

**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

PAULINA ZIEMBIŃSKA TEL. 0 22 829 0256

E-MAIL: research@brebank.com.pl**Daily Letter****czwartek, 20 stycznia 2011**

STRON: 6

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	14:00	Produkcja przemysłowa	Grudzień	12,8%	11,7%	10,1%
POL	14:00	Ceny producentów	Grudzień	5,7%	5,3%	4,6%
POL	14:00	Inflacja bazowa	Grudzień	1,5%	1,4%	1,2%
POL	14:00	RPP „Minutes”	Grudzień	-	-	-
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 15.01	-	-	445tys.
USA	16:00	Leading indicator m/m	Grudzień	-	0,6%	1,1%
USA	16:00	Philly Fed Index	Styczeń	-	21,5pkt.	24,3pkt.

Dziś dane o produkcji przemysłowej i cenach producentów

Dane zostaną opublikowane o godzinie 14:00. Wczoraj zrewidowaliśmy dane o produkcji przemysłowej w górę do 12,8% (po wynikach produkcji samochodów), co uzasadniły dodatkowo bardzo dobre dane o płacach. Oczekujemy przyspieszenia dynamiki cen producentów do 5,7% za czym stoją 5-10% wzrosty cen surowców połączone z deprecjacją złotego względem dolara i euro oraz znacznym wzrostem oczekiwań cenowych producentów.

RPP podnosi stopy procentowe o 25pb

Zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami RPP zdecydowała się na podniesienie stóp procentowych o 25pb – obecnie stopa referencyjna wynosi 3,75%.

Ocena sytuacji w gospodarce światowej pozostała pozytywna. Pojawiły się wprawdzie odniesienia do zaostrzania polityki pieniężnej w gospodarkach wschodzących (podyktowane dążeniem do „ograniczenia narastania równowagi makroekonomicznej”), jednak utrzymane zostały dotychczasowe czynniki niepewności (obecne także w grudniowym komunikacie): skutki wysokiej nierównowagi fiskalnej oraz zapowiadanego jej ograniczenia w krajach rozwiniętych, skutku ekspansji monetarnej i niekonwencjonalnych działań podejmowanych przez banki centralne. Sfera nominalna gospodarki globalnej pozostała pod wpływem cen surowców: ropy naftowej i żywności. Odnotowano poprawę nastrojów na rynkach finansowych (jest to nowy element komunikatu), jednak czynniki niepewności odnośnie sytuacji niektórych krajów strefy euro pozostały w mocy.

W przypadku polskiej sfery realnej wskazano, że wzrost gospodarczy w IV kwartale utrzymał się na poziomie zbliżonym do III kwartału. Niemniej jednak popyt na kredyt ze

strony przedsiębiorstw pozostaje ograniczony, rośnie natomiast kredyt dla gospodarstw domowych (utrzymane zostały uwagi o istotności działań ograniczających kredyty walutowe dla gosp. domowych). Z kolei sfera nominalna pozostała zdominowana czynnikami o charakterze egzogenicznym – głównie cenami paliw. RPP przyznała przy tym, że z uwagi na ceny surowców i podwyżki VAT inflacja może utrzymywać się na podwyższonym poziomie w najbliższych miesiącach.

Kluczowa część komunikatu wskazuje, że podwyżka stóp procentowych została spowodowana przez przyspieszenie wzrostu gospodarczego, które może (tryb przypuszczający wydaje się istotny) prowadzić do narastania presji płacowej i inflacyjnej w średnim okresie. Jednocześnie czynniki egzogeniczne (ceny surowców) mogą generować wzrost oczekiwań inflacyjnych. Kolejne sygnały presji inflacyjnej będą uważnie monitorowane przez Radę.

Spodziewamy się, że podwyżka nie ma charakteru jednorazowego i jest jedną z 2-3, które zmaterializują się w tym roku, jednak naszym zdaniem skala zacieśnienia w całym cyklu będzie niższa niż w poprzednich i wyniesie nie więcej niż 100pb. Z uwagi na eksponowane ryzyka RPP postępuje ostrożniej niż w poprzednich epizodach zacieśnienia (o stopniowym działaniu świadczy schemat postępowania RPP, na który powoływał się Belka podczas konferencji: najpierw podwyżka stopy rezerw, teraz podwyżka stopy referencyjnej) i mimo, że marcowa podwyżka jest obecnie w 100% dyskontowana przez rynek, jej losy będą zależały od projekcji inflacyjnej, kompozycji wzrostu polskiego PKB, kształtowania się oczekiwań inflacyjnych a także poziomu kursu złotego. Powołując się na MCI (Monetary Conditions Index) możemy stwierdzić, że o ile nastąpi oczekiwana przez Belkę aprecjacja złotego (10% z okolic 4zł za euro pozwala celować w 3,60) a stopy zostaną podniesione nawet tylko delikatnie o 75pb. to stopień restrykcyjności polityki pieniężnej osiągnie ten z 2008 roku. Zakład o skalę zacieśnienia wydaje się więc zakładem pewniejszym niż zakład na konkretne rozłożenie podwyżek w czasie.

Po decyzji rentowności nawet spadły i doszło do nieznacznego wypłaszczenia krzywej, bo podwyżka była całkowicie zdyskontowana. Może być to jednak tylko przejściowe odreagowanie. Przyspieszenie wzrostu PKB, płac i ryzyka inflacyjne nie pozwolą na znaczne odejście rynku od agresywnego cyklu podwyżek. Dużą rolę do odegrania będzie miał poziom kursu walutowego (tu duża rola czynników globalnych), jednak umocnienie musiałyby być znaczne (co najmniej zbliżone w skali do oczekiwań Belki), gdyż w przeciwnym razie rynek będzie wyceniał, że RPP się spóźniła.

Dobre dane z rynku pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w grudniu 5379 tys. osób, nieznacznie mniej niż w poprzednim miesiącu. Wynik jest tym samym nieznacznie lepszy niż wynikałoby z czynników sezonowych w porównywalnej fazie cyklu koniunkturalnego. Powołując się na wskaźniki koniunktury uważamy, że przez najbliższe miesiące wzrosty zatrudnienia (liczone w ujęciu miesięcznym) nieco spowolnią (wobec ostatnio obserwowanej 11-12tys. miesięcznej średniej). Z uwagi jednak na wysokie wzrosty wydajności pracy taka sytuacja taka nie jednak trwać długo (silna tendencja do wracania do średniej, fizyczne bariery wykorzystania obecnie zatrudnionych, w drugiej połowie roku zatrudnienia może już rosnać w tempie około 3% rocznie.

We grudniu dynamika wynagrodzeń wzrosła z 3,6% do 5,4%. U podstaw wzrostu zatrudnienia stoi przede wszystkim zwiększenie liczby dni roboczych i dalsze wzrosty aktywności gospodarczej, odpowiedzialne za przyspieszenie tempa wzrostu płac w sekcjach związanych z przetwórstwem przemysłowym (uważamy, że trend na przetwórstwie już teraz wynosi około 6% r/r). Pewną niewiadomą były płace w górnictwie, ale wpływ tego czynnika będziemy w stanie oszacować dopiero po publikacji Biuletynu Statystycznego (28 stycznia). Dalszemu wzrostowi płac sprzyjać będzie postępujące ożywienie gospodarcze, mocna stymulacja fiskalna i inwestycje infrastrukturalne.

Dane z rynku pracy okazały się wsparciem dla dokonanej wcześniej podwyżki stóp procentowych przez RPP (podwyżka o 25pb) i (co zresztą podkreślaliśmy od dłuższego czasu) uzasadniają rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych.

Decyzja RPP, 2. marca

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka 25 bps	40%
Stopy bez zmian	60%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	3.886
USD/PLN	2.888
CHF/PLN	3.013

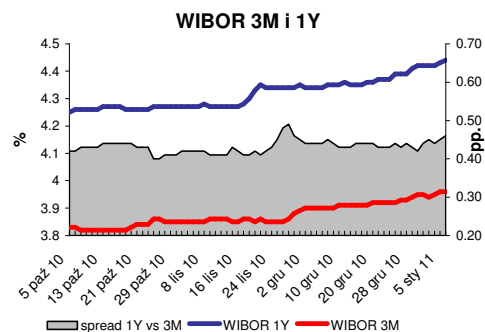
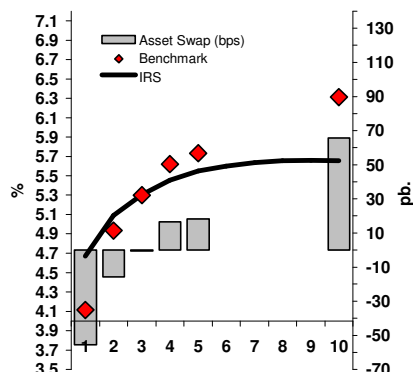
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.347
EUR/JPY	110.440
EUR/PLN	3.868
USD/PLN	2.889
CHF/PLN	2.996

EURUSD ustanowił nowe maksima, czyszcząc przy okazji zlecenia S/L. W sesji amerykańskiej część zysków została zrealizowana (ostrzeżenia Moody's o możliwym obniżeniu ratingu Portugalii), notowań nie wspierały także spadki indeksów giełdowych. Po sesji azjatyckiej stabilizacja kursu w okolicach 1,3470. Dziś przede wszystkim dane z amerykańskiego rynku pracy, a także indeks Philly Fed (ostatnie rewizje w dół nieco ostudziły apetyt inwestorów). Brak bardziej zdecydowanych spadków po próbach przekroczenia 1,3500 sugeruje, że dziś ten scenariusz może się powtórzyć, niemniej jednak zejście poniżej 1,3420 może być sygnałem do zajmowania krótkich pozycji (nie wykluczone, że w tych okolicach znajdują się też zlecenia S/L graczy, którzy „załapali” się na późne stadium rally na EURUSD).

Większość ruchu na EURPLN dokonała się przed decyzją o stopach procentowych (osłabienie do 3,8900) jako że pogłoski o braku Belki na posiedzeniu rozpełtały spekulacje, że nie dojdzie do podwyżki stóp procentowych. Podwyżka jednak nastąpiła, lecz kurs umocnił się po niej tylko nieznacznie. Dane o płacach i zatrudnieniu neutralne dla złotego. Bardziej jastrzębi (lecz nie bardzo jastrzębi, aby wyceniać bardziej agresywną ścieżkę stóp procentowych) wygenerował jedynie konsolidację na EURPLN w okolicach 3,8800. Losy złotego rozstrzygnie ścieżka makro, która powinna utrzymywać oczekiwania na dużą skalę zacieśnienia. Już dziś dane o produkcji przemysłowej (szansa na pozytywne zaskoczenie w kierunku 13%) oraz ceny producentów (ze względu na efekt bazowy oraz silne wzrosty cen surowców możemy zobaczyć przyspieszenie do 5,7%).

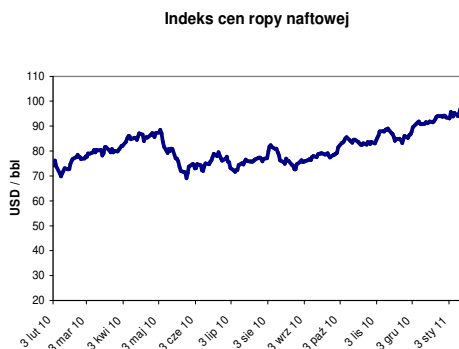
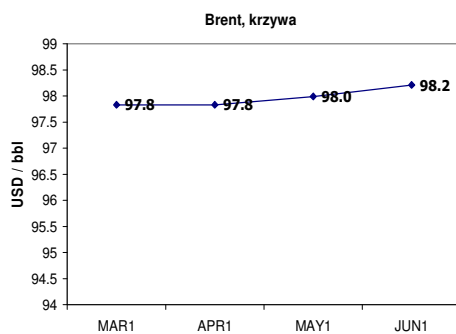
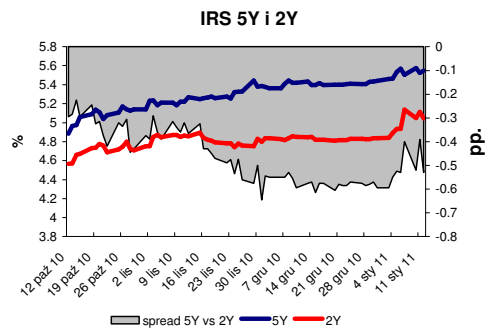
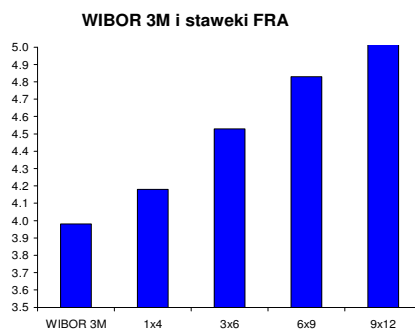
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4.65	4.70
2Y	5.07	5.12
3Y	5.28	5.33
4Y	5.43	5.48
5Y	5.53	5.58
6Y	5.58	5.63
7Y	5.62	5.65
8Y	5.63	5.68
9Y	5.64	5.69
10Y	5.63	5.68



depo	BID	ASK
ON	3.00	3.50
1M	3.47	3.67
3M	3.76	3.96

FRA	BID	ASK
1x2	3.85	3.90
1x4	4.13	4.18
3x6	4.48	4.53
6x9	4.78	4.83
9x12	4.97	5.02



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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.