



ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166
MARCIN MAZUREK TEL. 829 0183
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
E-MAIL: research@brebank.com.pl

Daily Letter

STRON: 5

wtorek, 20 stycznia 2009

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
GER	11:00	Indeks ZEW	Styczeń	-	-44,5 pkt.	-45,2 pkt.
POL	14:00	Produkcja przemysłowa r/r	Grudzień	-5,8%	-0,7%	-8,9%
POL	14:00	PPI r/r	Grudzień	1,8%	2,0%	2,2%

Makroekonomia

Dzisiaj publikacja danych o produkcji przemysłowej i cenach producentów

Dane zostaną opublikowane przez GUS o godzinie 14:00. **Spodziewamy się, że dynamika produkcji przemysłowej podniosła się nieznacznie do -5,8% r/r** (po -8,9% odnotowanych miesiąc wcześniej). Konsensus rynkowy usytuowany jest na poziomie -0,7% - niższa oczekiwana przez nas dynamika wsparta jest przez słabszy wynik produkcji samochodów (będący w dużej mierze lustrem aktywności w innych sekcjach) a także dalszą obniżkę wskaźników koniunktury (dot. bieżącej produkcji i nowych zamówień). Dodatkowym wsparciem prognozy jest *anecdotal evidence* o wyłączeniach niektórych linii produkcyjnych oraz przedłużonych urlopiach pracowników w okresie świątecznym. W tym przypadku różnica 2 dni roboczych ma mniejszą wagę niż zwykle. **W zakresie cen producentów oczekujemy dalszego spadku ich dynamiki do poziomu 1,8% r/r** (konsensus rynkowy 2,0%, poprzednio 2,2%). Podstawowe znaczenie ma w tym przypadku spadek oczekiwań cenowych przedsiębiorstw oraz dalsze obniżenie cen surowców.

Dalszy spadek dynamiki płac i zatrudnienia

W grudniu po raz kolejny odnotowano ujemną dynamikę zatrudnienia. **Pracę straciło 34 tys. osób w sektorze przedsiębiorstw a roczny wskaźnik zatrudnienia uplasował się na poziomie 2,3% r/r** (poniżej konsensusu rynkowego 2,7% oraz naszej prognozy 2,6%). Obniżenie popytu na pracę staje się coraz bardziej widoczne, co potwierdza wcześniejsze wskazania wskaźników koniunktury. Można przypuszczać, że w najbliższym czasie dojdzie do wcielenia w życie kolejnych planowanych zwolnień grupowych – prawdopodobnie już teraz przedsiębiorcy nie przedłużyli części umów zawartych na czas określony.

W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego spowolnienia dynamiki zatrudnienia (doniesienia o kolejnych zwolnieniach grupowych)...

Gorsza sytuacja kosztowa przedsiębiorstw a także prawdopodobne skrócenie tygodnia pracy zaowocowały spadkiem dynamiki wynagrodzeń, która obniżyła się do 5,4% z 7,8% odnotowanych w listopadzie (konsensus rynkowy 7,4%, nasza prognoza 5,7%). Przyczyną zmniejszenia dynamiki płac należy upatrywać przede wszystkim w gwałtownie obniżającej się aktywności gospodarczej (co wiąże się z mniejszą liczbą

... co przyczyni się do osłabienia siły negocjacyjnej związków oraz żądań płacowych nowo-przyjmowanych pracowników (co odbije się także na dynamice wynagrodzeń).

nadgodzin oraz zmniejszeniem wynagrodzeń osób pracujących na akord; w dłuższej perspektywie można się także spodziewać większej dyscypliny w żądaniach płacowych formułowanych przez związki zawodowe). Wśród dodatkowych (zdecydowanie mniej istotnych) przyczyn niskiego tempa wzrostu płac należy wymienić także jednorazowe efekty statystyczne: wcześniejszą wypłatę Barbórek w górnictwie a także przesunięcie wypłat grudniowych wynagrodzeń na styczeń (tego efektu nie jesteśmy jednak w stanie oszacować na podstawie danych o tak dużym stopniu agregacji).

W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego spowolnienia dynamiki zatrudnienia (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). **Czynnikami obniżającym dynamikę wynagrodzeń w bieżącym roku będą także mniejsze dodatki do wynagrodzeń o charakterze jednorazowym, bądź uznaniowym - jest to naturalna konsekwencja pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw, które zobaczymy w najbliższych kwartałach.**

Wczorajsze dane miały znikomy wpływ na rynek stopy procentowej. Zareagował jednak rynek FX, gdzie EURPLN podniósł się chwilowo w okolice 4,349. Dane są potwierdzeniem, że procesy dezinflacyjne przybierają na sile i stanowią wsparcie dla większych ruchów ze strony RPP. Z uwagi na dość dużą korelację dynamiki wynagrodzeń i wyników produkcji przemysłowej, dane zwiększają szansę realizacji tempa wzrostu produkcji na poziomie -5,8% r/r.

Najnowsze komentarze członków RPP: Wasilewska-Trenkner i Sławiński

H. Wasilewska-Trenkner opowiada się w dalszym ciągu za odłożeniem decyzji o obniżce stóp procentowych do lutowej projekcji (choć ważny punkt odniesienie stanowią także dzisiejsze dane o produkcji przemysłowej). Członkini RPP jest zdania, że sytuacja w Polsce jest odmienna niż w krajach, które zdecydowały się już na znaczne rozluźnienie polityki pieniężnej – inflacja w polskiej gospodarce spada wolniej. Co więcej, szybkie wsparcie inwestorów byłoby tworzeniem „sztucznych warunków” które mogą prowadzić w przyszłości do „nieporozumień i fałszowania faktycznych informacji płynących z rynku”. **Wasilewska-Trenkner obawia się także dalszego osłabienia złotego, który jej zdaniem stał się obiektem ataków spekulacyjnych.**

Uważamy, że na najbliższym posiedzeniu dojdzie do obniżki stóp procentowych o co najmniej 50pb.

A. Sławiński skupia się głównie na sferze realnej zaznaczając, że wzrost gospodarczy w 2009 roku może być niższy niż 2%, choć czynnikiem stabilizującym (podobnie zresztą jak w czasie recesji 2001/2002) będzie w tym przypadku konsumpcja, ponieważ napędza ją wzrost płac a nie kredytów. **Uważamy, że stabilne finansowanie konsumpcji (w postaci wciąż dodatniej dynamiki płac) ma w obecnej sytuacji drugorzędne znaczenie: konsumpcja będzie niższa z uwagi na wyższe oszczędności powodowane efektami cyklicznymi oraz koniecznością odbudowy ujemnego majątku netto (wartość wielu nieruchomości, zwłaszcza tych zakupionych w końcowej fazie boom'u obniży się w bieżącym roku poniżej wartości zaciągniętego kredytu).** Z tego względu spowolnienie tempa wzrostu konsumpcji będzie najprawdopodobniej bardziej dotkliwe. Obniżenie tempa wzrostu poniżej potencjalnego stwarza, zdaniem Sławińskiego, pole do dalszych obniżek stóp procentowych, choć RPP bierze też pod uwagę zmiany restrykcyjności prowadzonej polityki pieniężnej wynikające ze zmian kursu walutowego.

Uważamy, że na najbliższym posiedzeniu dojdzie do obniżki stóp procentowych o co najmniej 50pb. Czynnikiem zniechęcającym niektórych członków RPP do podjęcia „radikalnych” kroków może być (choć nie musi zważywszy na „doświadczenia” związane z poprzednią decyzją i korzystny odbiór inwestorów) duża zmienność na rynku FX.

Obniżka stóp procentowych na Węgrzech o 50pb.

Narodowy Bank Węgier (MNB) po raz kolejny obniżył stopy procentowe o 50pb. – obecnie znajdują się one na poziomie 9,5%. **W trakcie posiedzenia dyskutowane były także mocniejsze obniżki, do 100pb. włącznie.**

U podstaw decyzji leży rozpoczęty proces dezinflacji (inflacja może znaleźć się w celu już w tym roku) stymulowany dalszym obniżeniem tempa wzrostu gospodarczego (według prognoz MNB gospodarka węgierska może się w tym roku skurczyć o 1,7% a według szacunków analityków nawet o 4%, plasując się tym samym w dolnej części rozkładu wzrostu gospodarczego krajów CEE).

Zdaniem przedstawicieli MNB, osłabiający się forint nie stanowi zagrożenia wyhamowania procesów dezinflacyjnych. Poza tym duże wahania węgierskiej waluty są tym „co powinno być oczekiwane w obecnych okolicznościach” (zamieszanie wokół polityki fiskalnej, cykliczna słabość walut CEE). **Zachowanie EURHUF będzie w najbliższym czasie ważnym indykatorem powrotu zaufania na węgierskie rynki finansowe – do tego czasu MNB będzie prawdopodobnie wspierał zagranicznych inwestorów wyższą premią za ryzyko, ostrożnie rozkładając niezbędne obniżki na najbliższe miesiące.**

W celu poprawy płynności sektora bankowego zawarto także umowę swapową z SNB dotyczącą pozyskania franków szwajcarskich w zamian za euro (frank szwajcarski jest główną walutą zagranicznych pożyczek dla firm i gospodarstw domowych). Umowę należy odczytać jako pozytywną dla forinta – **kanały jej oddziaływania to przede wszystkim ograniczenie ryzyk dla stabilności systemu finansowego oraz podtrzymanie dopływu kredytu do zainteresowanych podmiotów gospodarczych.**

Posiedzenie RPP, 27. stycznia

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

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
MAR9	4355	-95
APR9	4539	-93
MAY9	4767	-47

Data: 2009-01-20

Godzina: 9:06:41

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
4,1522	3,1353

EUR/USD 1,3000 EUR/JPY 117,50 EUR/PLN 4,3160 USD/PLN 3,3200

Pod nieobecność amerykańskich inwestorów dolar właściwie cały wczorajszy dzień zyskiwał, osiągając dziś rano poziom 1,2977 wobec euro. Pomogły w tym niskie prognozy wzrostu KE oraz obniżka ratingu Hiszpanii dokonana przez S&P. Przegrany okazał się natomiast funt – rekordowa strata zanotowana przez RBS odnowiła obawy o kondycję sektora finansowego a GBP/USD spadł do najniższego poziomu od 7 lat. Dziś dane wyłącznie ze strefy euro (indeks ZEW) – być może przesłanka do lokalnej korekty (nastroje ankietowanych inwestorów mogły się, wbrew oczekiwaniom, poprawić).

Kolejny dzień znacznego osłabienia EUR/PLN oraz USD/PLN do maksimów równych odpowiednio do 4,349 oraz 3,3257 (noc). Pod nieobecność sprzedających euro (niska podaż ze strony eksporterów) możliwość dalszego osłabienia złotego. Dzisiejsza publikacja danych o produkcji przemysłowej będzie miała prawdopodobnie małe (lub chwilowe) znaczenie.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Trwałe przełamanie wsparcia 1,30 otwiera drogę na 1,2930/1,2850 (silny poziom wsparcia); realizacja zysków możliwa w przypadku pozytywnych danych makro (ZEW).

wsparcie	Opór
1,2970	1,3200
1,2930	1,3140
1,2850	1,3050

Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

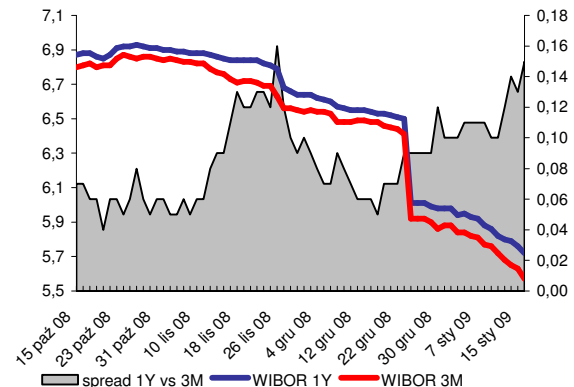
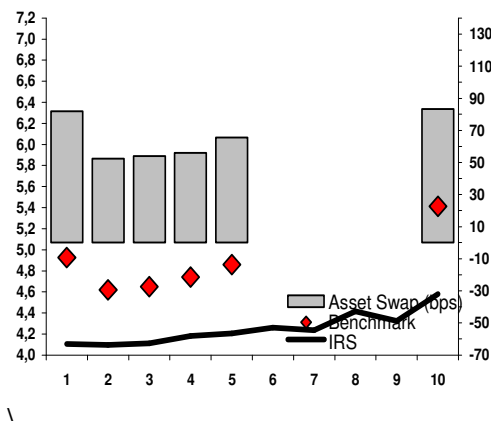
Silne umocnienie JPY oraz USD przyczynia się do dalszego osłabienia złotego, prawdopodobny test poziomów oporu 4,35/4,3650 EUR/PLN.

Wsparcie	opór
4,3000	4,3650
4,2850	4,3500
4,2600	4,3380

Źródło: Reuters

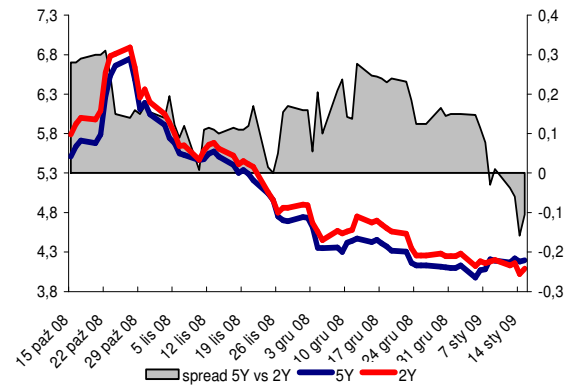
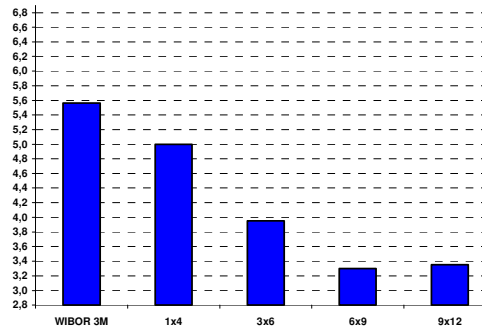
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,06	4,15
2Y	4,05	4,15
3Y	4,09	4,13
4Y	4,13	4,23
5Y	4,16	4,25
6Y	4,22	4,30
7Y	4,22	4,26
8Y	4,37	4,46
9Y	4,31	4,35
10Y	4,54	4,62



depo	BID	ASK
ON	4,77	5,27
1M	5,11	5,31
3M	5,35	5,55

FRA	BID	ASK
1x2	4,83	4,88
1x4	4,95	5,00
3x6	3,90	3,95
6x9	3,25	3,30
9x12	3,30	3,35



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. JAKĄKOLWIEK 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.