

**BRE BANK SA**NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA  
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓWERNEST PYTLARCYK  
MARCIN MAZUREK  
WOJCIECH TRZEPIZUR  
E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)TEL. 829 0166  
TEL. 829 0183  
TEL. 829 0188**Daily Letter**

STRON: 5

**środa, 18 lutego 2009**

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Housing starts SAAR	Styczeń	-	530 tys.	550 tys.
USA	14:30	Housing permits SAAR	Styczeń	-	528 tys.	574 tys.
USA	15:15	Produkcja przem m/m	Styczeń	-	-1,4%.	-2,0%

## Makroekonomia

### Spadek dynamiki zatrudnienia, wyższa dynamika płac w styczniu

W styczniu odnotowano skokowy spadek dynamiki zatrudnienia z 2,3% do 0,7% r/r. Należy podkreślić, że spadek dynamiki zatrudnienia nie odzwierciedla w pełni pogorszenia sytuacji na rynku pracy (w styczniu stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła z 9,5 do 10,5%, firmy informują również o grupowych zwolnieniach), a jest wynikiem corocznej zmiany próbki firm na podstawie której GUS szacuje zatrudnienie. Po uwzględnieniu tego efektu zatrudnienie mogło spaść nawet o ponad 1% r/r. Oczekujemy, że sytuacja na rynku pracy będzie podlegać dalszemu gwałtownemu pogorszeniu i w kolejnych 2-3 miesiącach dynamika roczna zatrudnienia spadnie w okolice -3%r/r, a stopa bezrobocia rejestrowanego przekroczy 12%. Dynamika zmian w otoczeniu makroekonomicznym i szybka reakcja przedsiębiorstw na spadający popyt źle oczywiście wróżą dla najbliższych kwartałów, jednak zapewnią szybsze dojście do nowego (niższego) stanu równowagi.

W styczniu dynamika płac wzrosła do 8,1% r/r z 5,4% zanotowanych w grudniu. Wzrost dynamiki wiążemy jednak z efektem jednorazowym, którym było przesunięcie przez część pracodawców grudniowych wynagrodzeń i premii na styczeń. Oceniamy, że w kolejnych miesiącach dynamika wynagrodzeń spadnie do poziomów zbliżonych do 3%r/r. Presja płacowa nie powinna okazać się istotnym elementem inflacyjnej układanki – rolę tę przejmą paliwa i żywność, na których to największe piętno odciśnie gwałtowne osłabienie złotego. Mocno dystansujemy się od pojawiających się wczoraj też (głoszonych przez część RPP), że wyższa dynamika płac może wskazywać na wyższy popyt konsumpcyjny w roku bieżącym. Naszym zdaniem optyka ta ulegnie diametralnej zmianie już w przeciągu najbliższych miesięcy – patrz wygasanie szoku popytowego, coraz gorsze wskaźniki optymizmu konsumenta, problemy płynnościowe przedsiębiorstw i coraz powszechniejsze opóźnienia w wypłacie wynagrodzeń, nie wspominając już o zaniku komponentu płac powiązanego z dobrymi wynikami finansowymi przedsiębiorstw

**Kalejdoskop komentarzy członków RPP z zapowiedzią „interwencji” walutowej w tle**

Bieżące osłabienie złotego nie pozostało bez wpływu na nastroje w Radzie Polityki Pieniężnej. Wydaje się, że rośnie grono członków prawdziwie przerażonych wydarzeniami na rynku FX. Sytuację dodatkowo komplikuje publiczna przepychanka wokół kwestii interwencji walutowych – szef banku centralnego takie interwencje praktycznie wyklucza, część członków Rady dopuszcza quasi interwencje, premier zapowiada wymianę środków z UE na rynku podając próg 5 zł za euro jako wartość, której będzie bronił. Naszym zdaniem całe to zamieszanie i niepewność co do natury osłabienia złotego (członkowie RPP nie widzą wprawdzie winy w obniżkach stóp procentowych, jednak nie są w stanie postawić zdecydowanej diagnozy co do ostatnich wydarzeń) zawęża pole działania RPP w bieżącym miesiącu (obniżka w minimalnej skali lub stopy bez zmian). Część członków otwarcie opowiada się za przerwą w cyklu obniżek (Noga, Filar, Wojtyła ostatnio nawet gołębi Pietrewicz). Nie wydaje nam się jednak, aby w arsenale RPP miała znaleźć się rychło podwyżka stóp procentowych. Argumentami przeciwko interwencyjnej podwyżce jest obawa przed powtórzeniem negatywnych doświadczeń gospodarki węgierskiej. Wydaje się nam również, że większość RPP w obecnej sytuacji zdecydowanie bardziej niż osłabienia złotego (i jak dotąd abstrakcyjnego ryzyka kryzysu walutowego) obawia się dalszego gwałtownego pogorszenia koniunktury (prezes NBP zapowiedział dziś, że sukcesem będzie gdy PKB przekroczy 1% wzrostu w tym roku, coraz mniejsza jest grupa optymistów w RPP opierających swój pogląd na przewidywanym wysokim wzroście konsumpcji). Przy praktycznie każdej wypowiedzi członkowie Rady ciągle podkreślają, że faza poluzowania polityki monetarnej trwa.

Co do kilkumiesięcznych perspektyw dla polityki monetarnej – skala i tempo osłabienia złotego prawdopodobnie zachwieją procesem dezinflacji. Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach głównie ze względu na wyższe ceny paliw (przede wszystkim efekt przelicznikowy) inflacja może być nieco wyższa niż w styczniu, a nawet przekroczyć poziom 3,5%. Nie oczekujemy jednak, aby doszło do wyraźnych wzrostów inflacji bazowej po wyłączeniu żywności i energii – ta część koszyka inflacji to przede wszystkim usługi, w znacznie mniejszym stopniu podatne na wahania kursowe. Wydaje się, że samo uspokojenie sytuacji na FX (praktycznie niezależnie od samych poziomów) powinno skutkować dalszym (choć pewnie ograniczonym) poluzowaniem monetarnym – nieco mniej adekwatnym do tempa spadku koniunktury.

**Posiedzenie RPP, 25. lutego**

<b>Decyzja RPP</b>	<b>Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)</b>
Stopy bez zmian	<b>0%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>100%</b>
Obniżka o 50 bps	<b>0%</b>
Obniżka o 75 bps.	<b>0%</b>

\* **OIS** – Overnight Index Swap

**Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, USc)**

Kontrakt	Ask	Zmiana
APR9	4039	-64
MAY9	4198	-42
JUN9	4320	-60

Data: 2009-02-18

Godzina: 9:05:12

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
4,7687	3,7360

EUR/USD 1,2610 EUR/JPY 116,45 EUR/PLN 4,8850 USD/PLN 3,8740

*Kolejny dzień osłabienia złotego. Od wczoraj rana złoty osłabił się ponad 10 figur przekraczając poziom 4,93 wobec euro. Zapowiedź premiera na 45 minut spowodowała pewne umocnienie złotego, po czym złoty powrócił do poziomów powyżej 4,90. Dziś nieco mocniejsze otwarcie. Czynniki wspierające złotego ciągle jak na lekarstwo.*

*Dolar zyskuje do euro na fali spadków indeksów giełdowych i prawdopodobnym testowaniu dołków z końca listopada 2008. Obecnie chwila stabilizacji na EURUSD, wzrost wartości euro wydaje się jednak trudny zważywszy na falę awersji do europy środkowo wschodniej i obaw o kondycję sektora bankowego w strefie euro mocno zaangażowanego w akcję kredytową na wschodzie europy. Pewne znaczenie mogą mieć dzisiejsze publikacje z amerykańskiego rynku nieruchomości.*

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja poniżej 1,2645 sugeruje kontynuację trendu oraz ponowny test poziomu wsparcia 1,2580; silny poziom wsparcia ok. 1,2440.

wsparcie	Opór
1,2580	1,2730
1,2500	1,2685
1,2440	1,2645

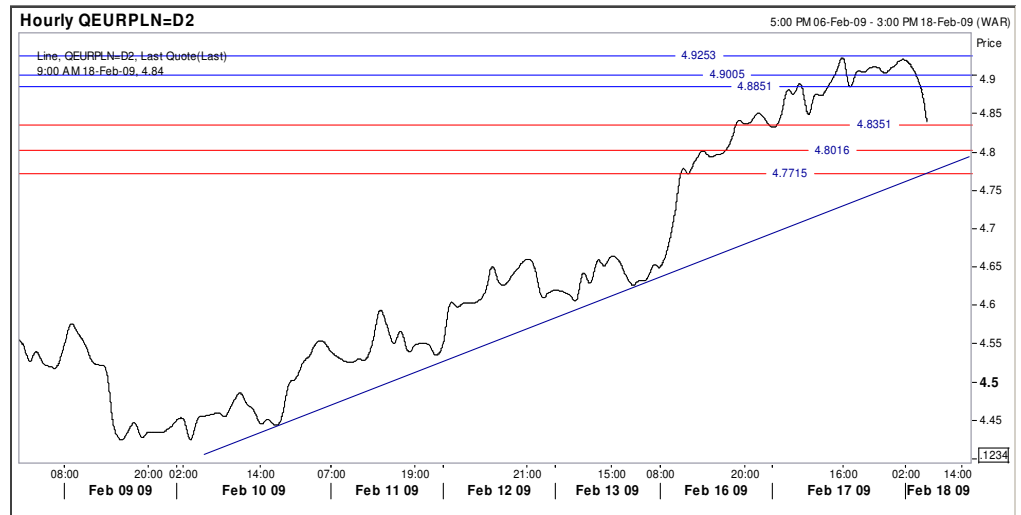


Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Korekta, prawdopodobny test 4,8350/4,8000 (możliwe stoplosy poniżej 4,80 oraz 4,77). W dalszym terminie nadal możliwy test psychologicznego poziomu oporu 5,0 (sprawdzenie gotowości do „interwencji” rządu).

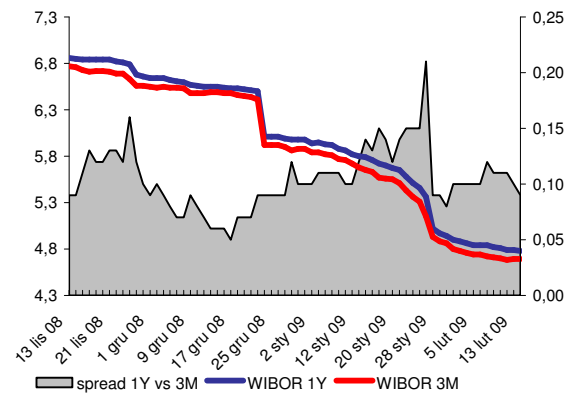
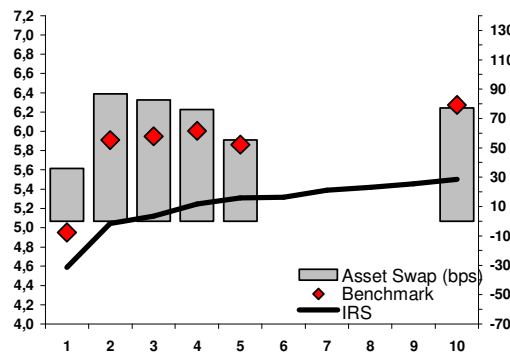
Wsparcie	opór
4,8350	4,9250
4,8015	4,9000
4,7715	4,8850



Źródło: Reuters

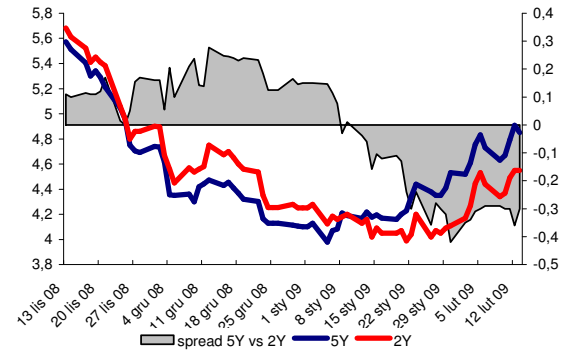
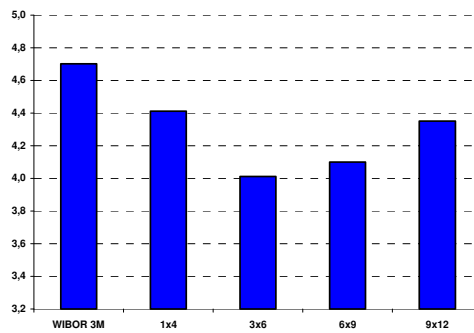
## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,54	4,64
2Y	4,99	5,09
3Y	5,07	5,17
4Y	5,20	5,30
5Y	5,29	5,33
6Y	5,27	5,37
7Y	5,34	5,44
8Y	5,37	5,47
9Y	5,41	5,51
10Y	5,40	5,60



depo	BID	ASK
ON	3,96	4,26
1M	4,24	4,44
3M	4,51	4,71

FRA	BID	ASK
1x2	4,15	4,20
1x4	4,36	4,41
3x6	3,96	4,01
6x9	4,05	4,10
9x12	4,30	4,35



## 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. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO 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 UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.