

**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****czwartek, 19 maja 2011**

STRON: 7

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	14:00	RPP „Minutes”	-	-	-	-
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 14.05	-	-	435tys.
USA	16:00	Leading indicators m/m	Kwiecień	-	0,1%	0,4%
USA	16:00	Philly Fed	Maj	-	20,5pkt.	18,5pkt.

Relatywnie niska dynamika zatrudnienia, pozytywna niespodzianka po stronie płac

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 3,9% w ujęciu rocznym (wobec naszej prognozy na poziomie 4,1%). W ujęciu miesięcznym liczba pracowników zwiększyła się o 5tys. co jest wynikiem dość skromnym jak na kwiecień i obecną fazę cyklu koniunkturalnego. Mamy uzasadnione obawy, że przyczyną niskiego wzrostu jest trudno wytłumaczalne zachowanie sekcji „administrowanie i działalność wspierająca”, w której pracę utraciło w ubiegłym miesiącu ponad 10tys. osób. Zwykle takie rozszady w obrębie tej kategorii miały charakter chochlika statystycznego i były „nadrabiane” już w kolejnym miesiącu. Wydaje nam się, że tym razem do korekty nie doszło, gdyż 5-6tys. osób to właśnie nasza prognoza obejmująca przetwórstwo przemysłowe, budownictwo i handel. Więcej wniosków będziemy w stanie wysnuć po lekturze bardziej szczegółowych danych (w Biuletynie Statystycznym). Już teraz ryzykujemy jednak twierdzenie, że rynek pracy pozostaje w bardzo dobrej kondycji – strukturalne załamanie zatrudnienia miałyby również konsekwencje dla dynamiki płac; tymczasem w tej kategorii odnotowaliśmy pozytywną niespodziankę.

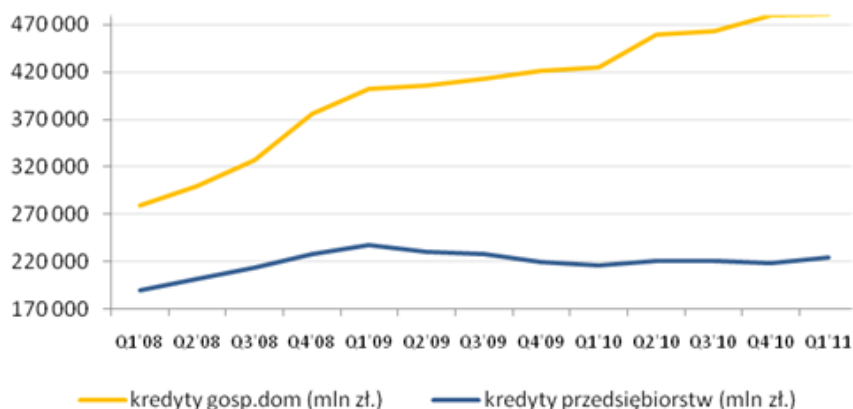
W kwietniu dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 5,9% z 4,0% zanotowanych w marcu. Odczyt tym bardziej imponujący, że w kwietniu mieliśmy do czynienia z negatywną różnicą w liczbie dni roboczych. Tylko częściowo ten skok w wynagrodzeniach tłumaczony może być przez wypłatę premii i zaległych podwyżek w górnictwie miedzi. Podtrzymujemy również naszą opinię, że w kolejnych miesiącach dynamika wynagrodzeń ukształtuje się na poziomie 5-6%, a więc powyżej poziomu wskazywanego przez prezesa NBP jako neutralnego z punktu widzenia perspektywy inflacyjnych.

Poziom kredytów stabilny, banki oczekują wzrostu popytu

NBP opublikował wczoraj raport dotyczący sytuacji na rynku kredytowym określający kierunek zmian polityki kredytowej (wśród ankietowanych banków) na II kwartał 2011r.

oraz wprowadzone w I kw. 2011r. zmiany.

Po kilku kwartałach zaostrzenia polityki kredytowej w stosunku do gospodarstw domowych I kwartał przyniósł złagodzenie polityki kredytowej zarówno w segmencie kredytów mieszkaniowych jak i konsumpcyjnych. Odpowiedzi banków nie były jednak jednorodne. W obszarze kredytów mieszkaniowych niewielkiemu zaostrzeniu kryteriów kredytowania (12% netto banków) towarzyszyło złagodzenie warunków kredytowania, w szczególności obniżka marż (80% banków). Zmiana polityki kredytowej w segmencie kredytów na nieruchomości wynikała przede wszystkim z presji konkurencyjnej, wzrostu udziału kredytów zagrożonych (może to być odbicie skutków boomu na kredyty mieszkaniowe w 2008 udzielanych przy bardzo złagodzonych warunkach, które z opóźnieniem trafiają do grona kredytów zagrożonych) oraz zmian popytu. W ujęciu netto popyt na kredyt mieszkaniowy zmalał (jako główny powód wskazywano zmianę sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych oraz zmiany w strukturze wydatków konsumpcyjnych), jednak część banków zaobserwowała wzrosty. Polityka kredytowa w tym segmencie w II kwartale pozostanie bez zmian (ew. lekkie złagodzenie), jednocześnie znacząca część banków oczekuje nieznacznego wzrostu popytu. Dla kredytów konsumpcyjnych sytuacja wygląda bardzo podobnie – zatem w stosunku do IV kw. 2010r. banki nie zmieniły znacząco (wtedy zaostrzonej) polityki kredytowej. Popyt na kredyty konsumpcyjne w ujęciu netto nie zmienił się, jednak banki oczekują niewielkiego wzrostu w II kw. 2011r. i jednocześnie zamierzają nieznacznie łagodzić kryteria udzielania kredytów po raz pierwszy od trzech kwartałów (co jest zastanawiające w kontekście obowiązującej od początku 2011r. rekomendacji T oraz wzrostu udziału kredytów zagrożonych).



Kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw biorąc pod uwagę IV kw. 2010r. i I kw. 2011r. zostały złagodzone we wszystkich segmentach. Przede wszystkim spadły marże, wzrosła maksymalna kwota kredytu oraz okres kredytowania. Najważniejszą przyczyną złagodzenia polityki kredytowej był wzrost presji konkurencyjnej ze strony innych banków. Co ciekawe po raz pierwszy od kilku kwartałów jakość kredytów została przez banki uznana za czynnik skłaniający do złagodzenia polityki kredytowej. W I kw. 2011r. wzrósł także popyt na kredyt przede wszystkim dla MSP, zaś pod względem kryterium zapadalności – na kredyt krótkoterminowy. Wzrost popytu wynikał z zapotrzebowania na finansowanie zapasów i kapitału obrotowego (aż 75% banków udzieliło takiej odpowiedzi) oraz z złagodzenia polityki kredytowej banków i wprowadzania nowych produktów, a także (aż 26% netto) z zapotrzebowania na finansowanie środków

trwałych. W II kw. 2011r. prawie 60% ankietowanych banków przewiduje łagodzenie warunków kredytowania MSP oraz ok. 20% dla dużych przedsiębiorstw, pozostałe zachowują obecne warunki. Banki przewidują wzrost popytu na kredyt dla przedsiębiorstw - przede wszystkim długoterminowych dla MSP. Tym samym w stosunku do I kw. 2011r. polityka i oczekiwania banków w segmencie kredytów dla przedsiębiorstw nie zmieniły się znacząco, co jest dobrym prognostykiem wzrostu ich wolumenu w kolejnych miesiącach (trzeba jednak zwrócić uwagę, że wysokie roczne wzrosty w marcu i kwietniu zawdzięczamy także efektowi niskiej bazy z 2010r., który już w maju zostanie zniwelowany).

Wywiady z M. Belką, A. Bratkowskim i Chojną-Duch z RPP

W obszernych wywiadach członkowie RPP zdystansowali się przede wszystkim od pomysłów agresywnych podwyżek stóp procentowych lub zacieśnienia polityki monetarnej w znacznej skali. M. Belka stwierdził, że przeciwny jest podwyżkom „na wszelki wypadek”. Jest również ostrożny w ferowaniu negatywnych prognoz inflacyjnych. Jego zdaniem impuls inflacyjny zaczyna wygasać, inflacja bazowa jest ciągle niska, a ślady efektów drugiej rundy niewidoczne. Z drugiej strony zaznacza, że RPP jest w cyklu zacieśnienia.

Bratkowski opowiada się wprawdzie za koncentracją podwyżek w czasie w celu minimalizacji efektów drugiej rundy, jednak jednocześnie nie wyklucza, że ze względu na perspektywę niższego wzrostu w II połowie roku majowa podwyżka mogłaby być ostatnią w tym roku. Bratkowski dużo uwagi poświęca kursowi walutowemu – to poziom może wpłynąć na docelową skalę zacieśnienia monetarnego. Kontynuacja spadku cen surowców, niższy wzrost gospodarczy oraz perspektywa zacieśnienia fiskalnego mogą wpłynąć na wydłużenie okresu stabilizacji stóp NBP. Bratkowskiego wydają się jednak do pewnego stopnia niepokoić ostatnie wyższe odczyty wynagrodzeń. Przechodząc do perspektyw inflacyjnych Bratkowski spodziewa się spadku inflacji do poniżej 4% na koniec tego roku i do poziomu 2,5% w połowie przyszłego roku.

Chojna-Duch, członkini o dotychczas mało wyrazistych poglądach jawi się na tle komentarzy Belki i Bratkowskiego jako zwolenniczka bardziej zdecydowanego zacieśnienia monetarnego. Pomimo, iż nie spodziewa się wzrostu inflacji do poziomu powyżej 5% uważa, że dodatkowe dwie podwyżki stóp są możliwe.

Wydaje nam się (i tak, po majowej decyzji o podwyżce stóp, zaczyna to odbierać rynek), że intencją Rady jest wywarcie wrażenia, że podwyżki nastąpią szybciej, a cykl zacieśnienia będzie krótszy. Kolejnej podwyżki spodziewalibyśmy się więc w lipcu. Potem stabilizacja/spadek rocznego wskaźnika inflacji powinna sprzyjać dłuższemu okresowi stabilizacji stóp i zmianie retoryki RPP. Biorąc pod uwagę poprawę perspektyw fiskalnych, niskie podaże obligacji i pozytywne tendencje na globalnym rynku obligacji okres ten może sprzyjać wzrostowi cen polskich obligacji (środek i długi koniec krzywej). Na jesieni, możliwa kolejna rewizja polityki monetarnej (w sytuacji utrzymania stabilnego wzrostu PKB i zacieśnienia w strefie euro) i kolejna podwyżka stóp.

Decyzja RPP, 8. czerwca

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

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	3.921
USD/PLN	2.750
CHF/PLN	3.123

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.425
EUR/JPY	116.370
EUR/PLN	3.913
USD/PLN	2.745
CHF/PLN	3.115

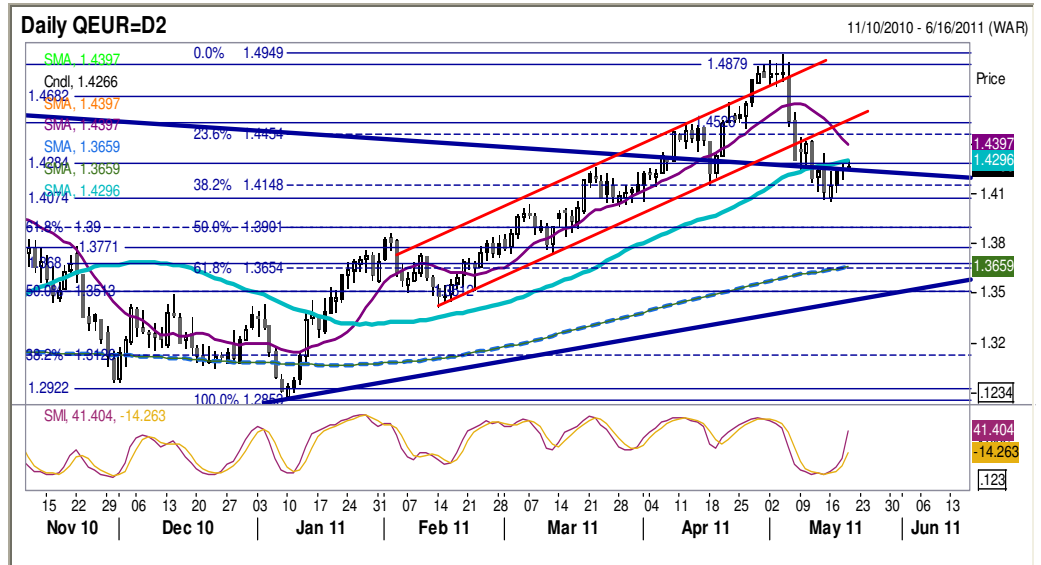
EURUSD stabilny. „Minutes” FOMC w zasadzie neutralne dla kursu. Podczas posiedzenia dyskutowane były strategie wyjścia (konsensus odnośnie podwyżek stóp przed sprzedażą aktywów – nic nowego), stwierdzono także możliwość szybszej akomodacji monetarnej w warunkach szybszego wzrostu inflacji (znów nic nowego) a także przejściowość osłabienia wzrostu w pierwszej połowie roku (znów...). Wpływ na kurs mogły mieć komentarze Bullarda (jastrząb z St. Louis) odnośnie zmiany benchmarkowej miary inflacji z bazowej na headline, jednak członek ten nie ma prawa głosu a jastrzębie z FOMC obdarzeni możliwością głosowania są nad wyraz spokojni. Dziś tygodniowe dane z rynku pracy (ważna trwałość „zawracania” liczby nowych rejestracji) przez Philly Fed. Leading indicators będą prawdopodobnie zignorowane. Dane z drugiej ligi: wpływ na kurs przez korelację giełdą – lepsze EURUSD w górę, gorsze EURUSD w dół.

EURPLN stabilny. Po porannym umocnieniu pod koniec sesji europejskiej przyszło osłabienie... odwrotnie podczas sesji amerykańskiej (wszystko przez korelację z EURUSD, złoty zdecydowanie lepiej reaguje na wzrosty EURUSD niż na spadki). Dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniach bez wpływu na kurs. Aktywność MF skutecznie ograniczyła grę na osłabienie złotego. Dzisiejszy wywiad z Belką mało kierunkowy (kontynuacja cyklu zacieśnienia, ale brak podstaw do realnego zagrożenia inflacją), Bratkowski umiarkowany – jak dotąd bez wpływu na kurs. „Minutes” raczej nie przyniosą przełomu w postrzeganiu perspektyw dla polityki pieniężnej.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Nieznacznie odbicie na EURUSD, które stanie się przekonujące dopiero po przekroczeniu 1,4284 (na razie notowania odbiły się od średniej jak od ściany). De facto jednak ruch powinien być kontynuowany ponad 1,4454, aby mówić o kontynuacji trendu wzrostowego. Oscylator coraz bardziej zachęcający do przyłączenia się do gry na mocniejszy (lecz prawdopodobnie krótki) ruch w górę.

Wsparcie	Opór
1,4148	1,4454
1,4074	1,4291
1,3901	1,4284

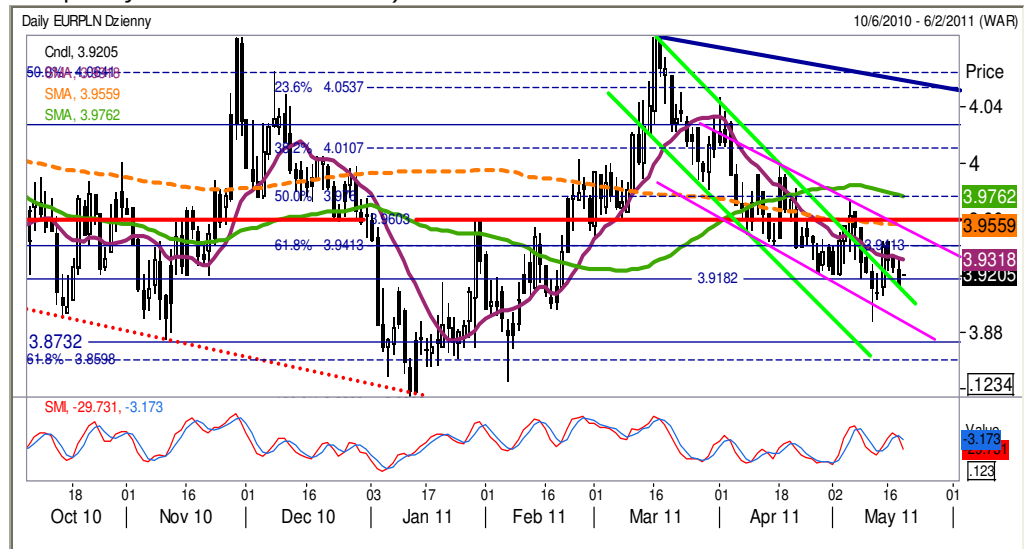


Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Złoty stabilny. Można pokusić się o wyrysowanie kolejnego kanału aprecjacyjnego, lecz równie dobrze może być obecnie świadkami dłuższej konsolidacji. Trzymając się „kanałowego” rozumowania, złoty ma przestrzeń do łatwego zaatakowania 3,8851 (ładnie koresponduje to z ostatnimi minimami).

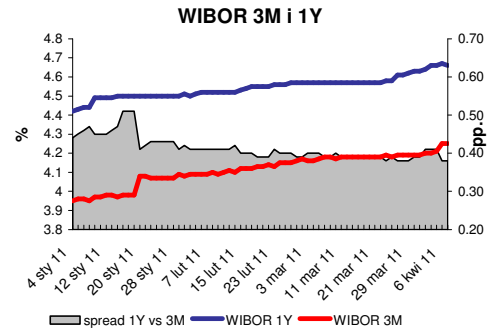
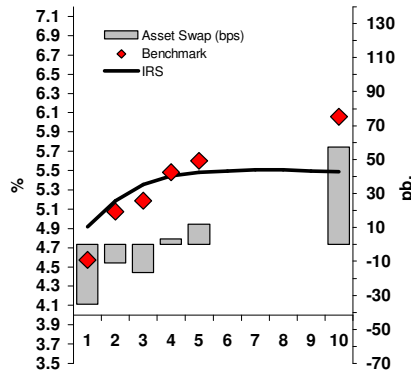
Wsparcie	Opór
3,9182	3,9571
3,9000	3,9413
3,8888	3,9318



Źródło: Reuters

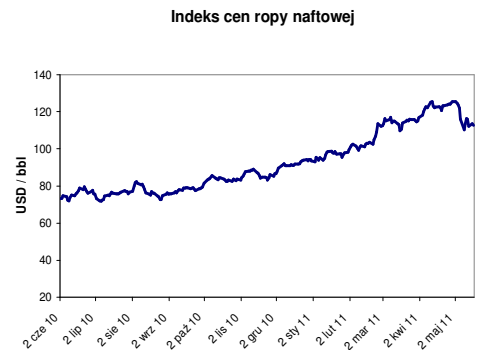
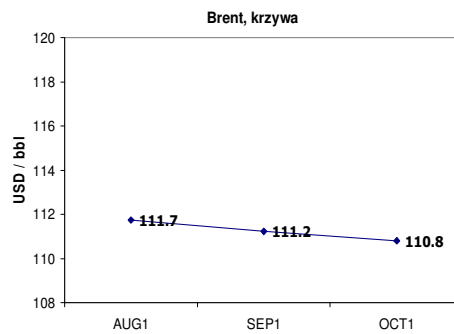
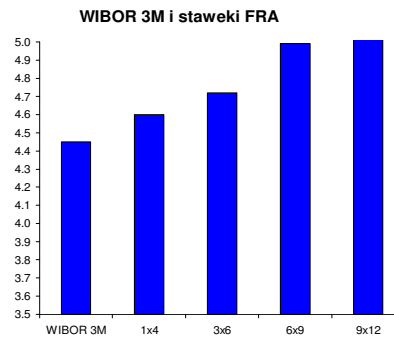
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4.88	4.96
2Y	5.15	5.22
3Y	5.32	5.39
4Y	5.41	5.48
5Y	5.46	5.50
6Y	5.46	5.53
7Y	5.47	5.54
8Y	5.47	5.54
9Y	5.46	5.53
10Y	5.45	5.52



depo	BID	ASK
ON	3.40	3.55
1M	3.65	3.80
3M	4.25	4.45

FRA	BID	ASK
1x2	4.43	4.48
1x4	4.55	4.60
3x6	4.66	4.72
6x9	4.96	4.99
9x12	5.12	5.18



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 UPRIEDZIEGO 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 UPZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.