

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: 6



Daily Letter

poniedziałek, 15 grudnia 2008

Kalendarium danych

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

PONIEDZIAŁEK 15.12	
14:00	(POL) Inflacja CPI [listopad]; prognoza BRE 3,7-3,8% r/r , konsensus 3,8% 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 22 grudnia).</i>
14:00	(POL) Płace [listopad]; prognoza BRE 8,5% r/r , konsensus 8,6% r/r , poprzednio 9,8% r/r <i>Stopniowy spadek dynamiki płac. Wypłata Barbórki w górnictwie i premii z zysku w KGHM.</i>
14:00	(POL) Zatrudnienie [listopad]; prognoza BRE 3,2% r/r , konsensus 3,3% r/r , poprzednio 3,6% r/r <i>Znaczne obniżenie prognoz zatrudnienia we wszystkich działach; spadek zatrudnienia w ujęciu miesięcznym, sygnały o zwolnieniach grupowych.</i>
15:15	(USA) Produkcja przemysłowa [listopad]; konsensus -0,5% m/m , poprzednio 1,3% m/m <i>Pogłębienie spadkowego trendu na przetwórstwie przemysłowym, wykorzystanie mocy wytwórczych oczekiwane na poziomie 75,9%, po 76,4% odnotowanych w poprzednim miesiącu.</i>
WTOREK 16.12	
10:00	(EMU) PMI w przemyśle [grudzień]; konsensus 34,5 pkt. , poprzednio 35,6 pkt.
10:00	(EMU) PMI w usługach [grudzień]; konsensus 41,5 pkt. , poprzednio 42,5 pkt. <i>Oczekiwane niewielkie spadki indeksów opisujących sektor usług i sektor przemysłowy; stąd też lekkie pogłębienie dynamiki miesięcznych spadków odpowiedników indeksów w sferze realnej. Indeksy na historycznych minimach i w obszarze charakterystycznym dla cyklu rozluźniania polityki pieniężnej.</i>
14:30	(USA) Housing starts [listopad]; konsensus 0,73 mln , poprzednio 0,79 mln
14:30	(USA) Housing permits [listopad]; konsensus 0,69 mln , poprzednio 0,73 mln <i>W sektorze budowlanym na razie bez przełomu – konieczne zlikwidowanie nadpodaży w sektorze detalicznym, co zostanie osiągnięte przez dalsze obniżki cen oraz działania ukierunkowane na restart rynków hipotecznych, które zawarte są w propozycjach nowego pakietu fiskalnego.</i>
14:30	(USA) Inflacja CPI [listopad]; konsensus -1,2% m/m , poprzednio -1,0% m/m <i>Kolejny spadek inflacji CPI indukowany niższymi cenami energii (głównie paliw). Oczekiwany wzrost inflacji bazowej o 0,1% m/m – przypomnijmy, że w ubiegłym miesiącu nastąpił bardzo rzadko notowany spadek tej miary o 0,1%.</i>
20:15	(USA) Decyzja FOMC; konsensus 0,75% , poprzednio 1,0% <i>Choć programy TARP i TALF są w trakcie realizacji, poziom spreadów utrzymuje się na wysokim poziomie. Tradycyjne kanały oddziaływania polityki pieniężnej zablokowane, jednak dalsze obniżki wciąż wyceniane przez rynek na gruncie zarządzania oczekiwaniami przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.</i>
ŚRODA 17.12	
10:00	(EMU) Inflacja HICP [listopad]; konsensus 2,1% r/r , poprzednio 2,1% r/r (p) <i>Spadek inflacji jest dość gwałtowny; już w przyszłym miesiącu może się znaleźć w celu EBC („nieco poniżej 2%”). Oczekujemy zapowiedzi dalszych obniżek ze strony członków Rady Gubernatorów.</i>
Po 13	(CZ) Decyzja Narodowego Banku Czech; konsensus 2,5% , poprzednio 2,75% <i>Projekcja pokazała powrót inflacji do celu w horyzoncie polityki pieniężnej przy istotnym spadku dynamiki PKB. Ostatni, niższy od oczekiwań odczyt inflacji stwarza szansę na oddolne przestrzelenie celu w przyszłym roku. Z tego względu możliwe przyspieszenie cyklu obniżek (według projekcji przestrzeń do obniżek wynosi do 75 pb. w najbliższych miesiącach).</i>
CZWARTEK 18.12	
10:00	(GER) Indeks Ifo [grudzień]; konsensus 84,0 pkt. , poprzednio 85,8 pkt.
14:00	(POL) Produkcja przemysłowa [listopad]; prognoza BRE -7,1% r/r , konsensus -5,3% r/r , poprzednio 0,2% r/r <i>2 dni robocze mniej r/r. 4 dni robocze mniej m/m Spadki koniunktury w zakresie nowych zamówień i bieżącej produkcji.</i>
14:00	(POL) PPI [listopad]; prognoza BRE 2,3% r/r , konsensus 2,4% r/r , poprzednio 2,4% r/r <i>Miesięczny spadek cen w przetwórstwie przemysłowym i górnictwie z uwagi na spadki cen głównych surowców wyrażone w złotych. Skala osłabienia złotego mniejsza niż w poprzednim miesiącu; kolejny spadek oczekiwań cenowych producentów. Wzrost cen gazu i energii elektrycznej częściowo niweluje niższe ceny w przetwórstwie i górnictwie.</i>
14:30	(USA) Nowo-zarejestrowani bezrobotni [tydz. do 12.12]; poprzednio 573 tys.
PIĄTEK 19.12	
BRAK ISTOTNYCH DANYCH	

Makroekonomia

Dziś dane o inflacji, wynagrodzeniach i zatrudnieniu za listopad

O godz. 14.00 opublikowane zostaną dane o inflacji, wynagrodzeniach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw. **Szacujemy, że w listopadzie roczny wskaźnik inflacji spadł z 4,2 do 3,7-3,8% r/r.** Na tak istotny spadek wskaźnika złożyły się przede wszystkim niższe ceny żywności. Inflację bazową netto szacujemy na 4,8% r/r, wobec 4,5% zanotowanych w październiku.

Szacujemy, że roczny wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw spadł z 9,8% do 8,5%, co spowodowane było niższą aktywnością ekonomiczną w listopadzie (po części związaną z mniejszą liczbą dni roboczych). Dynamika zatrudnienia, według naszych wyliczeń, spadła w listopadzie do 3,2% z 3,6% r/r zanotowanych w październiku. Zasadniczymi przyczynami obniżania dynamiki zatrudnienia są polityka obniżania kosztów i reakcja na gwałtowne obniżenie popytu. **Coraz więcej przedsiębiorstw sygnalizuje działania związane z dostosowaniem swojej polityki kadrowej do silnego spowolnienia gospodarczego.**

Agregaty monetarne potwierdzają spowolnienie

Podaż pieniądza M3 wzrosła w listopadzie o 1,9% m/m i aż o 18,0% r/r wobec 17,3% r/r po rewizji danych za poprzedni miesiąc, znacznie powyżej konsensusu prognoz (16,8% r/r). **Przyczyną wyższej dynamiki M3 był skokowy wzrost depozytów funduszy ubezpieczeń społecznych (o 4,7 mld zł m/m), prawdopodobnie wynikający z przekazania środków z rachunków budżetu państwa na poczet przyszłorocznych wydatków (z taką sytuacją mieliśmy do czynienia w grudniu ub. r.).** Przelamany został też spadek depozytów niemonetarnych instytucji finansowych, w tym funduszy inwestycyjnych, dla których okres mniejszych odpływów (-0,9 mld zł per saldo, bez uwzględniania „księgowych” przesunięć) był okazją do budowania poduszki płynnościowej.

Zestawiając te dane z ostatnimi wynikami eksportu (mamy oczywiście na uwadze, że dotyczą one dwóch różnych miesięcy) stwierdzamy, że stale rośnie ryzyko silnego spowolnienia wzrostu PKB w tym i następnych kwartałach.

Po stronie kluczowych determinant wzrostu podaży pieniądza obserwowaliśmy kontynuację dotychczasowych tendencji. Dynamika depozytów gospodarstw domowych wzrosła do 24,9% r/r z 24,5% r/r w październiku (dostrzegamy tu m.in. efekty zmasowanej walki banków o depozyty i rosnących stawek oprocentowania), natomiast dynamika depozytów przedsiębiorstw obniżyła się w listopadzie do 2,2% r/r z 4,3% r/r miesiąc wcześniej. Warto w tym miejscu odnotować, że to najniższy poziom dynamiki tej kategorii od końca 2002 r. **Potwierdza to naszą diagnozę, że gospodarka polska weszła w fazę głębokiego spowolnienia, którego skali obecny konsensus prognoz nie doszacowuje.**

Mniej oczywistych wniosków dostarcza analiza dynamiki kredytów. W przypadku gospodarstw domowych, dynamika ta obniżyła się do 37,9% r/r (0,7% m/m). Biorąc jednak pod uwagę skalę osłabienia złotego względem franka szwajcarskiego (3,2% m/m, w którym denominowanych jest większość kredytów walutowych (ponad 1/3 wszystkich kredytów dla gospodarstw domowych), wysuwamy tezę, że realna dynamika kredytu m/m (obliczona przy założeniu stałego kursu walutowego) spadła poniżej zera. W przypadku przedsiębiorstw, obserwowaliśmy minimalny spadek dynamiki z 26,8% r/r w październiku do 26,5% r/r (2,1% m/m) w listopadzie. Wrażenie utrzymywania się intensywnej akcji kredytowej dla przedsiębiorstw może być jednak iluzoryczne: silny popyt na kredyt może wynikać z obaw jeszcze silniejszego zacieśnienia standardów kredytowych, firmy wykorzystują też limity w ramach rachunków bieżących (substytut „tradycyjnego” kredytu), a banki mogą jeszcze

realizować zawarte wcześniej umowy kredytowe (np. kredyty w transzach). Naszym zdaniem, stan ten nie potrwa już jednak długo i każda następna seria danych przybliży nas do silnego spadku dynamiki kredytu.

Zestawiając te dane z ostatnimi wynikami eksportu (mamy oczywiście na uwadze, że dotyczą one dwóch różnych miesięcy) stwierdzamy, że stale rośnie ryzyko silnego spowolnienia wzrostu PKB w tym i następnych kwartałach.

Deficyt obrotów bieżących powyżej oczekiwań. Eksport spada

W październiku deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrósł do 2219 mln EUR wobec 1967 mln EUR w poprzednim miesiącu, powyżej oczekiwań (2015 mln EUR). **Przyczyną pogorszenia salda obrotów bieżących był znaczny wzrost deficytu w handlu zagranicznym (do 1664 mln EUR z 1124 mln EUR we wrześniu).** Za wzrost ten odpowiadał spadek eksportu w liczbach bezwzględnych. W październiku, po raz pierwszy od 2002 r., odnotowano ujemną dynamikę tej kategorii (-1,2% r/r wobec 22,5% r/r miesiąc wcześniej i konsensusu na poziomie 9,6% r/r). Tak słaby wynik eksportu można tylko częściowo tłumaczyć statystycznym efektem zmian kursu walutowego. Naszym zdaniem uwidacznia się tu również słabnący popyt na polski eksport. **Pamiętajmy, że zmiana struktury eksportu zanotowana w ostatnich latach (wzrost udziału przemysłu elektromaszynowego i metalurgicznego a także wzrost wartości handlu wewnątrz-korporacyjnego) wystawiła polski eksport w szczególny sposób na zmiany cykliczne w europie zachodniej, a scenariuszem bazowym dla największych partnerów handlowych Polski jest recesja!** Spadek eksportu w najbliższych miesiącach będzie wywierał dodatkową presję na spowolnienie inwestycji, które stało się widoczne już w III kw. Spadkowi uległa również dynamika importu (do 4,5% r/r wobec 21,2% r/r w poprzednim miesiącu, oczekiwano 12,2% r/r). Naszym zdaniem, spadek dynamiki importu to nie tylko rezultat deprecjacji złotego (podobnie jak w przypadku eksportu), ale i następstwo słabnących inwestycji.

Szacujemy, że relacja deficytu C/A do PKB po październiku wzrosła do 5,3%. W horyzoncie najbliższych miesięcy prawdopodobne wydaje nam się dalsze pogłębienie tego deficytu ze względu na pogarszające się saldo obrotów towarowych.

W październiku utrzymała się również spadkowa tendencja salda transferów bieżących, które pozostało tylko minimalnie dodatnie (17 mln EUR), podczas gdy w poprzednich miesiącach to właśnie ta kategoria poprawiała saldo rachunku bieżącego. Wynikało to przede wszystkim z deficytu w rozliczeniach z UE (-405 mln EUR), relatywnie wysokie pozostały natomiast pozostałe transfery. Tylko nieznacznie poprawiło się saldo dochodów (z 1059 mln EUR we wrześniu do 980 mln EUR w październiku), m.in. ze względu na znaczne płatności kuponowe od papierów dłużnych. Zwracamy jednak uwagę, że ponad połowa kwoty deficytu w saldzie dochodów służyła równocześnie finansowaniu deficytu obrotów bieżących w formie reinwestowanych zysków.

Szacujemy, że relacja deficytu C/A do PKB po październiku wzrosła do 5,3%. W horyzoncie najbliższych miesięcy prawdopodobne wydaje nam się dalsze pogłębienie tego deficytu ze względu na pogarszające się saldo obrotów towarowych. **W tym kontekście, dzisiejsze dane o spadku eksportu wydają się wręcz wyprzedzać dotychczasowe prognozy spadku aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce.**

Posiedzenie RPP, 23. grudnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	0%
Stopy bez zmian	0%
Obniżka o 25 bps	30%
Obniżka o 50 bps	70%

* **OIS** – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy brent (baryłka, USc)

Kontrakt	Ask	Zmiana
JAN9	4583	-58
FEB9	4855	-53
MAR9	5070	-67

Data: 2008-12-15

Godzina: 9:18:49

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,9689	2,9709

EUR/USD 1,3485 EUR/JPY 122,65 EUR/PLN 3,9200 USD/PLN 2,9070

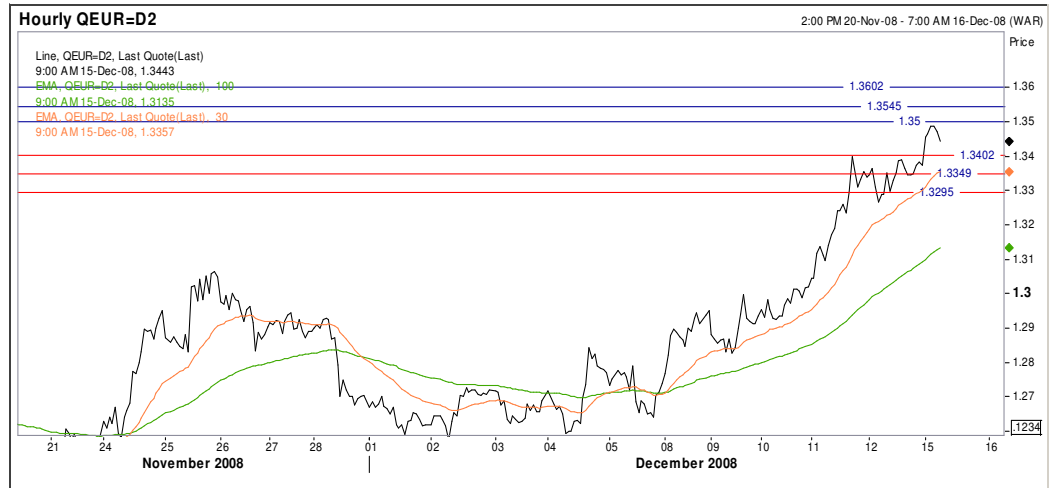
Duża zmienność na EUR/USD i, jak się wydaje, zmiana trendu na amerykańskiej walucie. Odnosimy wrażenie, że coraz więcej inwestorów antycypuje fakt, że plany pomocowe dla amerykańskiej gospodarki wiążąc będą się jednak ze wzrostem podaży pieniądza. Dolar osłabił się w stosunku do europejskiej waluty do najniższego poziomu od drugiej połowy października osiągając poziom 1,3490 wobec euro. Sesja amerykańska, oprócz osłabienia dolara, wiązała się z obniżaniem wartości jena jako waluty safe haven.

Piątkowa sesja rozpoczęła się od bardzo gwałtownego osłabiania polskiej waluty. Kurs EURPLN przebił poziom 3,97, aby w przeciągu równie krótkiego czasu zbliżyć się do poziomów 3,94. Sesja amerykańska, osłabienie dolara i handel na maszynach sprowadziły złotego do poziomów 3,922 wobec euro. Dziś nieco mocniejsze otwarcie. Wzrosty kontraktów futures i dalej rynku spot mogą przynieść dalsze, krótkookresowe, umocnienie polskiej waluty.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Prawdopodobna kontynuacja trendu oraz test poziomów oporu 1,35/1,3545; przełamanie wsparcia 1,34 neguje ten scenariusz.

wsparcie	Opór
1,3400	1,3600
1,3350	1,3545
1,3295	1,3500



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Po okresie konsolidacji poniżej 3,9450/85 rośnie prawdopodobieństwo korekty (test wsparcia 3,90/3,8900). Silny poziom wsparcia 3,86/3,85 (możliwe stoplosy poniżej tego poziomu).

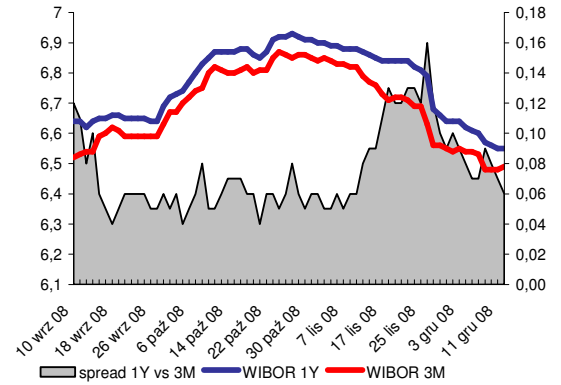
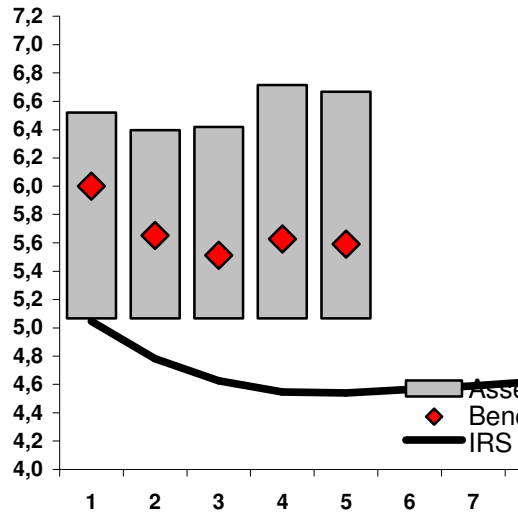
Wsparcie	opór
3,9100	3,9855
3,8900	3,9650
3,8600	3,9485



Źródło: Reuters

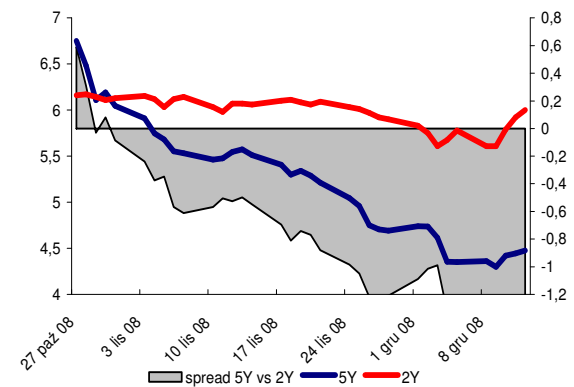
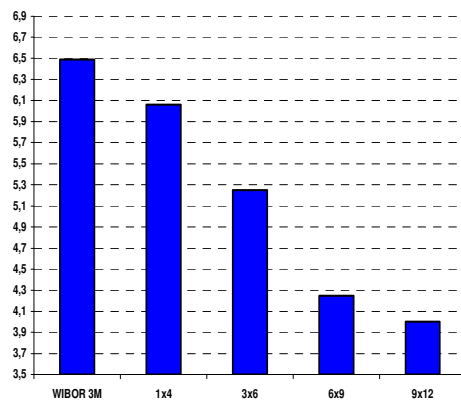
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,01	5,09
2Y	4,73	4,83
3Y	4,58	4,68
4Y	4,50	4,60
5Y	4,49	4,59
6Y	4,52	4,62
7Y	4,54	4,64
8Y	4,57	4,67
9Y	4,60	4,70
10Y	4,63	4,73



depo	BID	ASK
ON	5,40	5,70
1M	6,02	6,22
3M	6,31	6,51

FRA	BID	ASK
1x2	5,92	5,97
1x4	6,01	6,06
3x6	5,20	5,25
6x9	4,20	4,25
9x12	3,95	4,00



UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE 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 OPRAWOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOWANIU 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 OPRAWOWANIA, 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 OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIA PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.