

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 6

**Daily Letter****czwartek, 29 kwietnia 2010****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
EMU	11:00	Koniunktura ESI	Marzec	-	99,3pkt.	97,7pkt.
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 24.04	-	-	450tys.

**Stopy NBP bez zmian. Konfliktu o zysk NBP i przedłużenie FCL ciąg dalszy.**

Wobec eskalacji kryzysu zadłużeniowego w państwach peryferii strefy euro, wczorajsza decyzja RPP w sprawie stóp procentowych zdecydowanie nie należała do wydarzeń najważniejszych śledzonych przez uczestników rynku. RPP zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Stopa bazowa wynosi obecnie 3,5%. Nie zmieniono również dotychczasowego neutralnego nieformalnego nastawienia w polityce monetarnej.

Diagnoza stanu koniunktury w komunikacie jest zdecydowanie pozytywna. Podkreślono między innymi wzrost popytu gosp. domowych na kredyt oraz poprawę sytuacji na rynku pracy. Diagnoza ta jest bardzo zbliżona do tej przedstawionej w opublikowanych niedawno wynikach badań koniunktury NBP. Co do inflacji podkreślone zostały efekty bazowe gwarantujące spadek rocznego wskaźnika. Zdaniem A. Glapińskiego z RPP spadek inflacji może jednak być kontynuowany nawet po wygaśnięciu tych efektów. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w komunikacie znalazła się wzmianka o interwencjach walutowych sugerująca, że działania zarządu NBP na tym polu znajdują poparcie RPP.

Uwagę naszą przykuły jednak dwie podjęte na kwietniowym posiedzeniu RPP uchwały. Po pierwsze RPP przyjęła sprawozdanie finansowe NBP za rok 2009 z niższym – wynoszącym 4,2 mld zł – zyskiem NBP. Agencje informacyjne podały, że przeciw uchwale tej głosowali, posługując się terminem ukutym przez media, tzw. rządowi członkowie RPP (bez E. Chojny-Duch). Wygląda więc na to, że uchwała przeszła stosunkiem głosów 5:5, przy decydującym głosie p. o. prezesa (tu rodzi się kolejny problem, czy umocowanie P. Wiesiołka nie zostanie zakwestionowane). Nie jesteśmy więc wcale pewni, czy Rada Ministrów przyjmie sprawozdanie finansowe NBP. Jednym z rozwiązań byłoby wówczas przygotowanie nowego sprawozdania, być może uwzględniającego techniczne zmiany sposobu liczenia wyniku NBP (np. zmiany w modelach Var). Drugą kwestią było przedłużenie umowy o elastycznej linii kredytowej (FCL) z MFV. Uchwałą w tej sprawie została tym razem przyjęta głosami rządowej części RPP. Część prezydencka wskazała, tu cytujemy informacje podane przez agencje PAP, że

FCL może stać się sposobem na nielegalne finansowanie deficytu. Decyzja o FCL leży jednak w gestii zarządu NBP. Już wczoraj p.o. prezesa NBP podkreślił, że jest przeciwny przedłużeniu FCL (choć jeszcze we wtorek „Rz” podała, że p.o. prezesa najprawdopodobniej wnioskuje o przedłużenie FCL podpisze).

Konflikty w NBP, w tym przedłużające się zamieszanie wokół zysku NBP i FCL, w zależności od nastrojów na rynkach globalnych i tzw. apetytu na ryzyko mają potencjał do negatywnego wpływu na ceny polskich aktywów. Przy niekorzystnym zbiegu okoliczności (i odrobinie złej woli) inwestorzy dostrzec mogą podobieństwa między naginaniem statystyk budżetowych przez takie kraje jak Grecja i mniej konwencjonalnym finansowaniem deficytu budżetowego przez Polskę. Podkreślamy jednak, że scenariusz taki nie jest naszym scenariuszem bazowym.

Wracając do perspektyw dla stóp procentowych, systematyczne spadki rocznego wskaźnika inflacji (obserwować je będziemy prawdopodobnie do lipca) w połączeniu z polityką kursową NBP mają ciągle potencjał do dalszego wygaszania oczekiwań co do rychłości zacieśnienia monetarnego. W tą samą stronę oddziaływać powinny wydarzenia w strefie euro, gdzie problemy peryferii prawdopodobnie znacznie opóźnią moment zacieśnienia polityki monetarnej przez ECB. Podtrzymujemy nasz pogląd, że oczekiwania na podwyżki mają szansę się odradzać im bardziej zbliżać się będziemy do punktu zmiany trendu na rocznym wskaźniku inflacji. Szacujemy, że już jesienią inflacja zacznie ponownie rosnać, co będzie odzwierciedlać nie tylko wygaśnięcie efektów statystycznych, ale również będzie konsekwencją przechodzenia gospodarki w bardziej dojrzałą fazę ożywienia. Polityka NBP skierowana na osłabienie złotego może tylko ten przyszły wzrost cen stymulować.

## **USA: Stopy procentowe bez zmian przez „długi okres czasu”**

Wczorajsze posiedzenie FOMC nie przyniosło żadnego przełomu. Tak jak się spodziewaliśmy zobowiązanie do niskich stóp procentowych przez „długi okres czasu” zostało utrzymane w środowisku poprawiającej się sfery realnej oraz pod nieobecność napięć inflacyjnych.

W ocenie Fed rynek pracy już nie tylko ustabilizował się, lecz zaczyna się poprawiać (beginning to improve). Co więcej, podobne stwierdzenie dotyczy sektora nieruchomości, tu jednak stwierdzenie poprawy ma charakter bardziej tymczasowy (edged up). Reszta ocen dotyczących sfery realnej pozostała niezmienną. Podobnie jak poprzednio Fed spodziewa się umiarkowanego tempa wzrostu gospodarki oraz powolnego powrotu do pełniejszego wykorzystania mocy wytwórczych. Procesowi powrotu gospodarki amerykańskiej na ścieżkę wzrostu będzie towarzyszyć niewielka inflacja (niewielka presja kosztowa, stabilne oczekiwania inflacyjne).

Podobnie jak podczas poprzednich 3 posiedzeń, przeciwnikiem utrzymania frazy dotyczącej stóp procentowych na niskim poziomie przez „długi okres czasu” był T. Hoenig z Kansas (na chwilę obecną wiadomo także, że przeciwnikami takiego stwierdzenia są także prezydenci niektórych pozostałych regionalnych oddziałów Fed, niemniej jednak na razie bez prawa głosu). Sprzeciw swój argumentował chęcią utrzymania dostatecznej elastyczności Fed w razie konieczności „umiarkowanych”

podwyżek stóp procentowych (oraz możliwością wystąpienia baniek spekulacyjnych – ta część argumentacji nie jest jednak nowa). Choć wątpliwości Hoeniga wydają się uzasadnione, znaczenie frazy „długi okres czasu” uległa ostatnio deprecjacji. Z dyskusji przedstawionej w „Minutes” wynika, że – wbrew przyzwyczajeniu rynków – decydenci monetarni nie traktują jej jako zobowiązań w funkcji czasu, lecz w funkcji warunków gospodarczych (stąd też zapewne dodatkowe warunki odnośnie wykorzystania mocy wytwórczych, niskiej inflacji i stabilnych oczekiwań inflacyjnych, które pojawiają się w zdaniu obok zobowiązania do niskich stóp procentowych). Z tego względu Fed może pozostawać mimo wszystko elastyczny w zakresie podejmowanych zobowiązań, o ile tylko znajdują one uzasadnienie w bieżących danych.

Reasumując, utrzymanie tonu komunikatu jest obecnie prawdopodobnie ukierunkowane na uspokojenie rynków finansowych, jednak nie należy go traktować jako zobowiązanie trwałe. Co prawda Fed będzie maksymalnie chciał opóźnić proces zacieśnienia monetarnego (zaryzykuje raczej nieco wyższą inflację niż ponowne zejście produktu poniżej potencjału), to jednak należy się liczyć z ryzykiem niesygnalizowanej zmiany komunikatu w przeciągu kilku (2-3?) miesięcy. Stopy procentowe zostaną wtedy de facto podniesione nie wcześniej jednak niż pod koniec roku; początkowa część zacieśnienia przebiegnie jedynie przez kanał oczekiwań rynkowych.

### Decyzja RPP, 25. maja

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	3,951
USD/PLN	3,004
CHF/PLN	2,758

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,320
EUR/JPY	124,280
EUR/PLN	3,907
USD/PLN	2,958
CHF/PLN	2,724

EURUSD wyciągane we wszystkich możliwych kierunkach za sprawą coraz to nowych informacji o Grecji. Jeszcze podczas sesji europejskiej doszło do testowania wtorkowych minimów, jednak bez powodzenia. W dalszej części sesji pozytywne informacje o przyspieszeniu prac nad pakietem pomocowym (+plotki o możliwym jego rozszerzeniu; na razie z dużą dozą pewności można powiedzieć o 55mld EUR na jeden rok plus zobowiązanie do dalszej pomocy w razie konieczności) zbiegły się z downgradem Hiszpanii przez S&P (tymczasem Moody's zostawił AAA...). W konsekwencji kurs odbił w kierunku minimów i ustanowił nowe (1,3115). Decyzja FOMC została przyjęta spokojnie (poprawa ocen sfery realnej, oprócz tego brak zasadniczych zmian w komunikacie). W czasie sesji azjatyckiej już spokojnie, pod nieobecność tamtejszych inwestorów. Dziś mało danych makro (jedynie koniunktura ESI dla strefy euro oraz nowo-zarejestrowani bezrobotni dla USA); spodziewamy się handlu raczej bez wyraźnego trendu, choć można liczyć na kolejną nerwową sesję.

Wzrost zmienności złotego. Przez pierwszą część sesji złoty osłabiał się podążając za EURUSD i wzrostem awersji do ryzyka. W godzinach południowych EURPLN osiągnął poziom

3,9600. Po informacji o wystąpieniu A. Merkel i konferencji Tricheta i Scheuble złoty zaczął dynamicznie zyskiwać. Na kurs złotego większego wpływu nie miał również fakt obniżenia przez S&P ratingu Hiszpanii. Przez noc złoty umocnił się do poziomu 3,9075 wobec euro, ewidentnie podążając za indeksami giełdowymi. Dziś złoty pod wpływem informacji o pomocy dla Grecji. Podkreślamy, że zarówno na złoty, jak i EURUSD nie doszło do przełamania wczoraj kluczowych poziomów technicznych.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

EURUSD powrócił do pięciomiesięcznego kanału aprecjacyjnego dolara wymazując niejako ostatnie umocnienie euro. Penetracja istotnych poziomów wsparcia na Fibo i ostatnich minimów na poziomie 1,3250.

Wsparcie	Opór
1,3150	1,3985
1,3000	1,3820
1,2885	1,3660



Źródło: Reuter

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Nieudana penetracja oporu na ograniczeniu średniookresowego trendu aprecjacyjnego złotego. Kluczowe wsparcie na poziomie 3,9000.

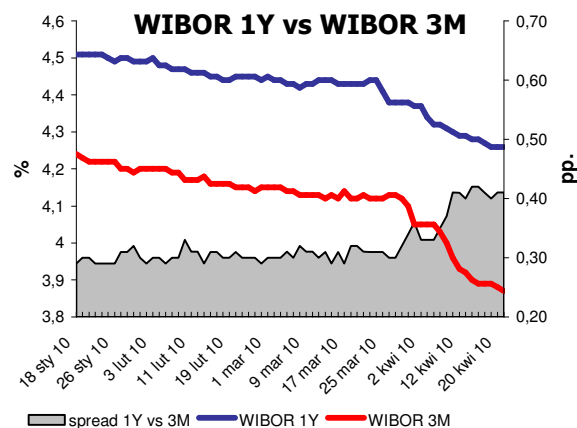
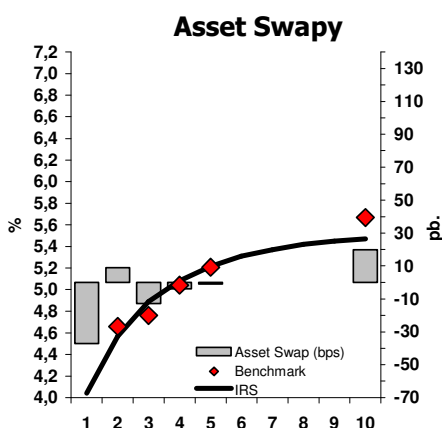
Wsparcie	Opór
3,9000	4,1220
3,8300	4,0000
3,7000	3,9600



Źródło: Reuter

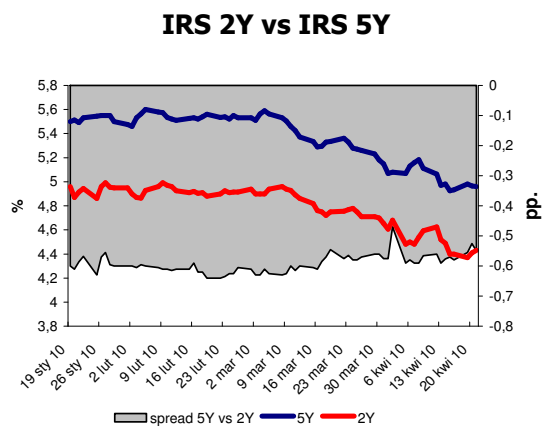
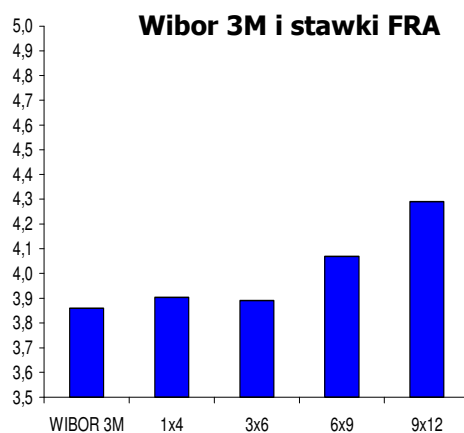
## Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,01	4,07
2Y	4,54	4,60
3Y	4,86	4,92
4Y	5,05	5,11
5Y	5,19	5,24
6Y	5,28	5,34
7Y	5,34	5,40
8Y	5,39	5,45
9Y	5,42	5,48
10Y	5,44	5,50



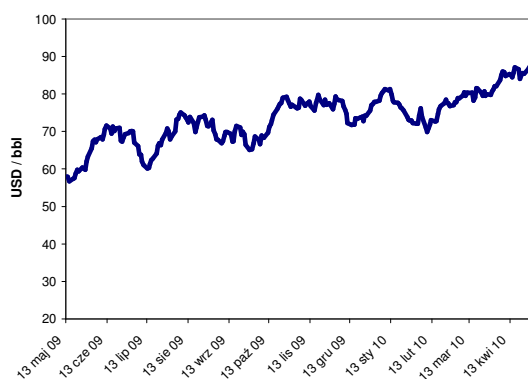
depo	BID	ASK
ON	2,24	2,54
1M	3,43	3,63
3M	3,71	3,91

FRA	BID	ASK
1x2	3,55	3,60
1x4	3,80	3,90
3x6	3,79	3,89
6x9	3,97	4,07
9x12	4,24	4,29

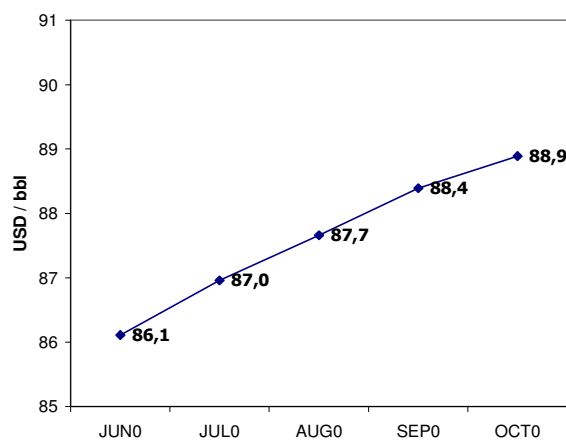


## Surowce: ropa naftowa

**Indeks cen ropy naftowej**



**Ropa brent: futures**



### UWAGA!

NINIEJSZE 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.