



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Kwiecień 2010, Nr 97 (4)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Sfera realna	s. 3
Sfera nominalna i polityka monetarna	s. 6
Gospodarka globalna	s. 8
Euromonitor	s. 11
Na rynku	s. 12
Kalendarz	s. 14

RYSZARD PETRU
główny ekonomista
tel. (22) 829 15 26
ryszard.petru@brebank.pl

ERNEST PYTLARCZYK
główny analityk
tel. (22) 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

MARCIN MAZUREK
analityk
tel. (22) 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

PIOTR PIĘKOŚ
analityk
tel. (22) 829 90 34
piotr.piekos@brebank.pl

MICHAŁ ROT
analityk
tel. (22) 829 15 28
michal.rot@brebank.pl

- Mimo niesprzyjających warunków pogodowych, znajdujących odzwierciedlenie w lutowych danych o produkcji budowlanej i sprzedaży detalicznej, obserwujemy dalszą kontynuację ożywienia w przemyśle. Jest ona związana m.in. z poprawiającym się popytem zagranicznym. Szacujemy, że dynamika PKB w I kw. br. wyniesie 2,8% r/r. W dalszej perspektywie oczekujemy, że głównym czynnikiem wzrostu PKB, obok relatywnie stabilnej w cyklu koniunkturalnym konsumpcji, będą inwestycje. Oczekujemy, że w 2010 r. największy wkład do wzrostu inwestycji ogółem będą mieć inwestycje publiczne. W kolejnych latach przyspieszy tempo wzrostu inwestycji mieszkaniowych i na środki trwałe produkcyjne, wraz z poprawiającymi się perspektywami popytu.
- Od kilku już miesięcy jesteśmy świadkami zwiększonego zainteresowania członków RPP i zarządu NBP kwestiami związanymi z kursem złotego. Po serii interwencji słownych w piątek, 9. kwietnia, obawa NBP o nadmierne umocnienie złotego przybrała kształt interwencji walutowej. Wiarygodna polityka interwencji walutowych oznaczać będzie wzrost presji na spadek stóp procentowych (rynkowych i oficjalnych NBP) w krótkim okresie.
- Pozytywne sygnały napływają ostatnio z amerykańskiego rynku pracy, gdzie w marcu zanotowano wyraźny wzrost zatrudnienia. Jednocześnie jednak na rynku nieruchomości w USA wciąż brak jest trwałego ożywienia (szczególnie na rynku pierwotnym) a ceny nadal spadają. Z kolei w strefie euro ostatnie tygodnie przyniosły długo wyczekiwaną decyzję przywódców eurolandu o pakiecie ratunkowym dla targanej poważnymi problemami fiskalnymi Grecji.

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010	2011
PKB r/r	6,5	4,8	1,7	3,0+	4,5
Inflacja (średnia w okresie)	2,4	4,3	3,5	2,3	2,9
Saldo na rachunku obrotów bież. (% PKB)	-4,5	-5,3	-1,6	-2,7	-3,7
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	11,4	9,5	11,9	12,1	10,9
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	4,00	5,50

Wskaźnik	2009				2010	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
PKB r/r	0,8	1,1	1,7	3,1	2,8	3,3
Inflacja r/r (średnia w okresie)	3,2	3,7	3,5	3,5	3,3	2,1
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

Kwiecień 2010

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Wrze 09	Paź 09	Lis 09	Gru 09	Sty 10	Lut 10	Mar 10
PKB i produkcja							
PKB	1,7%			3,1%			2,8%
Popyt krajowy	-1,2%			0,9%			2,9%
Spożycie indywidualne	2,2%			2,0%			2,2%
Nakłady brutto na środki trwałe	-1,5%			1,6%			-1,0%
Wartość dodana	1,8%			3,0%			
w przemyśle	-0,2%			5,6%			
w budownictwie	7,2%			3,4%			
w sektorze usług rynkowych	2,0%			2,2%			
Produkcja przemysłowa r/r	-1,3%	-1,3%	9,9%	7,4%	8,5%	9,2%	10,4%
Produkcja przemysłowa m/m	15,0%	1,9%	-3,2%	-5,4%	-5,4%	3,1%	16,8%
Sprzedaż detaliczna r/r	2,5%	2,1%	6,3%	7,2%	2,5%	0,1%	3,6%
Sprzedaż detaliczna m/m	-0,7%	3,9%	-6,1%	21,1%	-24,4%	-4,0%	16,2%
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3283,18	3312,32	3403,92	3652,40	3 231,13	3 288,29	3445,96
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	3,3%	2,0%	2,3%	6,5%	0,5%	2,9%	3,4%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,4%	0,9%	2,8%	7,3%	-11,5%	1,8%	4,8%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	-2,4%	-2,4%	-2,2%	-1,8%	-1,4%	-1,1%	-0,5%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,2%	0,9%	-0,2%	0,0%
Stopa bezrobocia	10,9%	11,1%	11,4%	11,9%	12,7%	13,0%	12,9%
Handel zagraniczny							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-308	-266	-1 237	-1 034	-710	229	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-25	-103	-305	-711	-171	20	
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	-18,4	-10,9	1,1	12,3	12,3	18,3%	
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	-27,4	-21,5	-10,7	-2,6	7,6	16,7%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,2	-1,8	-1,8	-1,6	-1,5		
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,0%	0,1%	0,3%	0,0%	0,5%	0,2%	0,4%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	3,4%	3,1%	3,3%	3,5%	3,6%	2,9%	2,6%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	2,9%	2,9%	2,8%	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,2%	0,4%	-0,4%	-0,2%	0,4%	-0,1%	-0,2%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	1,6%	2,0%	1,9%	2,1%	0,2%	-2,4%	1,6%
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	691,3	711,2	699,9	720,3	711,0	715,8	
Podaż pieniądza r/r	9,6%	11,9%	8,0%	8,1%	6,3%	5,1%	4,9%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	26,3%	20,4%	18,5%	12,0%	8,6%	5,5%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	6,5%	2,8%	-0,4%	-3,6%	-5,5%	-7,2%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	19,9%	19,3%	17,5%	15,3%	13,0%	11,4%	11,3%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	3,3%	3,5%	7,0%	10,4%	6,3%	7,8%	8,4%
Kursy walutowe							
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4,20	4,25	4,16	4,10	4,05	3,94	3,86
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,87	2,89	2,78	2,86	2,92	2,89	2,85
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Stopa lombardowa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Stopa depozytowa	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
WIBOR 3M	4,08%	4,08%	4,09%	4,17%	4,09%	4,05%	4,00%
Rentowność obligacji 2Y	5,13%	5,01%	5,14%	5,22%	4,99%	4,91%	4,57%
Rentowność obligacji 5Y	5,72%	5,71%	5,69%	5,96%	5,60%	5,51%	5,15%
Rentowność obligacji 10Y	6,18%	6,15%	6,19%	6,26%	6,11%	6,06%	5,51%
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro (r/r)	-0,3%	-0,1%	0,5%	0,9%	1,0%	0,9%	1,5%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)	-4,0%			-2,1%			
Stopa podstawowa ECB	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Inflacja w USA (r/r)	-1,3%	-0,2%	1,8%	2,7%	2,6%	2,1%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)	2,2%			5,6%			
Stopa docelowa Fed Funds	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursy węż oznaczono prognozy.

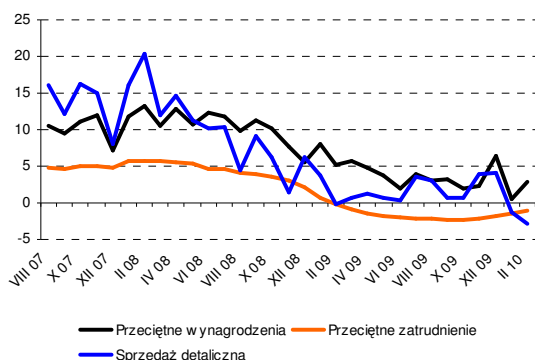
Kwiecień 2010

SFERA REALNA

Bieżące dane nie przyniosły większych niespodzianek

Dane, które napłynęły ze sfery realnej w marcu br. (patrz: Tabela „Główne wskaźniki makroekonomiczne”) nie odbiegały istotnie od naszych oczekiwań. Produkcja przemysłowa w lutym br. wzrosła o 9,2% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Niekorzystne warunki pogodowe miały wpływ na budownictwo (spadek produkcji o 24,6% r/r) oraz w pewnym stopniu również na wyniki sprzedaży detalicznej (spadek o 2,8% r/r w ujęciu realnym). Dodatkowo, w wynikach sprzedaży detalicznej odzwierciedlenie miała również słabsza niż w analogicznym okresie roku ubiegłego sytuacja na rynku pracy. Wg GUS zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w lutym spadło o 1,1% r/r a stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 13,0%. Spadki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw dotyczyły przede wszystkim niektórych sekcji przetwórstwa przemysłowego (m.in. produkcji odzieży, maszyn i urządzeń), budownictwa, handlu detalicznego oraz transportu. Wraz z niewielkim wzrostem wynagrodzeń brutto w sektorze przedsiębiorstw (o 2,9% r/r) przełożyło się to na dynamikę sprzedaży (patrz: Wykres 1).

Wykres 1. Sytuacja w sektorze przedsiębiorstw a sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS.

Dobre wyniki niektórych gałęzi przemysłu (m.in. przemysł motoryzacyjny) w styczniu i lutym br. wiążą się ze stymulacją popytu zewnętrznego, co znalazło potwierdzenie w wynikach eksportu w styczniu br. (wg GUS znacząco wzrósł eksport towarów m.in. w grupach: części i akcesoria do środków transportu – o 18,7% r/r, przemysłowe środki transportu - o 20,1% r/r). Nieco słabszy niż w styczniu ub.r. był import towarów (wg GUS przyczyniły się do tego m.in. spadki importu dóbr inwestycyjnych i towarów konsumpcyjnych (odpowiednio o 7,5% r/r oraz o 11,6% r/r).

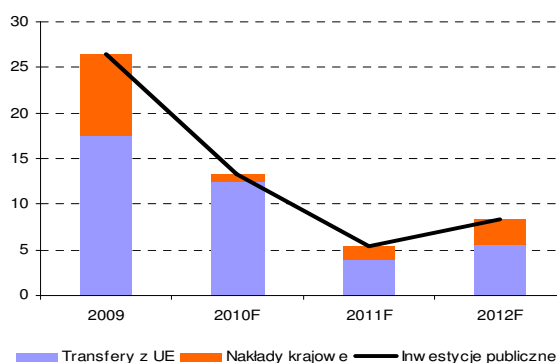
Napływające dane pozwalają oceniać dynamikę PKB w I kw. br. w wysokości 2,8% r/r. Na poziomie 3,0% szacujemy dynamikę PKB w całym 2010 r., a następnie oczekujemy przyspieszenia wzrostu do poziomu ok. 4,5% w latach 2011 – 2012, zaś głównym motorem wzrostu, obok relatywnie stabilnej w cyklu koniunkturalnym konsumpcji, będą inwestycje.

Perspektywy wzrostu inwestycji w gospodarce

Bieżące dane GUS o nakładach inwestycyjnych przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 49 osób wskazują na wyraźny regres akcji inwestycyjnej tej grupy podmiotów. (spadek inwestycji o ok. 20,0% r/r w IV kw. ub.r. w cenach stałych). Jednakże opublikowany przez GUS szacunek PKB w IV kw. ub.r. pokazał dodatnią dynamikę inwestycji w całej gospodarce w wysokości 1,6% r/r.

Do utrzymania się wzrostu inwestycji na dodatnim poziomie przyczyniły się i nadal będą przede wszystkim inwestycje publiczne (nawet mimo konieczności zacieśnienia fiskalnego w najbliższych latach w celu spełnienia fiskalnego kryterium konwergencji). Oczekujemy, że dynamika inwestycji publicznych będzie znacząco stymulowana przez napływ środków z funduszy strukturalnych UE (patrz: Wykres 2).

Wykres 2. Wkłady (pkt. proc.) środków z UE i krajowych do wzrostu inwestycji publicznych (% r/r)



Źródło: Eurostat, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, szacunki BRE.

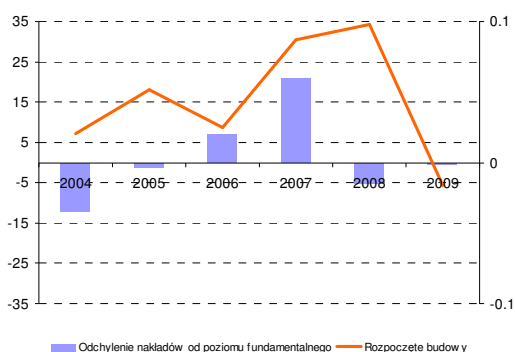
W okresie styczeń-luty br. odnotowano spadki pozwoleń na budowę o 23,7% r/r, rozpoczętych inwestycji o 9,8% r/r, a mieszkań oddanych do użytkowania o 31,9% r/r. Choć bieżące dane GUS wskazują na pogorszenie sytuacji w budownictwie mieszkaniowym (po części mogące odzwierciedlać warunki pogodowe w tym okresie), oczekujemy, że spadki inwestycji gospodarstw domowych w budownictwo miesz-

Kwiecień 2010

kaniowe powinny zostać powstrzymane w drugiej połowie roku.

Na taki scenariusz wydarzeń wskazuje szacunek odchylenia nakładów brutto na środki trwałe mieszkaniowe od ich poziomu fundamentalnego (przez czynniki fundamentalne rozumiemy czynniki demograficzne, dochody do dyspozycji ludności oraz warunki prowadzenia akcji kredytowej przez banki). Gdy faktyczne nakłady inwestycyjne gospodarstw domowych przekraczają te wynikające z czynników fundamentalnych (odchylenie ma dodatni znak, patrz: Wykres 3), wskazuje to, że podaż na rynku została wygenerowana przez nadmiarowy popyt, a sygnałem do jej kreacji podaży były rosnące ceny.

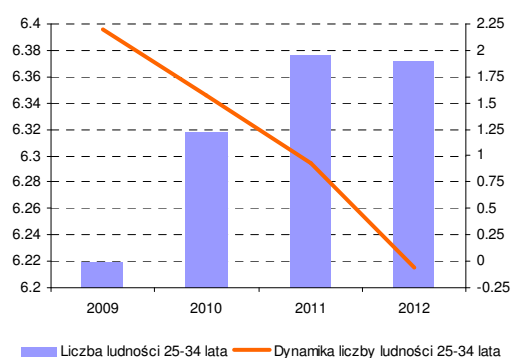
Wykres 3. Dynamika wskaźnika liczby rozpoczętych budów mieszkań (%r/r, LO) wobec wskaźnika odchylenia nakładów brutto na mieszkania od poziomu fundamentalnego (bezwymiarowe, PO)



Źródło: GUS, szacunki BRE.

Poprawiająca się sytuacja strony popytowej na rynku nieruchomości będzie oddziaływać w kierunku wzrostu inwestycji mieszkaniowych. W kolejnych latach w przedział wiekowy 25-35 lat wchodzić będą jeszcze kolejne roczniki wyżu demograficznego (patrz: Wykres 4).

Wykres 4. Populacja Polski w wieku 25-34 lata (mln, LO) i jej dynamika (% r/r, PO)



Źródło: Eurostat, EUROPOP 2008.

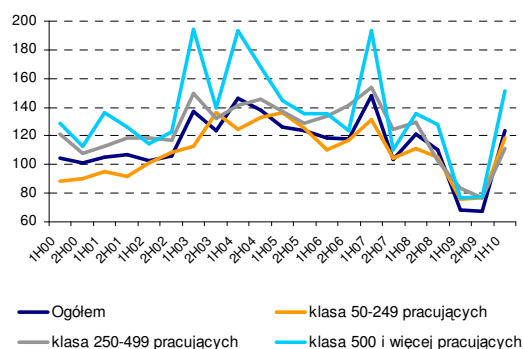
Stąd potencjał popytu na tym rynku należy ocenić jako wysoki. Jednakże jego realizacja następować będzie jedynie częściowo. W głównej mierze zależność będzie ona od sytuacji dochodowej gospodarstw domowych.

Dochody gospodarstw domowych zdeterminowane będą przede wszystkim sytuacją na rynku pracy. Oczekiwane przez nas ożywienie w gospodarce przełoży się z opóźnieniem na poprawę na rynku pracy. Jednakże już w 2011 r. oczekujemy wzrostu zatrudnienia i spadku stopy bezrobocia (patrz: Tabela na s.1). Znajdzie to odzwierciedlenie w rosnącej dynamice dochodów do dyspozycji ludności, co w połączeniu z oczekiwanym wzrostem akcji kredytowej banków doprowadzi do ponownego wzrostu popytu mieszkaniowego, odzwierciedlonego przez powstrzymanie korekty cen nieruchomości.

W rezultacie nakłady brutto gospodarstw domowych na cele mieszkaniowe wzrosną (w cenach stałych) w 2010 r. o ok. 0,7% r/r, aby w następnych latach rosnąć średnio o ok. 6% r/r.

Oczekujemy, że nakłady inwestycyjne na środki produkcyjne w sektorze przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych (rolnicy indywidualni, mikroprzedsiębiorstwa) nieznacznie obniżą się w 2010 r. (o ok. 2% r/r), głównie z powodu niskiego poziomu mocy produkcyjnych oraz dopiero odbudowującego się popytu krajowego i zagranicznego. Wzrost inwestycji dotyczyć będzie w pierwszym rzędzie dużych przedsiębiorstw w przemyśle, co znajdzie odzwierciedlenie we wskaźniku koniunktury procentowej zmiany inwestycji w roku bieżącym w stosunku do nakładów z ubiegłego roku. (patrz: Wykres 5).

Wykres 5. Wskaźnik koniunktury procentowej zmiany nakładów inwestycyjnych w przemyśle w roku bieżącym w stosunku do nakładów z ubiegłego roku (poziom z ubiegłego roku = 100)



Źródło: GUS.

Akcja inwestycyjna przedsiębiorstw budowlanych oraz usługowych będzie poprawiać się jedynie stopniowo. Silniejszego impulsu popytowego w kraju

Kwiecień 2010

można spodziewać się dopiero wraz z poprawą sytuacji na rynku pracy przekładającej się na dochody do dyspozycji ludności, co ma mieć miejsce w przyszłym roku. Również popyt zagraniczny będzie nabierać wystarczająco silnego momentum dopiero w tym roku. Dodatkowo część przedsiębiorstw posiada rezerwy siły roboczej („przechowywane” przez okres spowolnienia), co w połączeniu z wolnymi mocami produkcyjnymi pozwala szybko reagować na pozytywne szoki popytowe.

Zasadniczym źródłem finansowania inwestycji w Polsce są środki własne przedsiębiorstw (wg GUS udział środków własnych w finansowaniu inwestycji oscyluje w granicach ok. 70 – 75%). Dlatego też polityka kredytowa banków nie powinna mieć kluczowego znaczenia dla odwrócenia trendu inwestycji w środki produkcyjne. Potencjał i możliwości finansowania inwestycji przedsiębiorstw w chwili obecnej oceniamy wysoko. Jak pokazują dane GUS, duże przedsiębiorstwa niefinansowe, po krótkotrwałym szoku w I kw. 2009 r. znowu wykazują wysokie zyski (patrz: Wykres 6).

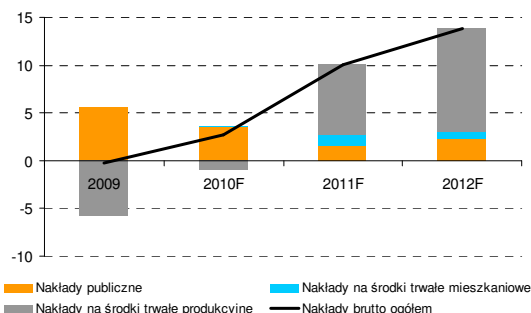
Wykres 6. Zysk netto przedsiębiorstw niefinansowych zatrudniających powyżej 49 osób (mld PLN)



Źródło: GUS.

Na przyspieszenie akcji inwestycyjnej przedsiębiorstw musimy jeszcze poczekać do 2011 r., gdy zdecydowanie poprawi się sentyment w gospodarce. Oceniamy, że w latach 2011 – 2012 średnie roczne tempo wzrostu inwestycji w środki produkcji wyniesie ok. 16%, a kategoria ta będzie mieć największy wkład do wzrostu inwestycji w gospodarce (patrz: Wykres 7).

Wykres 7. Dekompozycja wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w gospodarce (pkt. proc.)



Źródło: Eurostat, szacunki BRE.

Michał Rot

SFERA NOMINALNA I POLITYKA MONETARNA

Decyzja RPP z konfliktem o zysk NBP w tle

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła w marcu stóp procentowych. Stopa repo wynosi nadal 3,5%. Rada utrzymała również dotychczasowe (nieformalne) nastawienie w polityce pieniężnej (fragment komunikatu mówiący o zbliżonych prawdopodobieństwach kształtowania się inflacji powyżej i poniżej celu NBP), wsparte dodatkowo wzmianką o istotnym wpływie zagranicznej polityki gospodarczej na ten element komunikacji RPP z rynkiem. W komunikacie RPP dała wyraz swym obawom co do utrzymania niepewności na rynkach światowych oraz zagrożeniom, jakie niesie nadmierna ekspansja fiskalna. Bardziej optymistyczne wydają się natomiast oczekiwania RPP co do sytuacji w polskiej gospodarce; obniżenie dynamiki sprzedaży detalicznej Rada wiąże z warunkami pogodowymi. Członkowie Rady wskazują na poprawę sytuacji na rynku pracy oraz wzrost wyników finansowych przedsiębiorstw. Co do prognoz inflacji Rada wskazała na dalszy jej spadek podyktowany efektami bazowymi, niższą presją popytową i umocnieniem złotego w poprzednich miesiącach. Ryzykiem dla ścieżki inflacji pozostają zmiany cen administracyjnych.

Szczególną uwagę mediów przykuła jednak dyskusja i komentarze członków RPP odnoszące się do kwestii rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu PLN do walut obcych w NBP. Rada Polityki Pieniężnej na marcowym posiedzeniu zmieniła uchwałę z 2006 roku w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania tej rezerwy. Zdaniem zarządu NBP uchwała ta jest obciążona poważnymi wadami prawnymi, co skutkowało wstrzymaniem jej wykonania. Konfrontację reprezentacji członków PRP popierających zmianę sposobu liczenia rezerw (Zielińska-Głębocka) z prezesem NBP i Z. Gilowską mogliśmy wszyscy śledzić podczas konferencji po posiedzeniu RPP. Z wypowiedzi i atmosfery na posiedzeniu wydaje nam się, że zarząd NBP opowiada się za przekazaniem około 4 mld zł zysku NBP do budżetu, natomiast zmiana uchwały o metodologii liczenia rezerw skutkowałaby prawdopodobnie zwiększeniem tej kwoty do 8 mld zł.

Upublicznienie konfliktu wewnątrz RPP uderza w wiarygodność Rady i NBP. Fakt, wyjątkowego zainteresowania Ministerstwa Finansów zyskiem z NBP (dyskusja nad zyskiem z NBP i skądinąd słuszne nawoływania o zwiększenie przejrzystości i doprecyzowania sposobu tworzenia rezerw rozpoczęła się jeszcze latem 2009, ostatnio byliśmy świadkami kolejnych uwag wiceministra Radziwiłła) może rzucać negatywne światło na sytuację fiskalną. Obawy te mogą być stymulowane prawdopodobnie wyższym

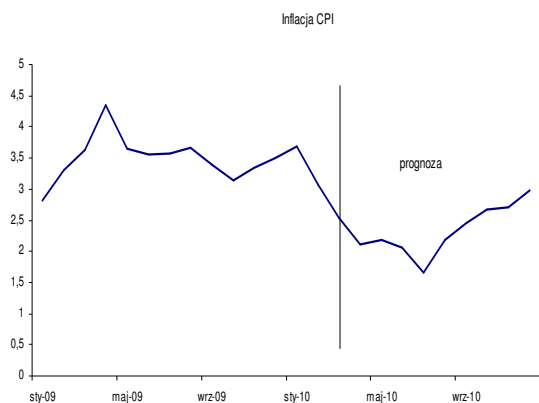
wykonaniem deficytu w kolejnych miesiącach (niższe wpływy podatkowe po I kw.).

Kurs złotego w centrum uwagi

Od kilku już miesięcy jesteśmy świadkami zwiększonego zainteresowania członków RPP i zarządu NBP kwestiami związanymi z kursem złotego. Przedstawiciele NBP i RPP pomimo zasadniczych różnic co do metodologii zawiązywania rezerw NBP, jak i ich adekwatności do zmian kursowych, zgodnie podkreślają, że umocnienie złotego może skutkować spowolnieniem wzrostu gospodarczego i jest szczególnie niebezpieczne we wczesnej fazie ożywienia gospodarczego. Po serii interwencji słownych w piątek, 9 kwietnia, obawa NBP o nadmierne umocnienie złotego przybrała kształt interwencji walutowej. Skala tej interwencji, prawdopodobnie około 100 mln euro, była jednak według światowych standardów bardzo mała. Przeprowadzenie jej przy poziomach złotego powyżej 3,80 było znacznym zaskoczeniem dla rynku. Bezpośrednim skutkiem interwencji było osłabienie złotego do 3,89. Zmiany na EURUSD oraz ogólnie dobry sentyment na rynkach światowych spowodował, że bardzo szybko złoty powrócił do poziomów wokół 3,860 wobec euro.

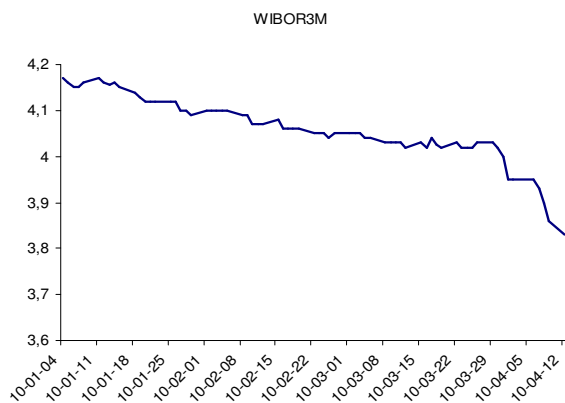
Oceniamy, że działanie NBP mogło mieć związek ze spodziewanym na maj/czerwiec napływem na rynek znacznych środków w związku z emisjami na rynku kapitałowym. Skala interwencji i sposób jej przeprowadzenia sugeruje, że NBP nie będzie bronił z góry zdefiniowanych poziomów kursu złotego, a jedynie będzie starał się spowolnić podyktowaną fundamentami i napływem kapitału zagranicznego na polski rynek aprecjację. O ile działania te mogą na krótką metę spowolnić aprecjację złotego, walka ze średniookresowym trendem nie wydaje się możliwa. Aby w krótkim okresie polityka stabilizacji kursu odniosła sukces konieczne (i tego mogą oczekiwać inwestorzy) byłyby dalsze obniżki stóp procentowych. Przez spadek stóp procentowych złamane zostałyby coraz popularniejsze, i skutkujące dalszym umocnieniem lokalnej waluty, carry trades na złotym. Ostatnie wydarzenia uzmysławiają nam wreszcie, że musimy się pogodzić z wydłużeniem okresu niskich stóp procentowych w Polsce. Oczekiwania na realizację takiego scenariusza wspierać będą również kolejne odczyty inflacji. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach roczny wskaźnik inflacji może przejściowo obniżyć się do poziomu dolnej granicy celu NBP.

Kwiecień 2010

Wykres 1. Inflacja CPI (%r/r)

Źródło: GUS, szacunki BRE.

Słabszy złoty i spadające stopy rynkowe (w ostatnim okresie stawki WIBOR obniżyły się o 25pb., co niesie ze sobą takie same implikacje jak obniżka stóp NBP) zaczynają kontrastować z zapewnieniami RPP co do neutralnego nastawienia w polityce monetarnej. W średnim terminie takie *de facto* poluzowanie monetarne może przełożyć się na wyższą inflację, co z kolei oznaczać może konieczność dodatkowego zacieśnienia monetarnego (powiedzmy) w roku 2011. Niestety działania NBP i dualizm celów monetarnych (inflacja oraz kurs walutowy) nasuwają skojarzenia z działaniami węgierskiego banku centralnego z roku 2003, które jak wiadomo zakończyły się dla tamtej gospodarki fatalnie.

Wykres 2. Stawka WIBOR 3M (%)

Źródło: Bloomberg.

Tragedia w Smoleńsku i jej możliwe konsekwencje dla polityki monetarnej

Narodowa tragedia, jaką niewątpliwie jest katastrofa smoleńska, śmierć Prezydenta RP oraz prezesa NBP może oznaczać radykalne zmiany w Narodowym Banku Polskim. Zmiany te mogą wpłynąć na współpracę Rady Polityki Pieniężnej z zarządem NBP oraz na współpracę NBP z rządem RP. Ciężko sobie również wyobrazić, aby nowy prezes NBP, o którego rychłym powołaniu już wypowiedział się Prezydent Komorowski, ustawił się, podobnie jak zmarły S. Skrzypek, w opozycji do rządu, czy też większości RPP. W krótkim okresie testem dla polityki pieniężnej niewątpliwie będzie rozwiązanie zaognionego sporu o rezerwy i zysk NBP. Spór ten, naszym zdaniem rozwiązany zostanie w zgodzie z uchwałą RPP. Jako, że zdecydowana większość RPP opowiada się obecnie za wydłużeniem okresu stabilizacji stóp procentowych, zmiana na stanowisku prezesa NBP nie wpłynie prawdopodobnie na bieżące decyzje RPP. Rynki finansowe, jakkolwiek tragicznie to brzmi, w związku ze spodziewanymi zmianami modelu współpracy rządu z NBP i Prezydentem mogą po pewnym czasie wycenić szybsze przystąpienie Polski do strefy euro i większe szanse na głębszą reformę fiskalną.

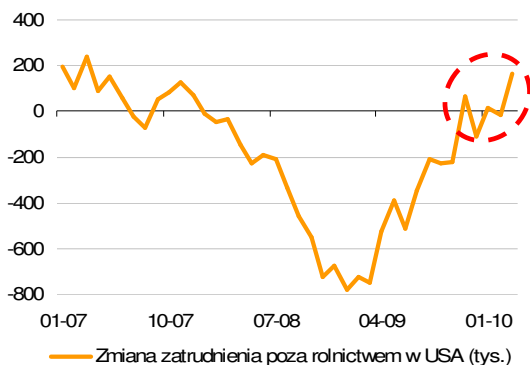
Ernest Pytlarczyk

Kwiecień 2010

GOSPODARKA GLOBALNA

USA: stopniowa poprawa na rynku pracy

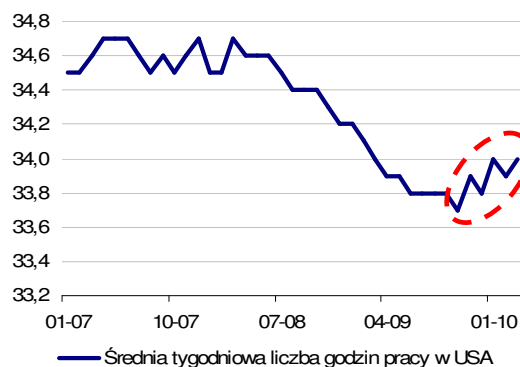
Pozytywne sygnały napływają ostatnio z amerykańskiego rynku pracy. Według danych Departamentu Pracy w marcu zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 162 tys. etatów po spadku o 14 tys. w lutym (patrz: Wykres 1), a stopa bezrobocia ustabilizowała się na poziomie 9,7%. Jest to już trzeci (choć nie z rzędu) miesiąc, w którym zanotowano przyrost liczby miejsc pracy (pierwszy przyrost miał miejsce w listopadzie zeszłego roku a drugi w styczniu br.) po dwuletnim okresie spadków zatrudnienia w amerykańskiej gospodarce - ogółem w ciągu ostatnich dwóch lat zatrudnienie poza rolnictwem zostało zredukowane o ok. 8,4 mln etatów.

Wykres 1. Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem w USA (tys.)

Źródło: Bloomberg.

Jeśli chodzi o strukturę marcowego wzrostu zatrudnienia w USA, kluczowym czynnikiem było rosnące zatrudnienie w sektorze usług (+82 tys.), co jest zgodne z poprawiającą się koniunkturą w tym dziale gospodarki (silne wzrosty wskaźnika ISM w usługach w ostatnich miesiącach). Szczególnie wysokie przyrosty zanotowano w opiece zdrowotnej (+27 tys.) i agencjach pracy tymczasowej (+40 tys.), nieco mniejsze w handlu i transporcie, natomiast w branży IT i sektorze finansowym mieliśmy do czynienia z kontynuacją spadku liczby zatrudnionych. Drugim filarem wzrostu zatrudnienia w marcu był przyrost tymczasowego zatrudnienia w sektorze rządowym wynikający z naboru pracowników pod kątem przeprowadzanego w tym roku spisu powszechnego (według szacunków Departamentu Pracy wyniósł on 48 tys.). W pozostałych sektorach (górnictwo, budownictwo, przemysł) miały miejsce umiarkowane wzrosty liczby etatów, świadczące o stabilizacji sytuacji. Pozytywnym sygnałem jest szczególnie trzeci z rzędu przyrost zatrudnienia w przemyśle (+17 tys.), wskazujący na utrwalenie się wzrostowej tendencji w tym sektorze. Niemniej jednak, patrząc na całość struktury rosnącego zatrudnienia, nie dowodzi ona na razie

trwałego odbicia na rynku pracy ze względu na duży udział w tych przyrostach zatrudnionych tymczasowo.

Wykres 2. Średnia tygodniowa liczba godzin pracy w USA

Źródło: Departament Pracy USA.

O poprawie sytuacji na amerykańskim rynku pracy świadczy również równoległy proces zwiększania się przeciętnej tygodniowej liczby godzin pracy przypadających na pracownika (w marcu wzrosła o 0,1 godz. do 34,0 godz., od października zeszłego roku wzrosła już o 0,3 godz.), która w wyniku kryzysu spadła uprzednio z 34,7 godz. do 33,7 godz. (patrz: Wykres 2). Kontynuacja tego procesu może być w najbliższych miesiącach czynnikiem tłumiącym potrzebę silnych wzrostów zatrudnienia, co może nieco wygładzić ścieżkę dalszego wzrostu zatrudnienia w USA.

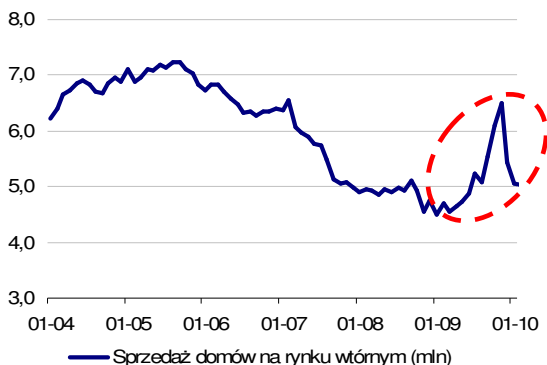
USA: brak trwałego ożywienia na rynku nieruchomości

W 2009 roku nastąpiło silne odbicie na rynku wtórnym nieruchomości w USA – sprzedaż wzrosła z 4,53 mln w styczniu do 6,49 mln w listopadzie (patrz: Wykres 3). Głównym czynnikiem odpowiedzialnym za tak szybką poprawę sytuacji był rządowy program dopłat do zakupów nieruchomości (tzw. *2009 First-Time Home Buyer Tax Credit*). Zgodnie z tym programem kupujący domy po raz pierwszy (zdefiniowani jako tacy, którzy nie byli właścicielami żadnej nieruchomości w ciągu ostatnich 3 lat) mogli ubiegać się o bezwrotny kredyt w postaci ulgi podatkowej w wysokości do 8 tys. USD. Oryginalnie program ten miał obowiązywać w okresie od 1 stycznia do 1 grudnia 2009 r., lecz został przedłużony do 30 kwietnia 2010 r. i co więcej, począwszy od 7 listopada 2009 r., rozszerzony na większą liczbę uprawnionych do dopłat. Uprawnienie do subwencji otrzymali mianowicie również właściciele nieruchomości, którzy w ciągu ostatnich 8 lat minimum 5 lat użytkowali aktualnie posiadane domy – w ich przypadku dopłata wynosi

Kwiecień 2010

6,5 tys. USD, czyli nieco mniej niż w wypadku kupujących dom po raz pierwszy.

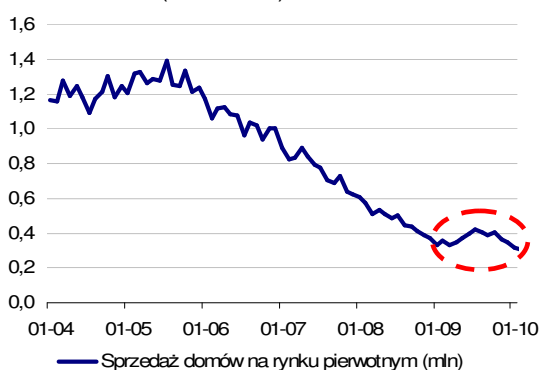
Wykres 3. Sprzedaż na wtórnym rynku nieruchomości w USA (mln sztuk)



Źródło: Bloomberg.

W związku z zakończeniem się pierwszej edycji programu dopłat w listopadzie zeszłego roku, miesiąc ten przyniósł rekordową wielkość sprzedaży (6,49 mln w ujęciu zannualizowanym), natomiast w kolejnych miesiącach nastąpił jej szybki spadek mimo przedłużenia programu (5,02 mln w lutym). Przyczyną takiego stanu rzeczy był najprawdopodobniej fakt, że większość ludzi, którzy zamierzali skorzystać z programu transakcje planowała z dużym wyprzedzeniem uwzględniając listopad jako ostatni miesiąc obowiązywania programu. W związku zakończeniem drugiej fazy programu dopłat pod koniec kwietnia tego roku, miesiąc ten może przynieść druga falę wzrostu aktywności na rynku wtórnym.

Wykres 4. Sprzedaż na pierwotnym rynku nieruchomości w USA (mln sztuk)

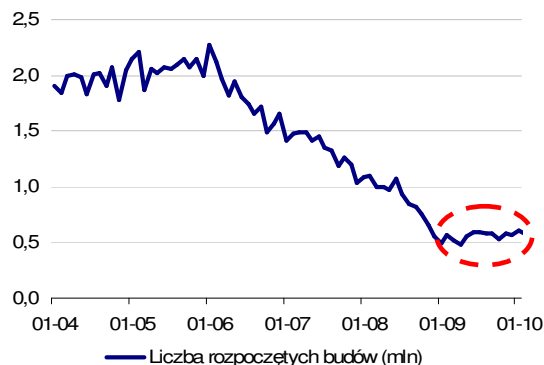


Źródło: Bloomberg.

Interwencja rządowa wywołała więc jedynie czasową, choć trzeba zaznaczyć, że istotną, poprawę na rynku wtórnym. Co więcej, reakcja rynku pierwotnego była bardzo słaba (patrz: Wykres 4) i obecnie sytuacja w tym segmencie nadal się pogarsza, a początek 2010 roku przyniósł rekordowo niskie poziomy sprzedaży

nowych domów (przebite zostało minimum ze stycznia zeszłego roku na poziomie 329 tys.).

Wykres 5. Liczba rozpoczętych budów w USA (mln sztuk)



Źródło: Bloomberg.

Popyt na nieruchomości wciąż nie odrodził się wystarczająco by wywołać trwały wzrost podaży nowych mieszkań, co widać wyraźnie na Wykresie 5 pokazującym liczbę rozpoczętych budów, która po osiągnięciu minimum w kwietniu 2009 r. (479 tys.) cały czas oscyluje w granicach 500-600 tys. nie wykazując większych oznak ożywienia. Diagnozę taką potwierdza również brak istotnego odbicia cen nieruchomości, które po lekkim wzroście w Q2-Q3'2009 w ostatnich miesiącach znów się obniżyły (wskaźnik cen domów Case-Schiller wskazuje na spadek o 0.7%/r w styczniu).

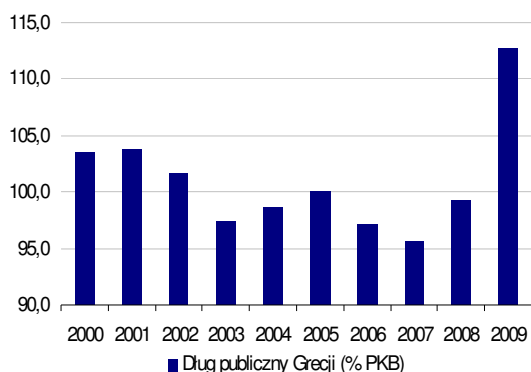
W żadnym razie nie można więc jeszcze mówić o wyraźnym odbiciu na amerykańskim rynku nieruchomości, bez którego, biorąc pod uwagę bardzo istotną rolę tego sektora w amerykańskiej gospodarce i systemie finansowym, niemożliwy będzie powrót na trwałą ścieżkę ożywienia gospodarczego. Obecnie wciąż mamy do czynienia jedynie z okresem stabilizacji, natomiast na wyraźne ożywienie przyjdzie nam jeszcze poczekać (być może nawet do przyszłego roku). Co ważne, obawy o amerykański sektor nieruchomości potwierdza też komunikat z marcowego posiedzenia Fed, w którym na nowo pojawił się fragment podkreślający utrzymujące się problemy tego sektora.

Strefa euro: uchwalono pakiet ratunkowy dla Grecji

Ostatnie tygodnie przyniosły wyczekiwaną od dłuższego czasu przez rynki finansowe decyzję państw strefy euro w sprawie pomocy finansowej dla przeżywającej poważne problemy fiskalne Grecji. Przypomnijmy, że w zeszłym roku deficyt greckiego budżetu wyniósł 12,9% PKB, zaś dług publiczny sięgnął poziomu 112,6% PKB (patrz: Wykres 6) - większy

Kwiecień 2010

dług publiczny spośród państw strefy euro mają tylko od dawna zmagające się z tym problemem Włochy, które jednakże nie dopuściły do tak wielkiego wzrostu deficytu budżetowego.

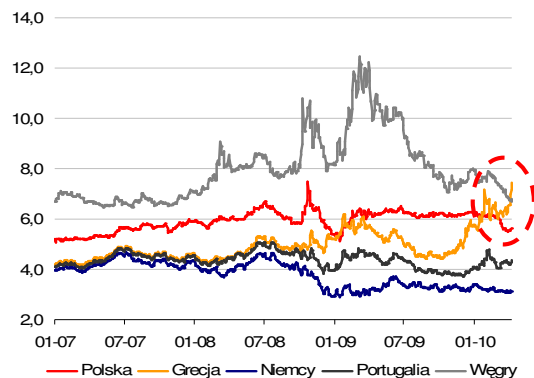
Wykres 6. Dług publiczny Grecji (% PKB)

Źródło: Eurostat.

Niestety pomimo przyjęcia przez grecki rząd ambitnego planu konsolidacji finansów publicznych, zakładającego redukcję deficytu budżetowego do 8,7% PKB w 2010 r. (który, co zrozumiale, wzbudził w Grecji ogromne protesty społeczne), w ostatnich miesiącach nastąpił silny spadek zaufania inwestorów w stosunku do tego kraju i wzrost obaw o jego ewentualną niewypłacalność. Znalazło to odzwierciedlenie w rekordowym wzroście rentowności greckich obligacji skarbowych – tylko w pierwszym tygodniu kwietnia rentowność greckiego papieru 10-letniego wzrosła o prawie 100pb, przekraczając znacząco poziom 7,00% (patrz: Wykres 7), czemu sprzyjały informacje o konieczności zrolowania przez Grecję długu w wysokości ok. 20 mld EUR na przełomie kwietnia i maja. Oliwy do ognia dolewały też kolejne obniżki ratingu kredytowego Grecji - obecny rating greckich papierów skarbowych według agencji Fitch to BBB-, czyli najniższy poziom akceptowalny przez EBC w operacjach refinansujących.

Narastający niepokój inwestorów w kwestii Grecji, którego rozmiary powoli zaczynały grozić bankrutstwem tego państwa w wyniku mechanizmu samo-spełniającej się przepowiedni, skłonił przywódców krajów strefy euro do podjęcia zdecydowanych kroków w sprawie pomocy finansowej dla Grecji. Najpierw na szczycie UE pod koniec marca wstępnie zdecydowano o zagwarantowaniu Grecji łączonej pomocy ze strony państw eurolandu oraz MFW, która

uruchomiona zostanie jednak jedynie w razie najwyższej konieczności.

Wykres 7. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wybranych państw UE

Źródło: Bloomberg.

Następnie po drastycznych wzrostach rentowności greckich obligacji w pierwszym tygodniu kwietnia, przywódcy państw strefy euro ustalili szczegóły pomocy dla Grecji. Według ogłoszonego planu państwa strefy euro zaoferują Grecji pakiet ratunkowy w formie preferencyjnego kredytu w wysokości ok. 40 mld USD oprocentowanego na poziomie 5,0%, czyli znacznie poniżej rentowności emitowanych przez Grecję obligacji. Dodatkowo MFW ma udzielić Grecji kredytu w wysokości kolejnych 20 mld USD (oprocentowanego prawdopodobnie jeszcze niższej pożyczka od państw eurolandu). Co więcej, nie wykluczono też rozszerzenia tego pakietu w latach 2011-2012 (pojawiły się nieoficjalne informacje, że nawet do łącznej sumy 107 mld USD).

Na chwilę obecną rząd Grecji nie podjął jeszcze decyzji o skorzystaniu z pakietu pomocowego, lecz przyznał, że w przyszłości może być do tego zmuszony wskutek niekorzystnych warunków rynkowych. Co niezwykle ważne, komunikat o szczegółach pakietu pomocowego dla Grecji skutecznie (choć nie wiadomo, czy trwale) uspokoił sytuację na rynkach finansowych, gdzie już na pierwszej sesji po jego ogłoszeniu rentowność greckich obligacji spadła o kilkadziesiąt punktów bazowych.

Piotr Piękoś

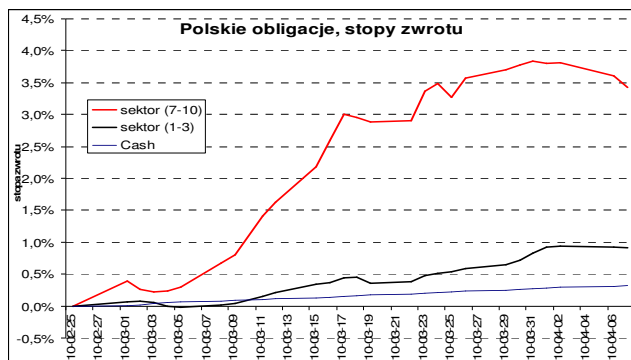
Kwiecień 2010

EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*		
		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,8% (luty 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,66% (luty 2010) Deficyt budżetu: <3,0% PKB Dług publiczny: < 60,0% PKB Członkostwo w ERM2: 2 lata 	Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% paśma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 – wokół kursu z początku okresu obserwacji)
Polska		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,0% (luty 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,19% (luty 2010) Deficyt budżetu: 7,2% PKB (2009) Dług publiczny: 51,0% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,4% (luty 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,81% (luty 2010) Deficyt budżetu: 6,6% PKB (2009) Dług publiczny: ~36,5% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,6% (luty 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 8,78% (luty 2010) Deficyt budżetu: 3,6% PKB (2009) Dług publiczny: ~79,1% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	

*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc.), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji), stabilność finansów publicznych (brak procedury nadmiernego deficytu, co wymaga utrzymania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, a długu publicznego poniżej 60% PKB), stabilność kursu walutowego (co najmniej dwa lata w systemie ERM2 bez poważnych napięć, czyli w granicach +/-15% od kursu centralnego) oraz zgodność legislacji (dostosowanie przepisów prawnych do wymogów UE). **W naszym zestawieniu** na bieżąco (w miarę publikacji danych przez Eurostat) monitorujemy stopień spełnienia pierwszych czterech kryteriów przez Polskę, Czechy i Węgry. Europejski Bank Centralny oraz Komisja Europejska co najmniej raz na dwa lata przygotowują raporty o konwergencji, oceniające stopień spełnienia kryteriów konwergencji, będący podstawą dla decyzji Rady UE o wyrażeniu zgody na przystąpienie danego państwa do strefy euro.

NA RYNKU



Rynek stopy procentowej

Oceniamy, że w najbliższym okresie rośnie ryzyko korekty na polskim rynku obligacji. Ryzyko to dotyczy przede wszystkim dłuższych papierów. Z jednej strony banki centralne (Fed, ECB) potwierdzają zapewnienia co do wydłużenia okresu rekordowo niskich stóp procentowych, co technicznie uniemożliwia wzrost rentowności krótkich papierów na rynkach bazowych; również ryzyko wzrostu inflacji w krótkim terminie wydaje się być bardzo ograniczone. Z drugiej strony postępujące ożywienie i niepewność co do inflacji w okresie 2 lata plus zwiększają (również w skali globalnej) zmienność dłuższych obligacji. Dodatkowo (w USA) coraz istotniejsze okazują się kwestie rosnących podaży obligacji. Ostatnie wzrosty rentowności *treasuries* zawdzięczamy właśnie temu czynnikowi. Fakt, że te ostatnie wzrosty rentowności w USA i (do pewnego stopnia) w Niemczech, pomimo eksponowania przez nas coraz słabszej, ujemnej korelacji polskich papierów z niemieckimi bundami, nie przełożyły się na polski rynek wynika z dużej liczby czynników kształtujących ceny polskich papierów. Pamiętajmy, że ciągle znaczny wpływ na polski rynek mają czynniki zmniejszające ryzyko systemowe w Unii Europejskiej i krajach EM. Czynnikiem takim w marcu okazały się uzgodnienia co do pomocy dla Grecji – jeżeli spada ryzyko niewypłacalności Grecji spada również ryzyko Polski, nie musi przy tym następować ucieczka z polskich papierów do relatywnie tańszych papierów greckich. Wydarzenia te, przy dobrym sentymencie na polskich papierach, zneutralizowały wpływ tendencji na *core markets*.

Ewentualny dalszy wzrost rentowności długich papierów w USA może jednak wpłynąć na relatywne zmniejszenie napływu kapitału portfelowego na rynek obligacji w *emerging markets*, w tym Polski. Różnice w rentownościach względem *core markets* pomimo perspektyw dalszego spadku premii za ryzyko w papierach polskich nie przemawiają obecnie za dalszymi tak dynamicznymi wzrostami cen polskich papierów. Historycznie wzrosty rentowności w USA ostatecznie (z pewnym opóźnieniem) zaczynały przekładać się na stopy w *emerging markets* (podkreślamy na stopy, nie zaś premię za ryzyko). Pamiętajmy również, że stopy w EM (w tym w PLN) wykazują większą zmienność niż stopy w USD, czy EUR (większa beta). **Ostatnie wydarzenia na rynkach obligacji *core markets* przemawiają więc za bardziej ostrożną alokacją globalnych funduszy w obligacje EM.**

Na ryzyko korekty na długim końcu polskiej krzywej obligacyjnej wskazują także czynniki lokalne. Po marcu prawdopodobnie zanotowano dalszy znaczny wzrost deficytu budżetowego. Wynika to

Kwiecień 2010

przede wszystkim z niższych wpływów podatkowych w I kw. Prawdopodobnie duży wpływ miały na to czynniki pogodowe (zastój w handlu i budownictwie). Niemniej jednak gorsze wyniki budżetu mogą osłabić pozytywny do tej pory odbiór polskiej polityki fiskalnej i fundamentów gospodarki (ciężko jednak ocenić rzeczywistą istotność tego lokalnego czynnika). Pomimo zrealizowania już ponad 39% potrzeb pożyczkowych budżetu, niepewność co do sytuacji gosp. w II połowie roku nie pozwoli Ministerstwu Finansów na znaczne zmniejszenie bieżących podaży papierów. Nie powinniśmy więc liczyć na tak elastyczne dopasowywanie podaży do popytu i warunków rynkowych jak to miało miejsce w poprzednich miesiącach.

Pierwsze symptomy pogorszenia sytuacji na rynku stopy procentowej są już widoczne w obniżającej się płynności. Czynnikiem ten, w połączeniu z większymi podażami na rynku pierwotnym i wtórnym, może wpłynąć na gwałtowność korekty..

Wracając do polskiego rynku obligacji, podkreślamy, że nie spodziewamy się kryzysu/znacznego pogorszenia płynności budżetu, co powinno ograniczyć ryzyko wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej *sovereign* (co byłoby scenariuszem typowym przy wzroście ryzyka niewypłacalności). Fakt interwencji NBP na rynku walutowym skutkuje wzmocnieniem oczekiwań na wydłużenie okresu niskich stóp procentowych w Polsce. Oczekiwania te dodatkowo powinny wspierać papiery z krótkiego końca.

Rynek walutowy

Marzec i początek kwietnia przyniosły dalsze systematyczne umocnienie złotego. Polska waluta umacniała się, rozkorelowując się przy okazji z parą EURUSD. Zasadniczym powodem umocnienia złotego jest poprawa sentymentu względem niemal wszystkich grup polskich aktywów. Złotego wspierał między innymi napływ kapitału portfelowego na rynek obligacji. W

okresie I-II 2010 r. napływ kapitału zagranicznego na rynek SPW wyniósł 13,3 mld zł, a portfel tej grupy inwestorów osiągnął rekordowy poziom 95,1 mld zł. Perspektywa przyszłych emisji na rynku kapitałowym staje się również czynnikiem stymulującym oczekiwania na kontynuację trendu aprecjacyjnego złotego. Według naszych szacunków w kolejnych 2-3 miesiącach inwestorzy zagraniczni mogą z tytułu IPOs zwiększyć swoje zaangażowania na rynku kapitałowym nawet o 5-5,5 mld zł. Od jakiegoś czasu nad rynkiem ciąży kwestia odpływu z rynku PLN środków, które po sprzedaży akcji PZU uzyska Eureko. Wydaje się jednak, że ryzyko walutowe tej transakcji jest już w dużej mierze zabezpieczone (patrz komentarz rzeczownika Eureko), co wskazywałoby, że szala ryzyka ciągle przechyla się w stronę dalszego umocnienia polskiej waluty, a ewentualna korekta na EURPLN, na którą wskazują sygnały analizy technicznej może być mocno ograniczona w czasie. Na rynku FX prawdopodobnie dominują długie spekulacyjne pozycje w PLN, jednak ich wielkość może być mniejsza niż się powszechnie uważa. Na to ostatnie wskazywałyby ostatnie wydarzenia i dość ograniczona reakcja złotego (osłabienie do 3,86) po negatywnych informacjach o Grecji, czy też brak paniki po interwencji NBP. W sytuacji znacznego „wydłużenia” rynku w złotym mielibyśmy zapewne do czynienia z polowaniem na *stop-loss*y i bardziej dynamiczną deprecjacją.

Jak na razie inwestorzy spokojnie przyjęli komentarze członków RPP i MinFinu o przewartościowaniu polskiej waluty, jak i samą interwencję NBP. Wzrost aktywności NBP na rynku walutowym przełoży się jednak naszym zdaniem w krótkim okresie na wzrost zmienności złotego w przedziale 3,80-3,95, nie prowadząc jednak do zdecydowanej deprecjacji złotego. Podtrzymujemy nasze oczekiwania co do podyktowanego fundamentalnie umocnienia złotego do poziomu 3,70 na koniec roku.

Ernest Pytlarczyk

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Kwiecień 2010	Maj 2010	Czerwiec 2010
POLSKA			
Inflacja CPI	15	14	15
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	20	20	18
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	19	19	17
PKB	-	31	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22	21	22
Podaż pieniądza M3	14	14	14
Bilans płatniczy	13	17	14
Inflacja bazowa	22	21	22
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	7
Posiedzenie RPP	27-28	24-25	29-30
STREFA EURO			
Inflacja HICP	16,30	18,29	16,30
PKB	7	12	4
Wskaźnik koniunktury ZEW	20	18	15
Posiedzenie ECB	8	6	10
USA			
Inflacja CPI	14	19	17
PKB	30	27	25
Zmiana zatrudnienia poza rolnic- twem i stopa bezrobocia	2	7	4
Zamówienia na dobra trwałe	23	26	24
Wskaźnik koniunktury w prze- twórstwie ISM	1	3	1
Posiedzenie FED	27-28	-	22-23

Źródło: GUS, NBP, Bloomberg.

KONTAKT:
Departament Rynków Finansowych
ul. Senatorska 18
00-950 Warszawa
fax: (22) 829 02 05

Kierujący Wydziałem Współpracy z Klientami

Bogusław Goleń +48 22 829 02 11 bogdan.golen@brebank.com.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

Inga Gaszkowska-Gębska +48 22 829 12 05 inga.gaszkowska-gebska@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

Marcin Turkiewicz +48 22 829 01 84 marcin.turkiewicz@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

Łukasz Barwicki +48 22 829 01 93 lukasz.barwicki@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

Jarosław Stolarczyk +48 22 829 01 67 jaroslaw.stolarczyk@brebank.com.pl

Niniejsze opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami z kompetentnych źródeł, jednakże nie możemy zagwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydawania raportu. Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim treści. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania jest możliwa jedynie za uprzednią zgodą autorów.