



ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166  
 MARCIN MAZUREK TEL. 829 0183  
 RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207  
 WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188  
 E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

# Daily Letter

wtorek, 2 grudnia 2008

STRON: 5

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

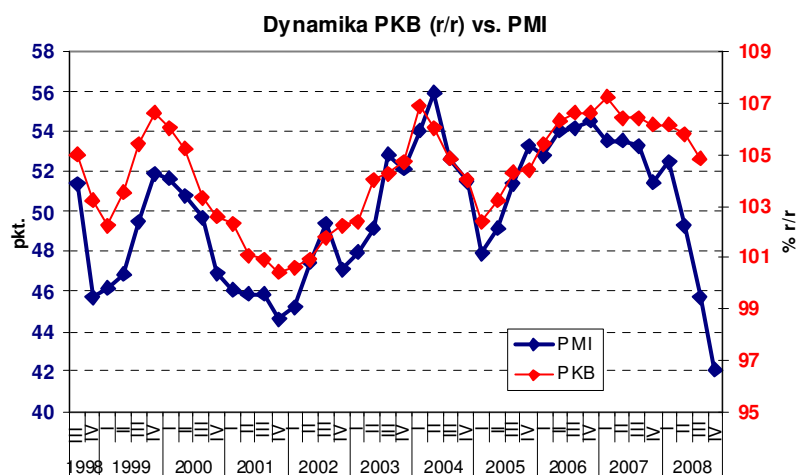
KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
BRAK ISTOTNYCH DANYCH						

## Makroekonomia

### Dalszy spadek indeksu PMI

Indeks menedżerów logistycznych dla gospodarki polskiej spadł w listopadzie do poziomu 40,5 pkt. (wobec 43,7 pkt. w poprzednim miesiącu). Ostatni odczyt indeksu potwierdza zagrożenia dla tempa wzrostu PKB w najbliższych kwartałach oraz oczekiwane niższe dane ze sfery realnej za listopad (w tym silnie ujemny odczyt produkcji przemysłowej na poziomie -7,1% r/r).

*Ostatni odczyt indeksu potwierdza zagrożenia dla tempa wzrostu PKB w najbliższych kwartałach oraz oczekiwane niższe dane ze sfery realnej za listopad.*



Co do poszczególnych składowych indeksu, symptomy spowolnienia widoczne od kilku miesięcy znacznie przybrały na sile. Dalszemu obniżeniu uległ przede wszystkim komponent dotyczący bieżącej produkcji (40,2 pkt. wobec 44,8 pkt. w poprzednim miesiącu), a prognozy w tym zakresie (patrz nowe zamówienia i nowe zamówienia eksportowe) pozostają zdecydowanie niekorzystne. Dalszemu ograniczeniu uległ indeks opisujący zmiany zatrudnienia (42,4 pkt. wobec 44,1 pkt. w poprzednim miesiącu) i zmniejszyły się koszty produkcji (odczyt poniżej 50 pkt. pierwszy raz od lipca 2005). Uwagę zwraca także zmniejszenie opóźnień w dostawach (typowe dla spowolnienia) oraz niższe tempo deakumulacji zapasów (problemy z popytem). Spodziewamy się, że dynamika PKB w 2009 roku będzie równa 1,8%.

## Prognoza inflacji MinFin na poziomie 3,8% r/r

Ministerstwo Finansów oszacowało listopadową inflację na 3,8%, zgodnie z wcześniejszym konsensusem rynkowym i nieznacznie poniżej naszej prognozy 3,9%. Choć nie podano dokładnej kompozycji inflacji CPI, za coraz niższą dynamikę w ujęciu rocznym odpowiadają obserwowane ostatnio spadki cen paliw oraz umiarkowane wzrosty cen żywności; dodatnią presję na ceny płacone przez konsumentów wywierają podwyżki cen kontrolowanych: w listopadzie doszło do podniesienia cen gazu i energii elektrycznej. **Inflację bazową „netto” szacujemy na 4,8-4,9% r/r a miarę po wyłączeniu cen żywności i energii na 2,9% r/r.** Silne hamowanie gospodarki, połączone ze stabilizacją cen ropy naftowej na niskich poziomach oraz umiarkowanymi wzrostami cen żywności sugerują dalsze spadki inflacji CPI. Czynnikiem zaburzającym trend spadkowy mogłyby być wnioski przez producentów i dystrybutorów wzrosty cen nośników energii – z uwagi jednak na rządowe zapowiedzi „ochrony konsumentów”, skala podwyżek zatwierdzana przez URE raczej nie będzie odbiegać od tej z początku br. (w tym zakresie istnieje także możliwość ograniczania cen płaconych przez producentów).

## Komentarze członków RPP

Wśród wypowiadających się wczoraj członków RPP, relatywnym jastrzębiem pozostał D. Filar, który twierdzi że cięcie stóp procentowych dałoby „niewiele” w obecnej sytuacji, ponieważ problemy z kredytem są wynikiem zaburzeń płynności a nie kosztu pieniądza. Zaznaczył jednak, że działania RPP będą dostosowywane do potrzeb.

*Spadająca inflacja oraz oczekiwane słabe dane ze sfery realnej będą w grudniu wspierać zwolenników dalszego rozluźnienia monetarnego.*

Zwolennikami uważnego obserwowania sytuacji (zwłaszcza przy obecnej niepewności) są także J. Czekaj oraz M. Pietrewicz. Ci członkowie nie wykluczają jednak obniżki stóp procentowych na grudniowym posiedzeniu. **M. Pietrewicz idzie o krok dalej mówiąc, że listopadowa obniżka miała charakter psychologiczny i trzeba działać „bardziej zdecydowanie i adekwatnie do zmieniającej się sytuacji”.** Członek ten spodziewa się szybszego spadku inflacji do celu i zaznacza, że akcenty w polityce pieniężnej przesunęły się teraz na spowolnienie. Co do grudniowej „tradycji” Pietrewicz nie widzi powodu aby odkładać decyzję wyłącznie z tego powodu.

Spadająca inflacja oraz oczekiwane słabe dane ze sfery realnej będą w grudniu wspierać zwolenników dalszego rozluźnienia monetarnego. Podkreślamy jednak, że relatywnie mniejszy spadek inflacji w Polsce niż w strefie euro będzie w najbliższych miesiącach skutkowało niespełnieniem inflacyjnego kryterium konwergencji. Uważamy, że będzie to sytuacja przejściowa, wynikająca z przesunięcia cyklu pomiędzy Polska a eurolandem, a także postępującej krajowej deregulacji. W sytuacji, gdy RPP koncentruje się na działaniach krótkookresowych (patrz komunikat), przejściowe odchylenie od kryterium konwergencji nie powinno mieć wpływu na podejmowane decyzje.

## USA: Indeks ISM najniższy od 26 lat. NBER oficjalnie ogłasza recesję.

Indeks ISM Manufacturing spadł w listopadzie do poziomu 36,2 z 38,9 pkt zanotowanych w październiku osiągając tym samym najniższy poziom od 26 lat. Tak niskie odczyty wskazują na pogłębiającą się recesję w gospodarce amerykańskiej. **Wczoraj zresztą NBER oficjalnie ogłosił, że recesja rozpoczęła się w ... grudniu 2007 roku.** Zasadniczą przesłanką do takiego wyznaczenia ram czasowych recesji (pierwszej od 2001 roku) był moment pogorszenia sytuacji na amerykańskim rynku pracy i zacieśnienia standardów kredytowych. Wszystko wskazuje również na to, że obecna recesja będzie pierwszą po wojnie obejmującą trzy największe bloki gospodarcze – USA, strefę euro i Japonię.

*Wskaźniki wyprzedzające sugerują gwałtowny spadek PKB w IV kw. (PKB może spaść nawet o 4-5% q/q, po analizowaniu),*

Wracając do rozbitcia wczorajszych danych o ISM, na szybki spadek aktywności ekonomicznej w najbliższych miesiącach wskazuje obniżenie się składowej ujmującej nowe zamówienia z 32,2 do 27,9 pkt. oraz indeksu produkcji bieżącej (spadek z 34,1 do 31,5 pkt), co może być spójne z dwucyfrowym spadkiem produkcji przemysłowej r/r. Na historycznie niskim poziomie utrzymała się również składowa zatrudnienia (34,2 pkt). Subindeksy zapasów i eksportu (oba na poziomach poniżej 40 pkt.) wskazywać mogą na malejącą kontrybucję tych składowych do wzrostu PKB w najbliższym czasie.

**Wskaźniki wyprzedzające sugerują gwałtowny spadek PKB w IV kw. (PKB może spaść nawet o 4-5% q/q, po analizowaniu), a co za tym pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw.** Scenariusz deflacji (sądząc po wskaźnikach cen producentów) jest również coraz bardziej prawdopodobny. Spodziewamy się jednak, że zapowiadany pakiet fiskalny, realizowane TARP i TALF oraz tzw. *quantitative easing* zapobiegą spadkom PKB w końcu 2009 roku (wzrost nie powinien jednak znacznie przekraczać 1%). Do tego czasu jednak rynki mogą wyceniać dalsze obniżki stóp procentowych oraz utrzymanie stóp na niskim poziomie przez wydłużony okres czasu (płaszczenie krzywej dochodowości).

### 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, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
JAN9	4640	-157
FEB9	4833	-172
MAR9	5019	-173

Data: 2008-12-02

Godzina: 9:08:01

### Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8432	3,0338

EUR/USD 1,2610 EUR/JPY 117,40 EUR/PLN 3,8300 USD/PLN 3,0370

*Dolar, a zwłaszcza jen mocniejsze po gwałtownych spadkach na światowych giełdach. Jen zyskał niemal 2,6% w stosunku do euro i 2% w stosunku do dolara.*

*Sesja azjatycka to wzrosty dolara napędzane wzmożonym popytem japońskich inwestorów oraz perspektywami dalszego spadku cen ropy naftowej. Spodziewana w czwartek masywna obniżka stóp przez ECB prawdopodobnie przyczynić się będzie do dalszego osłabienia europejskiej waluty.*

*Złoty osłabiał się wczoraj powodowany zarówno globalnym wzrostem awersji do ryzyka oraz słabymi danymi o polskim PMI. Techniczna korekta miała miejsce późnym popołudniem. Dziś znów słabsze otwarcie. Wydaje nam się, że tworzy się potencjał do krótkookresowego osłabienia złotego. Podtrzymujemy jednak naszą diagnozę, że kumulacja negatywnych dla złotego czynników będzie miała miejsce w I kw. 2009 roku.*

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja przed ponowną próbą przełamania wsparcia 1,2585/50; silny poziom wsparcia ok. 1,2450/30.

wsparcie	Opór
1,2585	1,2825
1,2520	1,2750
1,2450	1,2670

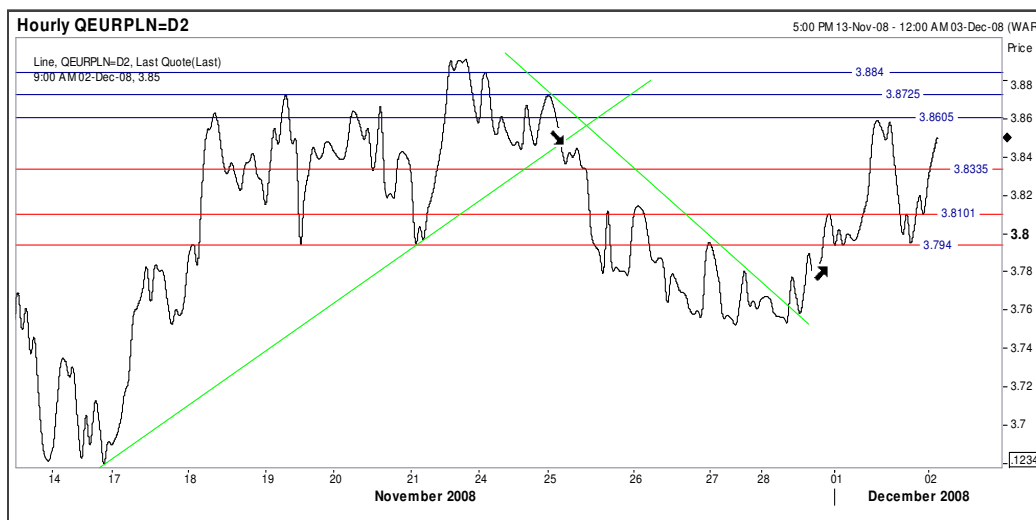


Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Negatywny sentyment wzg. PLN utrzymuje się, prawdopodobny test poziomów oporu 3,8605/3,8725.. Stoplosy możliwe powyżej 3,8840/3,90.

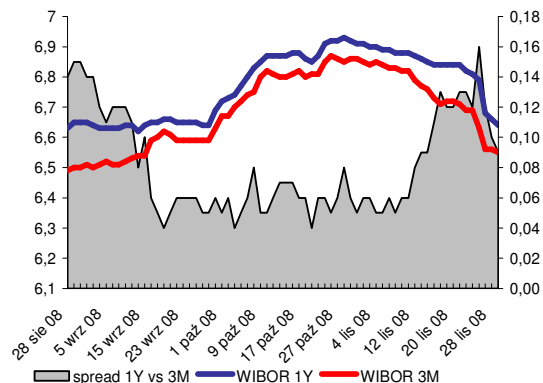
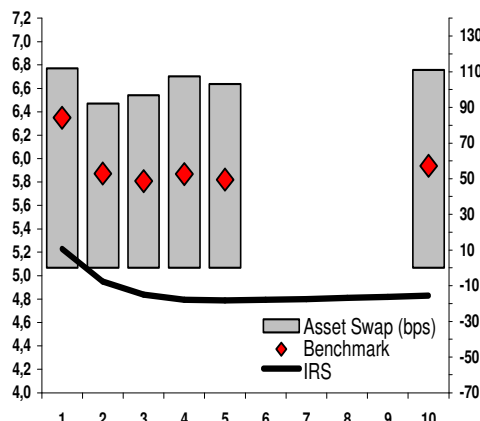
Wsparcie	opór
3,8335	3,8840
3,8100	3,8725
3,7940	3,8605



Źródło: Reuters

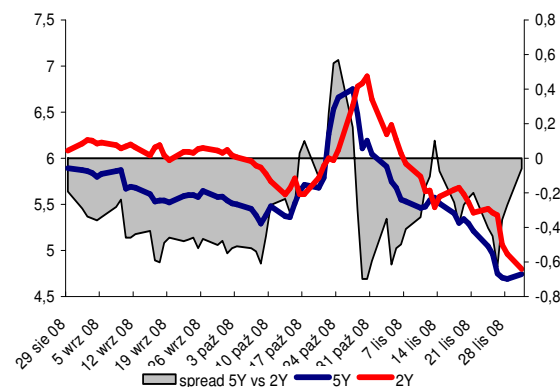
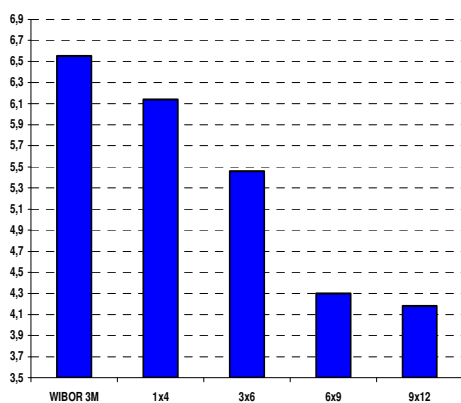
## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,19	5,27
2Y	4,90	5,00
3Y	4,79	4,89
4Y	4,75	4,85
5Y	4,74	4,84
6Y	4,75	4,85
7Y	4,75	4,85
8Y	4,76	4,86
9Y	4,77	4,87
10Y	4,78	4,88



depo	BID	ASK
ON	5,55	6,05
1M	6,10	6,30
3M	6,34	6,54

FRA	BID	ASK
1x2	6,02	6,07
1x4	6,09	6,14
3x6	5,41	5,46
6x9	4,25	4,30
9x12	4,12	4,18



### 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.