



Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

Marcin Mazurek
starszy analityk
tel. +48 22 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

Paulina Ziemińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.zieminaska@brebank.pl

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 526 70 34
artur.pluska@brebank.pl

BRE Bank SA
Senatorska 18
00-950 Warszawa
tel. +48 22 829 00 00
fax. +48 22 829 00 33
http://www.brebank.pl

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				BRE	konsensus		
02.04.2012 PONIEDZIAŁEK							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	mar	49.5	49.6	50.0	50.1
9:55	GER	PMI w przemyśle finalny (pkt.)	mar		48.1	48.1 (p)	48.4
10:00	EUR	PMI w przemyśle finalny (pkt.)	mar		47.7	47.7 (p)	47.7
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	mar		53.0	52.4	53.4
03.04.2012 WTOREK							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	lut		1.5	-1.1 (r)	1.3
19:00	USA	Minutes z marcowego posiedzenia FOMC					
04.04.2012 ŚRODA							
	POL	Decyzja RPP (%)	kwi	4.5	4.5	4.5	4.5
9:55	GER	PMI w usługach finalny (pkt.)	mar		51.8	51.8 (p)	52.1
10:00	EUR	PMI w usługach finalny (pkt.)	mar		48.7	48.7 (p)	49.2
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lut		0.1	1.1 (r)	-0.1
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	lut		1.3	-1.8 (r)	0.3
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	kwi		1.0	1.0	1.0
14:15	USA	Wskaźnik ADP (tys.)	mar		205	230 (r)	209
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	mar		56.7	57.3	56.0
05.04.2012 CZWARTEK							
4:30	CHN	PMI w usługach (pkt.)	mar			53.9	53.3
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut		-0.5	1.6	
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	kwi		0.5	0.5	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)				359	
06.04.2012 PIĄTEK							
14:30	USA	Non-farm payrolls (tys.)	mar		210	227	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	mar		8.3	8.3	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** O 12:00 opublikowana zostanie produkcja przemysłowa w Niemczech. Wczorajszy odczyt nowych zamówień (0,3% m/m wobec oczekiwanych 1,3%) rozczarował, indeks PMI wskazuje na delikatne spowolnienie, nawet najbardziej pozytywny indeks Ifo pozostawia ostrożne oceny wobec sektora przemysłowego wskazując na spadki nowych zamówień. Zatem odczyt na poziomie oczekiwań (nieznacznie ujemny) może być de facto odebrany względnie pozytywnie.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- RPP pozostawiła stopę repo na niezmiennym poziomie 4,50% (czytaj więcej w sekcji analizy).
- Belka: W najbliższym okresie RPP rozważy zacieśnienie polityki pieniężnej, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie ulegną poprawie. RPP ma już dość inflacji, która od miesięcy przekracza jej cel i bije w wiarygodność NBP. RPP w komunikacie po kwietniowym posiedzeniu chce poważnie zakomunikować, że rozważa podwyżkę stóp procentowych i zbliża się do tego kroku bardzo zdecydowanie. Wzrost gospodarczy w I kwartale 2012 roku powinien być zbliżony do 4%. Nie sądzę, aby w 2012 r. udało się zejść z inflacją CPI do celu. (...) Polska waluta nie wymaga już tak istotnego wsparcia, jakim była dla niej wymiana środków z UE bezpośrednio na rynku walutowym, a MF będzie obecnie wymieniało waluty nadal na rynku, a częściowo w banku centralnym. (...) Środki z zysku NBP osiągniętego w 2011 roku, które trafią do budżetu w połowie roku, obniżą relację długu do PKB o około 0,5pp.
- Rada EBC pozostawiła podstawowe stopy procentowe bez zmian. Benchmarkowa stopa procentowa kredytu refinansowego wynosi nadal 1,00% (czytaj więcej w sekcji analizy).
- Draghi: Nadal utrzymują się zagrożenia dla perspektyw gospodarczych strefy euro, przede wszystkim z powodu kryzysu zadłużenia w regionie i wysokich cen surowców. Obecnie ECB pilnie obserwuje efekty LTRO, stwierdzając że jest jeszcze za wcześnie aby wyciągać daleko idące wnioski odnośnie reakcji agregatów monetarnych.

Decyzja RPP (9.05.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.854	0.000
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.236	0.007
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.495	0.055
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		



RPP: Rada zapowiada podwyżki stóp procentowych

Choć stopy procentowe pozostały bez zmian komunikat nie pozostawia wątpliwości, że „w ocenie Rady oczekiwana niewielka skala spowolnienia polskiej gospodarki w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej zwiększa prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji w średnim okresie powyżej celu. Z związku z powyższym w najbliższym okresie Rada rozważy zacieśnienie polityki pieniężnej, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie ulegną poprawie.” Stwierdzenie takie w praktyce nie oznacza nic innego jak zapowiedź podwyżki stóp w maju.

Zapowiedź ta kontrastuje z pierwszą informacyjną częścią komunikatu (ale już nie tak bardzo z chaotyczną komunikacją części RPP w marcu - patrz zapowiedzi podwyżek ale i zapewnienie o braku pośpiechu). Informacyjna część komunikatu stwierdza niskie/umiarkowane tempo wzrostu gospodarki globalnej oraz inflację podwyższaną cenami surowców. Ocena napływających danych ze sfery realnej polskiej gospodarki (oprócz sprzedaży detalicznej) jest raczej chłodna, ale ze wskazaniem tylko na „pewne” osłabienie tendencji wzrostowych. RPP podkreśla spadki dynamiki cen producentów i obniżenie oczekiwań inflacyjnych. Wreszcie w krótkim okresie Rada spodziewa się „pewnego obniżenia” inflacji, jednak prawdopodobnie pozostanie ona powyżej celu z uwagi na wysokie ceny surowców, wcześniejsze osłabienie złotego oraz wysoką dynamikę cen regulowanych.

Z komunikatu wynika jasno, że to przede wszystkim inflacja jest solą w oku RPP. Ciekawe światło na ten temat rzucają wypowiedzi prezesa Belki podczas konferencji. W szczególności w odpowiedziach na pytania pojawiało się stwierdzenie, że inflacja rzadko była na tak wysokim poziomie jak obecnie, że RPP spogląda przede wszystkim średniookresowo i nawet przejściowo niższa inflacja (za marzec) nie wytrąci jej z rytmu. Agresywne stanowisko w zakresie inflacji jest tym bardziej możliwe, że RPP bardzo wierzy w siłę polskiej gospodarki (stwierdzenia, że oczekiwanie spowolnienia nie nadchodzi, odsuwa się w czasie, że podwyżka byłaby dowodem nie wprost w siłę polskiej gospodarki). Rada jest również w pewnym sensie dumna (wyraz twarzy obecnych na konferencji członków RPP wiele mówi w tym zakresie), że jako jedyny kraj (prawie, że na świecie!!!) prowadzi „normalną” politykę pieniężną.

Podwyżka stóp w maju (a na to się należy przygotować) będzie ruchem kompletnie nieantycypowanym przez analityków (żaden z ankietowanych przez Parkiet na początku miesiąca analityków nie wskazał na choćby jedną podwyżkę w perspektywie najbliższych 6 miesięcy).

Pomimo, że oczekujemy nieco słabszych danych makro w tym miesiącu, prawdopodobnie nie wystarczą one, aby odwieść Radę od podwyżki (ale będziemy sytuację uważnie monitorować). Wybiegając dalej w przyszłość, uważamy, że zacieśnienie będzie miało charakter incydentalny (1 maksymalnie dwie podwyżki stóp wyprzedzające potencjalnie nieprzyjemne dla inflacji skutki EURO 2012) i nie przerodzi się w pełny, podobny do tych z przeszłości cykl. W drugiej połowie roku powinniśmy oprócz dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego obserwować obniżenie wskaźnika inflacji (bardziej precyzyjnie, wzrośnie on la-

tem, żeby obniżyć się do około 3% na jesieni). Takie otoczenie wewnętrzne oraz polityka pozostałych banków centralnych powinny wpłynąć na złagodzenie tonu Rady.

Stopy ECB pozostały bez zmian

Stopy ECB pozostały bez zmian. Komunikat również nie rzuca nowego światła na prowadzenie polityki pieniężnej. Bank Centralny spodziewa się utrzymania umiarkowanego wzrostu w strefie euro w drugiej połowie roku. Co więcej, podczas konferencji Draghi wyraźnie podkreślał, że ECB prowadzi politykę pieniężną opierając się na całym ugrupowaniu (z tego względu utyskiwania Weidmana z BuBa na przegrzewanie się gospodarki niemieckiej będą musiały pozostać na obszarze macroprudential policy), a myślenie o strategii wyjścia jest zdecydowanie przedwczesne. Obecnie ECB pilnie obserwuje efekty LTRO, stwierdzając że jest jeszcze za wcześnie aby wyciągać daleko idące wnioski odnośnie reakcji agregatów monetarnych.



EURUSD fundamentalnie

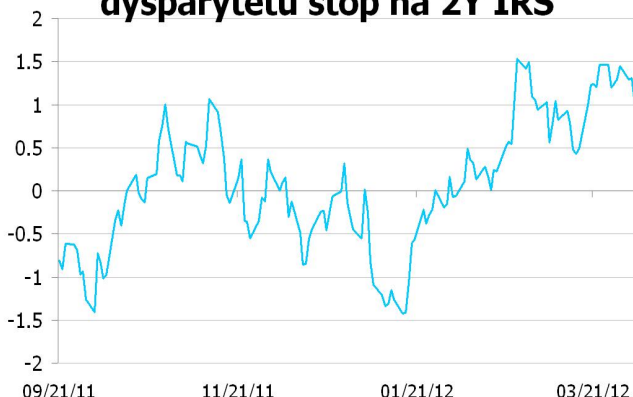
EURUSD niżej. W pierwszej połowie dnia USD zyskiwał jeszcze na fali Minutes z posiedzenia Fed (przypomnijmy, że Fed jest sceptyczny wobec dalszego luzowania polityki pieniężnej), słabej aukcji hiszpańskich obligacji oraz ostrożnej retoryki Dragiego podczas konferencji po decyzji rady EBC o pozostawieniu stóp na niezmiennym poziomie („zbyt wcześnie jest, aby mówić o strategii wyjścia przy obserwowanych ryzykach inflacyjnych czy sytuacji na rynku pracy”). Popołudniowe gorsze od oczekiwań dane o ISM w usługach (indeks spadł do poziomu 56,0 pkt.) sprawiły, że euro odrobiło tylko niewielką część strat. Dziś dane z niemieckiego przemysłu (nie należy spodziewać się pozytywnych niespodzianek po wcześniejszych publikacjach i niskich wskaźnikach koniunktury) oraz cotygodniowe dane o nowych bezrobotnych w USA - stwarzają one przestrzeń do dalszego umacniania się USD.

EURUSD technicznie

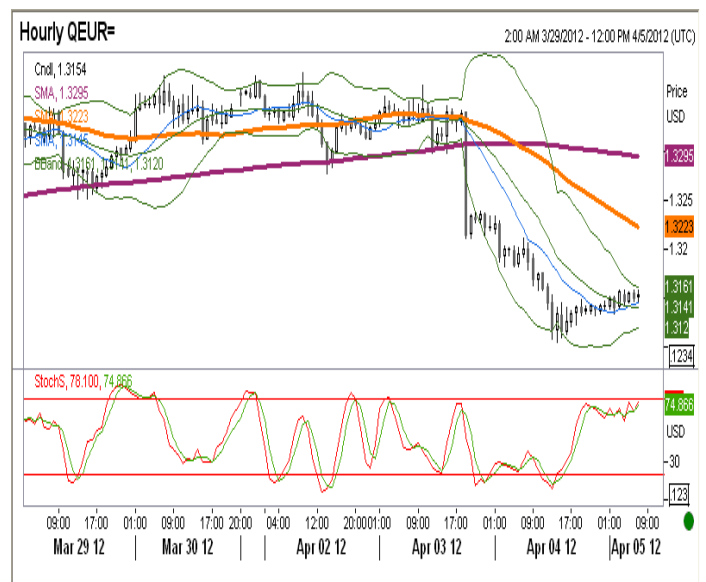
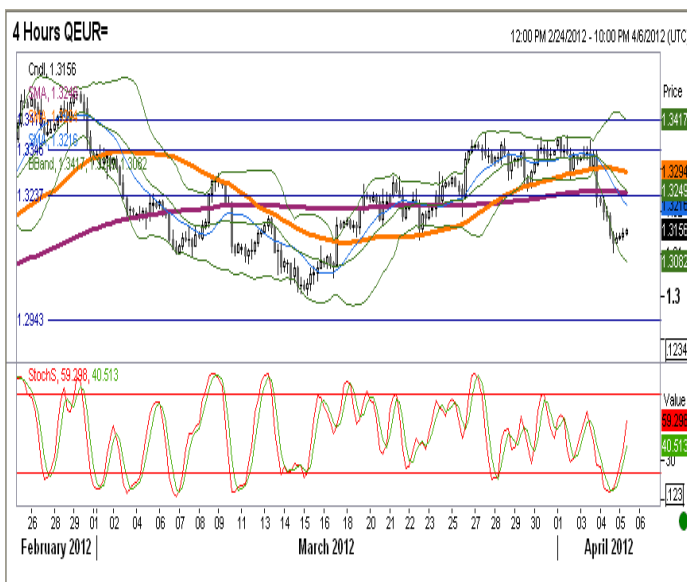
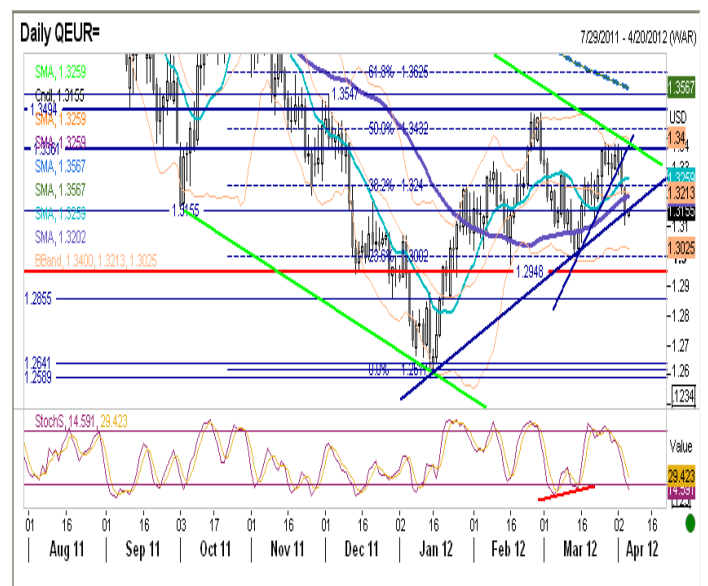
Na dziennym EURUSD zamknął się poniżej 1,3155 a zniżki wyhamowały na minimach z początku marca. Zerodowany został też trend aprecjacyjny, który w połączeniu z kanałem deprecjacyjnym (jasny zielony) tworzył klin. Obecnie formacja zmienia się w wyraźnie spadkową. Na wykresie 4h trwa odreagowanie po mocnym ruchu w dół, jednak brakuje mu momentum. Przy obecnym układzie dominujący kierunek jest wciąż kierunkiem południowym. Dopiero wyjście ponad 1,3390 zmieni perspektywę - na korektę jest więc sporo miejsca.

Wsparcie	Opór
1,3105	1, 3390
1,3000	1, 3361
1,2948	1, 3240

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.





EURPLN fundamentalnie

Złoty słabszy pod wpływem zmian na EURUSD (czytaj więcej w komentarzu dot. EURUSD). Decyzja RPP pozostała bez echa, co nie zaskoczyło, jednak brak reakcji EURPLN (tylko chwilowe umocnienie) na wyjątkowo jastrzębią konferencję (na której de facto prezes Belka zapowiedział majową podwyżkę stóp procentowych) wskazuje, że czynnik lokalny w wycenie złotego pozostaje ciągle na dalszym planie - potwierdza to także nasz model. Do końca tygodnia złoty pozostanie pod wpływem czynników globalnych (kolejne duże wydarzenie lokalne dopiero w piątek 13-ego kwietnia - publikacja inflacji), a zatem większa jest szansa na delikatne ruchy deprecjacyjne.

EURPLN technicznie

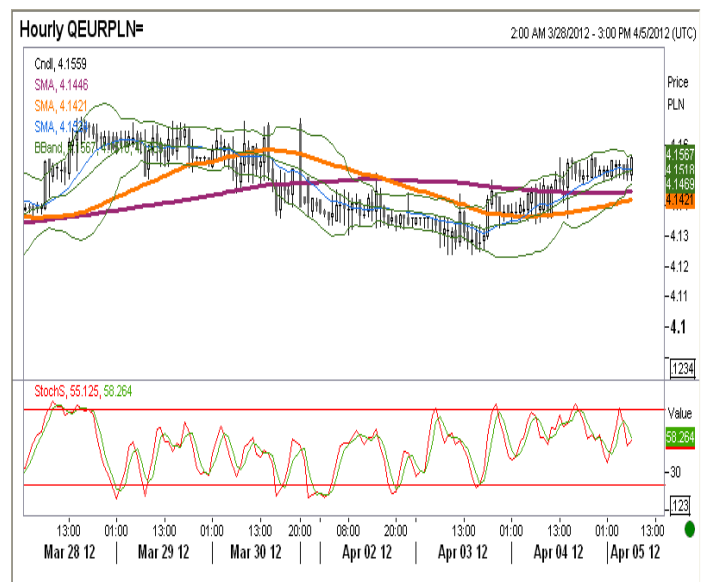
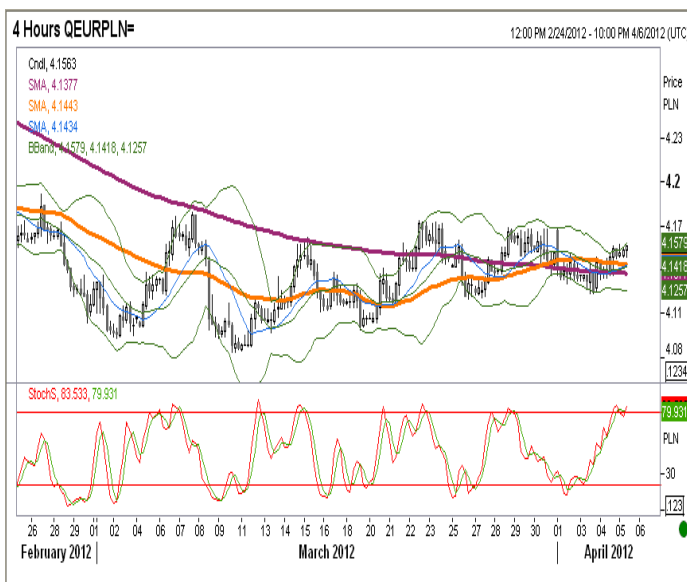
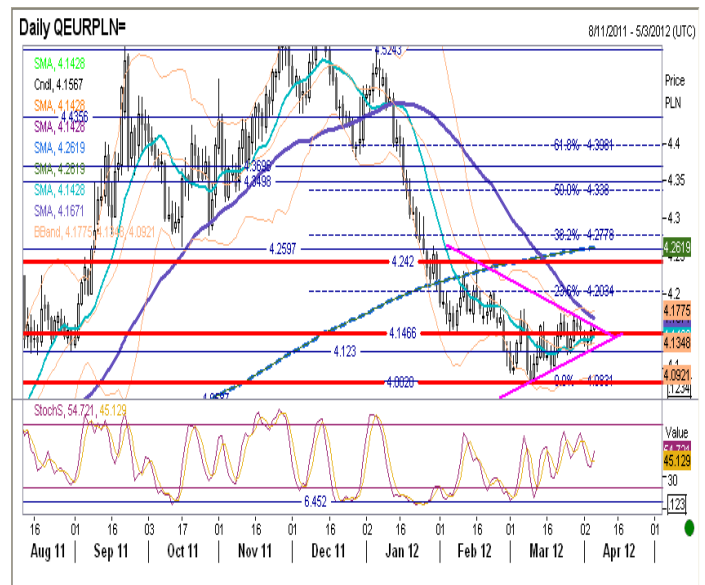
Na złotym konsolidacja, brak nowych sygnałów. Notowania nawet nie próbują atakować MA55. Można zauważyć, że EURPLN porusza się w klinie (różowe kreski), który na obecnych poziomach jest już bardzo wąski. Jeśli uda się dziś pociągnąć na północ, klin zostanie złamany, zapraszając do dalszej deprecjacji PLN. Trudno jest jednak uwierzyć w taki scenariusz przy tak zmniejszonej zmienności - potrzeby jest trigger fundamentalny. Zamknięcie (na bazie dziennej) poniżej 4,1230 otworzy drogę do 4,08.

Wsparcie	Opór
4,1230	4,2034
4,0831	4,1735
4,0587	4,1670

Czynnik krajowy* w EURPLN



* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.





IRS	BID	ASK
1Y	5.01	5.04
2Y	4.895	4.93
3Y	4.878	4.91
4Y	4.895	4.93
5Y	4.918	4.95
6Y	4.945	4.98
7Y	4.968	5.00
8Y	4.989	5.02
9Y	5.005	5.04
10Y	4.998	5.03

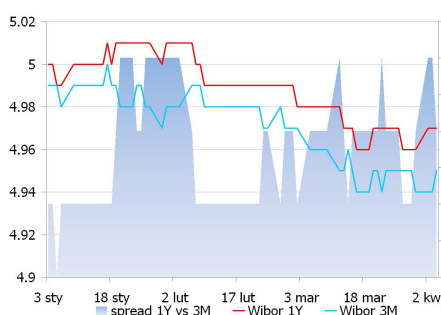
depo	BID	ASK
ON	4.3	4.4
1M	4.5	4.6
3M	4.4	4.9

FRA	BID	ASK
1x2	4.73	4.77
1x4	4.92	4.98
3x6	4.96	4.99
6x9	4.92	4.95
9x12	4.85	4.88

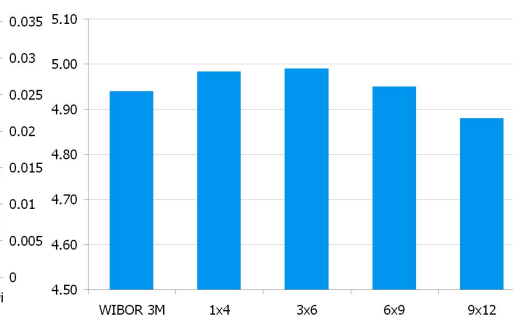
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1495
USD/PLN	3.1503
CHF/PLN	3.4449

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3139
EUR/JPY	108.31
EUR/PLN	4.1531
USD/PLN	3.1597
CHF/PLN	3.4498

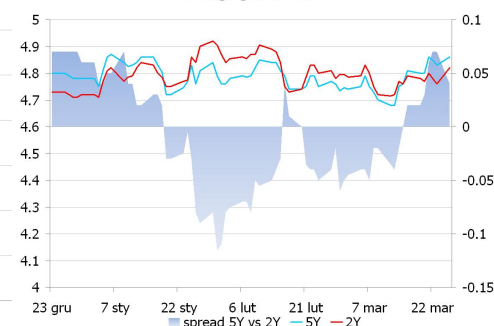
WIBOR 3M i 1Y



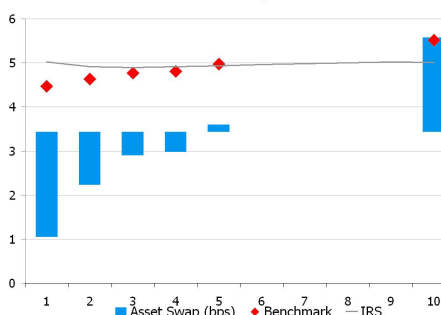
WIBOR 3M i stawki FRA



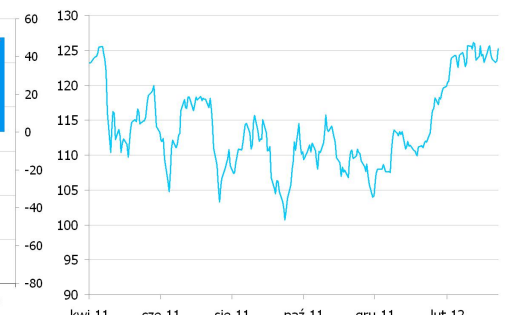
IRS 5Y i 2Y



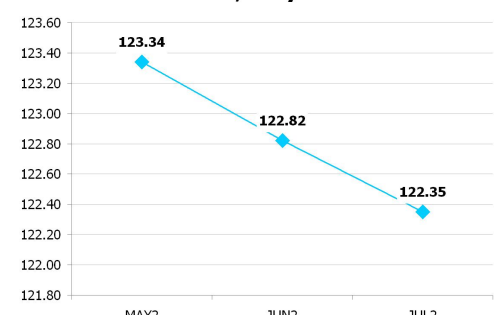
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



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. DYSTRYBUJCA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.