

**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

STRON: 6

Daily Letter**piątek, 21 maja 2010****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	9:58	PMI w przemyśle	Maj	-	57,1pkt.	57,6pkt.
EMU	9:58	PMI w usługach	Maj	-	55,5pkt.	55,6pkt.
GER	11:00	Ifo	Maj	-	102,0pkt.	101,6pkt.
POL	14:00	Inflacja bazowa	Kwiecień	1,8%	1,8%	2,0%
POL	14:00	Wyniki finansowe przedsiębiorstw	Ikw.	-	-	-

Dalsze mocne wzrosty produkcji przemysłowej. Zaskoczenie wyższymi cenami producenta.

W kwietniu roczna dynamika produkcji przemysłowej spadła do 9,9% z 12,3% zanotowanych w marcu. Spadek rocznej dynamiki produkcji przemysłowej to przede wszystkim efekt różnicy w liczbie dni roboczych. W ujęciu odsezonowanym dynamika roczna była tylko o 1 pkt proc. niższa niż w marcu i wyniosła 8,8%.

Wzrosty produkcji zanotowano w 23 z 34 sekcji przemysłu. Struktura wzrostu produkcji (elektronika, komputery, metale) wskazuje, że polski przemysł podlega coraz większym wpływom ożywienia w gospodarce strefy euro, w tym gospodarce niemieckiej. Podtrzymujemy naszą wcześniejszą ocenę, że tendencja ta ma szansę utrzymać się w kolejnych miesiącach. Oczywiście należy wziąć poprawkę na nadzwyczajne warunki pogodowe w maju i przestoje w części zakładów. Ubytek w dynamice produkcji z tego tytułu nie powinien jednak przekroczyć 1 pkt proc.

Produkcja budowlano-montażowa spadła w kwietniu w ujęciu rocznym o 6,1% po 10,9% spadku w marcu. Odrabianie zaległości produkcyjnych po wyjątkowo srogiej zimie było kontynuowane w kwietniu, lecz w nieco mniejszej skali.

Spadek bazowych cen producentów wyhamowany. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w kwietniu wzrosły o 1,2% w stosunku do poprzedniego miesiąca; w ujęciu rocznym obniżyły się o 0,5%. Ceny w kluczowym przetwórstwie przemysłowym wzrosły o 1,2% w ujęciu miesięcznym, jednak prawie 0,7pp. wzrostu wynika z podniesienia cen związanych z energią (po wyłączeniu tej kategorii dóbr, głównie produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej, ceny w przetwórstwie przemysłowym w ujęciu bazowym zostały podniesione o 0,5% m/m).

Trwający 5 miesięcy z rządu spadek bazowych cen producentów został zatrzymany. Tym samym roczna dynamika cen przetwórstwa w ujęciu bazowym podniosła się z -6,2% do -4,8%. Duża część wzrostów cen producentów była prawdopodobnie wynikiem osłabienia złotego, jednak skala reakcji na osłabienie waluty była znacznie wyższa niż wynikająca ze stosowanego przez nas modelu; niewykluczone, że duże znaczenie miała w tym przypadku koniunkcja deprecjacji kursu oraz znacznej podwyżki (prawdopodobnie także związanej z deprecjacją lub ewentualnie wbudowaniem interwencji walutowych w oczekiwania przedsiębiorców) oczekiwań cenowych producentów. Oczekujemy, że zaobserwowany wzrost cen producentów to początek dłuższej tendencji, warunkowanej przede wszystkim wyhamowaniem (wypłaszczeniem) tendencji aprecjacyjnej złotego. Z tego powodu niewykluczone, że ceny producentów będą rosły w kolejnych miesiącach, choć na razie mechanizm ich transmisji na CPI pozostaje przytłumiony i dodatkowo maskowany silnymi efektami bazowymi na inflacji konsumenckiej. Uważamy, że efekt przyspieszenia cen konsumenckich będzie bardziej widoczny w drugiej połowie roku.

Dane z niewielkim bezpośrednim wpływem na rynek (obecnie dominują czynniki globalne i kwestie związane ze stabilnością strefy euro). Wyższe ceny producenta są natomiast kolejnym dowodem na dość szybką transmisję impulsu kursowego. Inwestorzy zagraniczni wydają się być coraz bardziej przekonani o przyzwoleniu RPP na osłabianie złotego (co jest jednym z czynników odpowiadających za tak masywne osłabienie złotego w ostatnich dniach). Naszym zdaniem polityka słabego złotego ma szansę stymulować oczekiwania co do konieczności zacieśnienia monetarnego w przyszłości.

W stronę reżimu kursu stałego z limitami odchyień?

Wczoraj po raz drugi w okresie 12 miesięcy na rynku walutowym pojawiło się Ministerstwo Finansów (za pośrednictwem BGK). MinFin sprzedawał euro przy poziomie zbliżonym do 4,20 zł za euro. W oficjalnym komentarzu MinFin podkreśla, że może nadal korzystać z możliwości sprzedaży obcych walut na rynku, jeśli osłabienie złotego nie będzie wynikało z przesłanek fundamentalnych. Komentarz ten traktować można jako pewne zobowiązanie do korygowania kursu złotego, które pasuje także do intencji niektórych członków RPP (Bratkowski i kwestia odejścia *free float* na złotym). Uwzględniając kierunek działań zarządu NBP (interwencja w kwietniu w celu osłabienia złotego), nietrudno policzyć, że środek przedziału kursu EURPLN wyznaczonego interwencjami wypada w okolicach 4 zł za euro. Jest to poziom uważany powszechnie przez polityków za kurs równowagi.

Bezpośrednią przyczyną wczorajszej interwencji na złotym było znaczne osłabienie złotego, które dodatkowo kontrastowało z umacnianiem euro wobec dolara (złamana została zatem średniookresowa korelacja między parami EURUSD i EURPLN). Należy jednak podkreślić, że wstępem do gwałtownej deprecjacji niewątpliwie była polityka interwencji NBP. Wyrobiła ona w inwestorach przekonanie o granicach aprecjacji złotego. W ten sposób jedynym perspektywnym trendem mogła stać się gra na dynamiczną deprecjacją polskiej waluty. Pretekstu dostarczyła sytuacja na rynkach globalnych, stymulowana dodatkowo znacznym odpływem kapitału zagranicznego z polskiej giełdy (GPW znalazła się wśród liderów ostatnich spadków).

Ryzykiem na jakie wystawia się MinFin i NBP jest ewentualne złamanie przez inwestorów portfelowych poziomów wyznaczonych interwencjami i jeszcze bardziej dynamiczne zmiany kursu złotego. Scenariusz ten jest mało prawdopodobny przy stabilnych warunkach na rynkach globalnych (tu sugerowany *managed float* ma sens i z pewnością zapobiega drobnej, acz uciążliwej spekulacji na złotym). Jeśli jednak proces ucieczka kapitału do miejsca jego pochodzenia i tzw. *Home Bias* inwestorów obserwowany na rynkach globalnych w ostatnim okresie się nasila, wyznaczanie jakichkolwiek barier dla kursu może być absolutnie nieskuteczne.

Kolejnym ryzykiem związanym z polityką wyznaczania przedziału zmienności jest wygenerowanie wyższej inflacji i brak amortyzacji szoków przez kanał kursu zmiennego. Strategia taka skutkować może budowaniem nierównowag w gospodarce.

Decyzja RPP, 25. maja

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

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	4,090
USD/PLN	3,360
CHF/PLN	2,920

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,247
EUR/JPY	110,990
EUR/PLN	4,106
USD/PLN	3,308
CHF/PLN	2,873

Podczas sesji europejskiej handel na EURUSD pozostał nadzwyczaj spokojny. W dalszej części sesji nastąpiło szybkie odrabianie strat, około godziny 21 EURUSD osiągnął poziom 1,2577 a w godzinach porannych EUR kosztowało już 1,2660. Ruch ten można uznać za długo oczekiwana korektę, a gorsze dane o liczbie nowych bezrobotnych (znów powrót do 470tys.) oraz słabsze wzrosty *Leading Indicators* były tylko pretekstem. Niewykluczone natomiast, że pozytywny wpływ na euro miała daleko idąca ustawa o regulacji rynków finansowych przegłosowana przez Senat USA. Dziś mało istotne dane o PMI (odczyt *flash* już był) oraz indeks Ifo, kolejna przymiarka do oceny wpływu zawirowań finansowych na sferę realną gospodarki.

Złoty dotknął wczoraj poziomu 4,20 za euro, co skutkowało interwencją walutową. Po interwencji złoty umocnił się do poziomu 4,17 za euro. Dziś mocniejsze otwarcie na poziomie 4,13. Wydaje się, że interwencja MinFinu może skutecznie ustalić limit osłabienia złotego na kolejne dni.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

EURUSD w krótkookresowej korekcie po ostatnich spadkach euro. Korekta powinna być jednak stosunkowo płytka. Bezpośrednim celem dla EURUSD cały czas pozostaje minima z 2006 roku.

Wsparcie	Opór
1,2150	1,3100
1,1850	1,2930
1,1600	1,2670



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

EURPLN cały czas w krótkookresowym trendzie deprecjacyjnym. Wczorajsza interwencja wyznacza jednak poziom 4,2000 jako istotny opór psychologiczny.

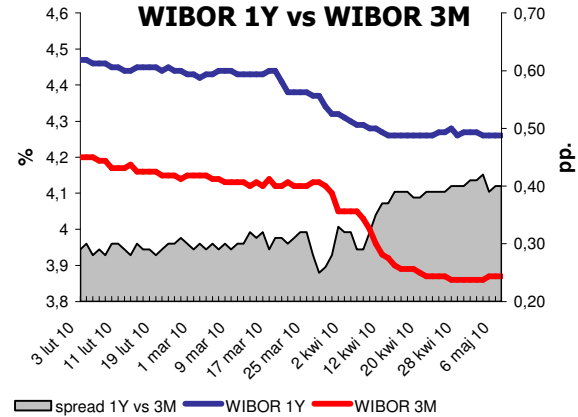
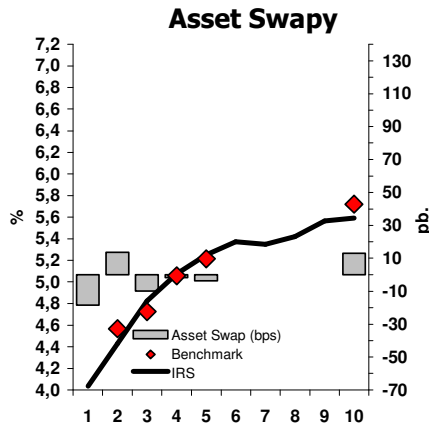
Wsparcie	Opór
4,0000	4,2400
3,9500	4,2000
3,8500	4,1700



Źródło: Reuter

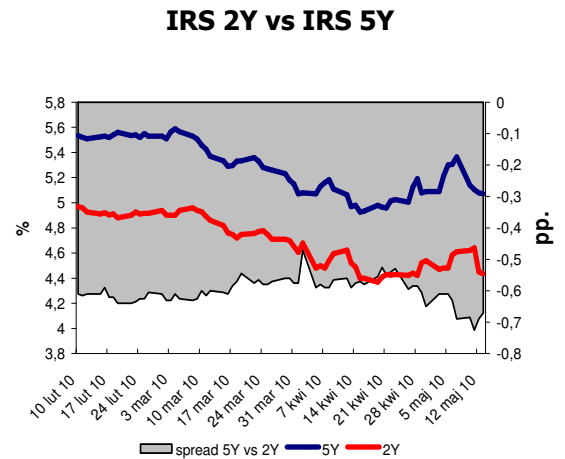
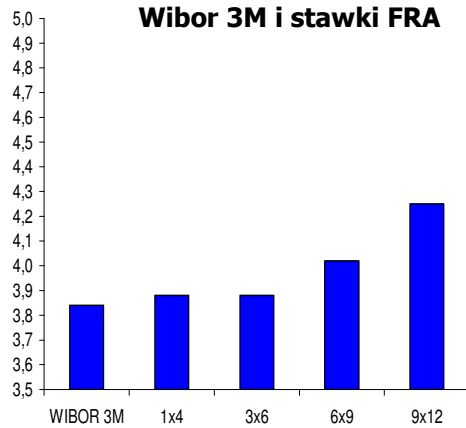
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,01	4,06
2Y	4,41	4,45
3Y	4,81	4,85
4Y	5,06	5,10
5Y	5,23	5,27
6Y	5,35	5,39
7Y	5,33	5,37
8Y	5,40	5,44
9Y	5,55	5,59
10Y	5,57	5,61



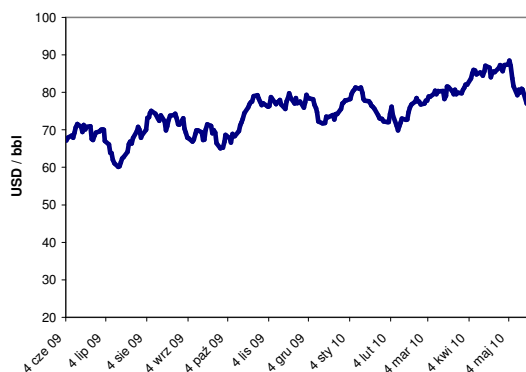
depo	BID	ASK
ON	2,95	3,25
1M	3,42	3,62
3M	3,70	3,90

FRA	BID	ASK
1x2	3,58	3,63
1x4	3,83	3,88
3x6	3,84	3,88
6x9	3,98	4,02
9x12	4,20	4,25

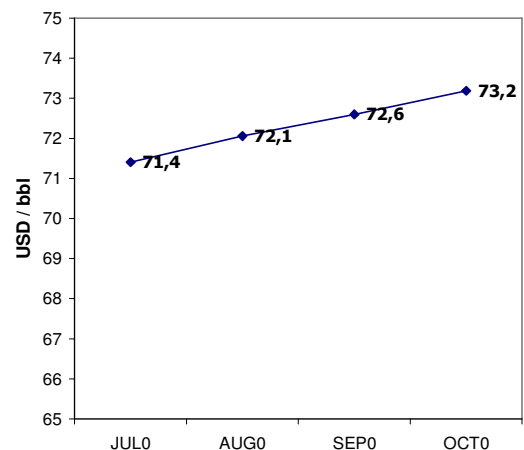


Surowce: ropa naftowa

Indeks cen ropy naftowej



Ropa brent: futures



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 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 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 UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.