

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK      TEL. 0 22 829 0166  
MARCIN MAZUREK      TEL. 0 22 829 0183  
E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

**Daily Letter****środa, 2 grudnia 2009**

STRON: 5

**Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Indeks ADP	listopad	-	-155tys.	-203tys.
USA	20:00	Beżowa Księga	-	-	-	-

**Makroekonomia****Silny wzrost indeksu PMI**

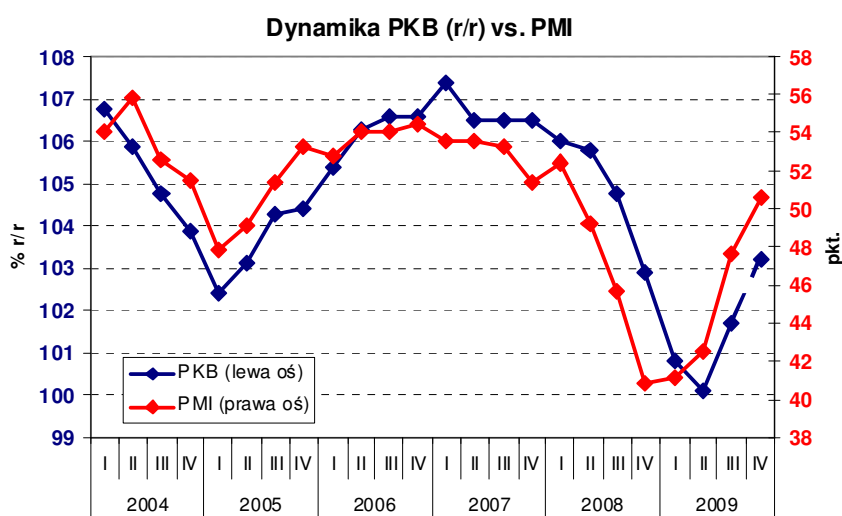
Indeks PMI dla sektora przemysłowego w Polsce wzrósł w listopadzie z 48,8pkt. do 52,4pkt. znajdując się pierwszy raz od kwietnia 2008 roku ponad barierą 50pkt. teoretycznie oddzielającą średniomiesięczną ekspansję od kontrakcji przetwórstwa przemysłowego. Wzrost indeksu przekroczył oczekiwania rynkowe (49,3pkt.) oraz nasz szacunek (49,8pkt.) plasujący się wśród najbardziej optymistycznych.

Wzrost wskaźnika PMI wyniknął z silnego podniesienia oszacowania produkcji (z 50,2pkt. do 55,0pkt.) połączonego z podobnej skali wzrostem nowych zamówień (tu opieramy się jedynie na jakościowym komentarzu dołączonym do publikacji). Wyższa sprzedaż doprowadziła dodatkowo do redukcji zapasów wyrobów gotowych. Wprawdzie w listopadzie doszło do dalszego ograniczania zatrudnienia przez przedsiębiorstwa, jednak jego skala była najniższa od 19 miesięcy (co pozwala nam oczekiwać, że poziom indeksu opisującego zatrudnienie jest obecnie bliski 50pkt.). Co do procesów nominalnych, przedsiębiorstwa wskazują na trwałą presję cenową po stronie kosztów, która do tej pory nie przenosiła się na ceny wyrobów finalnych z uwagi na dużą konkurencję cenową przedsiębiorstw – w listopadzie sytuacja uległa zmianie, a ankietowani menedżerowie logistyczni wskazali (per saldo) po raz pierwszy od wielu miesięcy na wzrost cen sprzedawanych towarów w ujęciu miesięcznym.

Obserwowany wzrost wskaźnika PMI jest potwierdzeniem dla większości naszych prognoz. W szczególności potwierdziła się możliwość wyższego odczytu produkcji przemysłowej (nasza dotychczasowa prognoza +6,8% w ujęciu rocznym, do której obecnie dodajemy istotne ryzyko w górę), nie tylko z uwagi na efekty bazy z ubiegłego roku, lecz również dzięki pogłębieniu korzystnego momentum dla sfery popytowej. Co więcej, niewielki dystans dzielący komponent zatrudnienia od granicy 50pkt. potwierdza nasz stosunkowo optymistyczny szacunek zatrudnienia (-2,2% r/r wobec konsensusu rynkowego na poziomie -2,3%). Wreszcie, utrzymanie presji kosztowej oraz powrót cen wyrobów finalnych do obszaru wzrostów uprawdopodobnia wyższą prognozę cen

produkcji przemysłowej na poziomie 2,4% r/r (konsensus rynkowy 2,2%), nie tylko z uwagi na efekt bazy z poprzedniego roku, ale także osiągniętą dodatnią dynamikę miesięczną w wysokości +0,1%.

Przechodząc do implikacji najnowszej publikacji PMI w średnim okresie, potwierdza się także pozytywne momentum na najszerzej mierze działalności gospodarczej – produkcie krajowym brutto. W szczególności podtrzymujemy możliwość silniejszego tempa wzrostu PKB w IV kwartale (3,2% - patrz rysunek poniżej) oraz utrzymanie korzystnego trendu w przyszłym roku. Zwracamy przy tym uwagę, że czynniki o najwyższej wariancji dotychczas zaniżające dynamikę PKB (kontrybucja zmian zapasów) będą oddziaływać w najbliższych kwartałach znacznie słabiej, a w pierwszych kwartałach 2010 roku – nawet w przeciwnym kierunku (dodatnia kontrybucja do wzrostu PKB).



### Prognoza inflacji MF na poziomie 3,3% r/r

Prognoza inflacji MF nie okazała się zaskakująca, zwłaszcza że konsensus rynkowy uplasował się właśnie na jej poziomie. Niemniej jednak oczekujemy wyższego tempa wzrostu cen (publikacja GUS 15 grudnia) na poziomie 3,4%.

Przy podobnym szacunku wzrost cen paliw (około 2,7% w ujęciu miesięcznym) uważamy, że ceny żywności w listopadzie wzrosły silniej niż postulowane przez Ministerstwo 0,4% w ujęciu miesięcznym. Po pierwsze, model oparty na różnych wskaźnikach koniunktury (charakteryzujący się relatywnie dużą precyzją prognoz) wskazuje na tempo wzrostu cen wysokości około 0,6-0,7%. Po drugie, zgodnie z metodyką sporządzania prognoz przez Ministerstwo Finansów, zazwyczaj słabiej analizowana druga połowa miesiąca przyniosła potwierdzenie silnego trendu wzrostowego niektórych kategorii cen żywności, w szczególności warzyw, nabiału. Samo Ministerstwo zaznacza zresztą, że ceny żywności w listopadzie były bardzo zmienne.

Równoległe z prognozą inflacji na listopad, MF przedstawił także szacunki na grudzień 2009. Zdaniem Ministerstwa inflacja będzie niewiele wyższa od 3,3% szacowanych na listopad. Uważamy, że jest to scenariusz raczej mało prawdopodobny zważywszy na małe prawdopodobieństwo dalszego odchylenia żywności w dół od sezonowego wzorca (tak jak w październiku i wrześniu), względnie stabilne ceny paliw oraz silny efekt bazowy na tej kategorii. Oczekujemy, że inflacja na koniec roku będzie zbliżona do 3,8%.

## ISM: wciąż powyżej 50 punktów

Indeks ISM dla amerykańskiego przemysłu spadł w listopadzie do 53,6pkt. z 55,7pkt. odnotowanych w październiku. Tym samym spadek okazał się zgodny co do kierunku z oczekiwaniami rynkowymi (54,8pkt.) lecz nieco głębszy. Indeks utrzymał się jednak powyżej 50pkt., czyli poziomu teoretycznie oddzielającego średniomiesięczny wzrost od kontrakcji przetwórstwa przemysłowego.

Poszczególne kategorie indeksu ISM nie wydają się niepokojące. W szczególności blisko poziomu 60pkt. utrzymały się oszacowania produkcji i nowych zamówień (a to zdecydowanie dobry prognostyk na nadchodzące miesiące). Poniżej granicy 50 punktów nie obniżył się także indeks zatrudnienia (obecnie 50,8pkt.). Oszacowania eksportu i importu praktycznie nie zmieniły się w porównaniu do poprzedniego miesiąca. Doszło do dalszej korekty poziomu zapasów (spadają coraz szybciej, co stoi nieco w sprzeczności z pozostałymi sygnałami z gospodarki i może być po prostu wyrazem dużej zmienności tej serii a nie pojawiającej się tendencji) oraz zmniejszenia tempa wzrostu cen (55pkt. wobec 65pkt. w październiku).

Ekspansja sektora przemysłowego w USA jest kontynuowana, lecz w nieco niższym tempie. Wynikająca stąd poprawa optymizmu konsumentów (oraz zatrzymanie niekorzystnych procesów na rynku pracy) powinna w najbliższych miesiącach przyczynić się do podtrzymania ożywienia gospodarczego. Co do implikacji krótkookresowych, bieżący poziom indeksu ISM spójny jest z dynamiką PKB w wysokości 3,9% w ujęciu annualizowanym – to kolejne potwierdzenie, że odczyt za IV kwartał może być wyższy niż poprzedni.

## Posiedzenie RPP, 23. grudnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Stopy bez zmian	100%
Obniżka o 25 bps	0%

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Dodatkowe wsparcie dla gospodarki japońskiej oraz ogłoszenie dodatkowych 3-miesięcznych linii kredytowych przez Bank Japonii osłabiały jena podczas sesji europejskiej, w dalszej części dnia konsolidacja. Na spadku globalnej awersji do ryzyka zyskiwało euro osiągając nawet 1,5118 podczas sesji amerykańskiej. Wsparciem dla waluty europejskiej były także

## Fixing NBP

EUR/PLN	4,126
USD/PLN	2,739
CHF/PLN	2,738

## Poziomy otwarcia

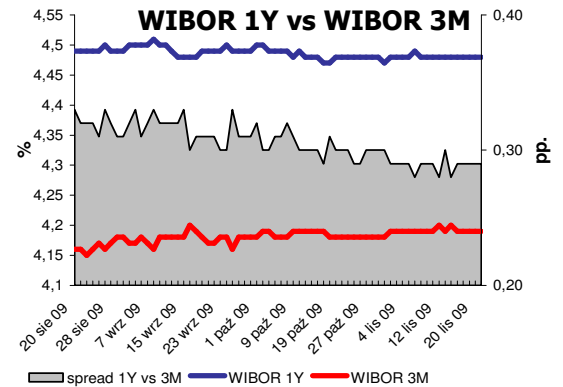
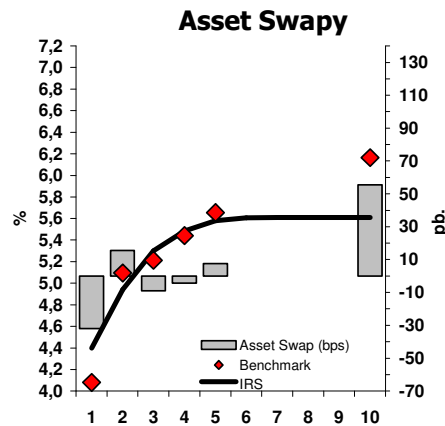
EUR/USD	1,508
EUR/JPY	130,810
EUR/PLN	4,114
USD/PLN	2,727
CHF/PLN	2,732

lepsze dane ze strefy euro (ostateczne odczytu PMI). Nieco gorsze dane o indeksie ISM zostały zniwelowane przez lepszy odczyt pending home sales – w konsekwencji na rynku FX nie doszło do większych ruchów. Dziś publikacja Beżowej Księgi oraz indeksu ADP – uważamy, że prawdopodobieństwo pozytywnej niespodzianki jest w tym przypadku przeważające, co może okazać się wsparciem dla wspólnej waluty.

Złoty zyskiwał wczoraj w wyniku zmniejszenia awersji do ryzyka (patrz zachowanie pary EURUSD) oraz pozytywnych niespodzianek dotyczących publikacji krajowych danych (znacznie lepszy indeks PMI plasujący się grubo powyżej granicy 50 punktów). Do czasu wieczornej konsolidacji EURPLN obniżył się o około 6 groszy osiągając minimum 4,1083. Dziś brak danych krajowych, notowania będą przebiegać pod dyktando EURUSD oraz indeksów giełdowych.

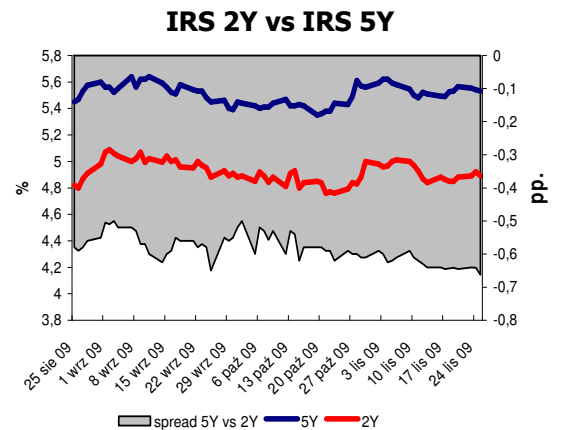
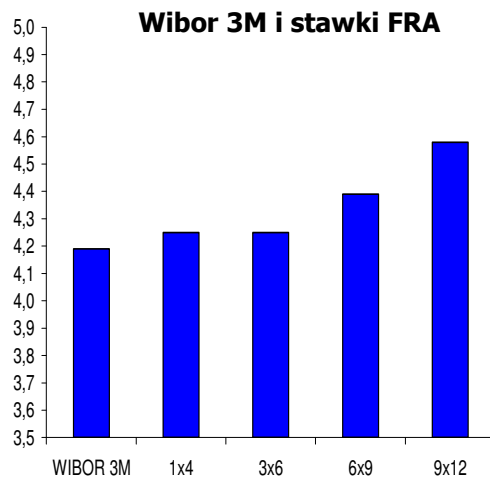
## Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,36	4,44
2Y	4,90	4,98
3Y	5,26	5,34
4Y	5,46	5,52
5Y	5,55	5,61
6Y	5,58	5,64
7Y	5,58	5,64
8Y	5,58	5,64
9Y	5,58	5,64
10Y	5,58	5,64



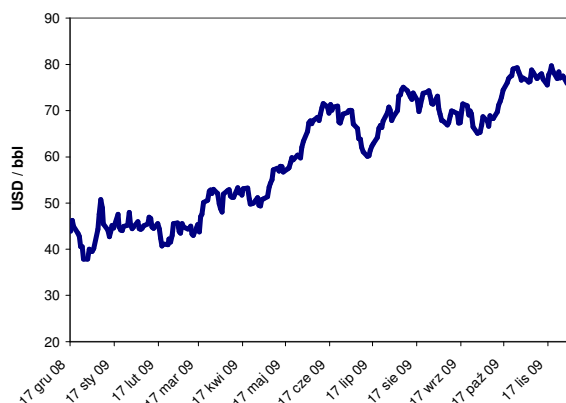
depo	BID	ASK
ON	2,25	2,55
1M	3,33	3,53
3M	3,99	4,19

FRA	BID	ASK
1x2	3,49	3,54
1x4	4,20	4,25
3x6	4,21	4,25
6x9	4,35	4,39
9x12	4,53	4,58

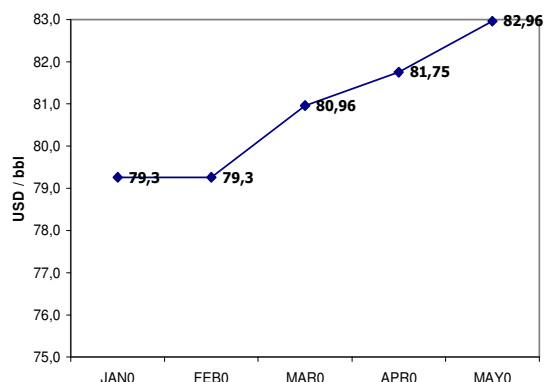


## Surowce: ropa naftowa

## Indeks cen ropy naftowej



## Brent, krzywa terminowa



### 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 UPZEDNIEGO 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. BRE BANK S.A. ( LUB JEGO PRACOWNICY ) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. 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 OSOBE DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.