

**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

E-MAIL: research@brebank.com.pl**Daily Letter****środa, 15 czerwca 2011**

STRON: 7

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Produkcja przemysłowa	Kwiecień	-	-0,2%	-0,1%
POL	14:00	Inflacja CPI	Maj	4,6%	4,5%	4,5%
USA	14:30	Inflacja CPI	Maj	-	0,1%	0,4%
USA	15:15	Produkcja przemysłowa	Maj	-	0,3%	0,0%

Dziś publikacja danych o inflacji

Dane o inflacji zostaną opublikowane o godzinie 14:00. Spodziewamy się, że inflacja przyspieszyła do 4,6% w ujęciu rocznym. U podstaw tej prognozy stoi umiarkowany wzrost cen żywności (0,7-0,9% w ujęciu miesięcznym), niewielkie spadki cen paliw oraz stabilne trendy na poszczególnych kategoriach inflacji bazowej. Oczekujemy, że inflacja bazowa uplasowała się na poziomie 2,2%.

Spadek deficytu na rachunku obrotów bieżących

W kwietniu deficyt na rachunku obrotów bieżących obniżył się do 959mln EUR (z 1376mln EUR po rewizji miesiąc wcześniej). Rewizja danych na przestrzeni ostatnich miesięcy okazała się marginalna. Zawężenie deficytu jest zgodne z naszymi oczekiwaniami – niemniej jednak trudno spodziewać się, aby była to tendencja trwała zważywszy na egzogeniczny charakter obniżenia ujemnego salda na rachunku bieżącym (transfery unijne).

Transfery bieżące podniosły się w kwietniu do 585mln EUR z 280 mln EUR przed miesiącem. Jak już wspomniano nie będzie to tendencja trwała (wpłaty z UE są wola tylnie w obrębie miesięcy), zwłaszcza że przyszła rewizja danych dotyczących bilansu płatniczego ma dotyczyć między innymi zmniejszenia transferów prywatnych, które obecnie wydają się przeszacowywane. Na podobnym jak przed miesiącem poziomie uplasowało się saldo dochodów (-1175 wobec -1327 przed miesiącem); bez niespodzianek obyło się również w przypadku salda usług – w tej kategorii również utrzymany został poziom sprzed miesiąca.

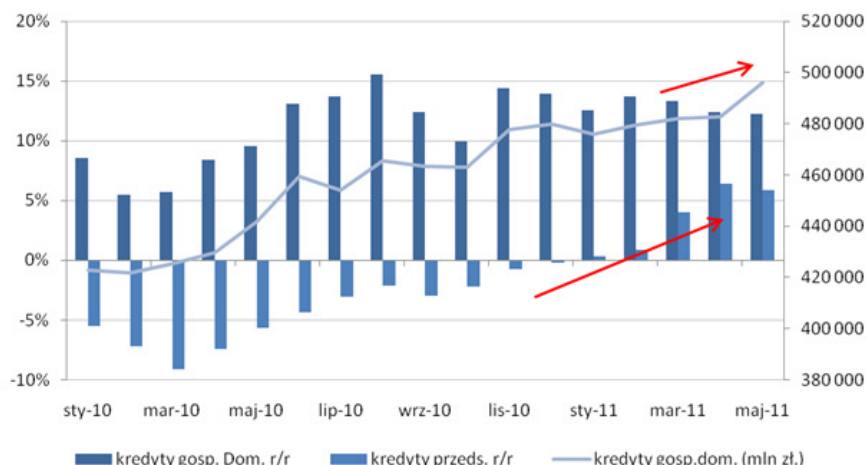
Ciekawie przedstawia się jednak saldo na rachunku handlowym, właściwie jego komponenty. Eksport wzrósł w porównaniu do poprzedniego miesiąca i uplasował się na poziomie 11275mln EUR; tak samo zachował się import plasując się na poziomie 11994mln EUR. Wzrosty wolumenów eksportu i importu są bardzo nietypowe biorąc pod

uwagę sezonowość. Co więcej, dość zagadkowe jest nie-sezonowe (a więc musiały pojawić się inne niż zwykle zamówienia) przyspieszenie eksportu w warunkach istotnego pogorszenia globalnej koniunktury już w kwietniu (dotyczy eksportu); wysoką dynamikę importu przynajmniej częściowo tłumaczy bardzo wysoka sprzedaż detaliczna w kwietniu – nawet po wyłączeniu samochodów, żywności i paliw. Nasze modele oparte na „real-time data” są relatywnie skuteczne; niestety dotyczy to czasem danych publikowanych po rewizji – stąd też nie możemy wykluczyć, że ostateczne dane dot. eksportu i importu będą jednak nieco niższe, co powinno pozostać bez wpływu na saldo. Ono z kolei znajdzie się pod wpływem rewizji danych NBP (już 29 czerwca). Można się spodziewać skokowego wzrostu deficytu na rachunku handlowym z uwagi na dołączenie do danych importowych importu używanych samochodów (być może ostatnie przyspieszenie importu to po części już efekt „testowania” nowej metodologii zbierania danych w tym zakresie).

Deficyt na rachunku obrotów bieżących osiągnie 5-6% PKB w 2011 roku za sprawą pogarszającego się salda wymiany handlowej, coraz większych transferów księgowanych na rachunku kapitałowym (zamiast na bieżącym) a także rewizji salda błędów i opuszczeń (wydaje nam się, że wpływ z tego tytułu wyniesie minimum +1pp. do stosunku deficytu na rachunku bieżącym do PKB). Choć deficyt będzie notował trwałą tendencję wzrostową, wyraźne zmiany obserwujemy także w strukturze jego finansowania – w ciągu czterech miesięcy inwestycje bezpośrednie w Polsce znalazły się na poziomie 5,9mld EUR, co jest wynikiem rekordowym. Z uwagi na strukturę finansowania, premia za ryzyko kraju, którego deficyt znajduje się na poziomie powyżej 5% PKB, może ujawniać się bardzo powoli (lub wcale...), zaś dostosowanie kursu do nowych poziomów równowagi (wynikających głównie z realnymi przepływami gotówkowymi w ramach importu i eksportu) przebiegać będzie bardzo gradualnie. Niemniej jednak uważamy, że wysoki deficyt będzie przeszkodą dla aprecjacji złotego, którego kurs (EURPLN) będzie utrzymywał się w okolicach 4.

Niewielkie spowolnienie podaży pieniądza M3, wzrosty wartości kredytów

Podaż pieniądza M3 wzrosła w maju o 7,8% r/r (o 0,3pp. poniżej konsensusu) oraz 1,1% m/m. Trzeba zwrócić uwagę, że spadek dynamiki byłby znacznie większy (o 0,5pp. r/r), gdyby pominąć istotny wzrost (o 4,2 mld zł.) kategorii pozostałe składniki M3. Ponieważ można to uznać za jednorazowy czynnik, to wnioskujemy, że podaż pieniądza spowolniła. Wynika to przede wszystkim ze spadku wartości pieniądza gotówkowego w obiegu w stosunku do kwietnia (-0,5% m/m) oraz wolniejszego przyrostu depozytów gospodarstw domowych i choć ciągle utrzymuje się on powyżej 9% w ujęciu rocznym (9,8% r/r), to pierwszy raz od roku zmalał w ujęciu miesięcznym (-0,4% m/m). Powoli maleje także tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw (8,2% r/r), choć w ujęciu miesięcznym nastąpiło odbicie od trendu malejącego – ich wartość wzrosła 3,3% m/m. Jednak w kontekście trwającego od pół roku ożywienia na rynku kredytów korporacyjnych (wzrost 5,9% r/r, 1,3% m/m) spodziewamy się, że utrzymania trendu spadkowego na depozytach przedsiębiorstw. Trzeba zwrócić uwagę na istotne przyspieszenie tempa wzrostu wolumenu kredytów dla gospodarstw domowych – w maju był to nominalny wzrost o ponad 13 mld zł (średnia z sześciu poprzedzających miesięcy wynosi 3,3 mld zł.), co pomimo wysokiej bazy z 2010r. pozwoliło utrzymać dynamikę roczną na poziomie 12,2% r/r.



USA: Sprzedaż detaliczna lepsza od oczekiwań

Tempo spadku sprzedaży w maju na poziomie -0,2% okazało się lepsze od oczekiwań usytuowanych na poziomie -0,4%. Mimo, że rynek zareagował pozytywnie na ten dane (mocna korekta na treasuries i złamanie istotnych poziomów wsparcia, duże odbicie na USDJPY i EURUSD – reakcja tylko pokazuje jak bardzo negatywny scenariusz był już w cenach: pisaliśmy o tym po publikacji NFP). Po wyłączeniu samochodów sprzedaż uplasowała się na +0,2% (problemy z zakupem auta – długi czas oczekiwania – doskonale się potwierdziły). Poprzednie dane o sprzedaży zostały zrewidowane łącznie w dół o 0,3pp.

Trudno jednak powiedzieć, że dane o sprzedaży mają pozytywny wydźwięk. Choć nominalnie drugi kwartał wolumenu sprzedaży jest jeszcze dodatni, w ujęciu realnym plasuje się on już na ujemnym poziomie (spadek realnej sprzedaży w maju jest oczywisty). Przynajmniej „retail control” (sprzedaż po wyłączeniu samochodów, paliw oraz materiałów budowlanych – agregat używany bezpośrednio do wyliczania konsumpcji w PKB) uplasował się na dodatnim poziomie +0,2% m/m wobec +0,3% w poprzednim miesiącu (rewizja w górę). Trudno jednak się spodziewać, że konsumpcja (w rozumieniu rachunków narodowych) będzie w II kwartale choćby zbliżona do I kwartału (2,2% SAAR).

W danych o sprzedaży trudno doszukać się dowodów na rozwikłanie zagadki, czy spadek aktywności jest przejściowy, czy trwały. W dalszym ciągu stoimy na stanowisku, że sytuacja unormuje się w drugiej połowie roku wraz z wznowieniem dostaw z Japonii (strona podażowa oraz obecnie niedostępne dla konsumentów elementy spożycia indywidualnego) oraz obniżenia inflacji. Niemniej jednak II-III kwartał ze wzrostem PKB w okolicach 1% (w II kwartale może nawet sporo poniżej 1%, w III nieco powyżej) jest faktem. „Soft patch” w danych realnych jest już jednak w cenach instrumentów

finansowych, jako że stały się one mało wrażliwe na negatywne informacje.

Decyzja RPP, 6. lipca

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka 25 bps	0%
Stopy bez zmian	100%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	3.934
USD/PLN	2.720
CHF/PLN	3.242

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.444
EUR/JPY	116.270
EUR/PLN	3.926
USD/PLN	2.714
CHF/PLN	3.215

EURUSD zdołał wczoraj wspiąć się no lokalny szczyty, notując (intraday) poziom 1,4498; zamknięcie było jednak niżej na 1,4438. Wsparciem dla EURUSD okazały się dane o sprzedaży detalicznej w USA (lepiej od oczekiwań: zamiast oczekiwanego spadku o 0,4%, odczyt wyniósł tylko -0,2%), które ożywiły popyt na indeksach giełdowych. Dziś wielka blokada w Grecji przeciwko dalszym cięciom wydatków i podwyżkom podatków. Prawdopodobnie nie obędzie się bez zamieszek, stąd też headline'y mogą mieć spory wpływ na notowania EURUSD. Z danych makro, dziś publikacja inflacji CPI w USA oraz tamtejszej produkcji przemysłowej – bardzo istotne publikacje. Jeśli potwierdzi się wyższy wzrost inflacji bazowej (przedział 0,1-0,2%) będzie to wsparciem dla dolara, podobnie jak niespodzianka na produkcji przemysłowej (dane będą skrupulatnie analizowane pod kątem nawet najmniejszych oznak rozlewania się spadków w przemyśle automotive na pozostałe sekcje przetwórstwa przemysłowego).

Złoty stabilny. Dane o rachunku bieżącym pozostały bez wpływu na polską walutę. Inwestorzy czekają na rewizję całego bilansu płatniczego (29 czerwca). Dziś dane o inflacji. Nawet jeśli nasza wyższa od konsensusu prognoza się potwierdzi (4,6% wobec konsensusu na poziomie 4,5%) nie powinno mieć to przełożenia na kurs, gdyż RPP zakomunikowała koniec cyklu szybkich podwyżek. Z kolei niższy odczyt będzie odczytany jako zapowiedź szybszego spadku inflacji (przesunięcie o miesiąc) – jako że z punktu widzenia średniego okresu i tak miało to nastąpić, ruch na EURPLN nie powinien być duży (dodatkowa podwyżka na jesieni ma być powodowana całkiem innymi czynnikami, więc wyższa czy niższa inflacja w danym miesiącu nie ma tu nic do rzeczy).

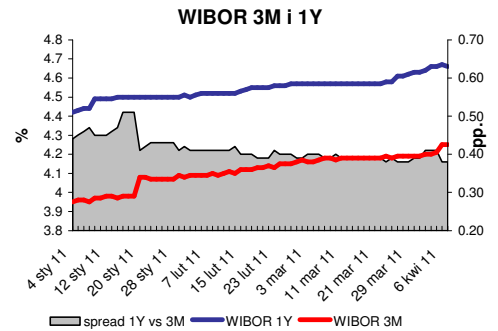
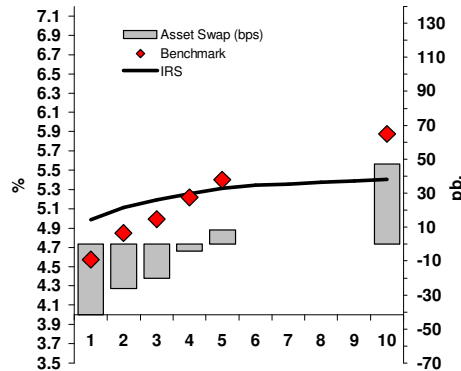
Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Przełamane poziomy oporu na średnich. Niemniej jednak do wyklarowania sytuacji konieczne byłoby jeszcze pokonanie 1,4568. Niepowodzenia na tych poziomach (lub jeszcze niżej na 1,4454 – zwłaszcza, że notowania na koniec dnia cofnęły się poniżej tych poziomów) ustawia cel na 1,3972.

Wsparcie	Opór
1,4330	1,4682
1,4215	1,4568
1,4156	1,4454

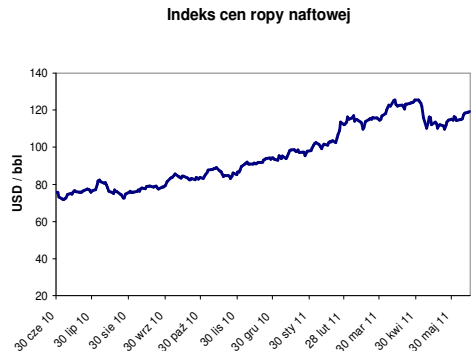
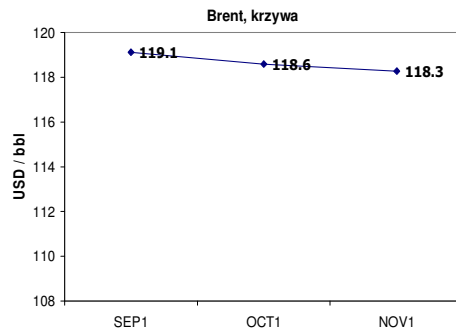
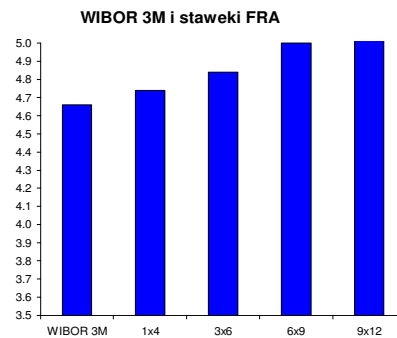
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4.97	5.00
2Y	5.10	5.13
3Y	5.17	5.21
4Y	5.23	5.28
5Y	5.29	5.33
6Y	5.32	5.37
7Y	5.33	5.38
8Y	5.35	5.40
9Y	5.36	5.41
10Y	5.38	5.42



depo	BID	ASK
ON	3.85	4.00
1M	4.41	4.60
3M	4.47	4.66

FRA	BID	ASK
1x2	4.63	4.68
1x4	4.69	4.74
3x6	4.81	4.84
6x9	4.97	5.00
9x12	5.01	5.06



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.