

**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, 5 maja 2011**

STRON: 6

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
GER	12:00	Zamówienia w przemyśle	Marzec	-	0,4%	2,4%
GBR	13:00	Decyzja BoE	-	-	0,5%	0,5%
EMU	13:45	Decyzja ECB	-	-	1,25%	1,25%
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezroobtni	Tydz. do 30.04	-	-	429tys.

Dziś decyzja ECB

Decyzja zostanie ogłoszona o godzinie 13:45 i obędzie się bez niespodzianek (stopy procentowe bez zmian) z uwagi na bardzo klarowną strategię komunikacyjną ECB. Dużo ciekawsza będzie konferencja po posiedzeniu i komunikat. Nie ulega żadnej wątpliwości, że ECB jest obecnie w cyklu zacieśnienia (taki pogląd wyrażała większość jastrzębich członków ECB, a także część gubernatorów o bardziej centrowych poglądach na politykę pieniężną). Inwestorzy będą przede wszystkim poszukiwać słów „very closely monitor” bądź „strong vigilance”. W pierwszym przypadku będzie to sygnał do podwyżki w lipcu, zaś w drugim w czerwcu. Wydaje się obecnie, że szanse na obydwa sformułowania podzielone są niemal równo – bardziej agresywna reakcja ECB byłaby przede wszystkim reakcją na wyjście inflacji poza 2% w średnim okresie w Survey of Professional Forecasters (SPF), co biorąc pod uwagę szacunkowe dane wydaje się prawdopodobne. Hamulcem przed zacieśnieniem może być sytuacja na peryferiach (Grecja i groźba restrukturyzacji). Biorąc jednak pod uwagę niską (a w ostatnich tygodniach właściwie żadną) aktywność ECB na rynku papierów, obecna konfiguracja spreadów uznawana jest za problem strukturalny, rozwiązywalny przede wszystkim przez środki spoza polityki pieniężnej. Z tego względu w kwestii sytuacji Grecji usłyszymy od Tricheta raczej niewiele.

Projekt budżetu na 2012 rok

Projekt budżetu, nad którym będzie dziś obradował rząd, zakłada spadek deficytu w roku 2012 do poziomu poniżej 35 mld zł wobec szacowanych na ten rok 40,2 mld zł. Deficyt na rachunku środków unijnych ma wynieść 4,5 mld zł (w roku 2011 to 15,4 mld zł). Dochody budżetowe mają w przyszłym roku wzrosnąć do poziomu 292,7 mld zł, czyli maja być wyższe o ponad 7% w stosunku do roku 2011. Wydatki wzrosną o 4,3% w stosunku do roku 2011, czyli do poziomu 327 mld zł.

Budżet został skonstruowany w oparciu o dość konserwatywne założenia

makroekonomiczne (umiarkowany wzrost PKB na poziomie 4% i relatywnie niski wskaźnik inflacji na poziomie 2,8%), choć szacunki strony dochodowej uwzględniają silną pro-cykliczność wpływów podatkowych (wzrost wpływów z podatków pośrednich o ponad 7% wobec 2011 roku, wzrost wpływów z podatku CIT o ponad 19% w stosunku do wielkości zapisanej w ustawie budżetowej na rok 2011). Dochody budżetu mają w 2012 roku zostać zasilone dywidendami w kwocie 2 mld zł. W projekcie budżetu na rok 2012 została zapisana zerowa wysokość wypłaty z zysku NBP (w roku 2011 ma to być aż 6,2 mld zł). Po stronie wydatkowej w oczy rzuca się ograniczenie wydatków majątkowych względem roku 2011 (spadek o 5% r/r) oraz znaczny spadek (o 13%) wydatków na współfinansowanie projektów z UE. Wydatki majątkowe i wydatki na współfinansowanie projektów to jednak zaledwie około 9% ogółu wydatków. W roku 2012 znacząco wzrosnąć mają, stanowiące ponad 47% ogółu wydatków, wydatki na subwencje i dotacje (o 5,4%). Wydatki na transfery socjalne wzrosną o 4,8%. Stosunkowo niewiele wzrosną wydatki bieżące jednostek budżetowych (o 2,8% r/r), co po części związane będzie z zamrożeniem płac w budżetówce.

W 2012 roku rząd zakłada zwiększenie potrzeb pożyczkowych netto do poziomu 46,8 mld zł z 45,7 mld zł w roku bieżącym. Podkreślamy, że spadek potrzeb pożyczkowych w roku bieżącym z planowanych 56,3 mld zł to efekt zmniejszenia składki do OFE. Zwracamy również uwagę na fakt znacznego, choć jednorazowego, zaniżenia potrzeb pożyczkowych w roku 2011 przez szybszą prywatyzację (przychody planowane na poziomie 15 mld zł) oraz konsolidację sektora finansów publicznych. W roku 2012 wpływy z prywatyzacji mają wynieść około 10 mld zł. Potrzeby pożyczkowe brutto, ze względu na strukturę zapadalności długu (efekt emisji krótkich obligacji w roku 2009) mają wzrosnąć do 185 mld zł ze 154 mld zł w roku 2011. Znaczny przewidywany wzrost emisji długu w 2012 sugeruje, że rząd będzie się starał prefinansować część potrzeb pożyczkowych jeszcze w tym roku, co oznaczałoby nieproporcjonalny wzrost emisji obligacji już w II połowie roku.

Budżet państwa ma zostać przyjęty przez parlament jeszcze w lipcu, co ma zapewnić wygaszenie debaty budżetowej w okresie wyborów parlamentarnych. Przyjęcie budżetu przed wakacjami powinno być pozytywnie odebrane przez rynki finansowe, tym bardziej, że obecnie polska polityka fiskalna nie jest przedmiotem krytyki ze strony Komisji Europejskiej (brak sprzeciwu dla Aktualizacji Programu Konwergencji). Należy mieć jednak świadomość, że obecny kształt budżetu (brak rozwiązań systemowych do stronie wydatkowej, dość optymistyczne szacunki strony dochodowej, czy wreszcie nieprecyzyjność szacunków ze względu na wcześniejszy moment konstrukcji budżetu) prawdopodobnie zmieni się po wyborach – wtedy widzimy szansę na wprowadzenie takich rozwiązań jak zmiany w emeryturach mundurowych, zwiększenie podatków dla samozatrudnionych, czy ograniczona reforma KRUS. Dużo jednak będzie zależeć od kształtu przyszłej koalicji rządzącej.

Spadek wskaźnika PMI nie przekreśla dobrej kondycji sfery realnej

Wskaźnik PMI dla Polski obniżył się w kwietniu do poziomu 54,4pkt. z 54,8pkt. w poprzednim miesiącu. Hamowanie wynika przede wszystkim ze spadku tempa wzrostu liczby nowych zamówień, przy niezmięionej ocenie bieżącej produkcji. Wśród pozostałych składowych poprawiły się przede wszystkim perspektywy zatrudnienia, nieznacznie spadło tempo wzrostu cen wyrobów gotowych – czego zresztą należało się spodziewać po zachowaniu kursu walutowego oraz cen większości surowców.

Wskaźnik PMI nie przekreśla dobrej kondycji sfery realnej gospodarki, zaś spadek jest prawdopodobnie tymczasowy i zostanie nadrobiony w kolejnych miesiącach. Czujemy się tym samym komfortowo z nieco wyższą od konsensusu produkcją przemysłową (7,7%), niższym niż w poprzednim miesiącu tempem wzrostu cen 8,1%) a także solidnym wzrostem zatrudnienia (+4,1% r/r) – uważamy, że ostatni spadek wynikał z czynników jednorazowych.

USA: Gwałtowny spadek aktywności w sektorze usług

Indeks ISM dla sektora usług odnotował w kwietniu kontrakcję do 52,8pkt. z 57,3pkt. w marcu. Również „stary” ISM (Business Activity) podążył w tym kierunku, spadając z 59,7pkt. do 53,7pkt. Wśród składowych indeksu, główną przyczyną jest zmniejszenie się indeksu nowych zamówień (spadek aż o 11,4pkt. jednak utrzymany poziom +50pkt.), w tym zamówień eksportowych (-5,5pkt.), oceny zapasów (-9,5pkt. – wciąż uznawane za zbyt duże, jednak w skali mniejszej niż przed miesiącem) oraz nieznaczny zatrudnienia (51,9pkt. wobec 53,7pkt. przed miesiącem). Pozostałe składowe pozostały mniej więcej bez zmian (w tym szacunek tempa wzrostu cen utrzymał się w pobliżu rekordowych poziomów).

Pomimo dość dramatycznego spadku nowych zamówień, oceny respondentów pozostają względnie dobre, ze wskazaniem na umiarkowane tempo wzrostu poprawy aktywności oraz duże problemy związane z rosnącymi kosztami. To prawdopodobnie ten element zaważył na wskaźniku usług (zdecydowanie wrażliwszym na ceny niż przetwórstwo przemysłowe) i prawdopodobnie część spadku aktywności zostanie zniwelowana w kolejnych miesiącach w środowisku spadających cen. Takie zachowanie sfery realnej tylko potwierdza wcześniejsze obawy FOMC, że w środowisku bardzo stabilnych oczekiwań inflacyjnych i słabego rynku pracy, wyższe ceny to przede wszystkim hamulec dla sfery realnej. W dalszym ciągu mamy do czynienia z ożywieniem, jednak jest ono bardzo kruche – dopóki rynek pracy nie odbije się od dna niskie stopy procentowe można uznać za pewnik (czyli w perspektywie co najmniej do końca roku).

Decyzja RPP, 11. maja

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka 25 bps	40%
Stopy bez zmian	60%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

EURUSD poddany został podczas wczorajszej sesji gruntownej korekcie po przekroczeniu ostatnich szczytów (1,49000) oraz ustanowieniu nowych maksimów (1,4939). Przyczynkiem do spadku kursu (zatrzymane zostały znów tuż nad górną linią klina, w okolicach 1,4773 – patrz analiza techniczna) stało się tąpnięcie na indeksie usług w USA, które to doprowadziło przejściowo notowania S&P poniżej ostatnich szczytów (stając się

Fixing NBP	
EUR/PLN	3.937
USD/PLN	2.650
CHF/PLN	3.079

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.483
EUR/JPY	119.510
EUR/PLN	3.950
USD/PLN	2.663
CHF/PLN	3.092

przejściowo sygnałem korekty dla niektórych inwestorów). Po przejściowej „panice” i dużej korelacji z giełdą EURUSD powrócił w nocy do bardziej ruchu opartego bardziej na fundamentach niż awersji do ryzyka, związanego przede wszystkim ze słabością dolara. Dzisiejsza decyzja ECB może być bardzo pozytywna dla EURUSD – obecne oczekiwania odnośnie terminu kolejnej podwyżki ustawione są raczej na lipiec, stąd też „very close monitoring” podczas konferencji i w komunikacie nie powinien generować znacznej wyprzedzącej EUR, zaś „strong vigilance” raczej gwarantuje, że dziś ustanowione zostaną nowe szczyty.

Kluczowy globalny sentyment. Złoty słabszy pod wpływem światowego sentymentu oraz (w mniejszym stopniu) słabszych danych o polskim PMI. Od wczorajszego otwarcia złoty osłabił się w godzinach popołudniowych, po publikacji gorszych danych o amerykańskich indeksach ISM, do poziomu 3,9550. Dziś otwarcie na poziomie 3,9478. Kluczowy dla złotego wynik posiedzenia ECB. Brak podwyżki stóp w eurolandzie i bardziej gołębi ton komunikatu wsparły by polską walutę. Nie jest to jednak scenariusz bazowy.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Trend wzrostowy nadal obowiązuje. Korekty powinny znaleźć wsparcie na poziomie 1,4760/00. Cele na najbliższe dni to 1,4878 a następnie 1,4939, 1,5058 oraz węzeł górnej linii kanału trendu oraz szczytu z 2009 roku (1,5145).

Wsparcie	Opór
1,4760	1,5058
1,4720	1,4939
1,4705	1,4880



Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Złoty w trakcie korekty, czego pierwszym przyczynkiem było zamknięcie powyżej Fibo. Kolejny cel to 3,96 jednak może być trudny do przebicia z uwagi na konwergencję starej, górnej granicy trendu bocznego oraz górnej granicy kanału aprecjacyjnego.

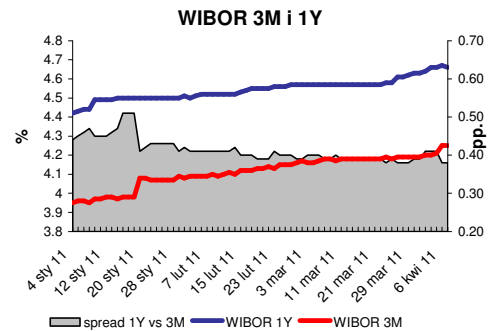
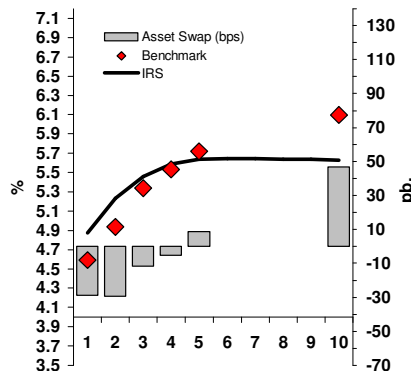
Wsparcie	Opór
3,9413	4,0107
3,9158	3,9820
3,9000	3,9600



Źródło: Reuters

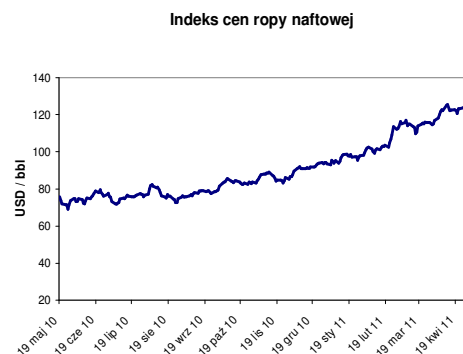
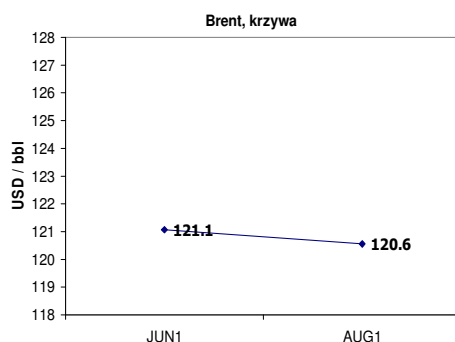
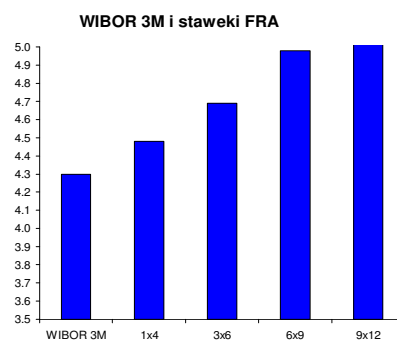
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4.85	4.90
2Y	5.21	5.26
3Y	5.43	5.48
4Y	5.56	5.61
5Y	5.61	5.66
6Y	5.62	5.67
7Y	5.62	5.67
8Y	5.62	5.67
9Y	5.61	5.66
10Y	5.60	5.65



depo	BID	ASK
ON	3.66	3.96
1M	3.92	4.12
3M	4.13	4.33

FRA	BID	ASK
1x2	4.25	4.30
1x4	4.42	4.48
3x6	4.66	4.69
6x9	4.95	4.98
9x12	5.17	5.22



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 OPARTEJ 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 PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.