

**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****piątek, 19 lutego 2010****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	10:00	PMI w przemyśle, flash	Luty	-	52,9pkt.	52,4pkt.
EMU	10:00	PMI w usługach, flash	Luty	-	52,6pkt.	52,5pkt.
POL	14:00	RPP „Minutes”	-	-	-	-
USA	14:30	Inflacja CPI m/m	Styczeń	-	0,3%	0,1%

**Makroekonomia****Bardzo dobre dane o produkcji przemysłowej i kolejny spadek cen producentów.**

**Produkcja przemysłowa.** W styczniu dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 8,5% r/r z 7,4% zanotowanych w grudniu 2009. Prawdziwe wrażenie robi jednak dana odsezonowana – w styczniu odpowiedni wskaźnik wyniósł 11,1% r/r wobec 6,3% r/r zanotowanych w grudniu. Tym samym nie sprawdziły się obawy co do negatywnego wpływu efektów jednorazowych, w tym spadku produkcji w związku z niskimi temperaturami.

Z danych GUS wynika, że wzrosty produkcji zanotowano w 22 z 34 sekcji przemysłu. Wskaźnik roczny wywindowany został przede wszystkim przez produkcję samochodów 25,2% r/r, metali 25,2% r/r i elektroniki – wzrost powyżej 66% r/r. Struktura wzrostu produkcji pokazuje, że polski przemysł z miesiąca na miesiąc podlega coraz większym wpływom ożywienia w gospodarce strefy euro w tym gospodarce niemieckiej.

Dynamika produkcji przemysłowej wskazuje wreszcie na silne momentum polskiej gospodarki na początku 2010 roku i dobrze wróży dynamice PKB w I kw. 2010, którą szacujemy na poziomie zbliżonym do tej z IV kw. 2009, czyli w około 3% r/r.

**Ceny producentów.** Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w styczniu wzrosły o 0,2% w ujęciu rocznym, znacznie poniżej konsensusu rynkowego (0,9%) oraz naszej prognozy (0,5%). Na odczucie zaważyły przede wszystkim efekty bazowe z poprzedniego roku związane z wysokimi podwyżkami cen energii oraz zmianami cen przetwórstwa przemysłowego katalizowanymi oczekiwaniami na osłabienie kursu walutowego.

Ceny w przetwórstwie przemysłowym zostały podwyższone w ujęciu miesięcznym o

0,1% (po spadku o 0,4% w poprzednim miesiącu). Ceny w przetwórstwie w ujęciu bazowym obniżyły się o 0,3%, o tyle samo co w poprzednim miesiącu po rewizji. Luka możliwości produkcyjnych i konkurencja pomiędzy przedsiębiorstwami jest na tyle silna, aby wciąż wprowadzać tendencje dezinflacyjne (wskaźnik cen w przetwórstwie po wyłączeniu energii spada 3 miesiąc z rzędu i znajduje się 4,3% poniżej poziomu z analogicznego poziomu z poprzedniego roku). Sytuacja nie powinna się istotnie zmienić w nadchodzących miesiącach a większa zmienność cen producentów będzie determinowana głównie przez czynniki egzogeniczne: ceny surowców oraz kurs złotego. Rozpędzanie się gospodarki będzie miało większy wpływ na odwrócenie tendencji w cenach producentów dopiero w dalszych miesiącach 2010 roku.

Konstelacja wyższego wzrostu gosp. i spadającej presji cenowej powinna naszym zdaniem w średnim okresie prowadzić do spadku premii za ryzyko w polskich stopach, oraz oddziaływać w stronę umocnienia waluty.

## **Wzrost ryzyka zmiany nastawienia przez polską RPP**

Wreszcie kwestie związane z polską polityką monetarną nabrały nieco dynamizmu. Seria pozytywnych zaskoczeń bardzo dobrymi danymi makro dla polskiej gospodarki w styczniu (przede wszystkim zatrudnienie i produkcja), ciągle wysoka bieżąca inflacja i prawdopodobnie U-kształtna ścieżka inflacji w nowej projekcji NBP, wprowadzenie limitu na operacje repo, czy też ostatnie wypowiedzi prezesa NBP siłą rzeczy przybliżają polską politykę monetarną do rozpoczęcia procesu normalizacji. **Naszym zdaniem zwiększa się również znacząco ryzyko, że RPP już na najbliższym posiedzeniu zdecyduje się na zmianę nieformalnego nastawienia (czy też stwierdzenia, że prawdopodobieństwo wzrostu inflacji powyżej celu w średnim okresie jest większe niż jej spadku).** Zdajemy sobie sprawę z tego, że wielu członków Rady podkreśla niepewności co do prognoz makro, czy wreszcie z tego, że w lutowym posiedzeniu po raz pierwszy weźmie udział trzech prezydenckich członków RPP. Rozwój wydarzeń na świecie (patrz kroki w stronę normalizacji polityki monetarnej w USA), czy wreszcie dane makro i projekcja NBP są niezaprzeczalnymi i trudnymi do ignorowania argumentami do zmiany nastawienia. Podkreślamy jednak, że od zmiany nastawienia do podwyżek stóp może mimo wszystko upłynąć sporo czasu. Pomimo, iż prognozy prezentowane przez członków RPP plasują się od jakiegoś czasu w górnym przedziale prognoz analityków wydaje nam się, że ciągle obciążone są one dużą niepewnością, co w połączeniu z obawami przed choćby nadmierną aprecjacją waluty po zwiększeniu dysparytetu stóp pomiędzy polską i strefą euro może opóźnić sam moment podwyżki stóp.

Zmiana nastawienia, ze względu na bardzo dużą popularność krótkich obligacji wśród inwestorów byłaby oczywiście dużym ryzykiem dla krótkiego końca krzywej dochodowości. Decyzja taka wspierała by natomiast wypłaszczanie krzywej i dłuższe papiery.

## **Dalsze kroki w kierunku normalizacji polityki monetarnej w USA**

Już po zakończeniu sesji amerykańskiej została ogłoszona decyzja Fed o podwyżce stopy dyskontowej z 0,5% do 0,75% (lub zwiększeniu spreadu do Fed funds z 25 do 50pb) i

skróceniu okresu zapadalności instrumentu z 90 dni do overnight. Ruch ten wpisuje się w zainicjowaną jeszcze pod koniec 2009 tzw. strategię wyjścia. Jego bezpośrednim celem jest zmniejszenie zależności sektora bankowego od pożyczek z Fed i zachęta dla instytucji finansowych do krótkiego finansowania na hurtowym rynku międzybankowym. Ruch ten oznacza również powrót do korzystania z okienka dyskontowego przez banki na zasadach zbliżonych do tych sprzed kryzysu (wówczas tylko banki borykające się z problemami płynnościowymi korzystały z tych instrumentów a korzystanie z tej formy finansowania nie było mile widziane przez regulatorów). W „normalnych” czasach saldo na kredycie dyskontowym wynosiło od kilku do kilkuset milionów dolarów. Apogeum miało miejsce pod koniec 2008 kiedy wykorzystanie sięgnęło ponad 100 mld dolarów. Od tego czasu wykorzystanie kredytu gradualnie spadało i ostatnio ustabilizowało się w okolicach 14 mld.

Jak podkreślił James Bullard, intencją Fed nie jest wskazywanie na wzrost prawdopodobieństwa podwyżek Fed funds. Jego zdaniem również rynki przeceniają możliwość podwyżek stóp w tym roku. Podwyżek Fed funds oczekujemy w drugiej połowie 2010, prawdopodobnie zostaną one jeszcze poprzedzone wzrostem oprocentowania rezerw banków komercyjnych w Fed. Ruch na stopie dyskontowej uznajemy tym samym za sygnał, że normalizacja sytuacji na rynkach finansowych musi zbiegać się także z unormowaniem warunków dodatkowego finansowania.

### Posiedzenie RPP, 24. lutego

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	3,986
USD/PLN	2,935
CHF/PLN	2,719

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,353
EUR/JPY	124,110
EUR/PLN	3,991
USD/PLN	2,947
CHF/PLN	2,723

Podczas sesji europejskiej i przez większą część amerykańskiej EURUSD poruszał się w przedziale 1,3545-1,3642. Po zamknięciu rynków FOMC zdecydował się na ogłoszenie rozszerzenia spreadu pomiędzy stopą Fed funds i stopą dyskontową do 50pb. (jednocześnie termin zapadalności pożyczek tego typu został skrócony z wyjątkowych 90 dni do O/N). Choć sam komunikat stwierdza, że ruch ma na celu normalizację warunków finansowania w następstwie unormowania warunków rynkowych (patrz sekcja analizy), inwestorzy zareagowali żywiłowo kupując dolara i sprowadzając kurs EURUSD do 1,3445, co stanowi nowe minimum na tej parze walutowej. Niekorzystne perspektywy dla EUR mogą dodatkowo się osłabić, jeśli oprócz ciągle nierozwiązanych problemów fiskalnych krajów peryferyjnych również i ożywienie gospodarcze tego ugrupowania ulegnie dalszemu spowolnieniu (publikacja wskaźników PMI za luty o 10:00).

Oslabienie złotego w ślad za EURUSD. Właściwie na tym stwierdzeniu można byłoby zakończyć komentarz do wczorajszej sesji na złotym. Po otwarciu na poziomie 3,9800 złoty osłabiał się przebijając poziom 4,000. Dziś na otwarciu EURPLN powyżej 4,0170. Pomimo dobrych danych makro krótkoterminowe perspektywy dla złotego nie wyglądają najlepiej właśnie przez masywne ruchy na EURUSD. Złotemu pomóc może ewentualna zmiana nastawienia przez polską RPP na restrykcyjne.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Zdecydowane umocnienie dolara przez noc. Przebicie kolejnych poziomów wsparcia. Ryzyka ciągle przechylone są w stronę umocnienia dolara. Cel na 1,3400 potem 1,3360.

Wsparcie	Opór
1,3443	1,4057
1,3385	1,3950
1,3360	1,3585



Źródło: Reuter

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

Krótkookresowa korekta na EURPLN i ponowne przebiecie w górę poziomu 4 zł za euro. Celem dla EURPLN pozostają minima z końca stycznia. Potem wsparcie na Fibo (3,8500). Uwagę zwraca jednak rozkorelowanie złotego z EURUSD oraz formujące się drugie dno (formacja odwrótu trendu).

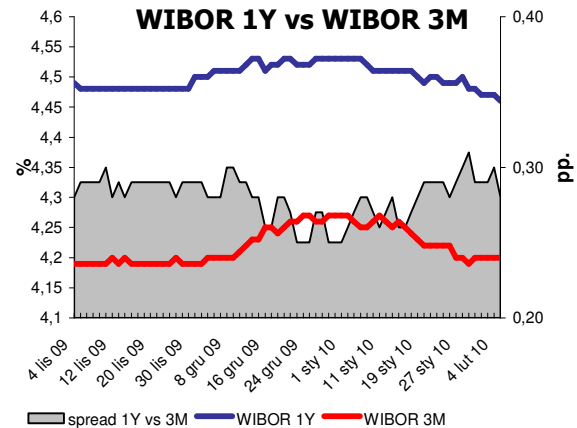
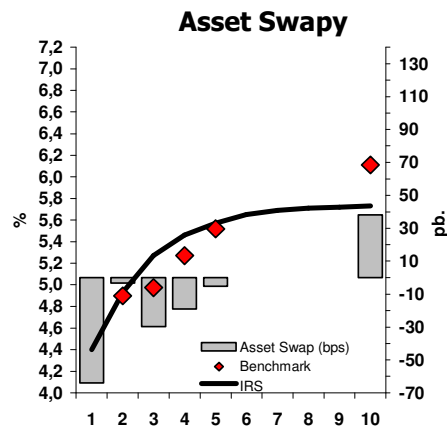
Wsparcie	Opór
4,0000	4,1260
3,9530	4,1080
3,8500	4,0660



Źródło: Reuter

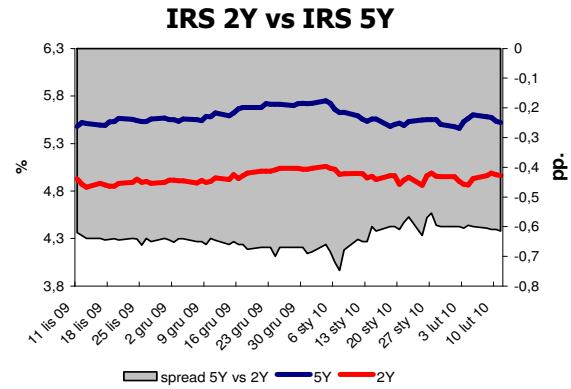
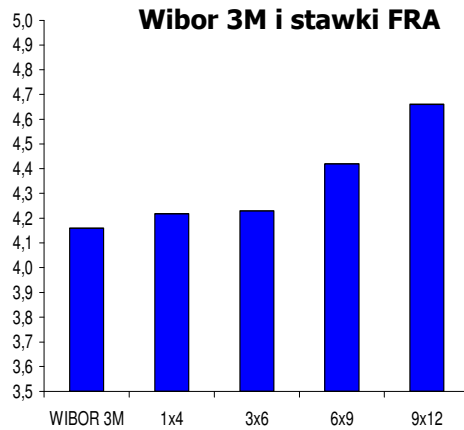
## Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,37	4,43
2Y	4,90	4,96
3Y	5,24	5,30
4Y	5,43	5,49
5Y	5,54	5,60
6Y	5,62	5,68
7Y	5,66	5,72
8Y	5,68	5,74
9Y	5,69	5,75
10Y	5,70	5,76



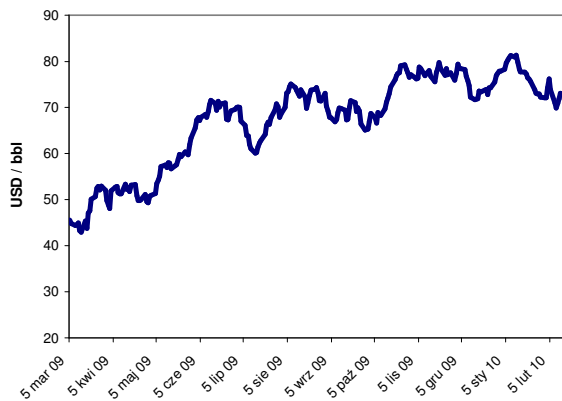
depo	BID	ASK
ON	2,85	3,15
1M	3,43	3,63
3M	3,98	4,18

FRA	BID	ASK
1x2	3,60	3,65
1x4	4,12	4,22
3x6	4,19	4,23
6x9	4,38	4,42
9x12	4,63	4,66

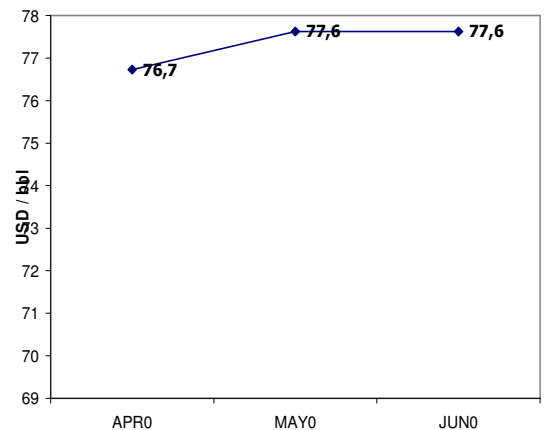


## Surowce: ropa naftowa

### 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 UPZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.