



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, 16 grudnia 2008

STRON: 6

### Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	10:00	PMI w przemyśle	Grudzień	-	34,5 pkt.	35,6 pkt.
EMU	10:00	PMI w usługach	Grudzień	-	41,5 pkt.	42,5 pkt.
USA	14:30	Housing starts	Listopad	-	0,73 mln	0,79 mln
USA	14:30	Housing permits	Listopad	-	0,69 mln	0,73 mln
USA	14:30	Inflacja CPI m/m	Listopad	-	-1,2%	-1,0%
USA	20:15	Decyzja FOMC	Listopad	-	0,5%	1,0%

### Makroekonomia

#### Dziś decyzja Fed, oczekujemy obniżki o 50pb i zapowiedzi tzw. quantitative easing

O godz. 20.15 zostanie ogłoszona decyzja Fed w sprawie stóp procentowych. **Oczekujemy obniżki stóp o 50pb do poziomu 0,5%**. Mechanizm tej decyzji to przede wszystkim obawa przed negatywną reakcją rynków w związku z ewentualnym niedostarczeniem inwestorom spodziewanego poluzowania monetarnego. Prawdopodobnie w komunikacie odnajdziemy również zapowiedź dalszych akcji pro-płynnościowych, jak i tzw. quantitative easing (Fed zapowie utrzymanie stóp przez dłuższy okres na obniżonym poziomie, narzędziem quantitative easing może być również zwiększenie bilansu Fed i wykup papierów o dłuższych terminach zapadalności).

#### Wyraźna dezinflacja w polskiej gospodarce + komentarze członków RPP

W listopadzie roczny wskaźnik inflacji obniżył się z 4,2% do 3,7% (konsensus prognoz wynosił 3,8). Na niższy odczyt złożyły się przede wszystkim umiarkowany wzrost cen żywności (0,7% m/m) i spadek cen paliw (o 5,8% m/m). Niższy (niż zakładaliśmy) okazał się również wzrost nośników energii (1,7% m/m). **Inflację bazową netto oszacowaliśmy na poziomie 4,6-4,7% r/r (w październiku wskaźnik wyniósł 4,5%). Nowy wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii prawdopodobnie ustabilizował się na poziomie 2,9% r/r.**

W najbliższych miesiącach spodziewamy się dalszego spadku inflacji headline. Silne efekty bazowe spowodują spadek inflacji do około 3,5% w grudniu i w okolice 3,0-3,2% w styczniu. Istotny wpływ na obniżanie inflacji będzie miało również odłożenie deregulacji energetyki i zapowiadana mniejsza skala podwyżek cen energii elektrycznej (nowe taryfy będą prawdopodobnie obowiązywać dopiero od lutego 2009).

*Scenariusz szybkiej dezinflacji sprzyjać będzie również dalszym obniżkom stóp procentowych.*

*Oczekujemy, że stopa referencyjna spadnie do poziomu 3,5% do końca 2009, przy czym obniżki stóp skumulują się grudniu 2008 i I kw. 2009.*

**W listopadzie odnotowano ujemną dynamikę zatrudnienia.** W ujęciu absolutnym ubyło 12 tys. miejsc pracy co przełożyło się na spadek rocznej dynamiki wskaźnika do 3,1% z 3,6% w poprzednim miesiącu (konsensus rynkowy 3,3%, prognoza BRE 3,2%). **Gorsza sytuacja kosztowa przedsiębiorstw wymusiła także dostosowania w wynagrodzeniach pracowników – w konsekwencji roczna dynamika płac spowolniła do 7,4%** (konsensus rynkowy 8,6%, prognoza BRE 8,5%) z 9,8% odnotowanych w poprzednim miesiącu. Warto odnotować również fakt, że spadek dynamiki wynagrodzeń nastąpił pomimo corocznie wypłaconych premii (Barbórka w niektórych przedsiębiorstwach górniczych) a także jednorazowych i niecyklicznych wypłat z zysku. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego spowolnienia dynamiki zatrudnienia (patrz doniesienia o kolejnych zwolnieniach grupowych), co przyczyni się do osłabienia siły negocjacyjnej związków oraz żądań płacowych nowo-przyjmowanych pracowników (w ramach naturalnej rotacji na rynku pracy). Czynnikiem obniżającym dynamikę wynagrodzeń w nadchodzącym roku będą także mniejsze dodatki do wynagrodzeń o charakterze jednorazowym, bądź uznaniowym - jest to naturalna konsekwencją pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw, które zobaczymy w najbliższych kwartałach.

Wczorajsze dane są potwierdzeniem, że procesy dezinflacyjne przybierają na sile. Scenariusz szybkiej dezinflacji sprzyjać będzie również dalszym obniżkom stóp procentowych. Oczekujemy, że stopa referencyjna spadnie do poziomu 3,5% do końca 2009, przy czym obniżki stóp skumulują się grudniu 2008 i I kw. 2009.

Komentarze członków RPP były (jak zwykle zresztą) dość spolaryzowane, z wyraźnym podziałem na dwa obozy. **Za szybkim łagodzeniem polityki pieniężnej opowiedzieli się S. Skrzypek, S. Owsiak, M. Pietrewicz oraz A. Sławiński (Nieckarz i Czekaj tym razem nie zabrali głosu).** Sławiński zwrócił uwagę, że obecny wskaźnik CPI to „żywa skamielina”, która odzwierciedla głównie efekty wcześniejszych podwyżek cen regulowanych. Zwrócił także uwagę, że mamy do czynienia z sytuacją wyjątkową, w której miesięczna sekwencja ruchów RPP ma (odmiennie niż zazwyczaj) duże znaczenie. Owsiak opowiedział się z kolei wyraźnie za niekonwencjonalnym (czyli innym niż 25 pb.) posunięciem na grudniowym posiedzeniu. Także S. Skrzypek zapowiedział, że istnieje potrzeba bardziej zdecydowanych ruchów. **Stanowiska nie zmieniła natomiast H. Wasilewska-Trenkner;** jej zdaniem Rada będzie dysponowała kompletem istotnych danych dopiero w I kwartale 2009, do tego czasu należy się wstrzymać z luzowaniem polityki pieniężnej. W dalszym ciągu oczekujemy, że na najbliższym posiedzeniu RPP prawdopodobnie obniży stopy procentowe o (co najmniej?) 50pb (w sposób dosłowny na taki scenariusz wskazują powyższe wypowiedzi członków RPP).

## **Deficyt budżetowy po listopadzie 14,8 mld zł**

W okresie styczeń-listopad zrealizowano deficyt budżetowy w 54,7% (14,8 mld zł). Projekt ustawy budżetowej na 2009 rok przewiduje wykonanie tegorocznego budżetu na poziomie 22,9 mld zł.

**W stosunku do ubiegłorocznego planu finansowego, w tyle pozostaje przede wszystkim wykonanie budżetu po stronie dochodów.** Stan zrealizowanych dochodów uplasował się na poziomie 83,4%, ponad 10 pp. niższym niż w roku ubiegłym. Najslabiej wypadła realizacja dochodów z ceł (tylko 78,7% planu) oraz środków UE na realizację Wspólnej Polityki Rybackiej (62,9 % planu). Bardzo duże zaległości odnotowano także w przypadku wpływów z podatków pośrednich (wykonanie niższe o ponad 10 pp. niż rok

*W przyszłym roku zapada rekordowy wolumen długu publicznego – do tego czasu MinFin z ulgą przywita obniżki stóp procentowych NBP (zapowiedzi finansowania deficytu na krótkim końcu krzywej są skrupulatnie wdrażane w życie) a także zmniejszenie (choć nawet niewielkie) awersji do rządowych papierów w emerging markets.*

wcześniej i obniżenie miesięcznych wpływów; zmiany te mogą zostać utrzymane również w przyszłym roku i stać się zagrożeniem dla realizacji budżetu 2009). Dużo lepiej na tym polu uplasowały się dochody z podatków od osób prawnych i fizycznych (wykonanie tych drugich sięgnęło 96,1%, choć to i tak mało w porównaniu z rokiem ubiegłym, kiedy po listopadzie plan został przekroczony). **Wręcz fatalnie przedstawia się realizacja funduszy strukturalnych – zaledwie 23,2% planu. Stawia to pod znakiem zapytania zapowiadane (nagle) zwiększenie absorpcji środków z tego tytułu już na początku 2009 roku.**

W przypadku wydatków wykonanie planu uplasowało się na poziomie 80,9%, prawie o 5 pp. niższym niż w roku ubiegłym. Uwagę zwraca przede wszystkim względnie niska dotacja do FUS – wykonanie na poziomie 89,2%, ponad 8 pp. gorzej niż w roku ubiegłym. Dobra sytuacja FUS to przede wszystkim wynik przeniesienia część środków z budżetu ubiegłorocznego. **Do końca roku FUS powinien otrzymać jeszcze dodatkowo około 3,5 mld zł.** Oczekiwane spowolnienie gospodarcze oraz wzrost stopy bezrobocia może zachęcać do przekazania nawet większej kwoty.

8,1 mld zł dodatkowego deficytu, który zgodnie z planem miałby zostać zrealizowany w grudniu nie wydaje się kwotą nieosiągalną. Odejmując kwotę dotacji do FUS otrzymujemy zaledwie 4,6 mld zł środków. Po stronie dochodów potencjalnym kandydatem do generowania deficytu są wpływy z podatków pośrednich; wzrosły one w ubiegłym roku w ciągu ostatniego miesiąca o 8,3%, przy znacznie lepszej koniunkturze i znacznych wyższych miesięcznych przyrostach sprzedaży detalicznej. Biorąc poprawkę na wyższe tempo wzrostu cen, do wykonaniu planu samych podatków pośrednich może zabraknąć właśnie około 4-5 mld zł. To jednak nie kwestie deficytu budżetowego będą z uwagą śledzone przez rynki finansowe. W przyszłym roku zapada rekordowy wolumen długu publicznego – do tego czasu MinFin z ulgą przywita obniżki stóp procentowych NBP (zapowiedzi finansowania deficytu na krótkim końcu krzywej są skrupulatnie wdrażane w życie) a także zmniejszenie (choć nawet niewielkie) awersji do rządowych papierów w emerging markets.

## **USA: W listopadzie spadła produkcja przemysłowa**

W listopadzie indeks produkcji przemysłowej w USA spadł o 0,6% m/m (w październiku produkcja wzrosła o 1,35). **Należy jednak podkreślić, że listopadowy odczyt był i tak zawyżony przez fakt zakończenia strajku w zakładach Boeinga (produkcja samolotów wzrosła o 12,8% m/m) i wznowienia produkcji w rafineriach ropy naftowej.** Spadki były niemalże równo rozłożone w pozostałych sekcjach, za wyjątkiem przemysłu motoryzacyjnego, gdzie produkcja skurczyła się o 2,8% m/m.

Na nienajlepszą kondycję przemysłu wskazują również najnowsze odczyty wskaźników koniunktury; wskaźnik Empire State manufacturing (za grudzień) zanotował wczoraj najniższy w historii badania wynik na poziomie -25,8 pkt. Wyprzedzające składowe wskaźnika, w tym dotycząca nowych zamówień i przewozów odbiły odrobinę w porównaniu z poprzednimi odczytami.

Silna stymulacja fiskalna, dynamiczne dostosowanie kosztów, spadki cen surowców i ponownie osłabiający się dolar (tak uważamy, że ostatnie zmiany na EUR/USD to początek nowego średniookresowego trendu) wskazywać mogą na początek poprawy sytuacji w przemyśle w perspektywie 2-3 kwartałów. Zmiany w przemyśle wyprzedzać więc będą procesy w pozostałych sektorach gospodarki. **Wzmocnienie strony podażowej gospodarki jest konieczne dla trwałej poprawy popytu konsumpcyjnego i**

ustabilizowania sytuacji na rynku nieruchomości i w dalszej perspektywie - rozładowania obecnego kryzysu kredytowego.

## 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	0%
Obniżka o 50 bps	100%

\* OIS – Overnight Index Swap

## Ceny terminowe ropy brent (baryłka, USc)

Kontrakt	Ask	Zmiana
JAN9	4479	19
FEB9	4741	27
MAR9	4899	-44

Data: 2008-12-16

Godzina: 8:53:21

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,9804	2,9561

EUR/USD 1,3705 EUR/JPY 123,80 EUR/PLN 3,9900 USD/PLN 2,9115

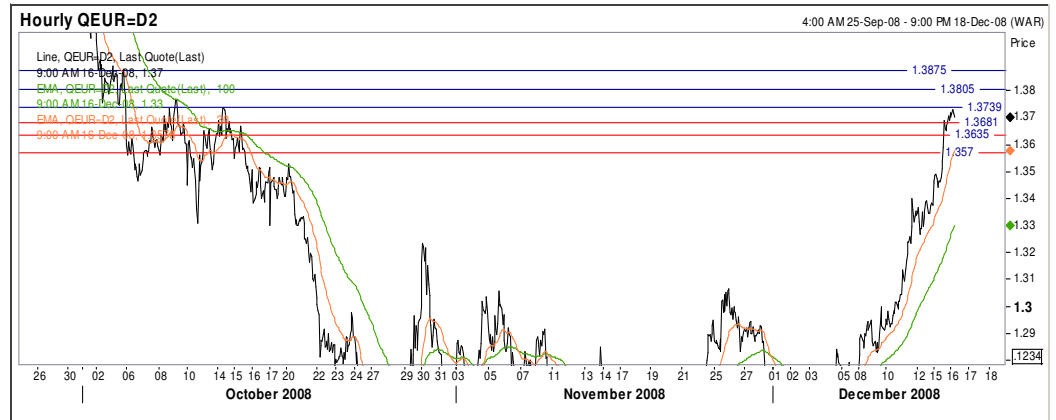
Rynki FX powoli wracają do normalności – inwestorzy zdali sobie prawdopodobnie sprawę, że gorsze dane makro z USA to sygnał sprzedaży a nie kupna dolara (jako safe haven). Biorąc pod uwagę gwałtowność zmian na EURUSD, jesteśmy prawdopodobnie świadkami zmiany trendu: w ciągu czterech sesji dolar osłabił się w stosunku do euro z 1,29 do 1,37. W kierunku osłabienia waluty amerykańskiej działają oczekiwania na dalsze cięcia stóp procentowych Fed (dzisiejsza obniżka w skali 50 pb., prawdopodobnie nie ostatnia) oraz zapowiedzi quantitative easing, wiążące się z utrzymywaniem zwiększonej podaży pieniądza prawdopodobnie przez cały 2009 rok, co ogranicza rentowność środków lokowanych w USA, zwiększając jednocześnie znaczenie USD jako waluty finansującej.

Kontynuacja trendu deprecjacyjnego na złotym. Wczoraj od godzin porannych obserwowaliśmy gwałtowne osłabienie złotego z poziomów 3,91 w okolice 4,00 (poziom 4,0 wobec euro nie został jednak złamany). Handel maszynowy przyniósł umocnienie złotego do poziomu 3,970 wobec euro. Nie wydaje się nam jednak, aby gra polegająca na wybiciu złotego powyżej 4,00 za euro miała dziś nagle ustać.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Realizacja zysków wydaje się prawdopodobna (test wsparcia 1,3650/35) jednakże trend wzrostowy euro powinien utrzymać się – w dalszym terminie potwierdzeniem (trendu) będzie przełamanie oporu 1,3875/85.

wsparcie	Opór
1,3680	1,3875
1,3635	1,3805
1,3570	1,3740

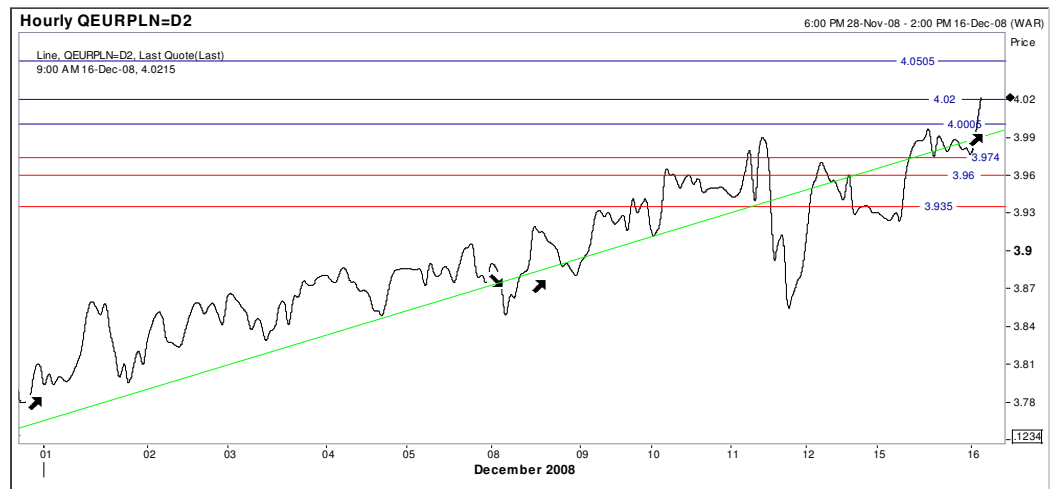


Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Poranne osłabienie złotego sugeruje kontynuację trendu – test poziomów oporu 4,02/4,05; przełamanie otwiera drogę na 4,09/4,10. Silny poziom wsparcia ok. 3,98/3,9740.

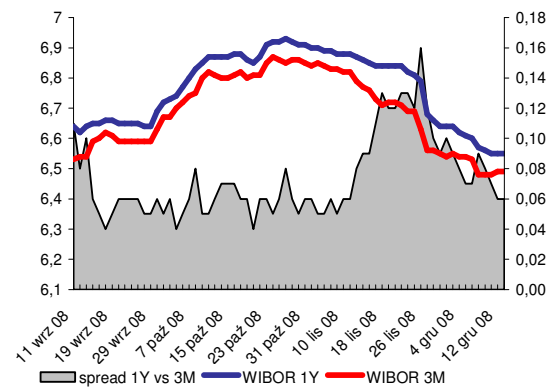
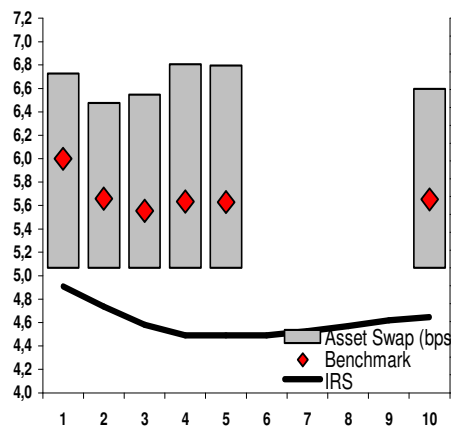
Wsparcie	opór
3,9740	4,0500
3,9600	4,0200
3,9350	4,0000



Źródło: Reuters

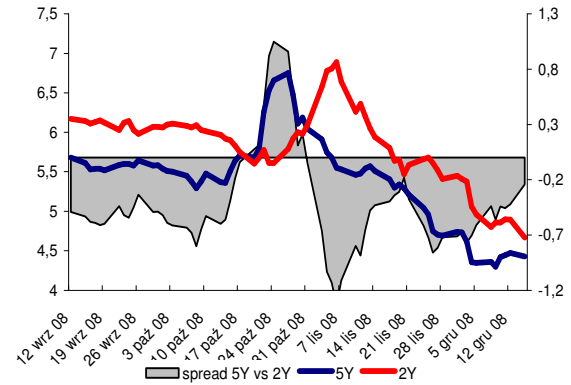
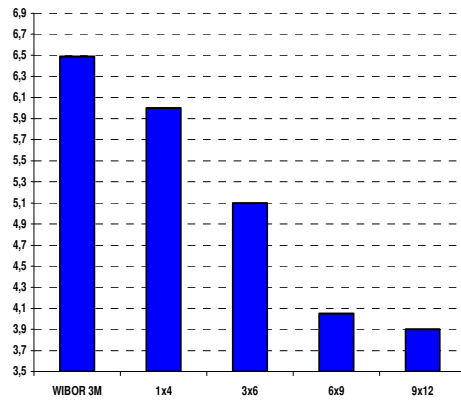
## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,88	4,94
2Y	4,68	4,80
3Y	4,52	4,64
4Y	4,45	4,53
5Y	4,43	4,56
6Y	4,45	4,53
7Y	4,49	4,56
8Y	4,53	4,61
9Y	4,56	4,69
10Y	4,58	4,71



depo	BID	ASK
ON	4,97	5,27
1M	6,00	6,20
3M	6,25	6,45

FRA	BID	ASK
1x2	5,90	5,95
1x4	5,95	6,00
3x6	5,05	5,10
6x9	4,00	4,05
9x12	3,85	3,90



## 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.