



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.ziembinska@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		
07.05.2012 PONIEDZIAŁEK							
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle mm (%)	mar		0.5	0.3	
08.05.2012 WTOREK							
12:00	GER	Produkcja przemysłowa mm (%)	mar		0.8	-1.3	
09.05.2012 ŚRODA							
	POL	Decyzja RPP (%)	maj	4.75	4.50		
10.05.2012 CZWARTEK							
9:00	CZK	CPI r/r (%)	kwi		3.6	3.8	
13:00	GBR	Deyzja BoE (%)	maj		0.50	0.50	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	mar		-49.7	-46.0	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	05.05.		350	365	
11.05.2012 PIĄTEK							
3:30	CHN	CPI m/m (%)	kwi		3.4	3.6	
9:00	HUN	CPI r/r (%)	kwi		5.4	5.5	
11:00	EUR	Prognozy PKB Komisji Europejskiej					
14:30	USA	PPI m/m (%)	kwi		0.0	0.0	
15:55	USA	Indeks U.Mich. flash (pkt)	maj		76.4	76.4	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** W środę RPP ogłosi decyzję w sprawie stóp procentowych. Po jastrzębich wypowiedziach niektórych członków RPP oraz utrzymajmych w podobnym tonie „Minutes” pojawiły się nieco łagodniejsze komentarze, co było związane z publikacją słabej produkcji przemysłowej. Każmierczak, zdeklarowany jastrząb w RPP, po danych o produkcji wyraził wątpliwość odnośnie podwyżki stóp procentowych z powodu nasilających się zagrożeń dla sfery realnej polskiej gospodarki. Również Hausner wypowiadał się w podobnym tonie. Ostatecznie decyzja niektórych członków RPP co do podwyżki stóp zapadnie na samym posiedzeniu. Wynik ostatniego posiedzenia ECB oraz analiza sytuacji w strefie euro nie wniosła specjalnie nic nowego do rozstrzygnięcia dylematu. W tej sytuacji nadal skłaniamy się, że jednak RPP podniesie stopy procentowe na majowym posiedzeniu.

• **Gospodarka globalna.** Tydzień ubogi w dane makroekonomiczne. Z ważniejszych danych w piątek poznamy wstępny odczyt zaufania konsumentów U. Michigan. Po ostatnim nieznacznym wzroście rynek spodziewa się jego stabilizacji. Na jego poziom wpływają „in minus” słabe napływające dane z rynku pracy (NFP, ADP), a z kolei „in plus” nieco niższe ceny ropy, co powinno przełożyć się na niższe ceny paliw na stacjach. PPI pozostanie raczej na niezmiennym poziomie, czemu sprzyja spadek cen surowców w reakcji na obawy o wzrost gospodarczy. Dodatkowo poznamy najnowsze prognozy Komisji Europejskiej odnośnie wzrostu PKB dla poszczególnych krajów UE. Wcześniej zostaną opublikowane odczyty wskaźników inflacji w Czechach i na Węgrzech, które powinny przybliżyć skalę i kierunek inflacji w Polsce.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

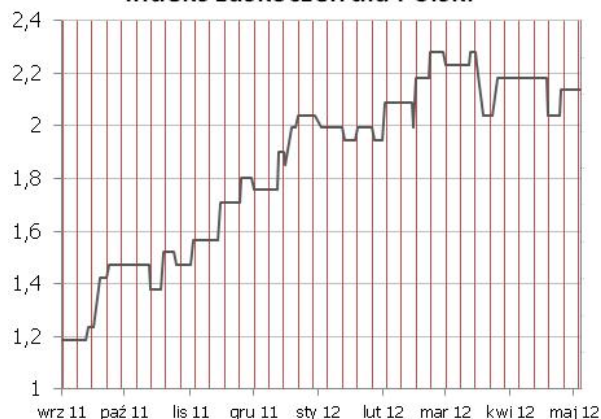
- Eurostat: Sprzedaż detaliczna w Polsce w marcu wzrosła o 1,5% r/r po spadku o 2,7% r/r w lutym, zaś w ujęciu miesięcznym wzrosła o 2,6% po spadku o 2,7% m/m w lutym.
- Jakubiak (KNF): W drugiej połowie roku KNF zamierza dokonać przeglądu regulacji dotyczących polityki kredytowej banków. Nie można wykluczyć, że nowe regulacje mogą być łagodniejsze.
- Grecja: Partiom popierającym reformy i oszczędności narzucone Grecji przez międzynarodowych pożyczkodawców nie udało się zdobyć większości w niedzielnych wyborach parlamentarnych w tym kraju. Konserwatywna Nowa Demokracja oraz socjalistyczna partia PASOK, które wspierały techniczny rząd Lukasa Papademososa, zdobyły w wyborach w Grecji łącznie 150 mandatów (w 300 osobowym parlamencie).
- Francja: II turę wyborów prezydenckich we Francji wygrał socjalista Francois Hollande.

Decyzja RPP (9.05.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	50%
stopy bez zmian	50%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	podwyżka 25 bps

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.561	-0.027
USAGB 10Y	1.844	-0.047
POLGB 10Y	5.320	-0.044
Dotyczy benchmarków Reuters		

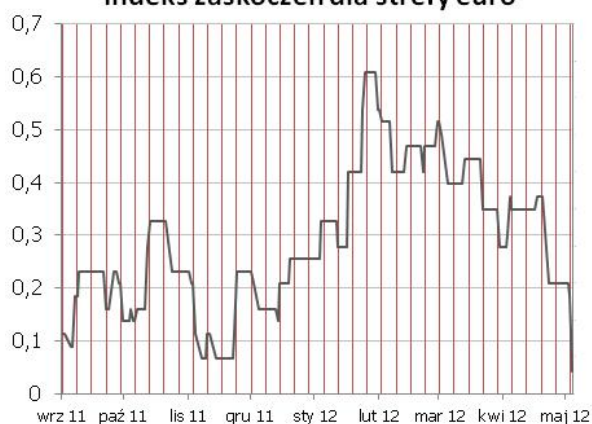
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


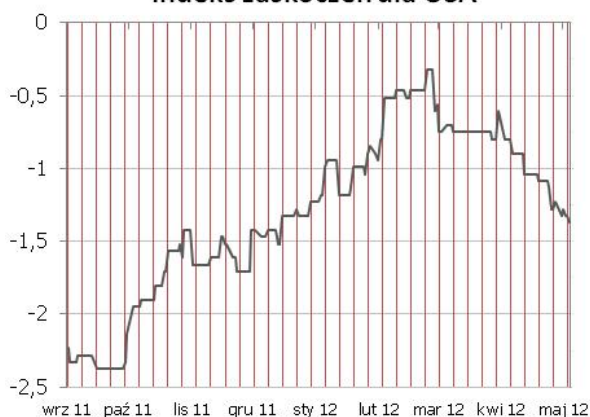
Tydzień był względnie neutralny dla indeksu zaskoczeń. Opublikowany został odczyt PMI, który okazał się niewiele niższy od konsensusu, więc wpływ na indeks zaniedbywalny. W tym tygodniu decyzja RPP - rynek spodziewa się pozostawienia stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Jednak część członków RPP do tej pory jeszcze nie podjęła decyzji odnośnie głosowania za podwyżką stóp procentowych. Ostatecznie decyzję podejmą na samym posiedzeniu. Z tego względu wynik posiedzenia może być sporym zaskoczeniem dla rynku.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Po stabilizacji przyszedł znowu spadek na indeksie. Finalne odczyty wskaźników PMI zaskoczyły negatywnie. Decyzja EBC w sprawie stóp procentowych była też pewnym zaskoczeniem dla rynku, gdyż oczekiwano przynajmniej zapowiedzi ich obniżki. W tym tygodniu czekamy przede wszystkim na dane z gospodarki Niemiec.

USA

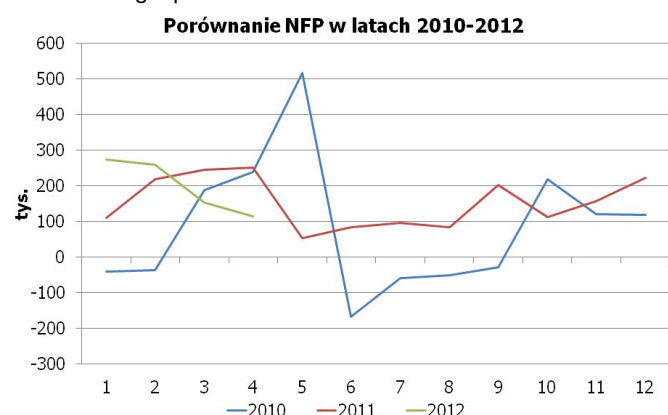
Indeks zaskoczeń dla USA


ISM oraz dane z rynku pracy były serią negatywnych zaskoczeń dla rynku, co przełożyło się na dalszy spadek indeksu. W tym tygodniu z ciężego kalibru danych będzie wstępny odczyt wskaźnika zaufania konsumentów U.Michigan.

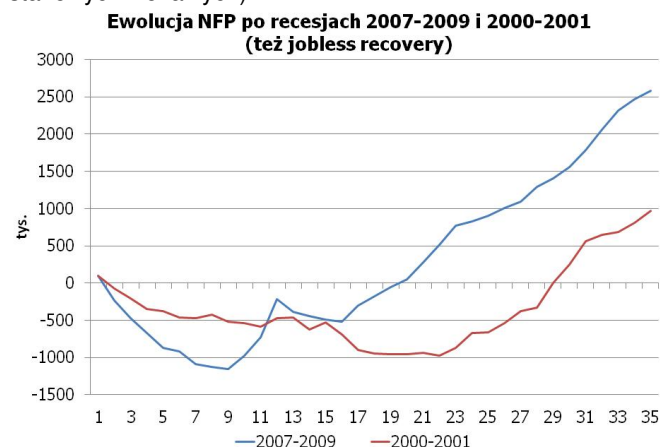
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

USA: normalizacja przyrostów zatrudnienia

W kwietniu liczba nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym wzrosła o 115tys (konsensus rynkowy około 160tys., szacunki ADP dla sektora prywatnego 119tys.). Jest to zdecydowanie powyżej średniej z okresu prerecesyjnego (od czerwca 2009 średni przyrost miejsc pracy wyniósł 59tys.), jednak wyłączając miesiące charakteryzujące się jeszcze kontrakcją zatrudnienia (w pierwszych miesiącach od zakończenia recesji), bieżący odczyt plasuje się już poniżej średniej (144tys.). W tym kontekście rewizje poprzednich danych (+53tys.) to raczej marne pocieszenie - dane historyczne potwierdzają, że po wyjątkowo udanym I kwartale, początek II kwartału (poprawki sezonowe nastawione na silne wzrosty zatrudnienia) miał wysoko postawioną poprzeczkę, nie do pokonania przy bieżącym momentum gospodarki.



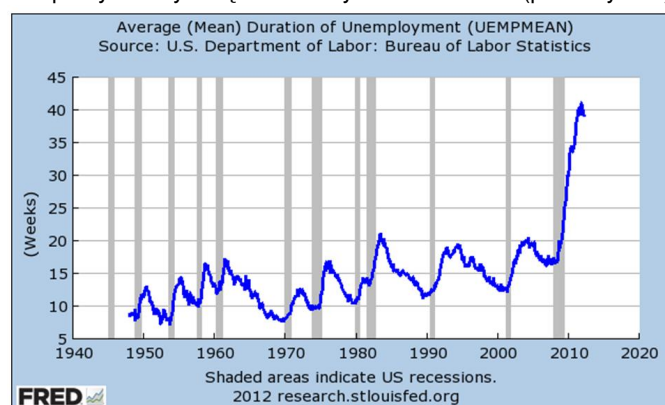
Przechodząc do szczegółów, dane z ankiety dot. przedsiębiorstw nie stwierdzają, że obniżenie tempa kreacji nowych miejsc pracy wynika z czynników jednorazowych, specyficznych dla jednej z sekcji. Słabość jest raczej równo rozłożona po wszystkich sekcjach, wliczając w to kontynuację spadków w budownictwie (tym razem -2tys.), wypłaszczenie trendu w przetwórstwie przemysłowym (+16tys. wobec 41tys. w poprzednim miesiącu) oraz dalsze spadki miejsc pracy w sektorze rządowym (bezpośrednie odbicie dużo gorszej sytuacji władz stanowych i lokalnych).



Odnosnie innych statystyk, zatrzymała się ekspansja średniej liczby przepracowanych godzin (nie wróży to dobrze produkcji przemysłowej, zwłaszcza że produktywność zaczyna szwankować), przeciętna płaca godzinowa również wzrosła niewiele (tylko 1 cent w porównaniu do 4 centów w poprzednim miesiącu). Jasne strony? Na pewno odbicie w handlu po dwóch miesiącach ujemnych odczytów - konsumpcja wydaje się obecnie zdecydowanie mniejszym problemem niż można było

uważać jeszcze kilka miesięcy wcześniej, choć konsumenci będą pod presją w najbliższych miesiącach.

Household survey nie wygląda znacząco lepiej, mimo spadku stopy bezrobocia (do 8,1% z 8,2%). Dlaczego? Gdyż spadek ten został po raz kolejny wywołany przez spadek wskaźnika partycypacji zawodowej (aż o 0,2pp. - poza zasobem pracy znalazło się aż 522tys. osób). Co więcej, pierwszy raz od wielu miesięcy ankieta dot. gospodarstw domowych pokazała znaczny spadek zatrudnienia (169tys.). Mimo pewnego obniżenia się, liczba długotrwale bezrobotnych kształtuje się na rekordowych poziomach, a przeciętna długość pozostawania bez pracy obniżyła się ostatnio tylko nieznacznie (patrz wykres).



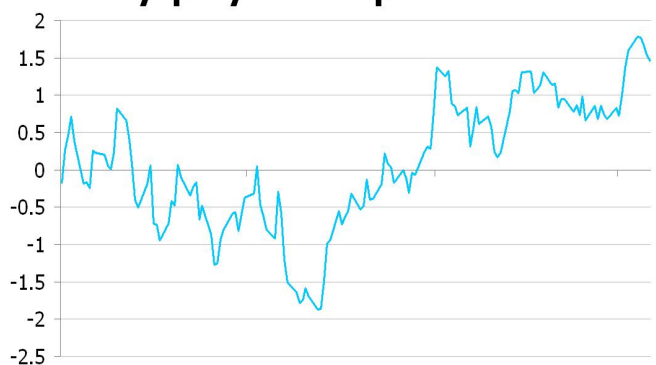
Dane pozostają z pewnością rozczarowujące dla uczestników rynku (nowe lokalne minima w rentownościach obligacji amerykańskich, solidne spadki na giełdach zrealizowane po publikacji). Nie wydaje nam się jednak, że są to dane wskazujące na rozwijający się, kolejny soft patch, gdyż momentum otwarcie nie spada, lecz raczej normalizuje się (tzn. interpretacja zmieniłaby się, gdybyśmy zapomnieli o przełomie roku). Co więcej, tygodniowe dane o rejestracjach nowych bezrobotnych wskazują na przerwanie negatywnej passy wzrostów. Czynniki endogeniczne (większy zakres stymulacji monetarnej, bardziej płaskie krzywe rentowności, więcej płynności na rynku i lepsza pozycja kapitałowa amerykańskich banków, pewna poprawa w warunkach przyznawania kredytów), jak i egzogeniczne (spadki cen ropy naftowej po częściowej eliminacji ryzyka politycznego, większej podaży surowca, brak czynników katastroficznych, szansa na szybszy wzrost gospodarki chińskiej po spowolnieniu w I kwartale, indukowanym przede wszystkim politycznie, mniej ryzyk finansowych ze strony strefy euro) są łagodniejsze niż w 2011 roku. Co zrobi Fed? Z ostatniego posiedzenia, a także z wypowiedzi poszczególnych członków wynika, że choć QE jest opcją, niechęć do jej wykorzystania jest duża. Wydaje nam się, że dopiero znaczne pogorszenie warunków finansowych (w połączeniu z przeszacowaniem wycen spółek i płynącym z tego negatywnym efektem majątkowym) i odwrócenie trendu na stopie bezrobocia może wywołać bardziej zdecydowaną reakcję FOMC. Nie możemy oprzeć się wrażeniu, że tym razem Komitet Otwartego Rynku może być bardziej cierpliwy w ocenie sytuacji, realizując przez dłuższy czas politykę wait-and-see. Tym bardziej, że stock view "faworyzowane przez większość w Fed sugeruje, że zakres akomodacji w polityce pieniężnej pozostanie b. wysoki nawet po zakończeniu (czerwiec) Operation Twist.



EURUSD fundamentalnie

EUR dużo słabsze. W piątek do czasu publikacji danych z rynku pracy USA kurs poruszał się w wąskim range 1,3080-1,3150. NFP okazały się dużo niższe niż spodziewał się rynek, ale dla osłody stopa bezrobocia zanotowała spadek o 0,1pp. Summa summarum wspólna waluta nieznacznie umocniła się. Później, w sesji amerykańskiej nastąpił spadek notowań EUR, co było związane z napływającymi niekorzystnymi sondażami dla II tury wyborów prezydenckich we Francji. Wybory prezydenckie wygrał Hollande, który raczej nie będzie kontynuował kierunku polityki Sarkozy'ego. W czasie kampanii zapowiadał renegocjację paktu fiskalnego. Podobnie wyniki wyborów parlamentarnych w Grecji są niekorzystne. Obie partie gwarantujące politykę nakierowaną na reformy gospodarcze nie osiągnęły większości (nawet w koalicji). Z tego powodu EUR otworzyło się dużo poniżej piątkowego zamknięcia. Obecnie kurs startuje z poziomu poniżej 1,3. Prawdopodobnie to nie koniec korekty, gdyż na dzisiejszej sesji nie będą obecni gracze z Londynu. Pod koniec tygodnia z ważniejszych danych poznamy wstępny odczyt zaufania konsumentów U. Michigan. Słabsze dane mogą przełożyć się na dalsze osłabienie wspólnej waluty. Kurs w tym tygodniu będzie głównie pod wpływem wydarzeń politycznych w strefie euro.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

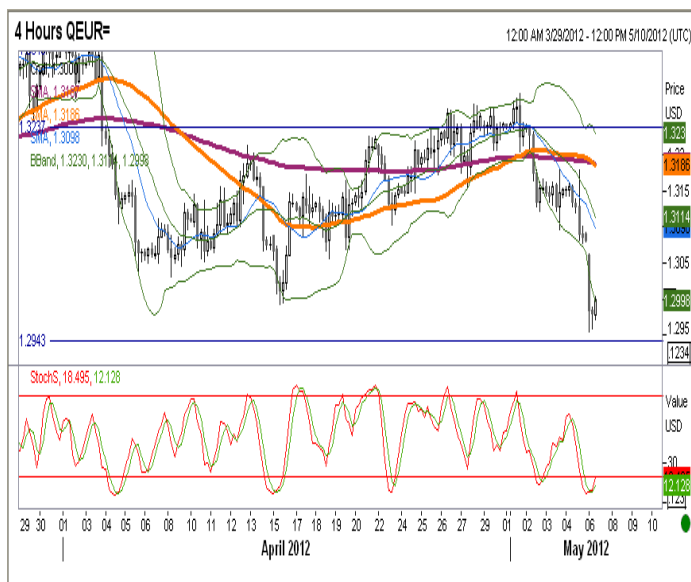
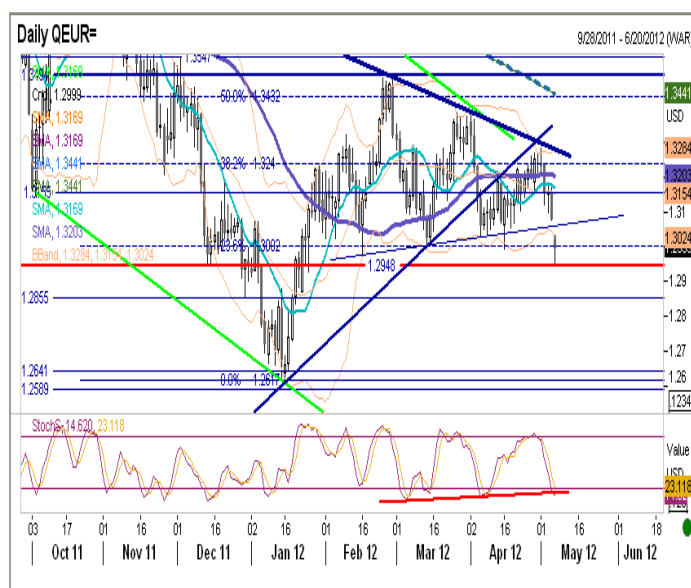


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Range (jeszcze) jest zachowany, choć napływające informacje fundamentalne mogą być przyczynkiem do jego złamania. Tymczasem EURUSD odbił się od 1,2948 na dziennym, lecz na tygodniowym notowaniu w końcu zamknęły się poniżej 61,8% Fibo (1,3041). Dzisiejsze strategie rynkowe to sell rallies, przynajmniej dopóki luka otwarcia nie zostanie zasypana.

Wsparcie	Opór
1,2948	1,3155
1,2855	1,3062
1,2617	1,3000





EURPLN fundamentalnie

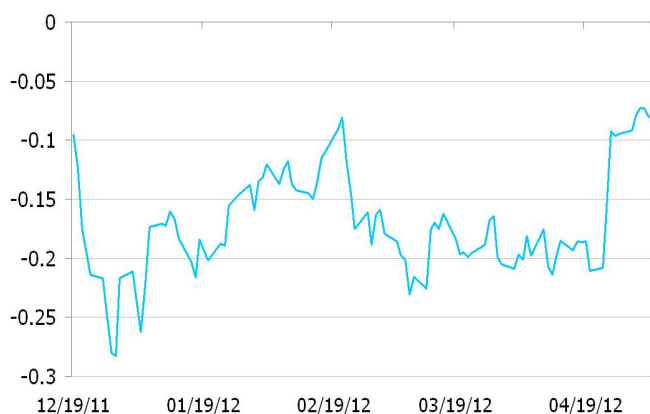
Złoty słabszy. W piątek kurs krajowej waluty osłabił się po danych z gospodarki amerykańskiej. Dziś złoty startuje z wyższego poziomu - ponad 4,2. Powodem deprecjacji złotego są niekorzystne wyniki wyborów prezydenckich we Francji oraz parlamentarnych w Grecji. W tym tygodniu z najważniejszych wydarzeń lokalnych dla złotego będzie posiedzenie RPP (środa). Jeszcze niezdecydowani członkowie RPP odnośnie podwyżki stóp procentowych podejmą ostatecznie decyzję na samym posiedzeniu. Krajowa waluta jednak najbardziej podatna będzie na wydarzenia polityczne w strefie euro - wypowiedzi i deklaracje nowo wybranego prezydenta we Francji oraz rozszady w zakresie nowego rządu w Grecji.

EURPLN technicznie

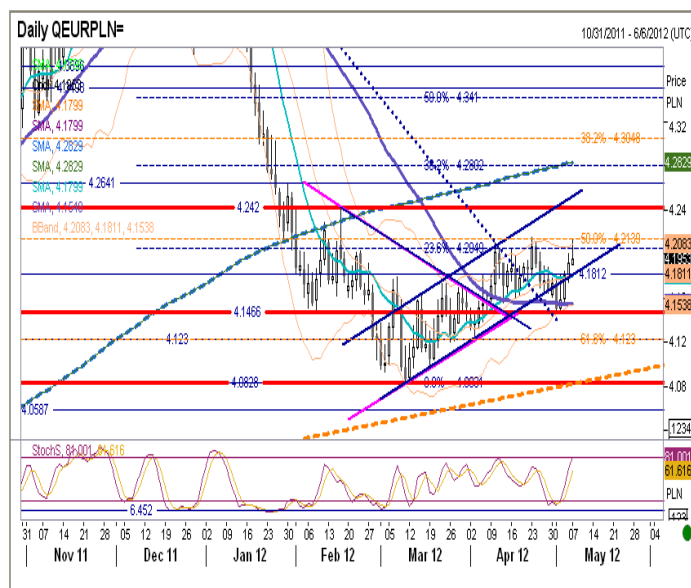
Tak jak się spodziewaliśmy, range rozszerzył się do 4,1466-4,2150. Na wykresie tygodniowym nie dzieje się nic nowego (dalej range), oscylator zawraca i na siłę można szukać dywergencji pozytywnej dla złotego. Na dziennym (o ile górna granica range nie zostanie złamana) wykreśli się podwójny szczyt. Biorąc jednak pod uwagę napływ informacji fundamentalnych warto się wstrzymać z zajmowaniem pozycji, nawet jeśli na wykresie 4h kreśli się (powoli) pozytywna dla złotego dywergencja.

Wsparcie	Opór
4,2050	4,2641
4,1812	4,2420
4,1531	4,2150

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

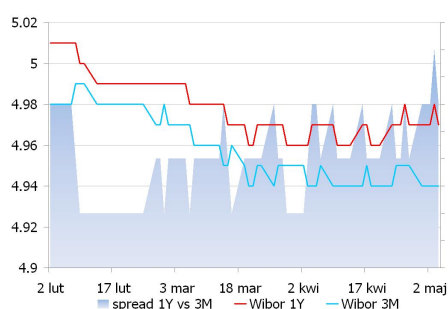




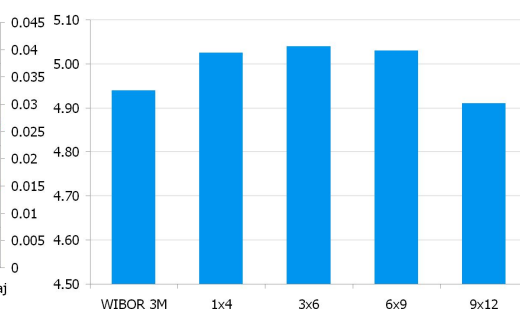
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	5.1	5.14	ON	4.1	4.6	EUR/PLN	4.1880
2Y	4.83	4.86	1M	4.6	5.1	USD/PLN	3.1891
3Y	4.775	4.82	3M	4.5	4.9	CHF/PLN	3.4861
4Y	4.79	4.85					
5Y	4.79	4.86					
6Y	4.81	4.87					
7Y	4.8217	4.86					
8Y	4.835	4.88					
9Y	4.845	4.89					
10Y	4.8403	4.88					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.82	4.87	EUR/USD	1.3028
1x4	4.97	5.03	EUR/JPY	103.87
3x6	4.98	5.04	EUR/PLN	4.1900
6x9	4.97	5.03	USD/PLN	3.2185
9x12	4.85	4.91	CHF/PLN	3.4900

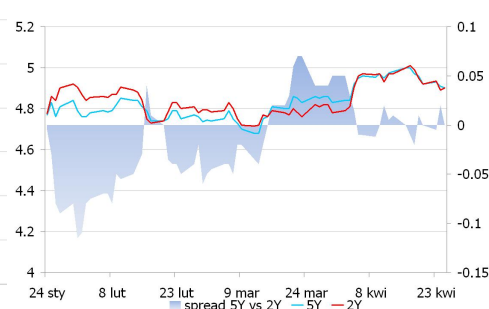
WIBOR 3M i 1Y



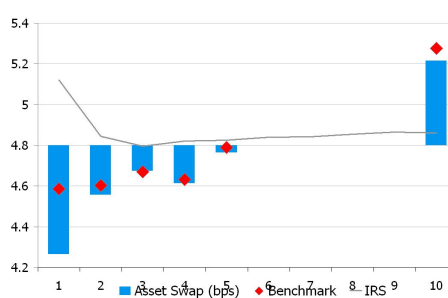
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



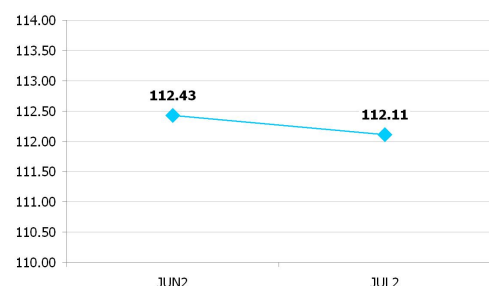
Asset swap i IRS



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 OBROcie 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, KOOOPERANTÓW, 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.