

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

PIOTR PIĘKOŚ TEL. 0 22 829 0185

E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 8

Daily Letter**piątek, 14 stycznia 2011****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP r/r	Grudzień	-	2,2%	2,2%
POL	14:00	Podaż pieniądza M3	Grudzień	8,5%	8,6%	9,0%
USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	Grudzień	-	0,8%	0,8%
USA	14:30	Inflacja CPI m/m	Grudzień	-	0,4%	0,1%
USA	14:30	Produkcja przemysłowa m/m	Grudzień	-	0,4%	0,4%
USA	16:00	Zaufanie konsumentów	Styczeń	-	75,4pkt.	74,5pkt.

Inflacja za grudzień zgodna z oczekiwaniami

Roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,1% w grudniu z 2,7% zanotowanych w listopadzie, co jest wynikiem zgodnym z oczekiwaniami analityków.

W ujęciu miesięcznym ceny konsumenta wzrosły o 0,4%. Wzrosty miesięczne zanotowane w większości kategorii popytowych nie przekroczyły 0,2%, jednak roczny wskaźnik inflacji bazowej pod wpływem statystycznych efektów wzrósł w grudniu z 1,2% do 1,5%. W grudniu ceny żywności nie zmieniły się w porównaniu do listopada, co jak kolejny raz podkreślamy, mocno kontrastuje z trendami raportowanymi w publikacjach Ministerstwa Rolnictwa (oraz modelami opartymi na wskaźnikach koniunktury). Ceny paliw wzrosły w grudniu o 5,1% m/m. Silnie wzrosły też ceny energii (0,4% m/m).

W danych grudniowych trudno doszukać się bezpośrednich dowodów na wzrost popytowej presji inflacyjnej (tak jak wspomnieliśmy wzrost wskaźnika rocznego to efekt statystyczny). Sytuacja ta może jednak ewolucyjnie zmieniać się w kolejnych miesiącach (inflacja bazowa wzrośnie ze względu na podwyżki cen kontrolowanych, podwyżki VAT, efekty wtórne związane ze wzrostem cen usług i kosztów prowadzenia działalności). Szacujemy, że roczny wskaźnik inflacji w styczniu może wzrosnąć do poziomu 3,2-3,4%. Podkreślamy jednak, że ze względu na niepewność co do zmian cen regulowanych oraz skali wzrostu cen po podwyżce stawek VAT istnieje większa niż zwykle niepewność co do poziomu całego wskaźnika CPI. Biorąc pod uwagę światowe trendy na rynkach paliw, żywności oraz dalszy wzrost aktywności ekonomicznej w Polsce, inflacja może rosnąć również w kolejnych kilku miesiącach (przede wszystkim rosnąć będzie inflacja bazowa). Oceniamy jednak, że druga połowa 2011 roku może już przynieść pewne obniżenie rocznego wskaźnika inflacji ze względu na umocnienie złotego i efekty bazowe z 2010 roku (szok podaży na rynku żywności w III kw. 2010). Inflacja na koniec 2011 roku prawdopodobnie jednak będzie nieco wyższa niż 3,0% r/r.

Dane o inflacji nie wpłynęły znacząco na zmiany stawek na rynku stopy procentowej. Utrzymały się zatem oczekiwania zarówno na szybkie zacieśnienie monetarne (pierwsza podwyżka w styczniu), jak i na znaczną jego skalę 125pb podwyżkę w tym roku i 175pb w całym cyklu).

Kierunki rozwoju sytuacji ekonomicznej sugerują (zresztą od kilku miesięcy) konieczność rozpoczęcia cyklu zacieśnienia. Oczekujemy, że w styczniu podobnie jak w listopadzie i grudniu RPP może jednak ponownie zdecydować się na przełożenie momentu zacieśnienia. Decyzja taka byłaby jednak w dużym stopniu próbą (nadmiernej) optymalizacji momentu zacieśnienia oraz kształtowaniem wiarygodności samej RPP i prezesa NBP.

Znaczny wzrost deficytu na rachunku bieżącym

W listopadzie odnotowano (oczekiwane przez nas) pogorszenie na rachunku obrotów bieżących a deficyt wyniósł 2286 mln EUR wobec 1217mln EUR w poprzednim miesiącu. Dane za ostatnie 12 miesięcy pozostały praktycznie bez zmian. Jest to drugi największy deficyt na rachunku bieżącym od 2000 roku.

Pogorszenie na rachunku bieżącym to przede wszystkim wynik istotnego pogorszenia bilansu handlowego, ujemnego salda transferów bieżących oraz uparcie stabilnego (na ujemnych poziomach) salda dochodów. O ile spadki eksportu nie są w listopadzie zjawiskiem nadzwyczajnym (obecny był idealnie spójny z publikowanymi wcześniej danymi makro, czego dowodzi prognoza z modelu ekonometrycznego, która była bardzo bliska publikowanym danym), to wzrost importu (co jest szczególnie widoczne po spojrzeniu na dynamiki roczne: odnotowano przyspieszenie z 20% w październiku do 27% w listopadzie) okazał się wyższy od wskazań modelu i spójny z publikowanymi dwa dni wcześniej danymi GUS; skok importu mieści się jednak w granicach błędu modelu i jest tylko potwierdzeniem siły konsumpcji indywidualnej w ostatnim kwartale roku (efekty substytucyjne przed podwyżkami VAT o których wspominamy już od wielu tygodni). Odnośnie salda transferów, na ujemnym wyniku zaważyła wysoka składa zapłacona do UE. Wysokie saldo dochodów pozostaje dla nas zagadką, szczególnie że w listopadzie nie odnotowano ani żadnych spektakularnych wypłat dywidend, ani wysokich płatności odsetkowych na rzecz nierezydentów.

Silny wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących – choć prawdopodobnie podobne poziomy nie powtórzą się w 2011 roku, jako że około 500mln EUR można przypisać na rzecz egzogenicznych rozliczeń z UE – stanowi mimo wszystko o niezrównoważeniu polskiej gospodarki, w tym o przeroście dynamiki konsumpcji. Nie wydaje się jednak, że może być to natychmiastowy argument za szybką podwyżką stóp procentowych, jako że przyspieszenie konsumpcji może być tymczasowe i w 2011 roku powróci do bardziej „normalnych” poziomów (obecnie konsumpcja przyspieszyła w bardzo krótkim czasie), a deficyt pozostaje wciąż bezproblemowo finansowany (inwestorzy portfelowi, którzy finansują większość z ostatnich przyrostów deficytu, są skłonni inwestować w polskie aktywa nawet przy obecnych poziomach rentowności). Poza tym, przed wyciąganiem daleko idących wniosków powstrzymuje dość niska jakość danych o bilansie płatniczym, które podlegają znacznym rewizjom.

EBC zaostrza antyinflacyjną retorykę

Wczorajsze posiedzenie EBC zgodnie z oczekiwaniami nie przyniosło zmian stóp procentowych (główna nadal 1,00%), a rynki koncentrowały się na wystąpieniu Tricheta na konferencji po posiedzeniu.

Co ważne, po raz pierwszy od wielu miesięcy komunikat Rady EBC przyniósł lekkie zaostwienie retoryki, choć trzeba zaznaczyć, że generalna ocena sytuacji ekonomicznej strefy euro nie zmieniła się diametralnie. Zmiana retoryki polegała na podkreśleniu przez Radę zaistnienia krótkoterminowej presji inflacyjnej, spowodowanej w głównej mierze wzrostem cen surowców energetycznych. Przyczyną takiego zwrotu był z pewnością fakt przekroczenia przez inflację w grudniu oficjalnego celu inflacyjnego EBC na poziomie 2% po raz pierwszy od listopada 2008 r. (inflacja CPI wzrosła w grudniu do 2,2% r/r) – w tym kontekście zwrócenie uwagi na presję inflacyjną miało na celu w pewnym sensie uwiarygodnienie się EBC i przypomnienie, że cały czas stoi przede wszystkim na straży stabilności cen, co ma kluczowe znaczenie dla zarządzania oczekiwaniami inflacyjnymi (które ostatnie wzrosły, szczególnie te liczone z instrumentów finansowych). Oprócz wspomnianej uwagi o presji inflacyjnej w tekście komunikatu zaszła zmiana w ocenie średnioterminowych ryzyk dla inflacji: EBC co prawda nadal ocenia je jako zrównoważone, lecz po raz pierwszy wyraźnie zaznacza, że mogą one wzrosnąć. Rada EBC podkreśliła jednak, że średnioterminowe perspektywy inflacyjne nie uległy istotnym zmianom, a obecny tymczasowy wzrost inflacji powinien zostać wygaszony w dalszej części roku. Pomimo lekkiego wyostrzenia retoryki nie sądzimy, by EBC w kontekście trwającego kryzysu zadłużeniowego strefy euro i utrzymującej się w niektórych krajach eurolandu recesji zdecydował się w tym roku na podwyżki stóp.

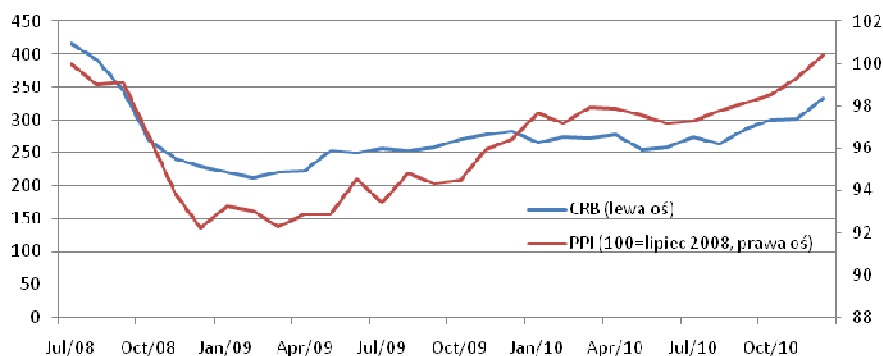
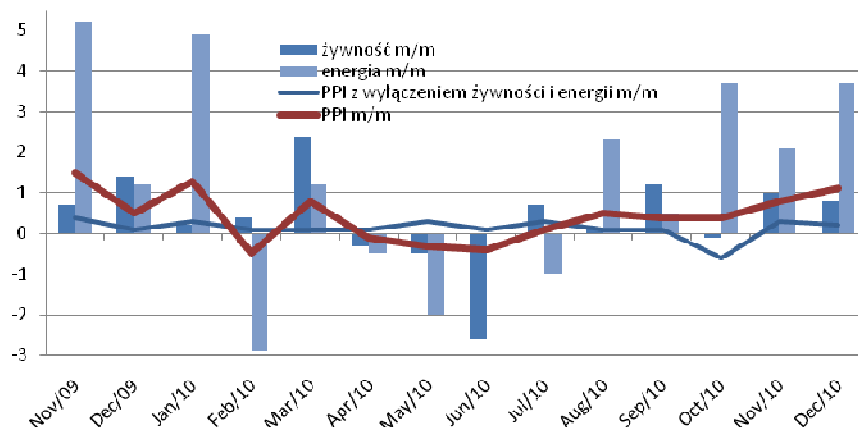
Warto również podkreślić, że prezes Trichet zasugerował na wczorajszej konferencji, że EBC będzie stopniowo zniechęcał europejskie banki do korzystania z nadzwyczajnych operacji płynnościowych EBC (obecnie funkcjonują już jedynie operacje 3-miesięczne z pełną alokacją), co może oznaczać, że EBC powoli przygotowuje grunt pod całkowite wycofanie się z operacji refinansowych o dłuższym niż standardowy (czyli tygodniowy) terminie (ostatnia zapowiedziana jak do tej pory operacja 3-miesięczna ma mieć miejsce w marcu). Szef EBC zwrócił też uwagę na potrzebę zarówno „ilościowych” jak i „jakościowych” zmian w Europejskim Funduszu Stabilizacyjnym (EFSF), co z jednej strony sugeruje zwiększenie całkowitej puli funduszu, zaś z drugiej najprawdopodobniej zezwolenie na zakup przez fundusz obligacji krajów peryferyjnych, w czym EFSF wyręczyłby EBC i tym ułatwiłby mu prowadzenie wiarygodnej polityki monetarnej.

USA: Wzrosty PPI napędzane głównie cenami energii

Wskaźnik PPI w USA wzrósł o 1,1% m/m po 0,8% m/m w listopadzie (dodatnia dynamika miesięczna utrzymuje się od połowy roku) i osiągnął dynamikę o 0,3pp. wyższą od konsensusu rynkowego. Odczyt był wyższy niż oczekiwany, choć dynamika cen żywności i bazowego PPI nieznacznie spadły w stosunku do poprzedniego miesiąca (wyniosły odpowiednio 0,8% m/m i 0,2% m/m w stosunku do 1% m/m i 0,2% m/m w listopadzie).

Obecnie czynnikiem napędzającym wzrost cen jest przede wszystkim energia – dynamika

cen energii wróciła do poziomu z października (3,7% m/m), przyspieszając znacznie w porównaniu z listopadem, gdy wyniosła 2,1% m/m. Wzrost cen energii związany jest przede wszystkim ze wzrostami cen ropy naftowej – indeks CRB (obrazujący zmiany cen surowców bazowych) wykazał w grudniu dynamikę rzędu 6,1% m/m (w październiku 6,2% m/m, w listopadzie 3,3% m/m). Cena ropy jest ciągle w trendzie wzrostowym (osiąga najwyższe poziomy od 27 miesięcy). Dodatkowo, w USA spadły zapasy tego surowca ze względu na uszkodzenia naftociągu Trans-Alaska; możliwość szybkich wzrostów cen ropy naftowej wspierają także problemy z dostawami węgla po powodzi w Australii.



Reakcja rynkowa na dane była niewielka (bazowy PPI okazał się zgodny z oczekiwaniami). Jeśli PPI jest publikowany wcześniej od inflacji CPI, stanowi dla niej ważny benchmark. Stąd też można się spodziewać, że jeśli tylko na bazowej inflacji konsumenckiej nie odnotujemy żadnych niespodzianek w górę, reakcja rynku na dzisiejsze dane będzie równie spokojna – w odróżnieniu od ECB, FOMC prawdopodobnie z radością przywitałby tymczasowy wzrost oczekiwań inflacyjnych generowany czynnikami podażowymi.

Decyzja RPP, 19. stycznia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka 25 bps	80%
Stopy bez zmian	20%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	3.861
USD/PLN	2.935
CHF/PLN	3.016

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.336
EUR/JPY	110.610
EUR/PLN	3.873
USD/PLN	2.897
CHF/PLN	3.007

EURUSD mocniejszy po udanych aukcjach włoskiego i hiszpańskiego długu, a także po bardziej jastrzębich wypowiedziach Tricheta. Szczególnie ważnym elementem wypowiedzi szefa ECB były komentarze o „zniechęcaniu” do pobierania płynności z ECB, co może sugerować że strategia full allotment dla LTRO zostanie zawieszona w marcu. Również wypowiedzi dotyczące inflacji (choć głównie w krótkim terminie) były jastrzębie. EUR wspierały także gorsze tygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy oraz rewizje w dół wskaźnika Philly Fed (przedwczoraj podobny los spotkał Chicago PMI). Kierunek rynkowi nada dziś prawdopodobnie seria istotnych danych dla USA z produkcją przemysłową i sprzedażą detaliczną na czele. Do tego czasu można oczekiwać, że notowania EURUSD pozostaną dobrze ograniczone w okolicach istotnych poziomów technicznych (1,33600-900).

Złoty słabszy przede wszystkim po słabych danych odnośnie bilansu płatniczego, które ostudziły nieco apetyt inwestorów na kupno polskiej waluty. Choć zwykle dane tego typu przechodzą bez echa, spektakularny, drugi co do wysokości (w ostatniej dekadzie) deficyt zadziałał negatywnie, zwłaszcza że dane o inflacji okazały się zgodne z wcześniejszymi oczekiwaniami. Dziś przede wszystkim dane z zagranicy, zaznaczyć jednak należy, że złoty stał się niewrażliwy na wzrosty kursu EURUSD, co może sugerować ewentualność silnej reakcji przy spadkach.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Powrót do górnego ograniczenia formacji trójkąta. W tym miejscu rozstrzygają się losy trendu spadkowego na EURUSD. Wyjście poza 1,3400/20 neguje pozytywną sytuację techniczną dla dolara. Średnioterminowa dywergencja na RSI również świadczy o powolnym osłabieniu momentum popytu na amerykańską walutę.

Wsparcie	Opór
1,3231	1,3633
1,3080	1,3420
1,2920	1,3400



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Korekta z poziomów dolnego ograniczenia kanału aprecjacyjnego (mimo znacznego umocnienia EURUSD). Na razie poziom 3,8732 wytrzymał napór popytu na EURPLN. W przypadku złamania tego oporu celem jest 3,8920 a następnie 3,9300. Zejście poniżej 3,8600 oznaczać będzie kontynuację trendu spadkowego EURPLN.

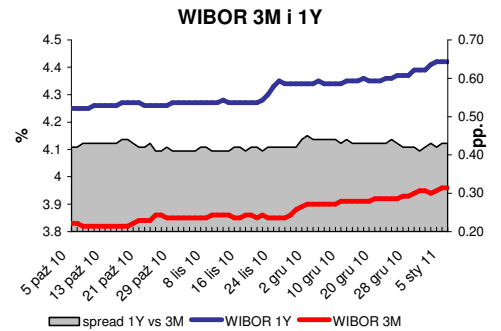
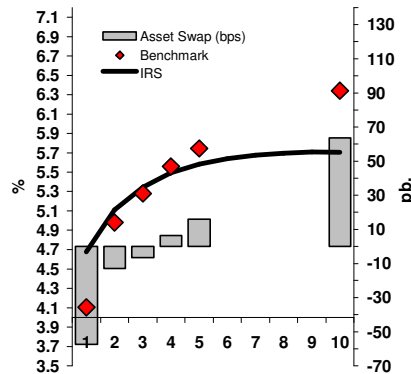
Wsparcie	Opór
3,8600	3,9634
3,8369	3,9300
3,8218	3,8920



Źródło: Reuter

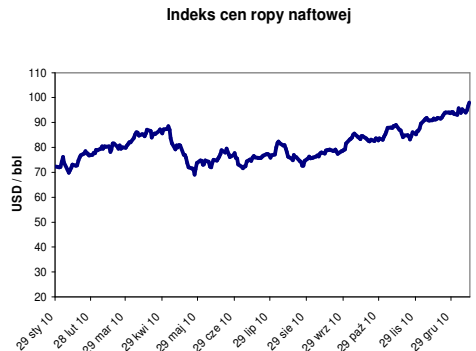
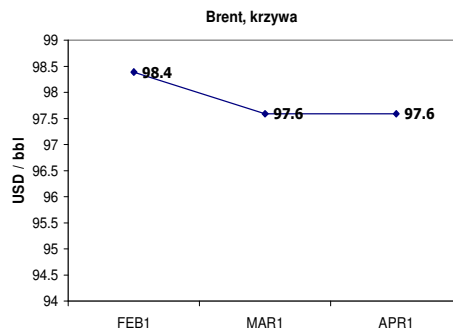
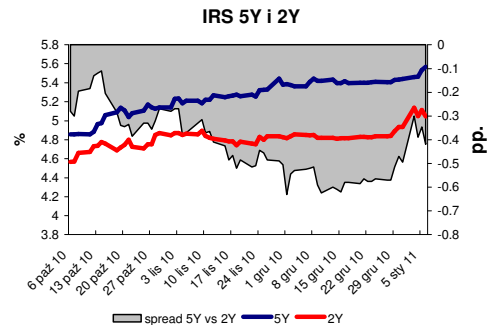
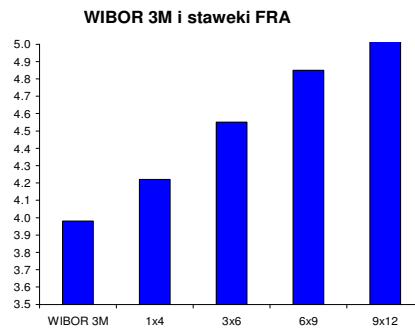
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4.66	4.69
2Y	5.10	5.13
3Y	5.32	5.37
4Y	5.48	5.51
5Y	5.57	5.60
6Y	5.63	5.66
7Y	5.66	5.69
8Y	5.67	5.72
9Y	5.69	5.72
10Y	5.69	5.72



depo	BID	ASK
ON	3.25	3.50
1M	3.40	3.65
3M	3.50	3.75

FRA	BID	ASK
1x2	3.86	3.91
1x4	4.16	4.22
3x6	4.52	4.55
6x9	4.82	4.85
9x12	5.01	5.07



UWAGA!

NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI, ORAZ BANKÓW POWIERNICZYCH. 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 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.