

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

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

STRON: 6

**Daily Letter****środa, 20 stycznia 2010****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Housing starts SAAR	Grudzień	-	574tys.	574tys.
USA	14:30	Housing permits SAAR	Grudzień	-	580tys.	589tys.
USA	14:30	PPI m/m	Grudzień	-	0,0%	1,8%

**Makroekonomia****Wysoki wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw w grudniu**

W grudniu dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 6,5% r/r z 2,3% r/r zanotowanych w listopadzie (konsensus prognoz wynosił 3,0%). Wzrost dynamiki w grudniu wynika z następujących czynników: 1) efekt bazy z grudnia 2008, kiedy to przestoje, wstrzymanie wypłat bonusów oraz przesunięcia płac obniżyły średnią płacę, 2) przesunięcie wypłaty Barbórek w górnictwie z listopada na grudzień, 3) trend wzrostowy na płacach w przetwórstwie przemysłowym (sądzymy, że ta część agregatu wykazuje największą stabilność w zakresie trendów i tendencje tam obserwowane mogą mieć charakter wyprzedzający względem całego agregatu). Oceniamy, że w kolejnych miesiącach dynamika płac powinna wynosić 4-5% r/r, przyspieszenia tych wartości oczekivalibyśmy w drugiej połowie tego roku.

W grudniu dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do -1,8% wobec -2,2% w poprzednim miesiącu. Tempo spadku zatrudnienia okazało się tym samym zgodne z naszymi szacunkami i lepsze od konsensusu rynkowego. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że tym razem miesięczna dynamika okazała się ujemna a liczba zatrudnionych zmniejszyła się o 9tys. w ujęciu absolutnym. W żadnym wypadku nie należy łączyć tego faktu ze zmianą trendu, lecz ujawnieniem czynników sezonowych, typowych dla końca roku. W dalszym ciągu uważamy, że rynek pracy wykazał się bardzo dużą odpornością na spowolnienie gospodarki. Wskaźniki koniunktury nie pozostawiają złudzeń, że zatrudnienie pozostaje w trendzie wzrostowym – dobry obraz panującej tendencji dają też redukcje zapowiadanych zwolnień w przedsiębiorstwach.

W kolejnych miesiącach spodziewamy się umocnienia dotychczas obserwowanych tendencji. Należy jednak mieć świadomość, że styczniowy odczyt będzie zaburzony w dół w związku z przeszacowaniem liczby przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób – manipulacje wielkością próbki stwarzają też poważne problemy z dokładną prognozą na najbliższy miesiąc. Spodziewamy się, że w związku z ożywieniem gospodarczym i

stopniowym zagospodarowywaniem wolnych mocy wytwórczych, sektor przedsiębiorstw będzie w stanie tworzyć nowe miejsca pracy już w pierwszej połowie 2010 roku.

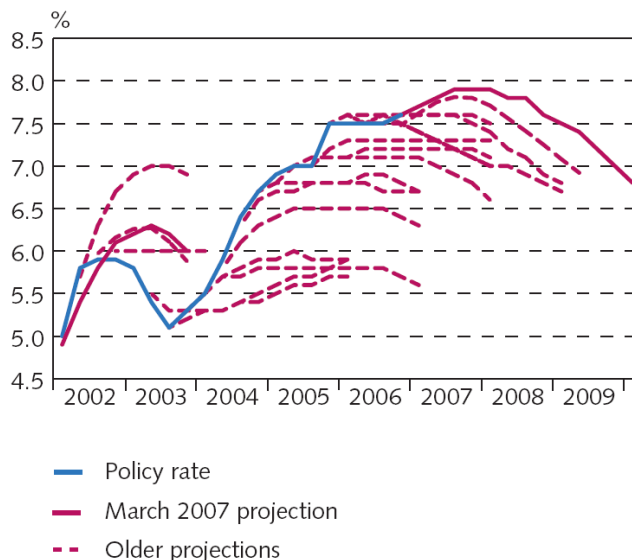
Dane te mogą stymulować dyskusje w RPP o zmianie nastawienia na neutralne. Najwcześniejszym momentem tej zmiany może być jednak dopiero posiedzenie lutowe (opublikowana zostanie wówczas projekcja inflacyjna). Utrzymująca się i mocno akcentowana przez część nowej RPP niepewność co do perspektyw wzrostu gosp. oraz spadkowy trend na rocznym wskaźniku inflacji prawdopodobnie opóźnią jednak moment zacieśnienia polityki monetarnej. Spodziewamy się pierwszych podwyżek stóp w II poł. 2010.

## Czy NBP rozpocznie publikowanie projekcji ścieżki stóp procentowych?

Przedstawiciele NBP od jakiegoś już czasu wskazują na zamiar przedstawienia RPP do akceptacji pomysłu publikacji projekcji ścieżki stóp procentowych. Należy podkreślić, że projekcja ta nie byłaby tożsama z rzeczywistą ścieżką przyszłych stóp procentowych.

Instrument ten w ciągu ostatnich lat wprowadziły banki centralne takich krajów jak Nowa Zelandia, Szwecja, Norwegia, czy Izrael. Zasadniczą przesłanką do rozszerzenia obecnie prezentowanych przez NBP projekcji (inflacja, PKB oraz inne zmienne makro) jest fakt, że projekcje te dokonywane są przy dość mało realistycznym założeniu stałych stóp procentowych NBP w przyszłości (reguła polityki monetarnej włączana jest przy prezentacji funkcji odpowiedzi na impuls). Również oparcie projekcji na oczekiwaniach rynku budzi pewne wątpliwości, co związane jest z trudną do oszacowania wielkością tzw. premii za ryzyko wbudowanej w krzywą dochodowości i stopy forwardowe.

Prezentacja (prawdopodobnie uzgodnionych z RPP) prognoz ścieżki stóp NBP mogłaby prowadzić do bardziej realistycznych projekcji pozostałych zmiennych makro, zwiększyłaby transparentność polityki monetarnej, czy wreszcie umożliwiłaby agentom (firmy, gosp. domowe) podejmowanie decyzji na podstawie całej ścieżki przyszłych stóp. Literatura wskazuje jednak na kilka problemów związanych z rozszerzeniem projekcji o stopy banku centralnego. Korzyść (wzrost „dobrobytu” – mierzony całkowitą użytecznością gospodarstw domowych), jaką odniesie społeczeństwo w związku z publikacją ścieżki stóp krytycznie zależy może od precyzji prognoz banku centralnego (patrz wykres z projekcją i realizacją ścieżki stóp w Nowej Zelandii).



Wreszcie rozminięcie ścieżki prognozowanych stóp z realizacją mogłoby stwarzać problem wizerunkowy i wiarygodności banku centralnego. Co więcej prezentowana ścieżka częściowo usztywnia zachowanie banku centralnego w sytuacjach natury szokowej (czy zmienić poziom stóp procentowych, czy zachować się zgodnie z zaprezentowaną wcześniej ścieżką?).

Propozycja NBP nie musi spotkać się z akceptacją nowej (w zasadzie składającej się w przewadze z ekonomistów nie publikujących do tej pory na temat polityki monetarnej) RPP. Również ci członkowie, w których dotychczasowym obszarze zainteresowań znajdowała się polityka monetarna nie wydają się pomysłem zachwyceni. I tak A. Rzońca wskazuje, że obecna forma projekcji jest wystarczająca, zaś z publikacją projekcji nierozzerwalnie wiąże się problem, że musiałyby odzwierciedlać poglądy RPP. Tymczasem, każdy członek RPP może inaczej widzieć ścieżkę inflacji i w różnym stopniu tolerować jej przejściowe odchylenia od celu. Problemem byłoby uzgodnienie ścieżki stóp procentowych. Zdaniem Rzońcy nieprzypadkowo na palcach jednej ręki można policzyć banki centralne publikujące ścieżkę stóp procentowych.

## Posiedzenie RPP, 27. stycznia

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	4,019
USD/PLN	2,797
CHF/PLN	2,721

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,429
EUR/JPY	130,220
EUR/PLN	4,000
USD/PLN	2,799
CHF/PLN	2,711

Obawy o peryferia strefy euro (Grecja) wyraźnie ważyły na EURUSD podczas sesji europejskiej; gorszy od oczekiwań indeks ZEW jedynie pogłębił negatywne nastroje w stosunku do EUR. Aprecjacja dolara zatrzymała się w sesji amerykańskiej, gdzie rosnące indeksy giełdowe i ogólnie lepsze wyniki spółek zachęciły do realizacji zysków z krótkich pozycji w EUR. Kontynuacja deprecjacji EUR nastąpiła w sesji azjatyckiej a kurs EURUSD znalazł się poniżej 1,42. Dziś publikacja danych z rynku domów – pozytywna niespodzianka może prowadzić do dalszego umocnienia dolara, choć należy pamiętać, że rynek budowlany w ostatnich miesiącach wyraźnie odstawał od wzrostowego trendu na wtórnym rynku sprzedaży.

Złoty po mocnym otwarciu tracił przez znaczną część sesji na wartości wobec euro osiągając w południe poziomu 4,3600 za euro. Na osłabieniu złotego zaważyły przede wszystkim ruchy EURUSD (umocnienie dolara). Po publikacji danych o płacach złoty odrobił większość strat. Nocowaliśmy w zasadzie na poziomach bliskich 4,000 za euro i to pomimo dalszego umocnienia dolara. Oceniamy, że sentyment na złotym jest dobry (widzieliśmy nawet kilka rekomendacji banków zagranicznych wskazujących na krótkookresowy potencjał wzrostowy polskiej waluty oraz wyczyszczenia dotychczasowych longów w złotym, co wspierałoby nowe

pozycjonowanie na umocnienie złotego). Podtrzymujemy pogląd o rychłym przełamaniu poziomu 4,000 do euro i silniejszym ruchu aprecjacyjnym polskiej waluty.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

EURUSD przebił 200-dniową średnią ruchomą i wyłamał się z formacji flagi (formacja kontynuacji trendu). Cel 1,4070.

Wsparcie	Opór
1,4180	1,4626
1,4070	1,4570
1,4011	1,4350



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PL

Trwałe przebicie grudniowego minimum. Cały czas dobre momentum (i zamknięcia poniżej ograniczenia linii trendu aprecjacyjnego) sugerują możliwość rychłego przełamania psychologicznego poziomu 4,000 zł za euro. Kolejnym celem powinien być poziom 3,85 (Fibo).

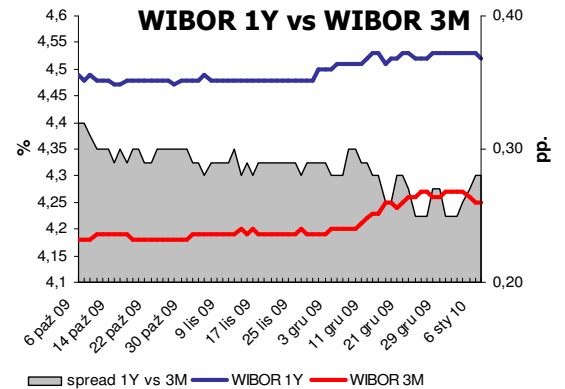
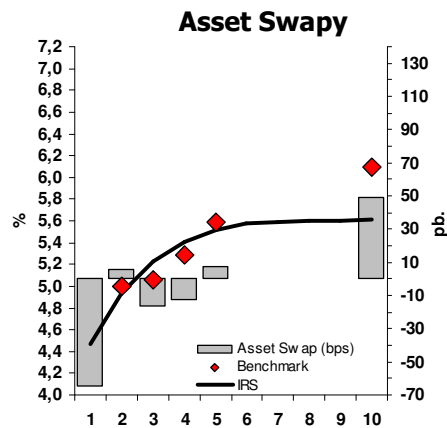
Wsparcie	Opór
4,0350	4,2340
4,0000	4,1500
3,8500	4,1080



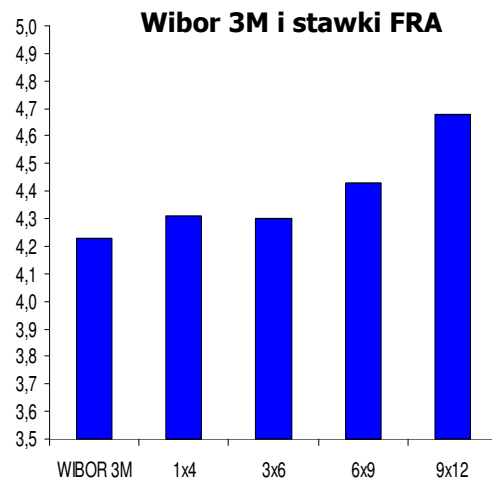
Źródło: Reuter

## Rynek stopy procentowej, PLN

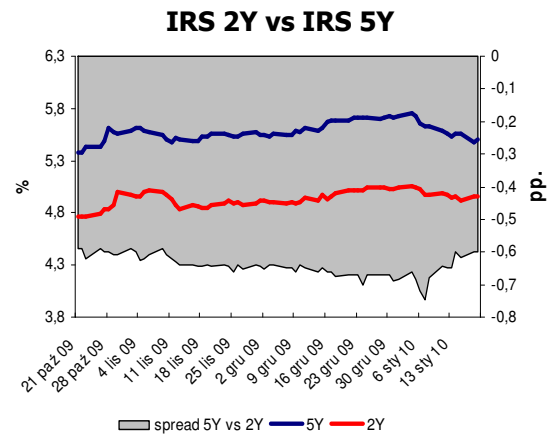
IRS	BID	ASK
1Y	4,44	4,50
2Y	4,91	4,97
3Y	5,20	5,26
4Y	5,38	5,44
5Y	5,49	5,55
6Y	5,54	5,60
7Y	5,56	5,62
8Y	5,57	5,63
9Y	5,57	5,63
10Y	5,58	5,64



depo	BID	ASK
ON	2,80	3,30
1M	3,40	3,60
3M	4,00	4,20

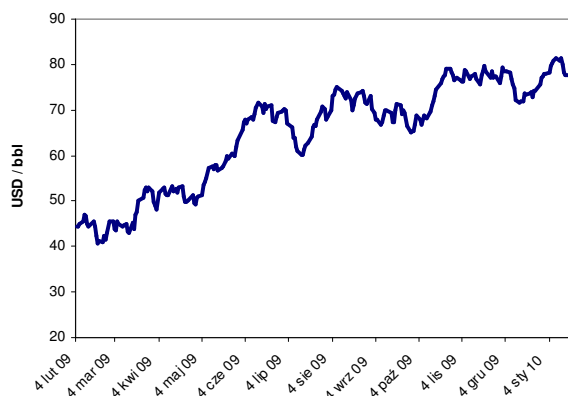


FRA	BID	ASK
1x2	3,60	3,65
1x4	4,21	4,31
3x6	4,26	4,30
6x9	4,39	4,43
9x12	4,64	4,68

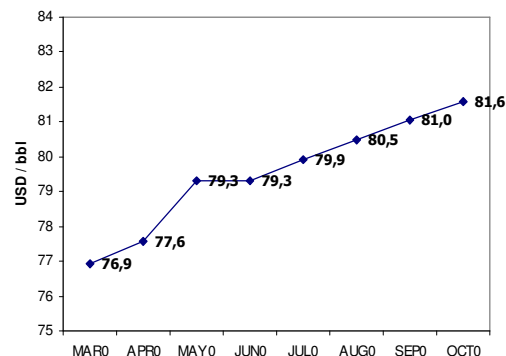


## Surowce: ropa naftowa

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 UPZEDNIEGO 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 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 OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.