

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK 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

STRON: 7

Daily Letter**wtorek, 15 marca 2011****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
GER	11:00	Indeks ZEW	Marzec	-	14,5pkt.	15,7pkt.
USA	13:30	Empire State Index	Marzec	-	16,0pkt.	15,4pkt.
POL	14:00	Inflacja CPI	Luty	3,9%	3,9%	3,8%
USA	19:15	Decyzja FOMC	-	-	0,25%	0,25%

Dziś decyzja FOMC

W związku ze zmianą czasu decyzja zostanie ogłoszona o 19:15. Spodziewamy się pozytywnego tonu odnośnie sfery realnej gospodarki, w połączeniu z utrzymaniem możliwości niezrealizowania celu inflacyjnego w średnim okresie. Choć pojawiają się spekulacje, jakoby sformułowanie „długi okres czasu” odnośnie stóp procentowych mogło zostać usunięte, poza głosami sprzeciwu Plossera bądź Fishera (jednego z nich lub obu) FOMC utrzyma dotychczasowy ton, nie generując dodatkowych problemów dla rynków finansowych w obecnych warunkach. Tym samym polityka ECB i Fed pozostanie jeszcze przez pewien czas wyraźnie rozbieżna.

Dziś publikacja inflacji

Dane o inflacji zostaną opublikowane o 14:00. Oczekujemy, że inflacja w lutym uplasowała się na poziomie 3,9%. Uważamy, że ceny żywności wzrosły o około 1% podczas gdy inne kategorie odnotowały jedynie umiarkowane wzrosty; czynnikiem ryzyka są zaobserwowane wzrosty cen cukru, które mogły być już w lutym fenomenem ogólnopolskim, a nie tylko lokalnym. W naszej prognozie uwzględniamy rewizję koszyka w dół w przedziale 0,1-0,2pp. Spodziewamy się, że inflacja bazowa wyniosła 2,1%.

Zagadkowa zmiana terminu publikacji danych NBP

Kilka godzin przed zaplanowaną na wczoraj publikacją danych o bilansie płatniczym NBP poinformował o zmianie jej terminu na 21 marca. Jako oficjalny powód zmiany podano konieczność zweryfikowania listy podmiotów, które osiągnęły próg sprawozdawczy w 2011 r. i są obowiązane przekazywać NBP dane niezbędne do sporządzenia bilansu płatniczego.

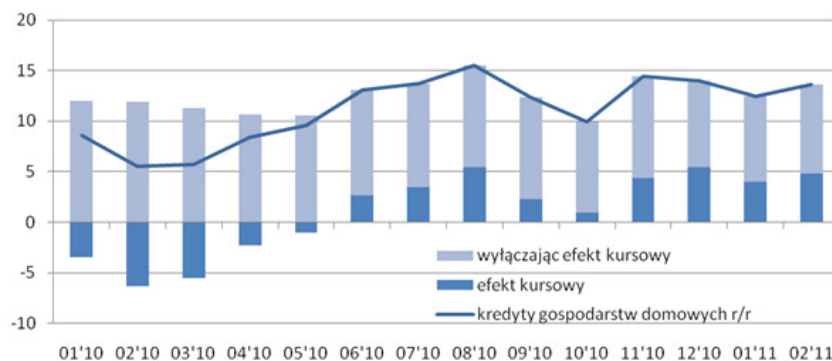
Nie można było sobie jednak wyobrazić mniej dogodnego, i rodzącego podejrzenia dwuznacznych intencji NBP, momentu do tak bezprecedensowej zmiany terminu publikacji. Narastająca presja na deprecjację polskiej waluty (patrz globalny wzrost awersji do ryzyka) jest teraz dodatkowo podsycana spekulacjami inwestorów i analityków

co do możliwości znacznej rewizji danych o bilansie płatniczym. Chodzi tu o bardzo duże – przekraczające 3,5% PKB – saldo błędów i opuszczeń. Według jednej z hipotez saldo to może w znacznej mierze odzwierciedlać transakcje typu REPO, czy FX swap służące do finansowania pozycji zagranicznych inwestorów w polskich obligacjach (hipoteza ta tłumaczy relatywną słabość złotego w sytuacji braku jednoczesnej ekspozycji inwestorów na zmiany polskiej waluty i rentowności obligacji, nie zmienia jednak zasadniczo oceny fundamentów polskiej gospodarki). Druga popularna hipoteza wskazuje na problemy NBP z szacowaniem wielkości polskiego importu (hipotezę tę do pewnego stopnia wspierają lustrzane statystyki z gospodarki niemieckiej). Według tej hipotezy saldo na rachunku obrotów bieżących miałyby być w rzeczywistości znacznie bardziej negatywne, a Polska miałaby okazać się typowym przykładem gospodarki z problemem tzw. podwójnego deficytu (deficyt budżetowy i deficyt na rachunku obrotów bieżących). Oznaczałoby to postawienie na głowie dotychczasowego sposobu patrzenia na Polskę jako kraju o zdrowych proporcjach w handlu zagranicznym, wykorzystującego kosztową przewagę konkurencyjną (nie zaś finansującego jedynie nadmierną konsumpcję) i zapewne znaczną deprecjację złotego.

Oczekiwanie na pełne rozwikłanie zagadki salda błędów i opuszczeń może okazać się jednak zbyt naiwne. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się ograniczona rewizja danych NBP i utrzymanie nadal wysokiego poziomu salda błędów i opuszczeń.

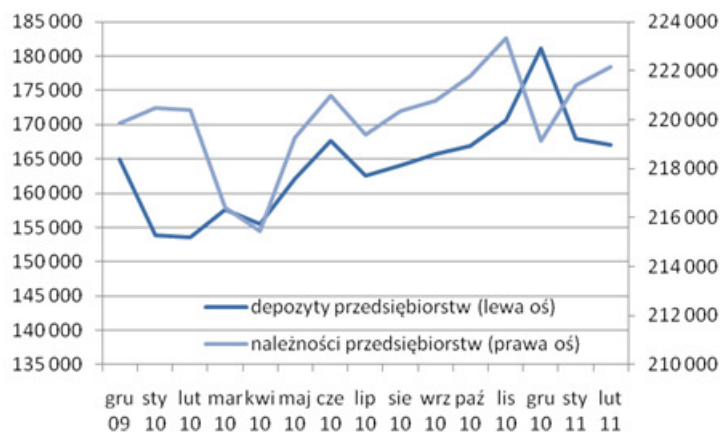
Podaż pieniądza M3 wzrosła w lutym 8,3% r/r oraz 0,9% m/m

Po niewielkim załamaniu w styczniu (-0,8% m/m) wzrosła wartość należności gospodarstw domowych do 0,8% m/m oraz 13,7% r/r. W dynamice rocznej kontrybucja efektu kursu walutowego wzrosła w lutym do 4,8pp. z 4pp. w styczniu, co było związane z osłabieniem się złotego względem franka szwajcarskiego o 0,045zł (na koniec miesiąca), a także ze wzrostem dynamiki po wyłączeniu efektu kursowego o 0,4pp.



Depozyty gospodarstw domowych zanotowały dynamikę 9,7% r/r po 9,4% r/r w styczniu. Spodziewamy się utrzymania rocznej dynamiki wartości depozytów gospodarstw domowych na poziomie powyżej 9% oraz rocznej dynamiki kredytów na poziomie powyżej 12% (w dłuższym terminie wzmacnianej przez umacniającego się złotego), pomimo wprowadzonych (rekomendacja T) i zapowiadanych zaostrzeń polityki kredytowej banki oczekują wzrostu popytu m.in. na kredyty mieszkaniowe.

Miesięczna dynamika depozytów przedsiębiorstw okazała się drugi miesiąc z rzędu ujemna, choć znacznie mniej co do wartości bezwzględnej: $-0,6\%$ m/m wobec $-7,3\%$ m/m w styczniu. Podobnie jak w styczniu roczny przyrost wartości należności przedsiębiorstw okazał się dodatni - na poziomie $0,8\%$ r/r (po $0,4\%$ r/r w styczniu). Tym samym potwierdza się nasza teza sprzed miesiąca o powolnym ożywieniu inwestycyjnym (na razie finansowanym jednak ciągle głównie ze środków własnych).



Produkcja przemysłowa w strefie euro nie zaskoczyła

Produkcja przemysłowa w strefie euro w styczniu wzrosła o $0,3\%$ m/m, zgodnie z oczekiwaniami. Wysoki wzrost zanotowała produkcja dóbr nietrwałych ($2,5\%$ m/m) oraz dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku ($2,5\%$ m/m), a spadki produkcja nietrwałych dóbr konsumpcyjnych ($-0,2\%$ m/m) oraz produkcja dóbr kapitałowych ($-0,3\%$ m/m). Produkcja przemysłowa w całej Unii Europejskiej zanotowała wzrost o $0,6\%$ m/m.

Zróżnicowanie geograficzne dynamiki produkcji przemysłowej utrzymuje się. Portugalia zanotowała najniższy wynik ze wszystkich krajów strefy: $-4,2\%$ m/m, słabe wyniki osiągają również pozostałe kraje grupy PIIGS: Irlandia: $-1,0\%$ m/m oraz Włochy: $-1,5\%$ m/m (wyjątkiem jest Hiszpania: $1,4\%$ m/m). Dobre wyniki notują z kolei kraje bałtyckie (tutaj w styczniu słabiej wypadła z kolei Łotwa). Liderem wzrostu wśród największych gospodarek są Niemcy, notujące już 4 miesiąc z rzędu dwucyfrowy wzrost w ujęciu rocznym, dobry wynik zanotowała również Francja: $1,1\%$ m/m.

Obserwowana dywergencja stóp wzrostu była jednym z tematów rozmów szefów rządów krajów strefy euro w miniony piątek. Szefowie rządów nie zdecydowali się jednak na umożliwienie EFSF zakupu papierów na rynku wtórnym – tym samym ostatnią deską ratunku wciąż pozostają zakupy finansowane przez kreację pieniądza ECB. Mimo cyklicznej potrzeby zacieśnienia tylko w największych gospodarkach strefy euro, problem destabilizacji oczekiwań inflacyjnych jest problemem występującym na obszarze całej strefy i to właśnie ten aspekt polityki pieniężnej będzie podstawową przesłanką do podwyżki stóp procentowych na kwietniowym posiedzeniu.

Decyzja RPP, 5. kwietnia

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

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.021
USD/PLN	2.883
CHF/PLN	3.106

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.399
EUR/JPY	114.200
EUR/PLN	4.023
USD/PLN	2.879
CHF/PLN	3.112

Możliwość wystąpienia radioaktywnego wycieku z elektrowni atomowej w Japonii popchnęła indeksy giełdowe głębiej w dół (Nikkei na zamknięciu spadł o ponad 10%) a także spowodowała przecenę na EURUSD, po kolejnym nieudanym ataku na poziomy powyżej 1,40. Do powyższego nie potrzeba już nawet dodawać ruchów wojsk Kadaffiego w Libii, aby otrzymać kolejny dzień ze znaczną awersją do ryzyka. Choć ostatnie ruchy (szczególnie na giełdach) mogą wydawać się zbyt gwałtowne i należałoby się spodziewać przynajmniej częściowego odreagowania, dzisiejsze dane realne (przede wszystkim indeks ZEW) pozostaną na dalszym planie. Komunikat FOMC będzie natomiast jak zwykle przeanalizowany z uwagą: oprócz jednak pierwszego głosu sprzeciwu ze strony Plossera bądź Fishera (lub obydwu) komunikat prawdopodobnie nie wskaże jeszcze jednoznacznej ścieżki wyjścia z ekspansywnej polityki pieniężnej.

Złoty słabszy. Presja na osłabienie złotego wiąże się przede wszystkim z wydarzeniami w Japonii i rosnącą awersją do ryzyka. Złoty na dzisiejszym otwarciu osłabił się do poziomu 4,0700. Dodatkowo osłabienie złotego może być stymulowane wątpliwościami rynku co do powodów przełożenia wczorajszej publikacji danych o bilansie płatniczym.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

EURUSD oparty o linię trendu i 61,8% Fibo. Z tej pozycji ataki na ostatnie maksima wciąż są prawdopodobne, jednak rozciąganie ich w czasie zwiększa prawdopodobieństwo korekty z pierwszym celem na poziomie 1,3771 a następnie 1,3513.

Wsparcie	Opór
1,3900	1,4281
1,3771	1,4074
1,3680	1,4035

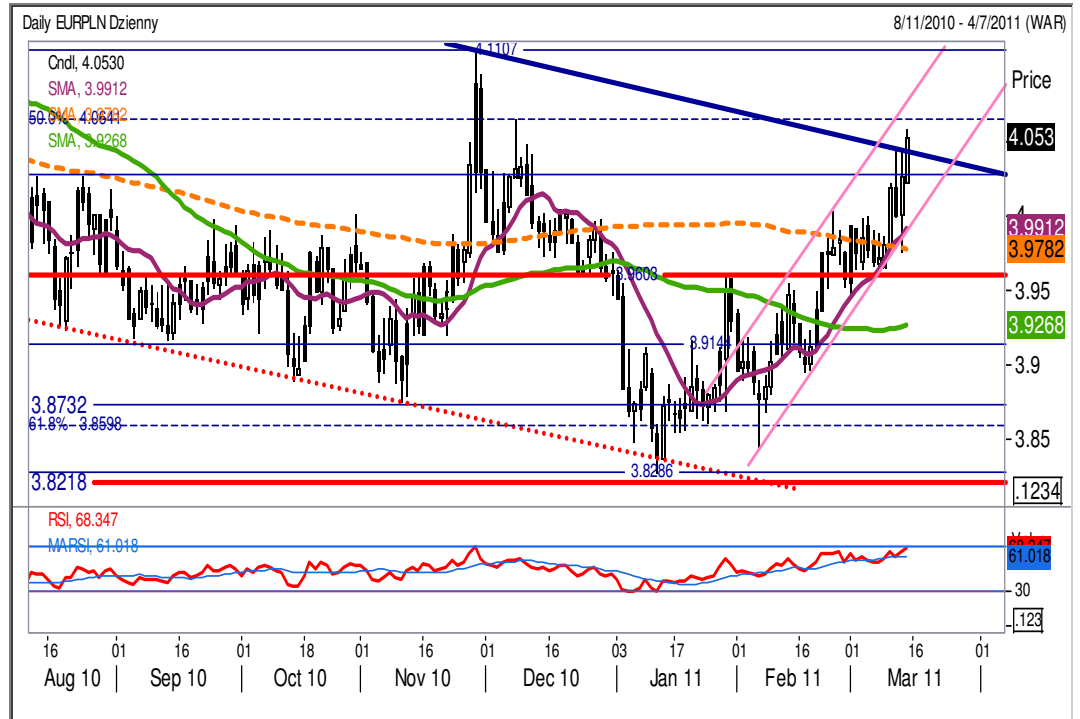


Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Przebita średniokresowa linia trendu aprecjacyjnego PLN. Najbliższy opór na poziomie 50% Fibo oraz górnego ograniczenia krótkoterminowego kanału deprecjacyjnego (przedział 4,06-07). Przebicie otwiera drogę do 4,11. Prawdopodobieństwo silnego, jednorazowego ruchu w górę jest jednak duże, bo rynek jest wykupiony (strzał stochastyczny). Dzisiejsze zamknięcie poniżej 4,04 oddala realizację powyższego scenariusza.

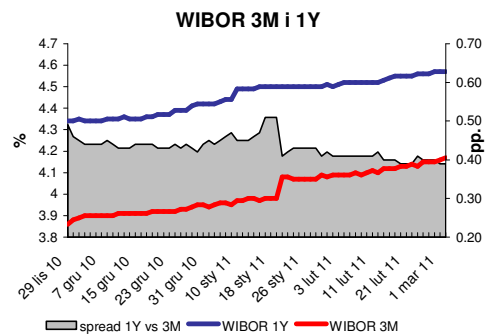
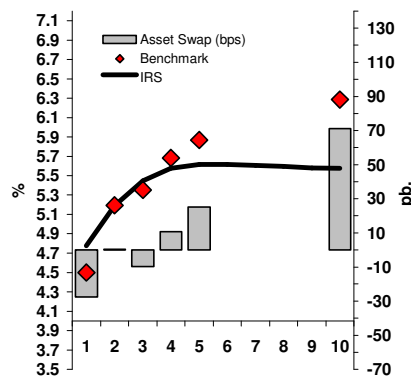
Wsparcie	Opór
4,0272	4,1107
3,9603	4,0763
3,9245	4,0641



Źródło: Reuters

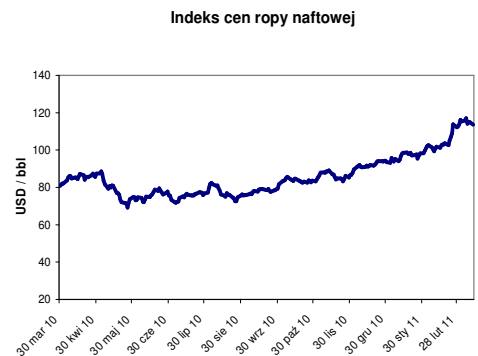
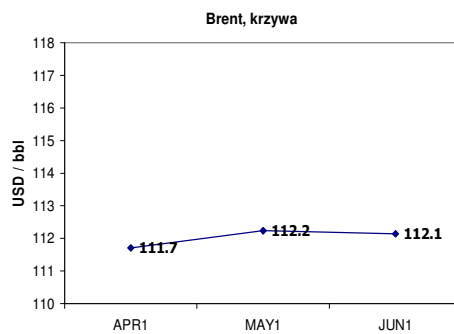
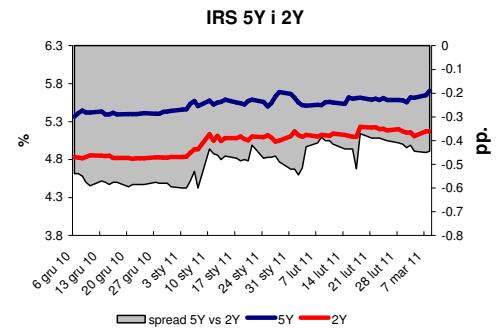
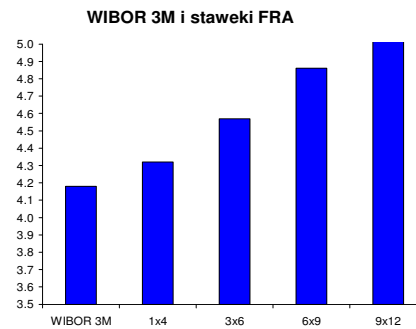
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4.75	4.80
2Y	5.17	5.22
3Y	5.42	5.48
4Y	5.55	5.60
5Y	5.59	5.64
6Y	5.59	5.64
7Y	5.58	5.63
8Y	5.57	5.62
9Y	5.56	5.61
10Y	5.55	5.60



depo	BID	ASK
ON	3.50	3.79
1M	3.70	3.89
3M	3.99	4.18

FRA	BID	ASK
1x2	4.04	4.09
1x4	4.27	4.32
3x6	4.54	4.57
6x9	4.83	4.86
9x12	5.17	5.22



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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.