

**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)

STRON: 5

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

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
POL	14:00	Produkcja przemysłowa r/r	Listopad	<b>6,8%</b>	6,2%	-1,2%
POL	14:00	Ceny producentów r/r	Listopad	<b>2,4%</b>	2,2%	2,0%
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 10.12	-	-	471tys.
USA	16:00	Leading indicator m/m	Listopad	-	0,7%	0,3%
USA	16:00	Philly Fed Index	Grudzień	-	15,8pkt.	16,7pkt.

**Makroekonomia****Dzisiaj publikacja danych o produkcji przemysłowej i cenach producentów**

Dane zostaną ogłoszone o godzinie 14:00. Spodziewamy się, że dynamika produkcji przemysłowej osiągnęła 6,8% r/r (konsensus rynkowy 6,2%) z uwagi na efekty bazowe z ubiegłego roku, a także pozytywne momentum polskiej gospodarki. Wsparciem dla wyższej produkcji przemysłowej są silne wzrosty indeksu PMI (przede wszystkim oszacowanie bieżącej produkcji) a także bardzo dobre dane dotyczące produkcji samochodów. Co do cen producentów oczekujemy ich przyspieszenia do 2,4% r/r (konsensus rynkowy 2,2%). Wsparciem dla wyższej dynamiki cen producenta jest silne zaskoczenie ze strony PPI odnotowane w gospodarce amerykańskiej (+1,8% m/m).

**Kolejne dowody na stabilizację sytuacji na rynku pracy**

W listopadzie roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 2,3% z 2,0% zanotowanych w październiku. Należy dodać jednak, że roczny wskaźnik zakłócony został przez przesunięcie wypłaty Barbórki w większości kopalni na grudzień (w roku poprzednim wypłaty nastąpiły już na koniec listopada). Efekt ten okazał się dla całego agregatu silniejszy niż efekt bazy związany z rozpoczęciem na jesieni 2008 roku spowolnienia gospodarczego. Szacujemy natomiast, że już w listopadzie wzrosty płac w przetwórstwie mogły sięgnąć 5% r/r. W kolejnych miesiącach powinniśmy być świadkami dalszej poprawy rocznego wskaźnika wynagrodzeń (głównie ze względu na efekty bazy). „Prawdziwy” trend wzrostowy na płacach może jednak ukształtować się, biorąc pod uwagę modelowe opóźnienia, dopiero pod koniec 2010 roku.

W listopadzie dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do -2,2% wobec -2,4% w poprzednim miesiącu. Prognoza okazała się tym samym równa naszym

szacunkom i nieco wyższa od konsensusu rynkowego (-2,3% r/r). Co jednak ważniejsze, w ujęciu miesięcznym doszło do kolejnej stabilizacji zatrudnienia – dokładne rozbitcie sugeruje spadek liczby zatrudnionych w liczbach bezwzględnych o zaledwie 2tys. osób, co wiążemy z działaniem czynników sezonowych. W tej chwili można już śmiało można stwierdzić (co zresztą podkreślamy już od kilku miesięcy), że rynek pracy wykazał się bardzo dużą odpornością na spowolnienie gospodarki. Wskaźniki koniunktury nie pozostawiają złudzeń, że wzrost zatrudnienia (choć marginalny – to imponujący w porównaniu do regionu) nie jest generowany przez czynniki jednorazowe, lecz stanowi początek dłuższej tendencji.

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 i dzięki temu dostosowanie do operowania przy niższym poziomie kosztów przebiegło w większym stopniu przez skrócenie czasu pracy a nie zwolnienia (co z perspektywy oczekiwanego dochodu rozporządzalnego jest zdecydowanie mniej dotkliwe dla konsumentów, a tym samym dla konsumpcji).

Dynamika zatrudnienia liczona w ujęciu rocznym (a więc poniekąd bardziej „medialna” informacja, choć w obecnej fazie cyklu mniej ważna niż momentum miesięczne) osiągnęła już w tym roku dno. Ożywienie po stronie podażowej (przetwórstwo przemysłowe i uruchomienie handlu międzygałęziowego, podłączonego pod globalny cykl) pozwoli prawdopodobnie na trwałe odwrócenie trendu na zatrudnieniu (choć niewykluczone, że w wyniku corocznego przeszacowania liczby przedsiębiorstw, w styczniu będziemy mieli skokowy spadek wskaźnika rocznego, który jednak z biegiem roku powinien odrabiać straty).

## **FOMC: stopy bez zmian, zakończenie niektórych programów płynnościowych – zgodnie z wcześniejszym harmonogramem**

FOMC nie zdecydował się ani na zmianę stóp procentowych, ani części komunikatu dotyczącą ich przyszłego poziomu. Z uwagi na niskie wykorzystanie mocy wytwórczych, stabilne oczekiwania inflacyjne oraz niską inflację FOMC spodziewa się, że stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie przez dłuższy okres czasu. Biorąc pod uwagę pozostałe części komunikatu stwierdzenie to nie brzmi jednak tak kategorycznie jak poprzednio. Spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach także i w tej części komunikatu będą pojawiać się zmiany, odpowiednio do prowadzonej strategii komunikacyjnej FOMC. Zgodnie z harmonogramem 1. lutego wycofane zostaną niektóre programy płynnościowe. W ten sposób Fed daje do zrozumienia, że sytuacja na rynkach finansowych ulega stopniowej normalizacji („rynki finansowe stały się stały się bardziej korzystne dla wzrostu gospodarczego”) a faza ożywienia, w której znajduje się amerykańska gospodarka coraz bardziej przypomina odbicie po standardowej recesji.

Cześć komunikatu dotycząca warunków makroekonomicznych głosi, że nastąpiła poprawa na rynku domów oraz zmniejszyło się tempo rozluźnienia rynku pracy. Zauważa

się też powolny wzrost konsumpcji, jednak jest ona wciąż ograniczana przez słaby rynek pracy, niewielki wzrost dochodów oraz niską wycenę domów. Co prawda przedsiębiorstwa w dalszym ciągu ograniczają wydatki inwestycyjne, jednak tempo redukcji uległo w ostatnim czasie wyhamowaniu. W dalszej części opisu warunków gospodarczych pojawiają się dalsze istotne zmiany: FOMC oczekuje okresu niskiej aktywności przez pewien okres czasu, jednak obok dalszej stymulacji fiskalnej i monetarnej spodziewa się wystąpienia endogenicznych mechanizmów podtrzymujących wzrost gospodarczy, które stopniowo doprowadzą do zwiększenia wykorzystania mocy wytwórczych w środowisku niskiej inflacji.

Poprawa na rynkach finansowych skłoniła FOMC do terminowego wycofania (zgodnie z harmonogramem 1. lutego 2010) niektórych dodatkowych programów płynnościowych (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, the Commercial Paper Funding Facility, the Primary Dealer Credit Facility, oraz the Term Securities Lending Facility, zakończenie tymczasowych linii swapowych z innymi bankami centralnymi), ponieważ zainteresowanie ich wykorzystaniem w ostatnim czasie wyraźnie spadło do 30,5 mld USD na dzień 9. grudnia z ponad 1,17 bn USD rok wcześniej. Program Term Asset-Backed Securities Loan Facility ma wygasnąć 30. czerwca 2010 dla pożyczek zabezpieczonych nowymi emisjami komercyjnych MBS oraz 31. marca 2010 dla pożyczek zabezpieczonych każdym innym zastawem. Programy outrightowych zakupów MBS i papierów skarbowych pozostają w mocy, jednak zgodnie z ustaleniami z wcześniejszych komunikatów skala zakupów jest stopniowo zmniejszana a transakcje sięgną wyznaczonych limitów do końca I kwartału. Prawdopodobnie w związku ze zmianami w programach płynnościowych z komunikatu zniknęło stwierdzenie, że FOMC będzie używał szerokiej gamy narzędzi do promowania wzrostu i stabilności cen, oraz zapewnienie o monitorowaniu wielkości i kompozycji bilansu Fed.

Treść komunikatu dotycząca kształtowania się programów płynnościowych w zasadzie przypomina stwierdzenia ECB (bez niespodzianek, wycofanie tych programów, które przestają cieszyć się zainteresowaniem rynków finansowych). Sytuacja gospodarki USA wydaje się jednak zdecydowanie lepsza, między innymi z uwagi na zdecydowanie większą stymulację fiskalną oraz większe prawdopodobieństwo wystąpienia naturalnych mechanizmów podtrzymujących wzrost. Z tego powodu stopy procentowe w USA zostaną podniesione prawdopodobnie wcześniej niż w strefie euro (fakt ten wydają się dyskontować rynki walutowe). Co do dokładnej daty podniesienia stóp procentowych, FOMC prawdopodobnie da sobie więcej czasu na zdiagnozowanie sprawności gospodarki amerykańskiej po okresie wzrostu stymulowanego przez odbudowę zapasów (wydaje się, że rozsądną cezurą czasową jest tu przełom I i II kwartału 2010). W tym właśnie czasie mogą pojawić się zdecydowane zmiany w komunikacie FOMC, a stopy zostaną faktycznie podniesione w II połowie roku (prawdopodobnie bliżej końca roku).

## Posiedzenie RPP, 23. grudnia

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

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	4,167
USD/PLN	2,864
CHF/PLN	2,755

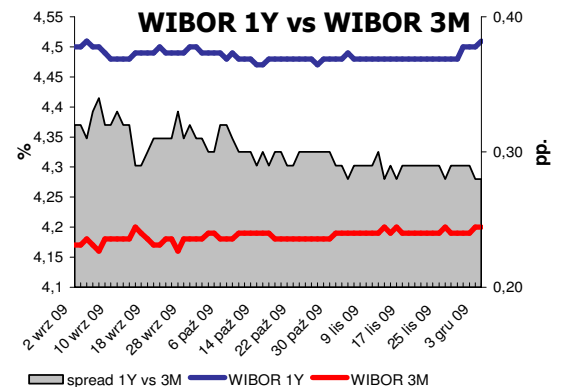
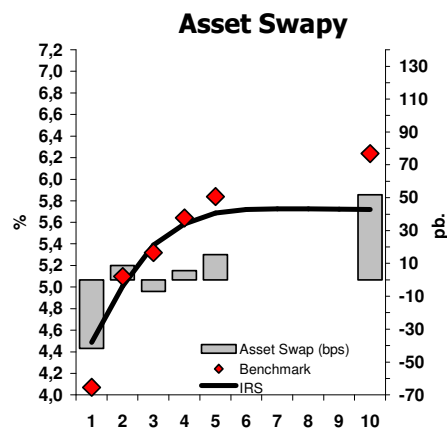
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,453
EUR/JPY	130,490
EUR/PLN	4,181
USD/PLN	2,870
CHF/PLN	2,769

EURUSD pod silnym wpływem komunikatu FOMC (wcześniej publikowane dane powodowały w sędzie tylko niewielkie wahania kursu). Po ogłoszeniu decyzji kurs obniżył się z okolic 1,4500 do 1,4391. Wprowadzie komunikat był zgodny z oczekiwaniami, jednak wycofanie części programów płynnościowych oraz diagnoza polepszającej się sytuacji na rynku pracy zostały odczytane jako możliwość szybszych podwyżek stóp procentowych w USA (przynajmniej w odniesieniu do strefy euro). Dziś kolejna seria danych (tygodniowe dane z rynku pracy oraz Philly Fed – raczej pozytywne dla gospodarki amerykańskiej), choć po wczorajszym rally można oczekiwać konsolidacji lub niewielkiej korekty w górę na EURUSD.

Złoty pod wpływem czynników globalnych; lepsze dane o zatrudnieniu zostały zignorowane przez rynek, który wydaje się w dalszym ciągu operować wyłącznie na dynamikach rocznych, a nie miesięcznym momentum. Po umocnieniu w sesji europejskiej (zejście z 4,23 do 4,158), wraz z rally na dolarze pojawiły się kolejne przesłanki do osłabiania PLN (w konsekwencji podczas sesji azjatyckiej kurs stracił do 4,20 dziś rano). Uspokojenie sytuacji na EURUSD powinno dziś sprzyjać wzrostom rodzimej waluty, zwłaszcza że dzisiejsze publikacje (głównie produkcja przemysłowa) mogą okazać się pozytywną niespodzianką.

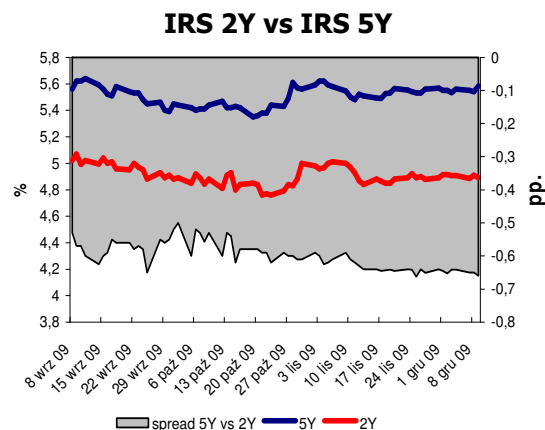
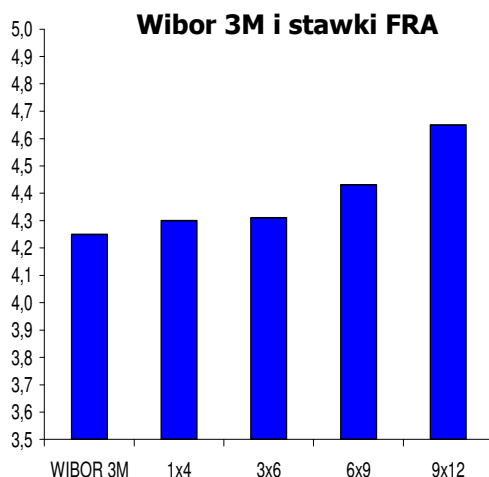
## Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,45	4,53
2Y	4,99	5,03
3Y	5,35	5,43
4Y	5,57	5,61
5Y	5,67	5,71
6Y	5,68	5,76
7Y	5,71	5,75
8Y	5,70	5,74
9Y	5,70	5,74
10Y	5,70	5,74



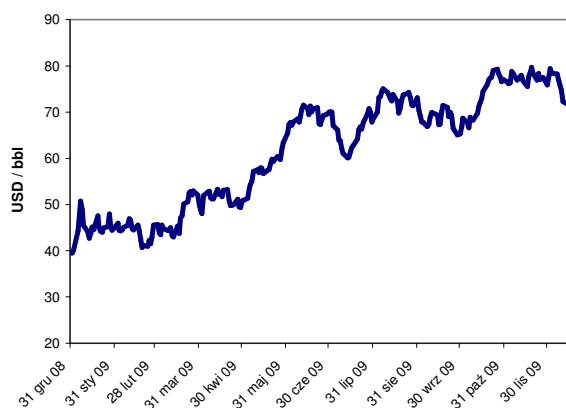
depo	BID	ASK
ON	2,00	2,20
1M	3,37	3,57
3M	4,03	4,23

FRA	BID	ASK
1x2	3,58	3,63
1x4	4,25	4,30
3x6	4,26	4,31
6x9	4,39	4,43
9x12	4,61	4,65

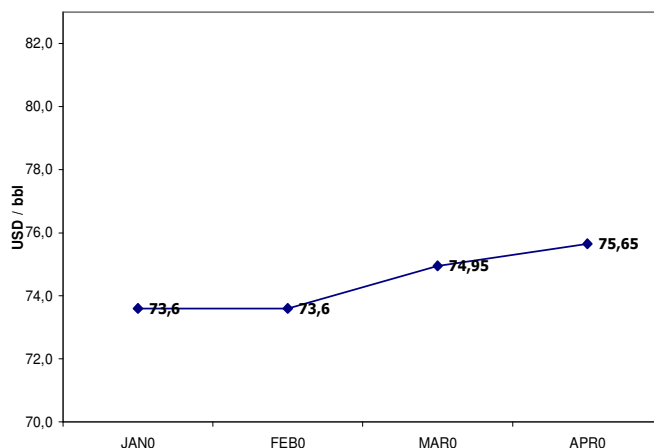


## Surowce: ropa naftowa

### 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 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. BRE BANK S.A. ( LUB JEJGO 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, JEJGO 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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.