

**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**piątek, 22 kwietnia 2011****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
BRAK ISTOTNYCH DANYCH						

Koordinacja polityki NBP i Ministerstwa Finansów

Spotkanie Ministra Finansów z szefem NBP przyniosło szereg deklaracji mających na celu poprawę policy mix (zmniejszenie jej restrykcyjności) oraz zmniejszenie nadpłynności w sektorze bankowym. Szef NBP wyraził (tym razem) pozytywną opinię co do planów zacieśnienia fiskalnego nazywając je „ambitnymi”. Informacją, która wstrząsnęła rynkiem walutowym (umocnienie złotego do poziomu poniżej 3,94 wobec euro) i stopy procentowej (spadek rentowności o 7pb) była jednak deklaracja o regularnej wymianie środków unijnych przez MinFin bezpośrednio na rynku. Celem tej deklaracji było wsparcie kursu złotego, zmniejszenie zewnętrznej presji inflacyjnej oraz wpłynięcie na oczekiwania inflacyjne i te dotyczące przyszłej ścieżki stóp procentowych zarówno wśród gosp. domowych, jak i inwestorów. MinFin zadeklarował, że skala operacji wymiany walut może teoretycznie sięgnąć 14 mld euro w tym i 18 mld euro w przyszłym roku. Nie wydaje nam się, aby MinFin agresywnie już teraz zaczął wymieniać waluty (choć prawdopodobnie czynił tak w przeddzień deklaracji), a zapowiedź regularnej wymiany walut to przede wszystkim ubezpieczenie od istotnego osłabienia waluty w przypadku mniej restrykcyjnej polityki monetarnej – a taka na wspólnej konferencji MinFinu i NBP została zapowiedziana.

W średnim okresie ciężko ocenić, czy obecność MinFinu na rynku walutowym rzeczywiście przełoży się na istotną aprecjację złotego. Poprzez ograniczenie zacieśnienia monetarnego (a taki właśnie cel ma wymierzona w kanał kursowy akcja MinFinu) Ministerstwo jednocześnie czyni polską walutę mniej atrakcyjną z punktu widzenia carry trades (tym bardziej, że zacieśnienie w strefie euro będzie kontynuowane).

Zapowiedź o walce z inflacją przy pomocy kursu może być jednak całkiem skuteczną krótkookresowo – efekt jest niemal natychmiastowy i widoczny choćby na cenach paliw. Naszym zdaniem żądza odtrąbienia szybkiego sukcesu na polu walki z inflacją może oznaczać, że pomimo chęci ograniczenia skali zacieśnienia, RPP może zdecydować się na podwyżkę stóp w najbliższym czasie (maj lub czerwiec). Dzięki temu poprawiłaby się

wiarygodność RPP i wsparta zostałaby polska waluta. RPP, pomimo swojej ewidentnej gołębiości, może tak również zareagować na kolejne dane o rosnących oczekiwaniach inflacyjnych (o ile odczyt kwietniowy nie powinien różnić się znacznie od marcowego to już w maju – zważywszy na mechanizm formułowania tych oczekiwań – może znaleźć się powyżej 5%).

Raport o koniunkturze NBP

Najważniejszą informacją płynącą z opublikowanego wczoraj przez NBP raportu „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw (...)” jest wzrost oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw. Jest to główna przyczyna dla której firmy oceniły swoją bieżącą sytuację nieco gorzej niż kwartał wcześniej (ten kanał wpływu cen znamy już z ostatnich wypowiedzi członków RPP); same oczekiwania dotyczące sytuacji gospodarczej poprawiają się. Naszym zdaniem badania koniunktury NBP mogą być dla RPP ważniejsze od faktycznie napływających danych, gdyż diagnoza sytuacji gospodarczej (prezentowana w szerszym zakresie w „Minutes”) odpowiada dokładnie stanowi gospodarki opisywanemu w tych badaniach. Sytuacja gospodarcza pozostaje dobra a w najbliższym czasie pojawi się sporo nowych czynników podtrzymujących aktywność gospodarczą (przede wszystkim dodatkowe zatrudnienie, dalsze wzrosty płac, a także stopniowy wzrost aktywności inwestycyjnej). Co najważniejsze jednak dla polityki pieniężnej, pojawia się wyraźna presja na podwyżki cen, która na razie nie przekłada się na wyższe żądania płacowe.

Wzrost oczekiwań inflacyjnych świadczy o tym, że obserwowane ostatnio wyższe odczyty mierników inflacji (CPI, PPI) były zaskoczeniem nie tylko dla rynków, ale i dla przedsiębiorstw. Oczekiwany kwartalny wzrost cen surowców znalazł się na rekordowym poziomie w badanym okresie: 4,1%. Oczekiwane jest przeniesienie tego wzrostu na ceny wyrobów gotowych – zwłaszcza w handlu.

W zakresie zatrudnienia raport sugeruje, że niższy odczyt w marcu miał charakter jednorazowy. Wyraźnej poprawie uległy zwłaszcza prognozy zatrudnienia w firmach oczekujących wzrostu produkcji, szczególnie jeśli zamierzają one również rozpoczynać inwestycje (podkreśla to tylko regułę, że inwestycje idą w parze z zatrudnieniem, oczywiście z odpowiednim opóźnieniem). W porównaniu z poprzednim kwartałem większa liczba firm planuje podwyżki płac, obejmą one również większą część ogółu zatrudnionych. Wzrost wynagrodzeń – choć występuje – nie jest jednak znaczący (średnia wysokość planowanych podwyżek znalazła się na niższym poziomie niż przed kwartałem). Wskazuje to na to, że ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy w II kw. br. jest niskie (dodajmy, że ankiety w oparciu o które opracowano raport były wypełniane w marcu), czym właśnie najprawdopodobniej podpierają się członkowie RPP.

Co do inwestycji, aktywność przedsiębiorstw w tym zakresie ma się utrzymać w drugim kwartale na poziomie poniżej średniej, lecz pozostaje w trendzie wzrostowym. W dalszym ciągu rozpoczęcie nowych inwestycji planują przede wszystkim duże przedsiębiorstwa; dodatkowo, ich aktywność inwestycyjna cały czas rośnie. W mniejszych przedsiębiorstwach zanotowano nawet nieznaczny spadek wskaźnika nowych inwestycji. W ujęciu sektorowym zanotowano spadek nowych inwestycji w budownictwie (czwarty kwartał z rzędu), a także w przetwórstwie przemysłowym. Podstawową determinantą

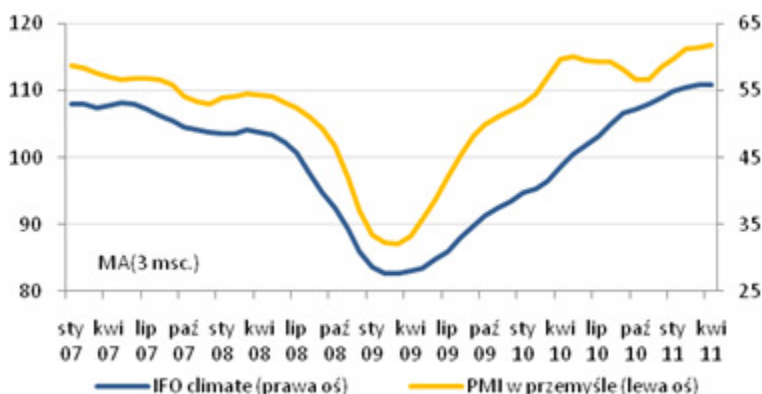
ostrożności przedsiębiorstw w formułowaniu planów inwestycyjnych jest niepewność dotycząca przyszłego popytu na towary i usługi. Uważamy, że do rozwiązania (przynajmniej częściowego) tej niepewności dojdzie w 2011 roku i aktywność inwestycyjna wyraźnie przyspieszy, zwłaszcza że banki gotowe są do udzielania kredytów.

Ciekawie przedstawia się wynik ankiety dot. finansowania inwestycji, a konkretnie analiza wrażliwości sposobu finansowania od poziomu stóp procentowych. Okazuje się, że odsetek przedsiębiorstw korzystających z kredytu podwoiłby się w przypadku spadku oprocentowania kredytów, natomiast pozostałyby bez wielkich zmian w sytuacji zacieśnienia kosztów kredytowania – zacieśnienie nie stanowi więc w tym przypadku zagrożenia w zakresie wykorzystania kredytu (bardziej wyraźne przetasowania występują tylko w przypadku form finansowania poza-kredytowego). Ciekawe byłoby pytanie (nota bene rozwiewające część wątpliwości RPP odnośnie „duszenia” aktywności gospodarczej) odnośnie odsetka przedsiębiorstw planujących aktywność inwestycyjną w zależności od stóp procentowych. Warto byłoby je rozważyć w kolejnej ankiecie.

Lepsza ocena sytuacji bieżącej i gorsze oczekiwania niemieckich przedsiębiorców

Wartość indeksu Ifo dla Niemiec zmalała w kwietniu do 110,4 pkt. z 111,1 pkt. w marcu – jest to drugi miesiąc spadków po osiągnięciu w lutym historycznym maksimum 111,3pkt. Spadek indeksu kolejny raz spowodowany jest jedynie (!) słabnącymi oczekiwaniami respondentów (sub-indeks oczekiwań spadł z poziomu 106,5 do 104,7 pkt.), nie zaś oceną sytuacji bieżącej (sub-indeks wzrósł ze 115,8 do 116,3 pkt.).

Firmy przemysłowe znacznie lepiej oceniają swoją sytuację, efektywniej wykorzystują moce produkcyjne, wprowadzają nowe rozwiązania technologiczne, co wpływa na nieznacznie słabnącą skłonność do zatrudniania nowych pracowników. W budownictwie, choć sub-indeks pozostaje ujemny, odnotowano wyraźną poprawę sytuacji bieżącej (z -7,2 do -5,7pkt.) – zgodnie zresztą z tendencją charakterystyczną dla całego agregatu Ifo. W sprzedaży (zarówno detalicznej jak i hurtowej) ankietowani wskazali na pogorszenie sytuacji obecnej i oczekiwanej. W sektorze usług sytuacja wygląda podobnie – ocena sytuacji bieżącej wygląda korzystniej powracając do trendu wzrostowego formującego się od ponad roku (z wyłączeniem marca, gdy sub-indeks spadł o 5pkt.) i plasując się na poziomie 36pkt., zaś oczekiwania odnośnie przyszłej sytuacji spadają od lutego (w kwietniu 22pkt.).



Oczekiwania w ankiecie dotyczą przyszłych sześciu miesięcy i ich bardziej pesymistyczny wydźwięk kolejny miesiąc z rządu może być spowodowany niepewną sytuacją globalną, a przede wszystkim podwyżką stóp przez EBC oraz spodziewanym dalszym zacieśnieniem; nie bez znaczenia pozostaje zapewne także obawa o przerwy w dostawach z Japonii. Nie spodziewamy się jednak, aby skala podwyżek była dostosowana wyłącznie do silnej niemieckiej gospodarki, która jest siłą napędową strefy euro (wskazały na to też wtorkowe odczyty indeksów PMI) ze względu na problemy notowane w krajach peryferyjnych. Tym samym sytuacja niemieckich firm pozostanie w najbliższym czasie na rekordowych poziomach pomimo spodziewanych dalszych delikatnych spadków indeksu Ifo (odzwierciedlających raczej efekt przesilenia i zwiększenie liczby respondentów odpowiadających neutralnie).



Decyzja RPP, 11. maja

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka 25 bps	90%
Stopy bez zmian	10%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Po przekroczeniu szczytów z 1995 roku na EURUSD nastąpiła niewielka realizacja zysków, napędzana dodatkowo przez nieznaczne pogorszenie sentymentu do ryzyka (konsolidacja indeksów giełdowych w pobliżu szczytów, spadki rentowności bunda – szczególnie w drugiej części sesji). Wczorajsze wzrosty w kierunku 1,4650 były wyraźnie spowodowane zainteresowaniem wykonaniem opcji, gęsto ustawionych w przedziale 1,4600-650. Wsparcie ze strony danych ze sfery realnej okazało się nikłe, pomimo nieprzyjemnej niespodzianki ze strony tygodniowych danych z rynku pracy (znów jesteśmy na poziomie powyżej 450tys.) oraz silnego spadku Philly Fed (tu jednak należy zachować zimną głowę,

Fixing NBP	
EUR/PLN	3.979
USD/PLN	2.718
CHF/PLN	3.080

gdyż zmienność tego wskaźnika jest bardzo duża). Dziś brak danych, handel przedświąteczny. Oczekujemy konsolidacji w pobliżu szczytów.

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.455
EUR/JPY	119.090
EUR/PLN	3.941
USD/PLN	2.698
CHF/PLN	3.054

EUR/PLN wsparty przede wszystkim zapowiedziami MF o wymianie EUR na rynku zdołał umocnić się do 3,9400 (intraday nawet poniżej). Choć jednocześnie pozwoli to na prowadzenie łagodniejszej polityki pieniężnej (tego typu stwierdzenia padające z ust prezesa NBP podczas konferencji z Rostowskim spowodowały spadki rentowności o 7pb), uwiarygodnieniem ze strony RPP byłaby kolejna podwyżka stóp procentowych w maju lub w czerwcu, co powinno być pozytywne do złotego (szerzej o znaczeniu „umowy” pomiędzy MF i NBP piszemy w sekcji analizy). Dziś nie oczekujemy większych zmian. Otwarcie jest spokojne – inwestorzy nie wykorzystają prawdopodobnie niższej płynności do podciągnięcia kursu nieco w górę (zbyt duże ryzyko ze strony „wygładzającej” interwencji MF).

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

EURUSD z wigorem powrócił do trendu wzrostowego (ponad kreskę). Dziś spodziewamy się szerszej konsolidacji w okolicach 1,4535-1,4620. Wczorajszy odwrócony młotek (podobny do nagrobka...) nie powinien stanowić powodów do niepokoju, gdyż notowania były podciągane (zbyt szybko) pod opcje – raczej nie jest to sygnał odwrócenia trendu.

Wsparcie	Opór
1,4535	1,4971
1,4526	1,4662
1,4415	1,4620

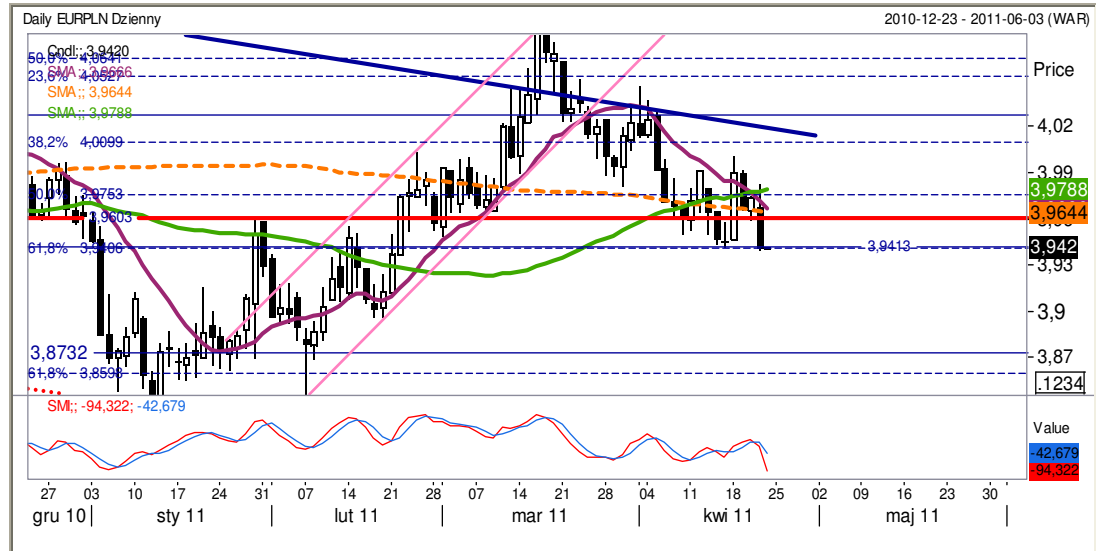


Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

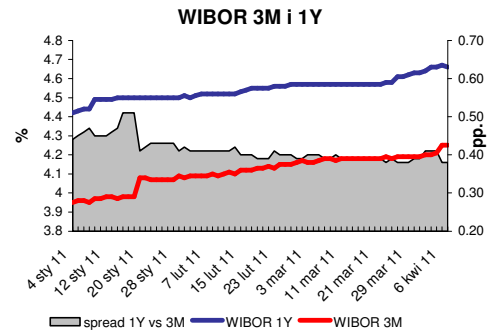
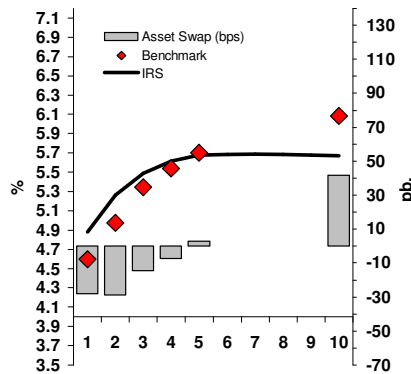
Korekta zatrzymana na poziomie średnich ruchomych. Wczoraj po raz kolejny wytestowane minima oraz Fibo (łącznie stanowią solidne wsparcie, którego sforsowanie otwiera drogę do 3,90). O góry solidny opór na poziomie średnich.

Wsparcie	Opór
3,9413	4,0100
3,9158	3,96/97
3,9000	3,9600



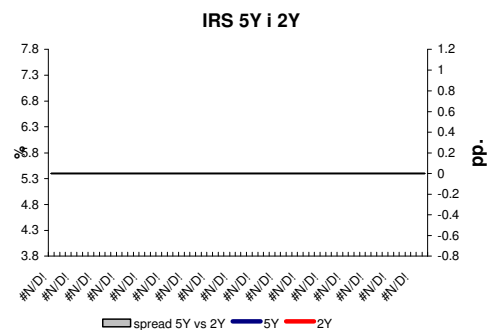
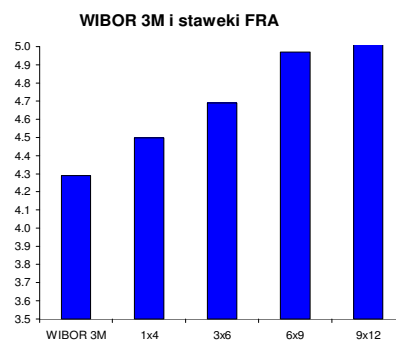
Rynek stopy procentowej, PLN

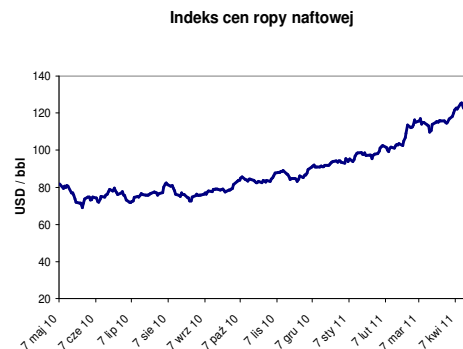
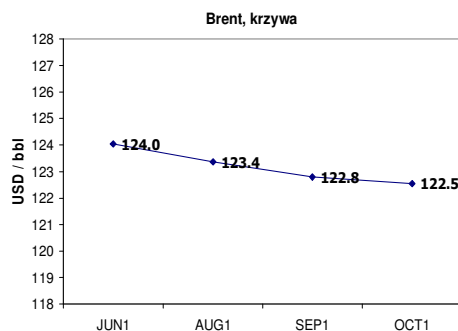
IRS	BID	ASK
1Y	4.85	4.90
2Y	5.24	5.29
3Y	5.46	5.51
4Y	5.59	5.64
5Y	5.65	5.70
6Y	5.66	5.71
7Y	5.66	5.71
8Y	5.66	5.71
9Y	5.65	5.70
10Y	5.64	5.69



depo	BID	ASK
ON	3.25	3.40
1M	3.60	3.75
3M	4.08	4.28

FRA	BID	ASK
1x2	4.29	4.34
1x4	4.44	4.50
3x6	4.66	4.69
6x9	4.94	4.97
9x12	5.17	5.23





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.