

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP flash r/r	Kwiecień	-	0,6%	0,6%
USA	14:30	Wydatki konsumentów m/m	Marzec	-	0,0%	0,2%
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 24.04	-	-	610tys.

Makroekonomia

Stopy NBP bez zmian

RPP zgodnie z oczekiwaniami rynku nie zmieniła poziomu stóp na wczorajszym posiedzeniu (stopa REPO na poziomie 3,75%). W komunikacie podkreślono, podobnie jak miesiąc temu, że wzrost PKB może okazać się niższy niż przewidywano. Rada wskazała na ograniczenie dostępności kredytu i spadek popytu zewnętrznego jako główne zagrożenia dla wzrostu gospodarczego. Przechodząc do perspektyw inflacyjnych, Rada wskazała na wzrost inflacji w krótkim okresie spowodowany wyższymi cenami żywności, osłabieniem złotego oraz podwyżkami cen kontrolowanych. Pomimo, że Rada nadal spodziewa się spadku inflacji w średnim okresie (w tym kierunku działać będą niższy wzrost gosp. i pogorszenie sytuacji na rynku pracy) z komunikatu zniknął istotny fragment o dalszym poluzowaniu monetarnym wspierającym powrót polskiej gospodarki na ścieżkę wzrostu, co wskazywać mogłoby na zbliżanie się do końca cyklu poluzowania (na konferencji prezes NBP podkreślił jednak kilkakrotnie, że poluzowanie nie dobiegło jeszcze końca).

Konferencja przyniosła również dodatkowe informacje na temat samego procesu decyzyjnego w Radzie. Po pierwsze odnieśliśmy wrażenie, że część RPP obawiała się nadmiernej zmienności złotego i jego osłabienia w związku z ewentualną obniżką stóp (pamiętajmy, że w momencie posiedzenia nie opadł jeszcze kurs po negatywnej informacji o deficycie finansów publicznych za 2008 rok i Rada nie była absolutnie pewna dalszego kierunku zmian na rynkach finansowych). Po drugie, część członków (Sławiński w szczególności) mogła dużo (zbyt dużo) uwagi przyłożyć do krótkookresowych zmian koniunktury w marcu i kwietniu (naszym zdaniem oznaczających jedynie wolniejsze tempo spadku np. produkcji niż perspektywy rychłego wejścia na dotychczasową ścieżkę wzrostu) sugerując nawet wstrzymanie dalszego poluzowania monetarnego. Po trzecie nie bez znaczenia mogła być pojmowana w sposób bardzo uproszczony kwestia zbyt niskiej (wręcz ujemnej) realnej stopy procentowej

Coraz bardziej jastrzębi Wojtyna podkreślił również, że prawdopodobne odłożenie momentu wejścia Polski do ERM2 i strefy euro wpłynie na wzrost zainteresowania Rady kwestią zmienności złotego. Zdaniem Wojtyny utrzymanie perspektywy wchodzenia do ERM2 wpływałaby na stabilizację/umacnianie kursu złotego i przez to obniżałaby inflację – obecnie

Rada mogła zostać pozbawiona tego rodzaju „stabilizatora” procesów inflacyjnych.

Co do najbliższych perspektyw dla polityki monetarnej uważamy, że Rada może nie zmienić stóp procentowych również na majowym posiedzeniu. Czynniki wpływającymi na taką decyzję mogą być przede wszystkim dalszy (choć przejściowy) wzrost inflacji, dalsze sygnały krótkookresowej poprawy koniunktury oraz moment publikacji nowej projekcji inflacyjnej przypadającej na czerwiec. Wydaje nam się, że RPP powinna wznowić cykl właśnie w czerwcu (cel na stopach ciągle widzimy na poziomie 3,0-3,25% w tym cyklu). Wtedy też decyzję Rady wspierać będzie ponowny spadek inflacji (tym razem dzięki obniżce cen gazu) oraz stan koniunktury, w tym pogarszające się perspektywy dla popytu konsumpcyjnego (spadek zatrudnienia i funduszu płac, objawy przeinwestowania w szeregu sektorów wykluczają rychły powrót inwestycji na ścieżkę wzrostu).

USA: tempo wzrostu PKB w I kwartale poniżej oczekiwań

Według wstępnych szacunków PKB spadł w I kwartale o 6,1% SAAR wobec 6,3% w kwartale poprzednim. Początek roku przyniósł odbudowanie konsumpcji, która zanotowała wzrost o 2,2% (w tym prawie 10% wzrost wydatków na dobra trwałe). Negatywnie zaskoczyły inwestycje, które zanotowały spadek o 51,8% - w tym inwestycje w kapitał trwałe o 37,9% i budownictwo mieszkaniowe o 38%. Duże spadki akumulacji są typowe dla dołka cyklu koniunkturalnego – fazę cyklu potwierdza także silnie negatywna zmiana zapasów, która zmniejszyła dynamikę PKB o 2,79pp. (wobec 0,11pp. w poprzednim kwartale). Dodatnim kontrybutorem do wzrostu PKB okazał się eksport netto, który zwiększył dynamikę produktu o 1,99pp. za sprawą silnego ograniczenia importu. Destabilizująco na dynamikę PKB działały konsumpcyjne wydatki rządowe (kontrybucja rządu -3,9pp.) – z uwagi jednak na przyszłe wydatki z pakietu fiskalnego (łącznie 819 mld USD w ciągu kilku lat) można spodziewać się odwrócenia tempa wzrostu tego agregatu w najbliższych kwartałach.

Pozytywnym sygnałem w najnowszej publikacji danych o PKB są bez wątpienia wyższe wydatki konsumpcyjne oraz duże spadki zapasów, które sugerują szybkie zakończenie cyklu tego komponentu PKB. Najnowsze odczyty optymizmu konsumentów (Conference Board) pozwalają sądzić, że jest to początek nowej tendencji – przypieczętuje ją prawdopodobnie 300 mld wydatków z pakietu fiskalnego, które bezpośrednio i pośrednio dotyczyć będą konsumentów. Wyższe wydatki konsumpcyjne będą także prawdopodobnie wsparciem dla zapasów, które w okresie ożywienia (nawet niewielkiego) mają charakter wyprzedzający w stosunku do dynamiki pozostałych agregatów i pozwalają „tanio” zagospodarować wolne moce wytwórcze. Wskaźniki wyprzedzające a także pojawiające się kolejno „twarde” dane sugerują, że gospodarka osiągnęła w I kwartale prawdopodobnie dno – ożywienie będzie jednak bardzo anemiczne z powodu utrzymujących się problemów z kredytem oraz kłopotów w plasowaniu prywatnego długu. Hamulcem dla szybkiego procesu wzrostu będzie także nieobecność kredytów opartych na własności hipotecznej, które stymulowały szybkie ożywienie po recesji z 2001 roku.

Decyzja FOMC zgodna z oczekiwaniami

FOMC zdecydował wczoraj na utrzymanie przedziału 0-0,25% dla stopy Fed funds. Komunikat zwraca uwagę na pierwsze sygnały stabilizacji gospodarki: zahamowanie tempa spadku wydatków konsumpcyjnych oraz lekką poprawę sytuacji na rynkach finansowych. Choć aktywność gospodarcza pozostanie w najbliższych miesiącach na niskim poziomie, jej

dalszej stabilizacji służyć będą działania podejmowane przez władze monetarne oraz fiskalne.

Z uwagi na niską aktywność sfery realnej inflacja pozostanie poniżej celu przez dłuższy okres czasu, z negatywnymi skutkami dla wzrostu gospodarczego. Z tego powodu działania Fed ukierunkowane będą w najbliższym czasie na zapewnienie stabilności cen wszystkimi środkami. Stopy procentowe utrzymane zostaną na niskim poziomie przez „przedłużony okres czasu” a ich działanie uzyska dodatkowe wsparcie ze strony credit-easing w postaci dalszych zakupów papierów skarbowych (do 300 mld USD do jesieni), instrumentów opartych na kredytach hipotecznych (do 1,25 bln USD do końca roku) oraz długu agencji (do 200 mld USD do końca roku). Komunikat wspomina także o szeregu programów dostarczających bezpośrednio płynności firmom i gospodarstwom domowym (nie pojawia się bezpośrednio odniesienie do TALF – niewykluczone, że z uwagi na bardzo niskie wykorzystanie środków z tego programu, jego realizacja zejdzie całkowicie na dalszy plan).

Fed utrzymuje wysokie tempo dopływu pieniądza dla gospodarki. Historyczne doświadczenia pokazują, że odejście od polityki łatwego pieniądza zbyt szybko, może nie przynieść oczekiwanych rezultatów. Z tego powodu luźna polityka pieniężna zostanie utrzymana nawet pomimo nadejścia wyraźnych sygnałów ożywienia gospodarczego – dyskusja o ewentualnych strategiach wyjścia nie będzie miała prawdopodobnie w najbliższym czasie miejsca z uwagi na utrzymujące się zagrożenia deflacyjne.

Posiedzenie RPP, 27. maja

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Stopy bez zmian	70%
Obniżka o 25 bps	30%
Obniżka o 50 bps	0%
Obniżka o 75 bps.	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
JUN9	51,15	0,36
JUL9	52,15	0,35
AUG9	53,36	0,51

Data: 2009-04-30

Godzina: 8:56:17

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
4,4763	3,3810

EUR/USD 1,3357 EUR/JPY 130,33 EUR/PLN 4,3750 USD/PLN 3,2750

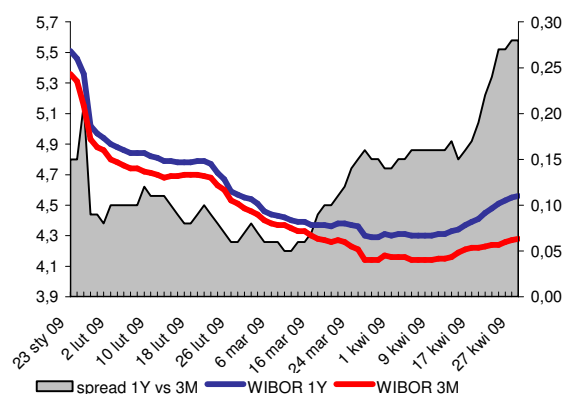
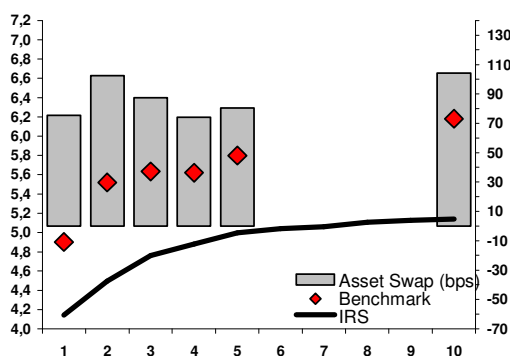
Okres przed ogłoszeniem decyzji FOMC upłynął pod znakiem wzrostów EURUSD z krótką

przerwę na korekcie po gorszych od oczekiwań danych o PKB. Wzrostowy trend został wyraźnie załamany po decyzji FOMC na której zaznaczono lekką poprawę aktywności i płynności a także zapowiedziano dalsze zakupy papierów skarbowych (do 300 mld USD do jesieni), instrumentów opartych na kredytach hipotecznych (do 1,25 mld USD do końca roku) oraz obligacji agencji (do 200 mld USD do końca roku). Dziś kolejne ważne dane z USA (wydatki konsumentów) oraz inflacja HICP.

Złoty dostał skrzydeł. Wzrosty na światowych giełdach i zmiana sentymentu na rynku krajowym przełożyły się na 10 figurowe umocnienie złotego od początku wczorajszej sesji. Naszym zdaniem obecnie odbywa się budowanie długich pozycji w złotym, co może przełożyć się na bardziej wyraźny trend w perspektywie najbliższych miesięcy. Na koniec roku utrzymujemy nasz prognozę EURPLN na poziomie 3,90.

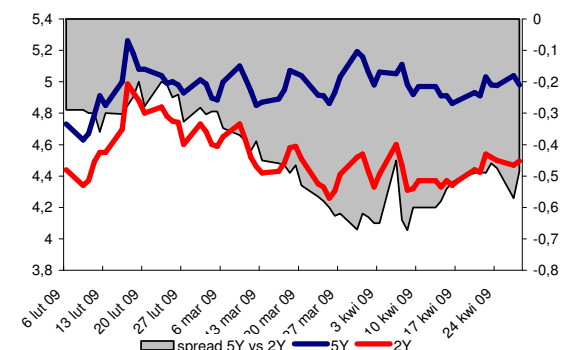
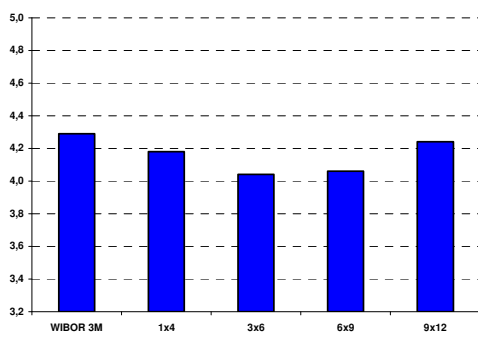
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,10	4,19
2Y	4,45	4,54
3Y	4,74	4,78
4Y	4,78	4,98
5Y	4,95	5,04
6Y	4,94	5,14
7Y	5,01	5,11
8Y	5,06	5,15
9Y	5,08	5,17
10Y	5,10	5,18



depo	BID	ASK
ON	2,30	2,80
1M	3,44	3,64
3M	4,06	4,26

FRA	BID	ASK
1x2	3,58	3,64
1x4	4,15	4,18
3x6	4,00	4,04
6x9	4,02	4,06
9x12	4,20	4,24



UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE 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 OPRAWOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOWANIU 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. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRAWOWANIA, BEZ ZASIEGNIĘCIA 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 OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.