowego mogłoby zostać w chwili obecnej uznane przez rynki jako przejaw obniżenia stabilności finansowej państwa i prowadzić do reakcji podobnych do tych z czasów niedawnego kryzysu węgierskiego. Zapowiedziane przez MinFin aukcje bonów skarbowych (ponad 6 mld zł w grudniu) i obawy przed niepowodzeniem aukcji obligacji wskazują na realność (przynajmniej przejściowych) zagrożeń z finansowaniem deficytu – rząd będzie prawdopodobnie przez najbliższe miesiące kontynuował finansowanie „na krótkim końcu krzywej dochodowości”. **W samych składowych pakietu, a szczególnie w kalkulacjach, które doprowadziły do kwoty 91 mld zł odnajdujemy wreszcie kilka chwytów marketingowych. Najbardziej wyraźnym jest tu wliczenie środków z UE (środki te byłyby dostępne i bez kryzysu) oraz wcześniejszych obniżek stawek PIT.**

Na pozytywną ocenę zasługują gwarancje rządowe dla kredytów, dokapitalizowanie BGK i kreacja kredytów dla małych przedsiębiorstw (dla porównania przyrost kredytów dla przedsiębiorstw w roku 2008 wyniósł około 50 mld zł). W połączeniu z przyspieszeniem absorpcji środków z UE (środki z UE mogą zwiększyć dynamikę inwestycji nawet o kilka pkt.

Podtrzymujemy naszą diagnozę i oczekujemy silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w I połowie 2009 roku. Gwałtowność spowolnienia może pociągnąć ze sobą negatywne reakcje rynków finansowych obawiających się stabilności finansowej państwa

proc.) działania te mogą prowadzić do szybszego wzrostu PKB dopiero, powiedzmy, na koniec 2009 roku (to nie są działania, które są nakierowane na szybkie efekty). Podobny wpływ mogą mieć krótkookresowe ulgi inwestycyjne (literatura wskazuje, że wprowadzenie przejściowych ulg, w odróżnieniu od permanentnego zwolnienie inwestycji z obciążeń fiskalnych może prowadzić do ich skokowego wzrostu). Podtrzymujemy jednak naszą diagnozę i oczekujemy silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w I połowie 2009 roku. Gwałtowność spowolnienia może pociągnąć ze sobą negatywne reakcje rynków finansowych obawiających się stabilności finansowej państwa (naszym zdaniem założone przez rząd tempo wzrostu PKB i ubytek dochodów na przyszły rok są ciągle zbyt optymistyczne).

RPP: argumenty za i przeciw grudniowej obniżce stóp procentowych

Piątkowe wypowiedzi członków RPP plasują się zdecydowanie na odmiennych biegunach. **Tradycyjnie już jastrzębi był komentarz H. Wasilewskiej-Trenkner, która na najbardziej odpowiedni moment na dalsze obniżki stóp typuje marzec** (nie wyklucza jednak, że stopy mogą zostać obniżone wcześniej, gdyby pojawiły się dużo gorsze dane za listopad i grudzień). Członkini RPP przytacza, jak co roku zresztą, argumenty przeciwko obniżce stóp w grudniu – jest to miesiąc zamykania bilansów (w tym budżetu państwa), a także świąteczny... (przypomnijmy, że w roku ubiegłym koronnym argumentem przeciwko podwyżce był zbyt krótki czas pomiędzy posiedzeniami). W tych warunkach nie ma potrzeby generowania dodatkowego szumu dla uczestników rynku, który mógłby także negatywnie wpłynąć na wycenę złotego.

Spodziewamy się obniżki stóp na grudniowym posiedzeniu – wsparciem dla tego scenariusza jest szybko obniżająca się aktywność gospodarcza a także spodziewane obniżki stóp ECB.

Diametralnie odmiennie poglądy prezentuje S. Nieckarz – jest to tym bardziej symptomatyczne, że przed ostatnim posiedzeniem dał się on poznać jako zwolennik obniżek dopiero w I kwartale 2009. Zdaniem tego łagodnego członka RPP nie można sobie pozwolić na tradycyjną przerwę świąteczną a „obniżenie stóp w listopadzie było ostatnim dzwonkiem na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych wobec (...) szybko pogarszającej się koniunktury gospodarczej”.

Spodziewamy się obniżki stóp na grudniowym posiedzeniu. Potwierdzeniem konieczności obniżki stóp już w grudniu będą słabe dane ze sfery realnej (silnie ujemna produkcja przemysłowa, obniżenie dynamiki płac) a także jeszcze gorsze wskaźniki koniunktury. Czynnikiem ułatwiającym podjęcie decyzji o obniżce stóp w grudniu będzie także kolejne cięcie stóp ECB (decyzja w czwartek, możliwość 75 punktowej obniżki).

Posiedzenie RPP, 23. grudnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	0%
Stopy bez zmian	50%
Obniżka o 25 bps	50%

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy brent (baryłka, USc)

Kontrakt	Ask	Zmiana
JAN9	5225	-124
FEB9	5423	-135
MAR9	5620	-118

Data: 2008-12-01
Godzina: 8:29:37

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7572	2,9196

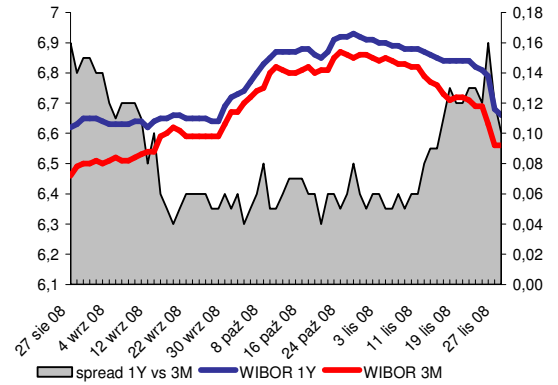
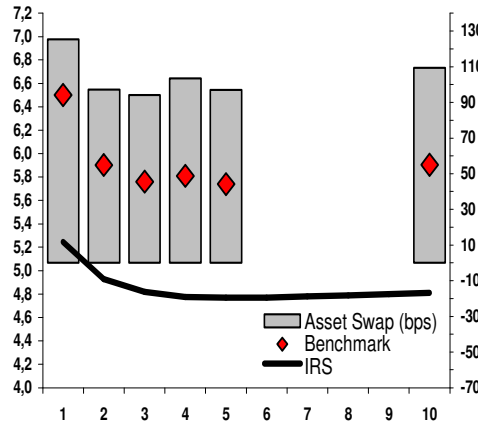
EUR/USD 1,2709 EUR/JPY 120,55 EUR/PLN 3,7995 USD/PLN 2,991

Niski odczyt inflacji HICP flash dla strefy euro przyczynił się do osłabienia wspólnej waluty na fali narastających oczekiwań na większą skalę rozluźnienia monetarnego. Z drugiej strony obawy przed światową recesją były korzystne dla dolara, kupowanego jako tradycyjna waluta safe haven. W nadchodzącym tygodniu decyzje banków centralnych (BoE i ECB) mogą zachęcać do dalszego ograniczania pozycji carry finansowanych w JPY, co może przyczynić się do wzrostów wyceny tej waluty (w podobnym kierunku działa także rosnąca awersja do ryzyka, amplifikowana przez ostre cięcia banków centralnych, które są przez niektórych inwestorów odczytywane jako utrata kontroli nad sytuacją). Poza decyzjami banków publikacja indeksów koniunktury ISM (poniedziałek, środa) oraz danych z amerykańskiego rynku pracy (piątek).

W piątek złoty słabszy, na zamknięciu 3,787. Ogłoszenie „pakietu fiskalnego” przez polski rząd nie wpłynęło na wycenę złotego – większych ruchów możemy się dopiero spodziewać dzisiaj, gdy doczeka się on komentarza ze strony członków RPP (D. Filar ocenił program pozytywnie). Publikacje nadchodzącego tygodnia to przede wszystkim publikacja prognozy inflacji MinFin oraz indeks PMI. Dane bez wpływu na wycenę złotego – masywne obniżki stóp procentowych są już w cenach.

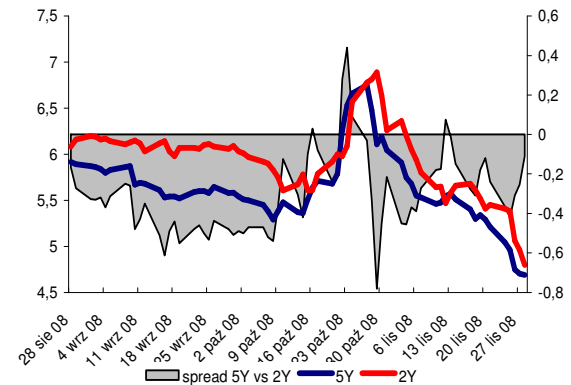
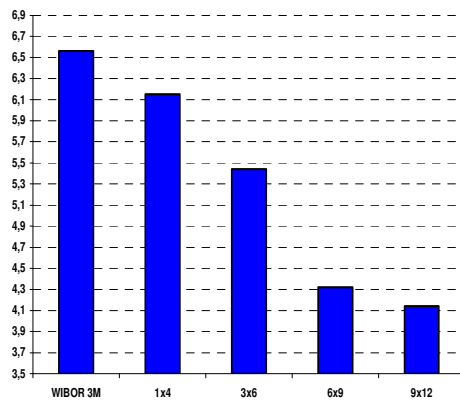
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,21	5,29
2Y	4,88	4,98
3Y	4,77	4,87
4Y	4,73	4,83
5Y	4,72	4,82
6Y	4,72	4,82
7Y	4,73	4,83
8Y	4,74	4,84
9Y	4,75	4,85
10Y	4,76	4,86



depo	BID	ASK
ON	4,30	4,60
1M	6,10	6,30
3M	6,30	6,50

FRA	BID	ASK
1x2	5,91	5,96
1x4	6,10	6,15
3x6	5,39	5,44
6x9	4,27	4,32
9x12	4,09	4,14



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 UPRZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.