

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 0 22 829 0188

E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 7

**Daily Letter****czwartek, 17 września 2009****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
POL	14:00	Produkcja przemysłowa r/r	Sierpień	<b>1,8%</b>	0,4%	-4,6%
POL	14:00	PPI r/r	Sierpień	<b>2,7%</b>	2,7%	3,0%
USA	16:00	Philly Fed	Wrzesień	-	8pkt.	4pkt.

**Makroekonomia****Dziś dane o produkcji przemysłowej i cenach producenta**

O godz. 14.00 GUS opublikuje dane o produkcji przemysłowej i PPI za sierpień. Roczną dynamikę produkcji szacujemy na poziomie +1,8% wobec -4,6% zanotowanych w lipcu. Konsensus prognoz wynosi +0,4% r/r. Z badań koniunktury wynika, że lipiec charakteryzował się znacznym wzrostem produkcji i zamówień. W sierpniu produkcja ta prawdopodobnie została sprzedana. Roczny wskaźnik dodatkowo zawyżać powinna dodatnia różnica w liczbie dni roboczych. Roczny wzrost cen producenta szacujemy na poziomie 2,7% r/r wobec 3,0% zanotowanych w lipcu. Spadek PPI to prawdopodobnie wynik dalszego obniżania oczekiwań cenowych producentów oraz utrzymującego się niskiego popytu na wyroby przemysłu.

**Stabilizacja zatrudnienia. Płace rosną 3,0% r/r.**

W sierpniu roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw spadła do 3,0% z 3,9% zanotowanych w lipcu. Wynik ten jest godny z konsensusem prognoz. Należy jednak podkreślić, że trend spadkowy na dynamice wynagrodzeń obserwowany w I i II kw. 2009 został znacznie złagodzony. Wpływ na to może mieć ponowny wzrost aktywności ekonomicznej (szczególnie w transporcie i przemyśle, na co wskazują badania koniunktury).

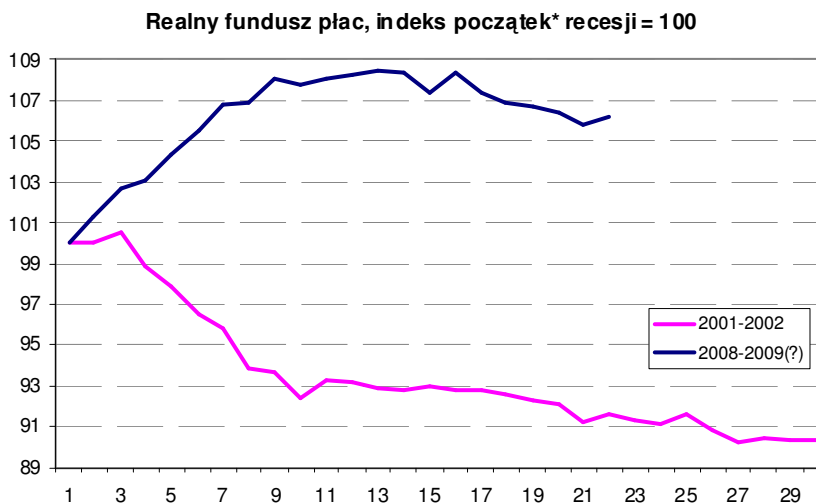
W sierpniu dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzymała się na poziomie z ubiegłego miesiąca, czyli -2,2% w ujęciu rocznym. Warto zauważyć, że ubytek zatrudnienia w ujęciu miesięcznym był najniższy w tym roku i wyniósł zaledwie 3 tys. osób, co śmiało można nazwać stabilizacją.

Podtrzymujemy tym samym stwierdzenie, że rynek pracy w bieżącym cyklu okaże się zdecydowanie bardziej odporny niż w poprzednich epizodach spowolnienia (zgodnie ze

wskazaniami wskaźników koniunktury). Przyczynia się do tego nie tylko większa elastyczność przedsiębiorstw, które zdecydowały się na szybkie cięcia kosztów (gros spadków zatrudnienia przypada już na pierwsze miesiące, kiedy doszło do nagłego załamania sentymentu), co pozwoliło na utrzymanie odpowiedniej stopy zysku i tym samym zatrzymanie gwałtownych spadków zatrudnienia. Oprócz oddolnych działań przedsiębiorstw niebagatelne znaczenia mają także programy rządowe, które przyczyniły się do zwiększenia elastyczności czasu pracy.

W kolejnych miesiącach (wrzesień, październik) spadki zatrudnienia będą wyższe zarówno w ujęciu rocznym (efekt bazy) jak i miesięcznym (zakończenie sezonowych prac w handlu i niektórych w budownictwie). Ożywienie po stronie podażowej (przetwórstwo przemysłowe) pozwoli prawdopodobnie na odwrócenie trendu na zatrudnieniu już pod koniec, bądź na przełomie roku. Tym samym wzrost stopy bezrobocia związany głównie z zablokowaniem kanału znajdowania pracy przez absolwentów (występujący w każdym cyklu z opóźnieniem) nie będzie miał istotnego wpływu na konsumpcję, gdyż większość dotychczasowo zatrudnionych zdoła prawdopodobnie zachować pracę a status materialny nowych bezrobotnych nie ulegnie zmianie (tylko formalna zmiana „etykiety” z nie pracującego na bezrobotnego). Hipoteza ta potwierdza możliwość, że dynamika konsumpcji osiągnęła w II kwartale najniższe poziomy w cyklu.

Argument ten wydaje się również silniejszy niż ten dotyczący realnego funduszu płac (patrz rysunek poniżej). Wprawdzie fundusz ten od kilku miesięcy spada, jednak znajduje się na poziomach zdecydowanie wyższych niż jeszcze pod koniec 2007 roku. Zachowanie funduszu płac wyraźnie kontrastuje z procesami obserwowanymi podczas spowolnienia 2001-2002.



\*Jako początek recesji przyjęliśmy ostatni kwartał z najwyższą roczną dynamiką PKB w danym cyklu; w ten sposób początek recesji 2001-2002 nastąpił w IV kwartale 1999 (październik w danych miesięcznych) a początek recesji 2008-2009 w IV kwartale 2007 (także październik). Oś odciętych prezentuje miesiące od szczytu do dna cyklu. Dane prezentowane są w ujęciu odsezonowanym.

Jako, że wczorajsze dane wpisują się w serię dobrych danych dla sfery realnej (sygnalizują stabilizację na rynku pracy i poprawę perspektyw dla popytu konsumpcyjnego) oddziaływać one powinny nie tylko przeciw dalszym obniżkom stóp,

ale wręcz inspirować członków RPP do wypowiedzi o ewentualnym zacieśnieniu polityki monetarnej w przyszłym roku.

## Seria dobrych danych z USA

W sierpniu produkcja przemysłowa wzrosła o 0,8% m/m; do 1% (z poprzednio podanych 0,5%) zrewidowano również odczyt za lipiec. Podobnie jak w poprzednim miesiącu duży udział w pobudzeniu produkcji miał sektor motoryzacyjny (5,5% m/m). Znaczny wzrost zanotowano również w dostarczaniu energii i pozostałych mediów (+1,9% m/m). Po wyłączeniu najbardziej zmiennych kategorii produkcja przemysłowa wzrosła w sierpniu o 0,6% m/m.

Fakt wzrostów produkcji przemysłowej drugi miesiąc z rzędu prawdopodobnie będzie kluczowy dla NBER w datowaniu końca recesji (podtrzymujemy nasz pogląd, że czerwiec 2009 zostanie prawdopodobnie przyjęty jako koniec recesji). Kolejnym w gruncie rzeczy pozytywnym sygnałem była publikacja danych o wykorzystaniu mocy wytwórczych. Wskaźnik ten wzrósł do 69,6% plasując się na poziomie 1,3 pp. powyżej minimum z czerwca. Wynik ten jest jednak nadal o 11,3 pp. niższy niż historyczna średnia. Wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych w obecnej sytuacji może być widziany jako przejaw powracania gospodarki do stanu równowagi, zwiastun wzrostu popytu inwestycyjnego i wreszcie popytu na pracę. Przy inflacji na poziomie -1,5% r/r i ciągle spadkowym trendzie na inflacji bazowej (w sierpniu wskaźnik inflacji bazowej obniżył się do 1,4% r/r) wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych nie powinien być odebrany jako natychmiastowy sygnał wzrostu presji cenowej.

Sygnały potwierdzające ożywienie gospodarcze i coraz mniejsze prawdopodobieństwo wystąpienia drugiego dna recesji wydają się rozpalać umysły inwestorów oczekujących szybkiego wycofania się Fed z poluzowania ilościowego. Pomimo zaniedbywanej obecnie presji inflacyjnej oczekiwania te nie są całkowicie pozbawione sensu – w celu utrzymania wiarygodności swojej polityki stabilizacji nie tylko zatrudnienia ale i poziomu cen Fed może już w niedługim czasie pokusić się o bardziej aktywne zarządzania oczekiwaniami inflacyjnymi i (jak nam się wydaje najpierw w dość ograniczonym stopniu) sugerować skrócenie horyzontu poluzowania monetarnego (obecnie w komentarzach FOMC dominuje stwierdzenie utrzymania stóp na niskim poziomie przez wydłużony okres czasu).

### Posiedzenie RPP, 30. września

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

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	4,150
USD/PLN	2,824
CHF/PLN	2,733

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,471
EUR/JPY	133,690
EUR/PLN	4,117
USD/PLN	2,800
CHF/PLN	2,712

Jeszcze podczas sesji europejskiej bariera 1,4700 i nieco wyżej położone maksima sprzed kilku miesięcy broniły się dzielnie. Lepsze dane o amerykańskiej produkcji przemysłowej (0,8% m/m w sierpniu oraz rewizja danych lipcowych do 1,0%) spowodowały nawet krótkotrwałe odbicie z okolic 1,4700 w dół. Lepsze otwarcie amerykańskich giełd i imponujący finisz (ponad 1% wzrosty) zachęciły jednak do masowych zakupów EURUSD i w konsekwencji kurs poruszał się już tylko w górę w dalszej części sesji amerykańskiej i azjatyckiej (kolejne zlecenia s/l) konsolidując się w okolicach 1,4720-1,4730. Choć dziś publikowany jest jedynie Philly Fed (raczej lepszy, w ślad za pozostałymi indeksami przemysłowymi), przy bieżącym sentymencie może zachęcać to do dalszych zakupów EUR.

Złoty mocniejszy. Pomimo iż nad rynkiem ciągle ciąży widmo przewalutowania dużych wypłat dywidendy (ramy czasowe nie są jeszcze dokładnie znane, jednak nie można wykluczyć, że hedgowanie tych przepływów zacznie się niebawem) złoty odrobił wczoraj większość wrześniowych strat. Należy jednak podkreślić, że w stosunku do walut regionu polska waluta ciągle pozostaje w tyle. Zasadniczymi powodami umocnienia złotego pozostają wzrosty na światowych giełdach i spadek awersji do ryzyka przejawiający się w wyższym EURJPY i zmianach na EURUSD. Wczoraj amerykańska waluta przebiła maksima z grudnia. Dziś powinien utrzymać się dobry sentyment na polskiej walucie. Wspierać go powinno odradzające się zainteresowanie polskimi aktywami (polska giełda stała w miejscu gdy amerykańska notowała kolejne maksima, ogłoszenie operacji 12 miesięcznego REPO przez NBP oraz brak emisji długich obligacji do końca roku zatrzymały spadek cen polskich papierów). Również publikowane o 14.00 dane o produkcji (nasza prognoza +1,8% r/r powinna okazać się wsparciem dla polskiej waluty).

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kolejne maksima na EURUSD, i bardzo silne momentum (świadczące o puszczających stop-lossach). Para na sugerowanym przez nas wczoraj poziomie 1,4720/45, czyli powyżej maksimum z grudnia. Na poziomach tych możemy zobaczyć konsolidacje (RSI wskazuje na znaczne wykupienie EURUSD) przed atakiem na poziomy powyżej 1,50. Krótkookresowe wsparcie dla EURUSD na poziomie 1,4445 i 55 dniowej średniej kroczącej.

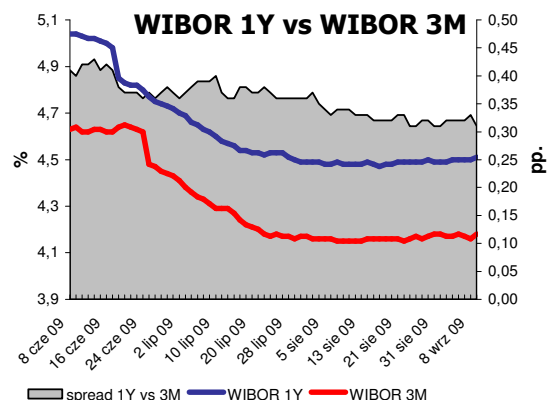
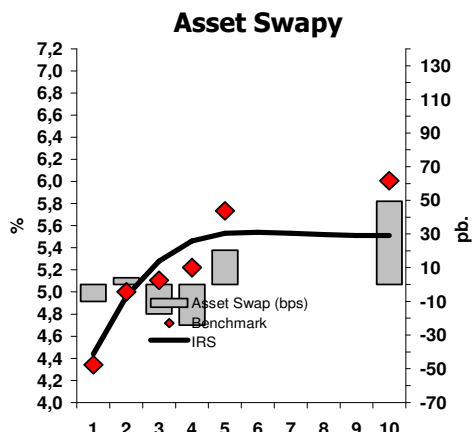
Wsparcie	Opór
1,4525	1,4965
1,4445	1,4865
1,4227	1,4725





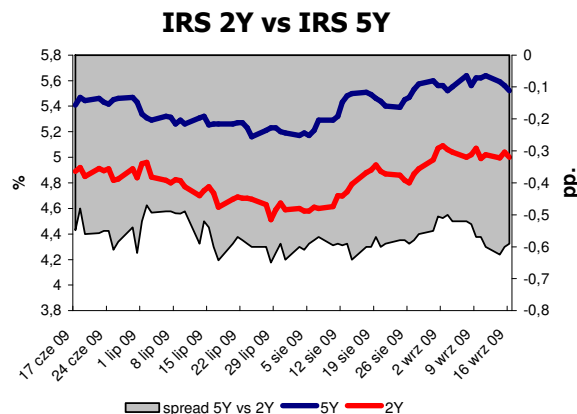
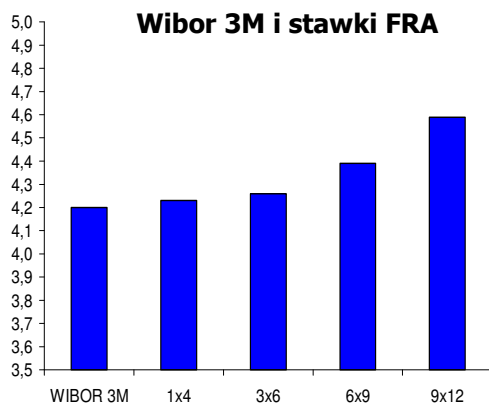
## Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,40	4,48
2Y	4,92	5,00
3Y	5,24	5,32
4Y	5,42	5,50
5Y	5,49	5,57
6Y	5,50	5,58
7Y	5,49	5,57
8Y	5,48	5,56
9Y	5,47	5,55
10Y	5,47	5,55



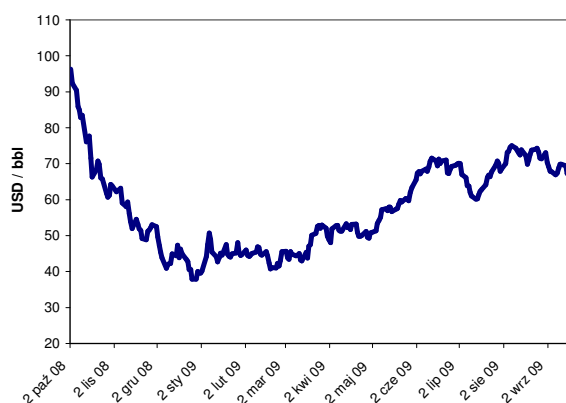
depo	BID	ASK
ON	2,99	3,29
1M	3,35	3,55
3M	3,80	4,18

FRA	BID	ASK
1x2	3,53	3,58
1x4	4,18	4,23
3x6	4,21	4,26
6x9	4,34	4,39
9x12	4,54	4,59



## Surowce: ropa naftowa

### Indeks cen ropy naftowej



#### UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE 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 ŚRĘDNIMI 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 UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.