



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

Daily Letter

STRON: 5

czwartek, 17 stycznia 2008

Makroekonomia

Spadek dynamiki płac jest tymczasowy i zaburzony przez wypłaty premii

Roczny przyrost płac w wysokości 7,2% był jednorazowy i w kolejnych miesiącach tempo wzrostu wynagrodzeń powinno powrócić do 10% poziomów.

Przeciętna płaca w sektorze przedsiębiorstw wzrosła wyniosła w grudniu 3246,00 zł, co daje roczny przyrost na poziomie 7,2% - znacznie poniżej konsensusu rynkowego ustawionego na 11,0% i poniżej naszej, stosunkowo niskiej prognozy 9,2%. W chwili obecnej nie należy wyciągać z tej liczby zbyt daleko idących wniosków – nasze przypuszczenia wskazują, że zdecydowanie niższy odczyt wynika prawdopodobnie z efektów bazy spowodowanych wcześniejszą (w listopadzie) wypłatą premii w górnictwie (w zeszłym roku większość została wypłacona w grudniu); do obniżki przeciętnych wynagrodzeń mogły także przyczynić się także górnicze strajki. W chwili obecnej uważamy, że nagły spadek płac wynika z efektów jednorazowych i w dalszym ciągu istnieje duży potencjał do szybkiego wzrostu średniego wynagrodzenia również w 2008 roku. Nasze przypuszczenia będą mogły zostać potwierdzone wraz z publikacją rozbitcia sektorowego wynagrodzeń. **Tempo wzrostu produktywności pracy może wynieść w grudniu od 3,5-4% podczas gdy realne tempo wynagrodzeń 3,2% - chwilowa poprawa relacji produktywności i realnego wzrostu płac może przejściowo ograniczać oczekiwania na bardziej agresywne podwyżki stóp.**

Zatrudnienie przyrosło o 4,9% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Liczba spójna jest z absolutnym przyrostem zatrudnienia podobnym do tego odnotowanego w ubiegłym roku. **W kolejnych miesiącach spodziewamy się jednak powolnego spadku dynamiki zatrudnienia, na który od dłuższego czasu wskazują indeksy koniunktury gospodarczej.**

Komentarze członków RPP

Oceniamy, że scenariusz makro, w który wierzy RPP (jako agregat) to zejście inflacji do celu na koniec 2008 roku.

Jak powiedziała wczoraj (jeszcze przed publikacją danych o płacach) Halina Wasilewska-Trenkner z RPP, ze względu na rosnącą skalę żądań płacowych, w tym w sektorze budżetowym, na najbliższym, styczniowym posiedzeniu RPP niewykluczona jest podwyżka stóp procentowych o 50 pb. Jej zdaniem trudno jednak ocenić, jaki pogląd ostatecznie zwycięży w Radzie. H. Wasilewska-Trenkner opowiedziała się za stopniowym zacieśnianiem polityki pieniężnej, jednak w obecnej sytuacji konieczne może być zwiększenie jego intensywności. **W jej wypowiedzi pojawiło się także sformułowanie o wzroście inflacji napędzanym nie tylko przez żywność, ale i przez płace. Co prawda wypowiedź ta nawiązywała do odczytu listopadowego i dynamiki płac rządu 12%, nie sądzimy jednak, by wczorajsze dane (7,8% r/r) i jednorazowy wpływ przesunięcia wypłat premii diametralnie zmieniły pogląd H. Wasilewskiej-Trenkner na temat bilansu ryzyk dla inflacji.**

Odmienne zdanie wyraził Jan Czekaj z RPP, wypowiadając się już po publikacji danych o wynagrodzeniach. Jego zdaniem, jeśli spadek dynamiki płac utrzyma się również w

następnych miesiącach, będzie to pozytywnym sygnałem w kontekście polityki pieniężnej, zwłaszcza, że w jego opinii innych zagrożeń, poza bieżącą inflacją, nie ma.

Z kolei członek RPP **Andrzej Sławiński stwierdził, że wysokie tempo wzrostu płac najprawdopodobniej utrzyma się w najbliższym okresie, choć wzrost inflacji, który obserwujemy obecnie, wynika z czynników podażowych.** Sam wzrost płac w sektorze budżetowym nie jest jego zdaniem zagrożeniem dla inflacji, ponieważ nie przekłada się on na wzrost ULC. **Jego zdaniem, w obecnej sytuacji konieczne jest zacieśnienia polityki pieniężnej, które powinno nastąpić w sposób „roważny i zdecydowany”.** Prof. Sławiński wskazał na ryzyko, jakie dla naszej gospodarki, a w szczególności dla rynku finansowego, niesie pogłębienie się dysparytetu stóp procentowych między Polską a strefą euro, co odczytujemy jako sygnał, że skala zacieśnienia monetarnego zdaniem Sławińskiego będzie jedyni umiarkowana.

Oceniamy, że scenariusz makro w który wierzy RPP (jako agregat) to zejście inflacji do celu na koniec 2008 roku, bez istotnych przesłanek wykluczających ten scenariusz nie spodziewalibyśmy się więc ze strony tego gremium komentarzy wskazujących na skalę zacieśnienia większą niż wycenia obecnie rynek – trzy podwyżki do końca 2008.

Wciąż wysoka inflacja w USA, wyższa od oczekiwań produkcja przemysłowa

Odczyt inflacji CPI wyniósł 4,1% r/r (0,3% m/m) i był zgodny z konsensusem rynkowym. Inflacja bazowa wzrosła do poziomu 2,4% r/r, osiągając miesięczny przyrost równy 0,2%. Za wzrosty wskaźnika niebazowego odpowiedzialne są w ujęciu rocznym głównie ceny żywności i paliw. **Chociaż inflacja bazowa na razie rośnie, w miarę upływu czasu powinna zacząć się obniżać wraz ze zmniejszającą się dynamiką produktu krajowego brutto i rosnącym bezrobociem (ujemna korelacja między inflacją bazową i stopą bezrobocia jest w USA dość silna, a opóźnienie reakcji wynosi kilka miesięcy).** Wydaje się, że jest to argument, który podtrzymuje oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych, które zostały już praktycznie zapowiedziane przez Bena Bernanke.

W sferze realnej gospodarki nie odnotowano w grudniu aż tak pesymistycznego scenariusza jako pokazywał indeks ISM. **Produkcja przemysłowa nie zmieniła się w grudniu w ujęciu miesięcznym, podczas gdy konsensus prognoz wskazywał na możliwość jej spadku nawet o 0,2%.** Wydaje się, że odczyt został pociągnięty w dół przez media (*utilities*), podczas gdy produkcja przetwórstwa przemysłowego nie zmieniła się. Dość ciekawa jest struktura przedmiotowa produkcji – istotne wzrosty zanotowano w przypadku dóbr inwestycyjnych, co może sugerować, że przedsiębiorstwa nie spodziewają się aż tak znacznego ograniczenia popytu. Tradycyjnie już spadek produkcji odnotowano w przypadku dóbr z przeznaczeniem budowlanym; spadło także wytwarzanie materiałów do dalszej obróbki, co może wskazywać na bieżące ograniczenie aktywności sektora przemysłowego.

Brak zdecydowanych spadków aktywności w przemyśle potwierdzają wyniki Beżowej Księgi, które wskazują na dość umiarkowane ograniczenie aktywności w gospodarce amerykańskiej. Widoczny jest wzrost zamówień eksportowych, co wróży podtrzymanie aktywności w przemyśle, zwłaszcza w obliczu słabnącego dolara. Co ciekawe, dość mocny pozostaje rynek pracy i sektor usług – popyt spada niemal jedynie w przypadku usług finansowych; w innych kategoriach notowane są wzrosty.

Mimo braku jednoznacznych wyników Beżowej Księgi (przygotowanej na styczniowe posiedzenie Fed) utrwały się rynkowe oczekiwania na 50 punktową obniżkę. Komentarza Bena Bernanke odnośnie najnowszych danych możemy oczekiwać już dzisiaj po godzinie 16:00, podczas jego przemówienia przed *House Budget Committee*.

Mimo braku jednoznacznych wyników Beżowej Księgi (przygotowanej na styczniowe posiedzenie Fed) utrwały się rynkowe oczekiwania na 50 punktową obniżkę. Komentarza Bena Bernanke odnośnie najnowszych danych możemy oczekiwać już dzisiaj po godzinie 16:00, podczas jego przemówienia przed House Budget Committee.

Posiedzenie RPP, 30. stycznia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)
Podwyżka o 50 bps	0%
Podwyżka o 25 bps	100%
Stopy bez zmian	0%
Obniżka o 25 bps	0%

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5825	2,4055

EUR/USD 1,4660 EUR/JPY 157,30 EUR/PLN 3,5950 USD/PLN 2,4525

Realizacja zysków na długich pozycjach w euro przyspieszyła podczas sesji nowojorskiej po gołębich w tonie komentarzach Mersch'a (ECB); przełamanie wsparcia (1,4780/40 EUR/USD) uruchomiło zlecenia stop-loss, aprecjację dolara wspierała wyprzedaż EUR/JPY (repatriacja zysków). Przy zmiennych nastrojach na rynku publikacja kolejnych danych makro (szczególnie amerykańskich) może zadecydować o pogłębieniu korekty (celem byłoby poziomy 1,4450/1,4400 EUR/USD)..

Oslabienie złotego okazało się ograniczone (3,6060 EUR/PLN).. przy widocznych ofertach sprzedaży euro powyżej 3,60.. jednakże silna korekta dolara oraz jena może zadecydować o kolejnej rundzie wyprzedaży PLN w najbliższych dniach; ewentualne przełamanie 3,6060 otwiera drogę na 3,6320. W trakcie bieżącej sesji prawdopodobna konsolidacja ok. 3,5900 EUR/PLN.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Gołębia wypowiedź Mersch'a (ECB) była katalizatorem wyprzedaży euro; zlecenia stop-loss przyspieszyły aprecjację dolara (1,4590). Przy zmiennych nastrojach możliwe jest zarówno testowanie wsparcia 1,4590/60 jak i powrót euro w ok. 1,4730.. Silny poziom oporu na 1,4690.

wsparcie	opór
1,4640	1,4765
1,4590	1,4730
1,4560	1,4690

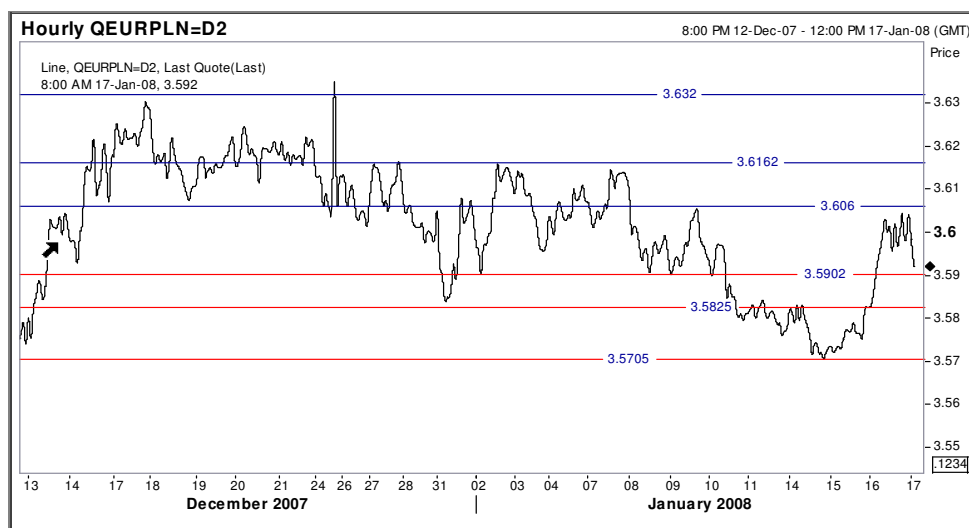


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Po udanej obronie poziomu oporu 3,6060 złoty odrabia wcześniejsze straty, prawdopodobna konsolidacja ok. 3,5900 (przy 3,5825/00 mogą się ponownie pojawić zlecenia kupna euro). Aprecjacja jena (repatriacja zysków) oznacza ryzyko dalszej wyprzedży PLN w najbliższych dniach.

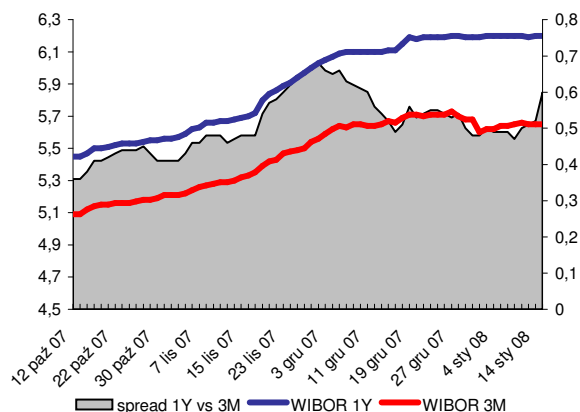
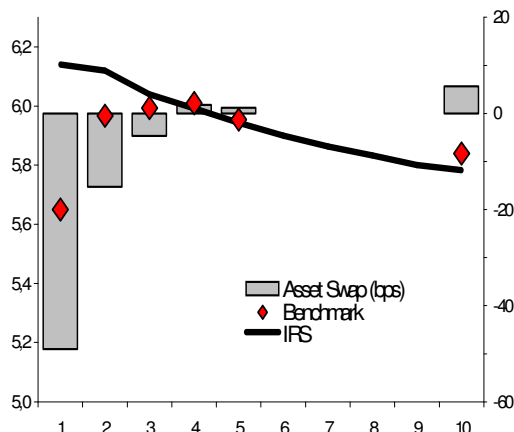
wsparcie	opór
3,5900	3,6320
3,5825	3,6160
3,5705	3,6060



Źródło: Reuters

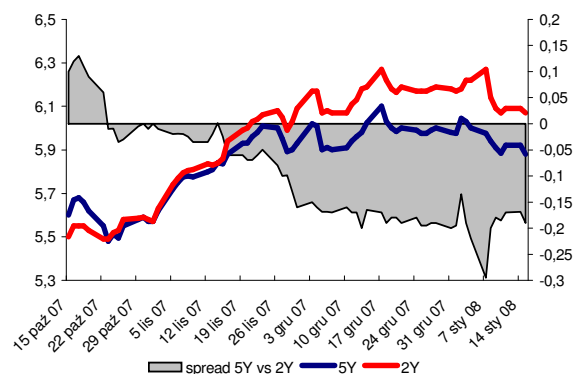
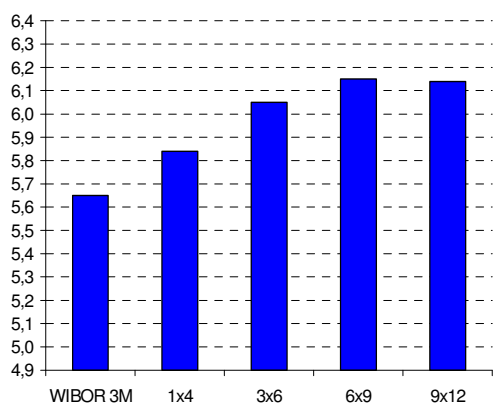
Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	6,12	6,16
2Y	6,10	6,14
3Y	6,02	6,06
4Y	5,97	6,01
5Y	5,92	5,97
6Y	5,88	5,92
7Y	5,84	5,89
8Y	5,81	5,86
9Y	5,78	5,82
10Y	5,76	5,81



depo	BID	ASK
ON	5,00	5,20
1M	5,22	5,42
3M	5,45	5,65

FRA	BID	ASK
1x2	5,51	5,58
1x4	5,78	5,84
3x6	5,99	6,05
6x9	6,09	6,15
9x12	6,10	6,14



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPRIEDNIO
USA	14:30	Pozwolenia budowlane	grudzień	-	1,14 mln	1,162 mln
USA	14:30	Housing starts	grudzień	-	1,16 mln	1,187 mln
USA	14:30	Nowo zarejestrowani bezrobotni	tydz. do 11.01	-	-	-
USA	16:00	Przemówienie B. Bernake przed House Budget Committee	-	-	-	-

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 UPRIEDZIEGO 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 POPRIEDNIEGO 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, JEJEGO 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 UPRIEDZNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.