

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCYK TEL. 0 22 829 0166  
MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183  
PAULINA ZIEMBIŃSKA TEL. 0 22 829 0256  
MACIEJ PIELASZKIEWICZ TEL. 0 22 829 9034

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

STRON: 7

**Daily Letter****czwartek, 3 marca 2011****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	PKB, rozbiecie kw/kw	IV kw.	-	0,3%	0,3% (p)
EMU	13:45	Decyzja ECB	-	-	1,0%	1,0%
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 26.02	-	-	391tys.
USA	16:00	ISM w usługach	Luty	-	59,6pkt.	59,4pkt.

**Dziś decyzja ECB**

Dzisiejsza decyzja ECB będzie prawdopodobnie najważniejszą od wielu miesięcy. Choć nie spodziewamy się zmiany stóp procentowych, retoryka ECB powinna pozostać relatywnie jastrzębia (za symptomatyczne w tym zakresie należy uznać fakt, że Trichet nie temperował jastrzębich wypowiedzi pozostałych członków Rady Gubernatorów), jednak trudno spodziewać się czegoś ponad to, co zostało już powiedziane. Niemniej, inwestorzy będą poszukiwali w komunikacie słów kluczy typu „vigilance”, „second-round effects”. Na posiedzeniu zostaną zaprezentowane wyniki nowych projekcji inflacyjnych jednak uważamy, że ryzyka odnośnie ścieżek inflacji i PKB zostaną na razie uznane za zbilansowane (oprócz prawdopodobnie klarownego stwierdzenia, że inflacja pozostanie wysoka w krótkim terminie). Nie spodziewamy się także radykalnych rozwiązań w zakresie polityki płynności – trzeci raz z rzędu ECB prawdopodobnie nie popełni tego samego błędu przed kluczowymi wynikami szczytu UE – niemniej jednak należy się spodziewać przygotowania rynku na możliwość wycofania przetargów po stałej stopie już w kwietniu (wiążąca decyzja nie zapadnie jednak na marcowym posiedzeniu).

**Przyspieszenie PKB w IV kwartale**

PKB w IV kwartale przyspieszył do 4,4% w ujęciu rocznym, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Kompozycja PKB również nie jest zaskakująca – z grubsza rzecz biorąc zgadza się z wyliczeniami wykonanymi na podstawie podanych wcześniej danych za cały rok.

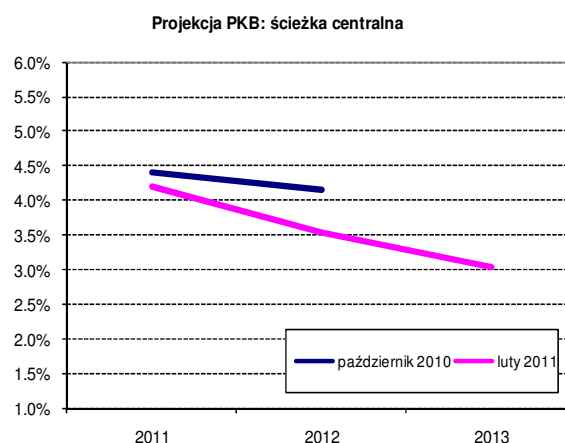
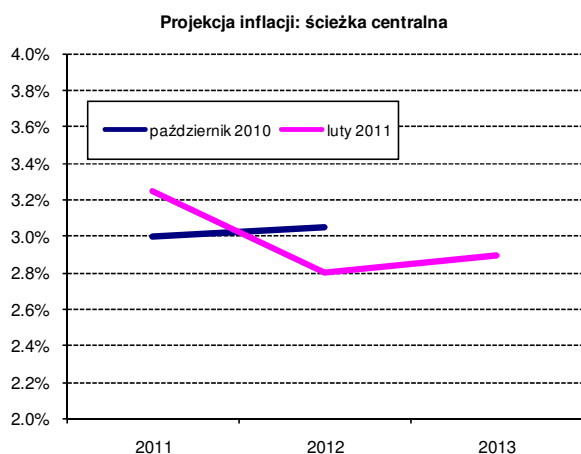
Rozbiecie od strony wydatków wskazuje na dalsze przyspieszenie spożycia indywidualnego do 4,1% (z 3,5% w poprzednim kwartale) i publicznego do 5,4% (z 4,3%) oraz przyspieszenie inwestycji do 0,9% (z 0,4%). Eksport netto wykazał w IV kwartale ujemną kontrybucję na poziomie -1,2pp. (jest to przede wszystkim wynik wyższego importu, związanego z efektami substytucyjnymi na konsumpcji), rekompensowaną z nawiązką przez większą kontrybucję zmian zapasów (+2,1pp). Popyt krajowy po raz

kolejny się umocnił i wynosi obecnie 5,6% w ujęciu rocznym. Od strony wartości dodanej zmniejszyła się jej dynamika w przemyśle (+6,2% wobec +10,2% w poprzednim kwartale), utrzymała w budownictwie (+6,6% wobec 6,1% w poprzednim kwartale), zwiększyła w kategorii usługi rynkowe (+3,3% wobec +2,2% w poprzednim kwartale, od kilku kwartałów wyraźnie rosnąca ścieżka).

Wysoka dynamika spożycia indywidualnego nie jest zaskoczeniem z uwagi na obserwowane pod koniec roku efekty substytucyjne. Obecnie oczekujemy zmniejszenia dynamiki spożycia indywidualnego (I kwartał), jednak w kolejnych kwartałach powróci ono na wzrostową ścieżkę. Relatywnie niska pozostaje dynamika inwestycji. Uważamy jednak, że inwestycje wkrótce przyspieszą, na co znajdujemy wiele dowodów: 1) znaczne wykorzystanie mocy wytwórczych, 2) znaczny wzrost wydajności pracy, który świadczy o znacznym stopniu zagospodarowania tego czynnika produkcji oraz o nieuchronnej konieczności nadbudowy kapitału, 3) duża poduszka płynnościowa przedsiębiorstw i początek wzrostów kredytów przedsiębiorstw (po wyeliminowaniu efektów kursowych). Co więcej, odsunięcie w czasie popytu inwestycyjnego wcale nie przesądza o zakończeniu cyklu. Opierając się na danych dla gospodarki amerykańskiej (odnosząc się do tak zwanych „stylizowanych faktów”), takie opóźnienie procesu inwestycyjnego pojawiało się w 20% przypadków i nie przesądzało o załamaniu cyklu. Stąd też spodziewamy się kontynuacji ożywienia w gospodarce polskiej. W 2011 roku tempo wzrostu PKB osiągnie około 4,2% (jak już wspomniano widoczne będzie wyhamowanie dynamiki PKB w I kwartale, związane z koniecznością amortyzacji efektów substytucyjnych – jest to już widoczne w zachowaniu wskaźnika PMI) a dynamika inwestycji w całym roku stanie się wyraźnie dodatnia.

## Stopy NBP bez zmian. Rada wyczekuje na bardziej zdecydowane sygnały.

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zdecydowała się na zmianę stóp procentowych. Komunikat po posiedzeniu okazał się stosunkowo łagodny, podobnie jak wypowiedzi prezesa w czasie konferencji. W komunikacie zaprezentowano wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej (patrz wykresy poniżej).



RPP podkreśla, że na świecie dochodzi do utrwalenia procesów wzrostowych, jednak czynniki ryzyka pozostają bez zmian: nierównowaga fiskalna oraz skutki niekonwencjonalnej polityki monetarnej. W kontekście bieżących wydarzeń zwrócono

uwagę na napięcia na Bliskim Wschodzie i Afryce Północnej, w tym także na możliwość wystąpienia dwojakich skutków wzrostu cen ropy naftowej: pro-inflacyjnych ale i anty-wzrostowych.

Po bardzo optymistycznych styczniowych „Minutes” w marcu RPP stała się ponownie bardziej ostrożna względem oceny koniunktury w polskiej gospodarce. Zwrócono uwagę na wysokie tempo wzrostu PKB w IV kwartale, generowane jednak nie przez inwestycje, a konsumpcję. Komunikat nawiązuje też do dobrych danych o produkcji, słabszych o sprzedaży, wzrostów zatrudnienia i płac (tu RPP wciąż używa przymiotnika "umiarkowane"), a także do wzrostu stopy bezrobocia. Podkreślono już niemal tradycyjnie (fragment pojawia się już od wielu miesięcy) ograniczone kredytowanie przedsiębiorstw i towarzyszący mu szybki wzrost kredytów hipotecznych (wola RPP, aby ograniczyć wzrost kredytowania w walutach obcych pojawia się także już tradycyjnie na końcu komunikatu). Odnośnie procesów inflacyjnych RPP zaznaczyła przekroczenie przez wskaźnik inflacji górnej granicy celu oraz egzogeniczność tego wzrostu. Brak odniesienie do kursu walutowego w komunikacie a także sugestie co do obecnie niewielkiego wpływu RPP na kurs walutowy wydaje się preludium do zaniechania eksperymentów z celowaniem kursu walutowego i większego skupienia uwagi na celu inflacyjnym (w średnim terminie).

Co do perspektyw krótkoterminowych, RPP przyjęła klasyczne podejście wait-and-see. Napływ najbliższych danych może już nie stymulować oczekiwań na agresywne podwyżki stóp (1 kwartał będzie słabszy, jednak nie zmienia to naszym zdaniem pozytywnych trendów). Czynnikiem ryzyka pozostają jednak oczekiwania inflacyjne, które – zgodnie z mechanizmem badań ankietowych – mogą w marcu wystrzelić w kierunku 4%. Jeśli członkowie RPP już rozpoznali mechanizm "obliczeń" oczekiwań inflacyjnych, odczyt ten nie robi na nich wrażenia (skoki oczekiwań są jednak elementem ryzyka, który należy brać pod uwagę, co pokazało posiedzenie wrześniowe). Coraz bardziej prawdopodobne wydaje się więc, że Rada może utrzymać stopy na obecnym poziomie również na posiedzeniu kwietniowym. Obecny kształt projekcji inflacyjnej, nota bene zgodny z naszymi prognozami, i bardzo ostrożne stanowisko prezesa NBP sugeruje że cały cykl zacieśnienia zamknie się prawdopodobnie w 75-100pb.

### **Pozytywna „Beżowa Księga”**

Opublikowana wczoraj "Beżowa Księga" zawiera interpretację informacji zebranych przed 18 lutego. Dalsza poprawa sytuacji widoczna jest zarówno w sprzedaży detalicznej, przemyśle oraz produkcji budowlanej. Sytuacja na rynku nieruchomości pozostaje jednak relatywnie słaba, na co wskazuje zarówno w dalszym ciągu niska sprzedaż jak i sama produkcja. Poprawia się również sytuacja w usługach niefinansowych. Dotyczy to przede wszystkim takich obszarów jak usługi medyczne i prawne oraz ubezpieczenia, gdzie obserwowany jest wzrost popytu wynikający z poprawiającej się sytuacji na rynku pracy.

Pozytywny obraz amerykańskiej gospodarki przedstawiony w Księdze stanowi potwierdzenie informacji z bieżącego tygodnia (wzrost wskaźnika ISM, wypowiedzi Bena Bernanke przed Komisją Bankową i Finansową, wzrost dochodów gospodarstw domowych). Gospodarka amerykańska znajduje się na wyraźnej ścieżce ożywienia – niepokojąca wydaje się na razie sytuacja już „tylko” na rynku domów (z uwagi jednak na obserwowane tam nierównowagi ożywienie nastąpi stosunkowo późno) oraz na rynku

pracy (jutrzejszy raport o NFP powinien jednak rozwiązać przynajmniej część czarnych chmur, zwłaszcza biorąc pod uwagę odczyt ADP powyżej 200tys.).

### Decyzja RPP, 5. kwietnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka 25 bps	<b>50%</b>
Stopy bez zmian	<b>50%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	3.978
USD/PLN	2.884
CHF/PLN	3.113

EURUSD mocniejszy przed posiedzeniem ECB. Mimo, że trudno się spodziewać, aby ECB brzmiał mniej jastrzębio niż poszczególni członkowie Rady Gubernatorów faktem jest, że rynek dyskontuje obecnie około 60% szansę na podwyżkę stóp procentowych w czerwcu (więcej o ECB powyżej w sekcji makro). Możliwe jest zatem „relief steepening” w segmencie 2-10Y, co również mogłoby prowadzić do osłabienia EURUSD – zwłaszcza, że kurs osiągnął już praktycznie cel na poziomie analizy technicznej.

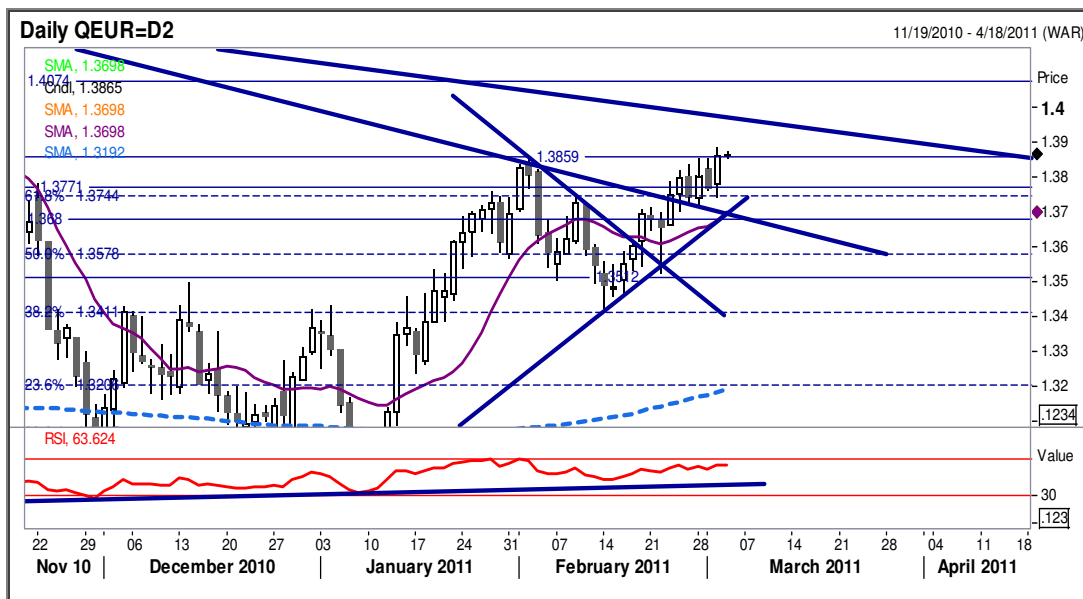
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.387
EUR/JPY	113.520
EUR/PLN	3.988
USD/PLN	2.895
CHF/PLN	3.115

Złoty stabilny. W pierwszej części dnia wrażenia na kursie nie zrobiły ani dane o PKB, ani spory napływ informacji fiskalnych (niższy ale oczekiwany deficyt za cały 2010 rok, 14,4mld zł deficytu po lutym, zapewnienie Rostowskiego, że dług nie przekroczył w 2010 roku 53,3% PKB). Inwestorzy czekali wyraźnie na decyzję RPP. Brak podwyżki spowodował osłabienie złotego, które wyhamowało (a nawet odwróciło się) po posiedzeniu. Wydaje się jednak, że jest to bardziej efekt umocnienia EURUSD niż reakcja na komunikat (uważamy go za gołębi, zwłaszcza biorąc pod uwagę wyniki projekcji inflacyjnej), czy konferencję (oprócz stwierdzenia, że RPP jest w cyklu podwyżek nie padły żadne fakty, które miałyby sugerować pośpiech ze strony RPP). Jeśli po decyzji ECB dojdzie do redukcji oczekiwań na podwyżki w strefie euro, podobny los może czekać (choć w mniejszym stopniu) stopy w Polsce i tym samym możemy obserwować osłabienie złotego.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

1,3859 złamane. Do końca tygodnia notowania mogą wspiąć się w przeciągu tygodnia jeszcze wyżej do linii średnioterminowego trendu aprecjacyjnego USD (1,3971). Na tych poziomach spodziewalibyśmy się wejścia rynku w fazę głębszej korekty. Pozytywnie powyżej 1,3680.

Wsparcie	Opór
1,3859	1,4281
1,3771	1,4074
1,3744	1,3971

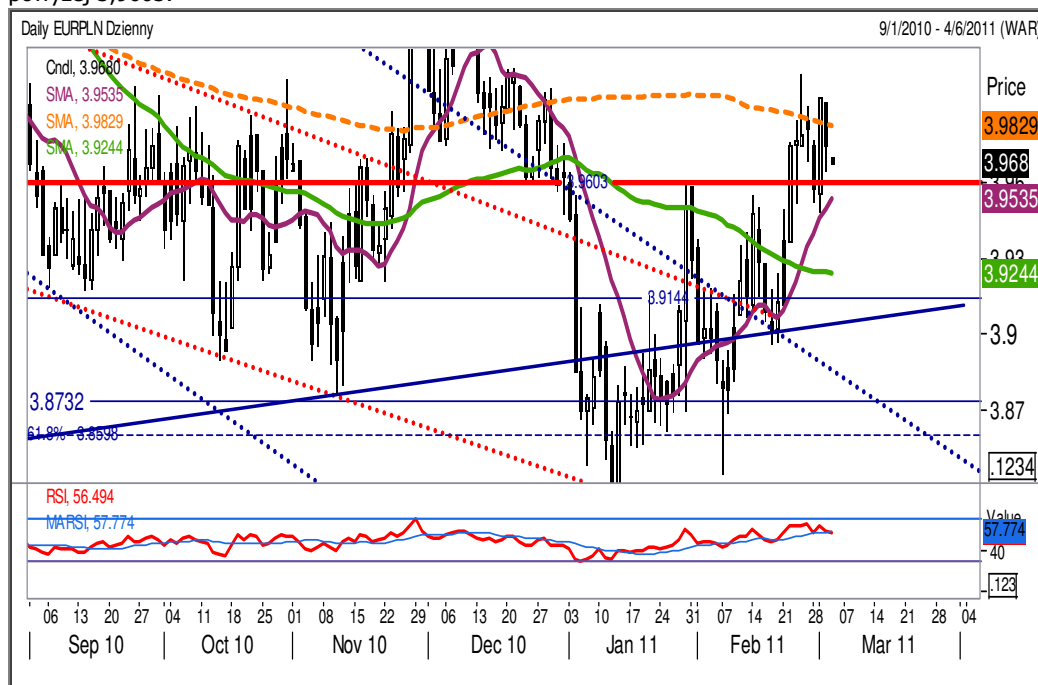


Źródło: Reuter

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

Poniżej MA200 ale momentum pozostaje deprecjacyjne. RSI wróciło do średniej, co może sugerować potencjał do dalszego odbicia wyżej i dalszej deprecjacji PLN. Negatywnie dla PLN powyżej 3,9603.

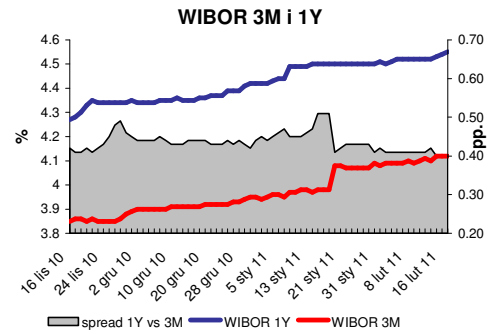
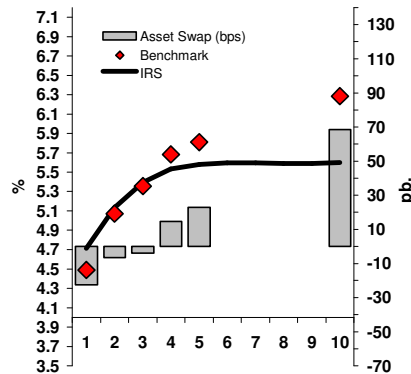
Wsparcie	Opór
3,9603	4,0272
3,9000	4,0000
3,8732	3,9840



Źródło: Reuter

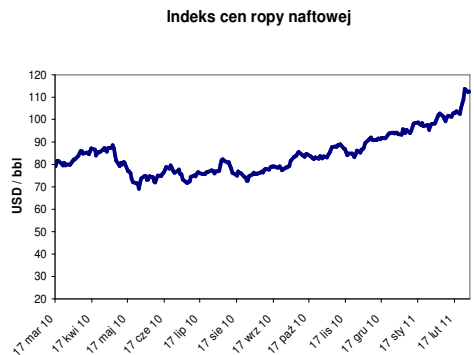
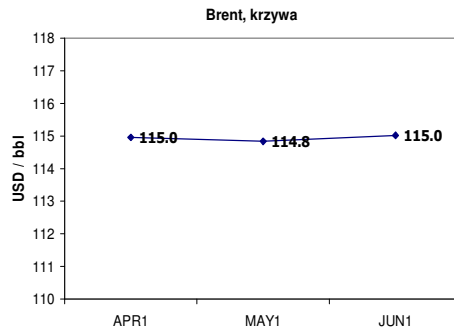
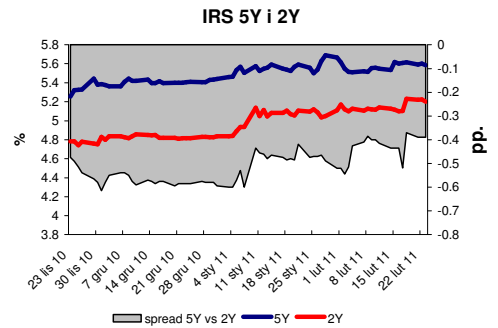
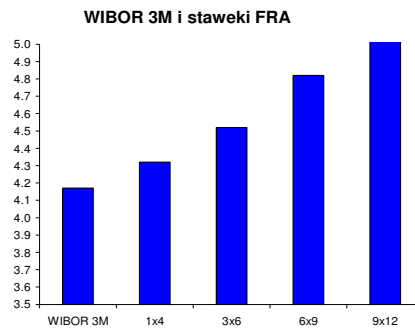
## Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4.69	4.74
2Y	5.11	5.16
3Y	5.37	5.42
4Y	5.51	5.56
5Y	5.56	5.61
6Y	5.57	5.62
7Y	5.57	5.62
8Y	5.57	5.62
9Y	5.57	5.62
10Y	5.58	5.63



depo	BID	ASK
ON	3.35	3.65
1M	3.68	3.88
3M	3.99	4.19

FRA	BID	ASK
1x2	4.04	4.09
1x4	4.27	4.32
3x6	4.49	4.52
6x9	4.79	4.82
9x12	5.10	5.16



### 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 OSOBE DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.