

**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**Daily Letter****wtorek, 22 marca 2011**

STRON: 6

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
GBR	11:30	Inflacja CPI r/r	luty	-	4,2%	4,0%
USA	13:30	Przemówienie Fishera	-	-	-	-
POL	14:00	Inflacja bazowa	luty	2,0%	2,1%	1,6% (gru)

Wywiad z prezesem NBP: Projekcja umiarkowanie ostrzegawcza. RPP powinna reagować na politykę NBP. Skala podwyżek wyceniana przez rynek nadmierna.

W najnowszym wywiadzie Belka wykazał się nieco większym optymizmem jeśli chodzi o stan koniunktury: „Ożywienie gospodarcze postępuje, chociaż nie wszystkie ostatnie dane są wystarczająco dobre” i mniejszym optymizmem jeśli chodzi o procesy inflacyjne „Bieżący wskaźnik inflacji rocznej jest wysoki i może mieć wpływ na oczekiwania inflacyjne. Również nie można ignorować wysokiej dynamiki cen producentów”.

Belka określił wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej jako „umiarkowanie ostrzegawcze” i, że z projekcji należy wyciągnąć wnioski. Belka dodał również, że projekcja NBP nie uwzględnia szybszego zacieśnienia w Eurolandzie. Jeśli do takiego dojdzie również polska RPP będzie zmuszona szybciej podnieść stopy procentowe. Wywiad Belka zakończył stwierdzeniem, że Bank centralny jak dobry lekarz nie powinien aplikować lekarstwa (podwyżek stóp) ponad niezbędną normę, oraz, że rynek przecenia wyceniając skalę zacieśnienia na 100pb w skali rocznej.

Naszym zdaniem ton wywiadu, w połączeniu z już niemal pewną podwyżką kwietniową w Eurolandzie, wskazuje, że Belka (a więc i RPP) zdecyduje się na szybką podwyżkę stóp (już w kwietniu), zwłaszcza że spodziewamy się wzrostu inflacji i oczekiwań inflacyjnych. Należy jednak podkreślić, że Rada (bardziej gołębia niż neutralna w swoich poglądach) będzie nadzwyczaj skłonna do ograniczenia całkowitej skali zacieśnienia (pretekstem może być zawrócenie rocznego wskaźnika inflacji). Na razie jednak poglądy Rady na skalę zacieśnienia podparte są raczej nadzieją co do łagodnego przebiegu procesów inflacyjnych i kontrastują z krótkookresowymi perspektywami inflacji oraz słabością kursu złotego.

Niższy deficyt na rachunku obrotów bieżących. Brak rewizji (przynajmniej na razie). Ciągłe duże saldo błędów i opuszczeń.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł w styczniu 930mln EUR. Stąd też bardziej zbliżony był do naszych szacunków opartych na danych GUS dotyczących bilansu handlowego niż wcześniejszych szacunków opartych na agregatach ekonomicznych. Rozwiązała się zagadka przesunięcia publikacji: z jednej strony NBP zwrócił się do GUS w sprawie wyjaśnienia znacznego wyhamowania importu w styczniu (na ten fenomen zwracaliśmy uwagę w porannym komentarzu), z drugiej rewizji została poddana baza podmiotów podlegających sprawozdawczości miesięcznej i kwartalnej (ten fakt rzuca nowe światło na znaczne rewizje występujące zawsze w danych kwartalnych).

Co do składowych rachunku obrotów bieżących, odnotowano zwiększenie eksportu do 10201mln EUR oraz znaczny spadek importu do 9926mln EUR, co jest zgodne z wcześniej opublikowanymi danymi GUS. Tym samym odnotowano **nadwyżkę** w bilansie handlowym (275mln EUR), podczas gdy oszacowania płynące z agregatów makro (produkcja, sprzedaż) sugerowałyby raczej deficyt, i to w dwukrotnie wyższy co do wartości bezwzględnej. Co prawda tendencja taka jest w pełni zgodna z hipotezą efektów substytucyjnych na konsumpcji w pierwszym kwartale 2011 roku, jednak skala dostosowania wydaje się bardzo duża... Co do pozostałych komponentów, odnotowano zawężenie dodatniego salda usług do 259mln EUR, rozszerzenie negatywnego salda dochodów do -1305mln EUR oraz deficyt na rachunku transferów bieżących (-159mln EUR).

Bezpośrednią reakcją na dane było umocnienie złotego (około 1 figury do 4,0450, następnie w dalszej części dnia kontynuowane do 4,0250). Pozostaje pytanie, jak długo inwestorzy będą na poważnie traktować dane z rachunku bieżącego, skoro saldo błędów i opuszczeń pozostało silnie ujemne, w samym styczniu na poziomie -1593mln EUR (3,5% PKB w skali rocznej). Dlaczego, skoro osiągnana jest tylko niewielka nierównowaga w przepływach bieżących, złoty przez cały styczeń tracił (w lutym zresztą również)? **Czy nie mamy do czynienia z sytuacją, gdzie kurs pozwalający na zrównoważenie przepływów bieżących w gospodarce polskiej znajduje się dużo wyżej**, a wyglądający na aprecjacyjny trend był dotąd generowany spekulacyjnymi zakupami inwestorów, „przepychających” rynek na niewielkim poziomie obrotów, podczas gdy relacja „prawdziwego” (łącznie z saldem błędów i opuszczeń) deficytu na rachunku obrotów bieżących do PKB wynosi 7% (na taki scenariusz wskazywał dziś doradca prezesa NBP M. Gronicki)? Taki poziom deficytu (nawet ukryty) powinien wygenerować pogorszenie atrakcyjności polskiej waluty w oczach zagranicznych inwestorów (poziom 5% deficytu uznawany jest przez MFW jako niemożliwy do utrzymania bez deprecjacji waluty). Gdy zakupy spekulacyjne znikną (czytaj finansowanie zacznie się pogarszać) powrócimy do równowagi generowanej przez realne przepływy pieniężne. Tym szybciej to nastąpi, im dłużej osłabienie złotego będzie kontrastować z poprawą oficjalnych danych o rachunku bieżącym.

Słabsze dane z rynku nieruchomości w USA

Sprzedaż domów na rynku wtórnym w lutym wyniosła 4,88 mln SAAR wobec konsensusu na poziomie 5,36 mln oraz 5,4 mln w styczniu (po rewizji). Pomimo poprawy na rynku pracy wysoka podaż na pierwotnym rynku nieruchomości sprawia, że ceny utrzymują się na całym rynku na niskim poziomie. W tej sytuacji osoby po raz pierwszy kupujące dom

często decydują się na zakup nowo wybudowanych nieruchomości. Świadczy o tym fakt, że udział osób kupujących dom po raz pierwszy w ogóle kupujących wyniósł w lutym na rynku wtórnym 34%; o 8 pp. mniej niż przed rokiem. Duża ilość domów jest za to kupowanych w całości za gotówkę: 33%, o 5 pp. więcej niż przed rokiem. Ta tendencja związana jest z kolei z faktem, że rynkiem nieruchomości coraz bardziej interesują się inwestorzy, którzy kupują domy po niskich cenach w całości za gotówkę, w dużej mierze w celach spekulacyjnych. Zachętą do przełożenia zakupu domu (zwłaszcza tych z rynku wtórnego) na przyszłość są również oczekiwania odnośnie nawisu podażowego domów na tym rynku, pochodzącego z bogatego bankowego portfela nieruchomości, które pochodzą z procedury foreclosure – jeśli te domy trafią w końcu na rynek, ceny będą prawdopodobnie bardzo atrakcyjne. Z uwagi na potencjalnie neutralizujący się wpływ najważniejszych czynników wpływających na decyzję o kupnie domu (z jednej strony poprawa na rynku pracy, z drugiej oczekiwania na dalsze okazje cenowe, czy też po prostu wykorzystanie rynku pierwotnego) nie oczekujemy wyraźnej tendencji na wtórnym rynku nieruchomości przez najbliższe miesiące.

Dekompozycja, tak geograficzna, jak i cenowa, wskazuje na znaczne zróżnicowanie sytuacji na rynku. Najszybciej rośnie sprzedaż domów o cenie poniżej 100 tys. USD: była ona o 7,8% wyższa niż przed rokiem. Dotyczy to w szczególności regionu zachodniego, gdzie sprzedaż była o 29,6% wyższa. Najsłabiej wypada z kolei sprzedaż domów w segmencie średnim, gdzie sprzedaż była o 7,7% niższa niż przed rokiem, a najgorzej wypada region środkowo-zachodni: sprzedaż znalazła się o 16,2% poniżej poziomu sprzed roku.

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	4.048
USD/PLN	2.859
CHF/PLN	3.157

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.422
EUR/JPY	115.330
EUR/PLN	4.027
USD/PLN	2.831
CHF/PLN	3.129

EURUSD mocniejszy. Do poprawy nastrojów na EURUSD przyczyniły się wypowiedzi Tricheta, w których potwierdził wszystko to, co ECB przekazał w ostatnim komunikacie (po korekcie pod koniec ubiegłego tygodnia notowania 2Y IRS powróciły niemal do szczytu wygenerowanego jastrzębim komunikatem z konferencji). Dolar nie wspierały natomiast dane z amerykańskiego rynku nieruchomości, co również przełożyło się na siłę euro. Dziś ubogi kalendarz publikacji, jednak ewentualnie wysoki odczyt inflacji w Wielkiej Brytanii może także wspierać oczekiwania na podwyżki stóp w strefie euro. Z drugiej strony jastrzębi Fisher (a jaki mógłby być w obecnym momencie, przy obecnej konstelacji danych ze sfery realnej) może nieco wesprzeć dolara zwłaszcza jeśli pojawi się odniesienie do sprzedaży papierów przez Fed – a jaki może mieć to wpływ na rynek niech świadczy wczorajsza reakcja na źle odczytany komunikat.

Złoty mocniejszy. Na umocnienie złotego przede wszystkim wpływ miała publikacja

lepszych danych o bilansie płatniczym. Co prawda utrzymało się rekordowe saldo błędów i opuszczeń, ale zgodnie z naszymi oczekiwaniami niższy deficyt handlowy pozwolił na krótkookresowe odreagowanie na złotym (złoty przez chwilę umocnił się dop poziomu 4,02 wobec euro) W średniej perspektywie nic się nie zmienia, ciągle bardzo prawdopodobne jest, że złoty nie jest wyraźnie niedowartościowany, a polską gospodarke cechuje nadmierny deficyt handlowy.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

EURUSD kontynuuje trend wzrostowy, jednak rynek jest już znacznie wykupiony. W okolicach 1,43 notowania napotkają na solidny opór w tych okolicach oczekivalibyśmy przynajmniej korekty do linii trendu, czyli w okolice 1,3900.

Wsparcie	Opór
1,4074	1,4500
1,3900	1,4284
1,3771	1,4204

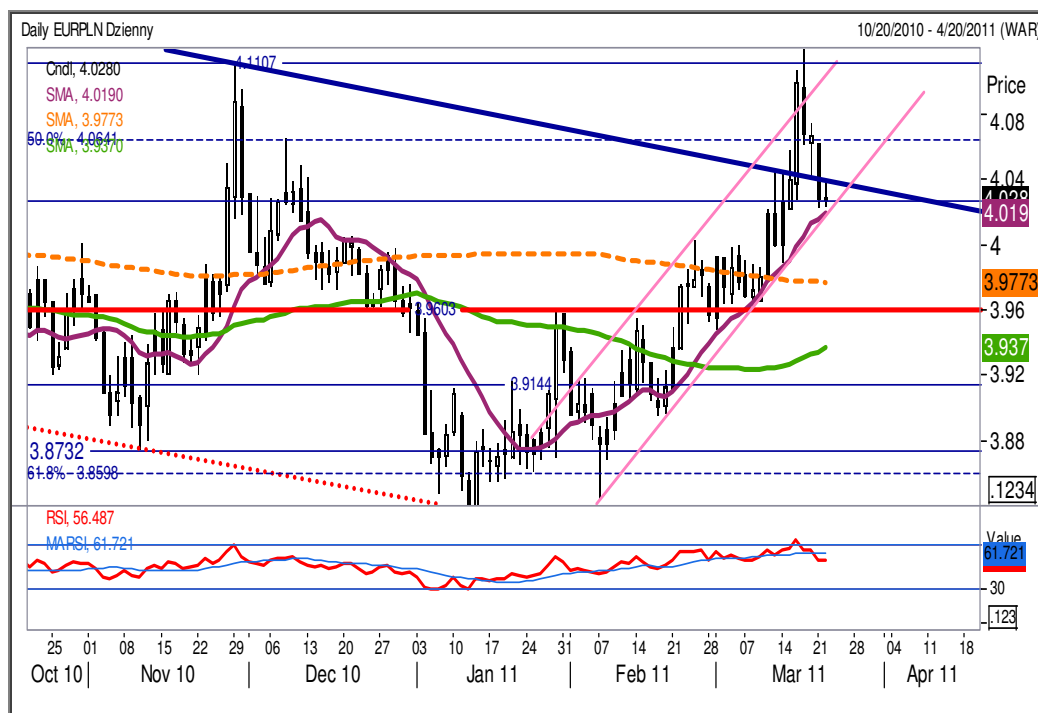


Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Złoty osiągnął korekcyjny cel na poziomie 4,02. Spodziewamy się powrotu w górę kanału deprecjacyjnego z pierwszym celem na poziomie 4,0641. Przejście przez średnią oraz dolne ograniczenie kanału przekreśla deprecjacyjny układ.

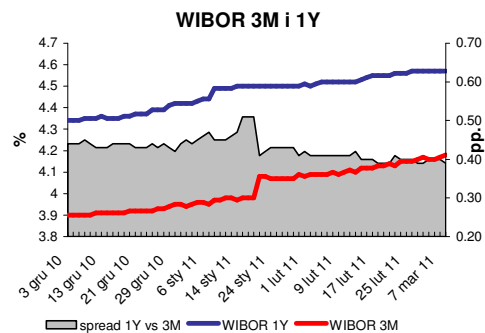
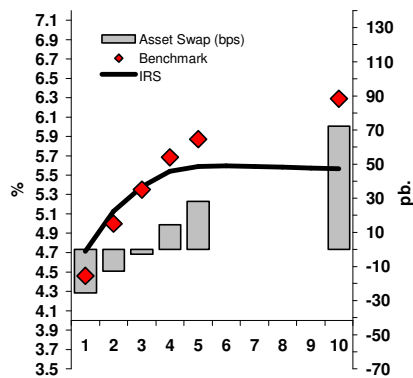
Wsparcie	Opór
4,0176	4,1107
3,9773	4,0641
3,9603	4,0392



Źródło: Reuters

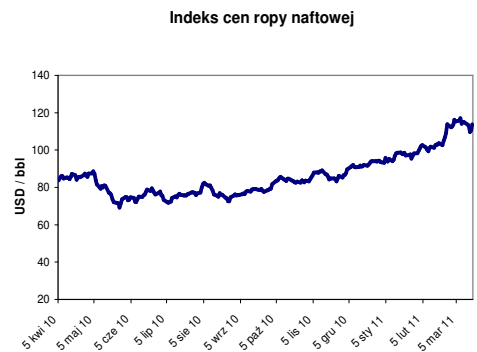
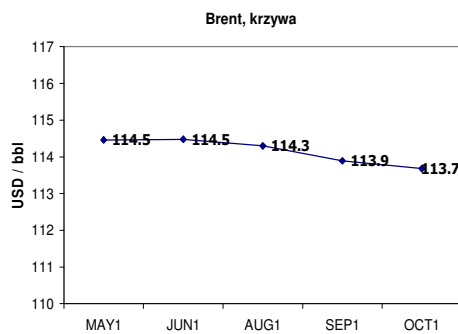
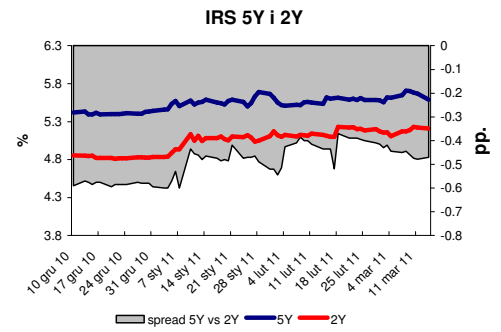
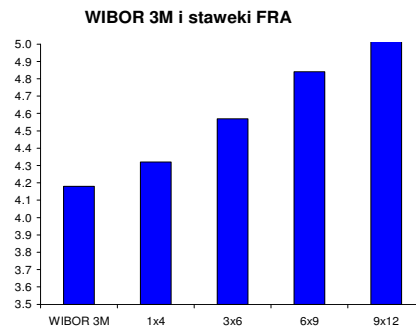
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4.69	4.74
2Y	5.10	5.15
3Y	5.36	5.41
4Y	5.52	5.57
5Y	5.57	5.62
6Y	5.57	5.62
7Y	5.57	5.62
8Y	5.56	5.61
9Y	5.55	5.60
10Y	5.54	5.59



depo	BID	ASK
ON	3.28	3.58
1M	3.26	3.41
3M	4.01	4.21

FRA	BID	ASK
1x2	4.04	4.09
1x4	4.27	4.32
3x6	4.54	4.57
6x9	4.81	4.84
9x12	4.99	5.05



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 OBROcie 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 MIĘDZYPANOWEGO 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.