



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							
10:30	EUR	Indeks Sentix (pkt)	maj		-15.3	-14.7	-24.5
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle mm (%)	mar		0.5	0.3	2.2
08.05.2012 WTOREK							
12:00	GER	Produkcja przemysłowa mm (%)	mar		0.8	0.3 (r)	2.8
09.05.2012 ŚRODA							
	POL	Decyzja RPP (%)	maj	4.75	4.50		4.75
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	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś z USA poznamy bilans handlowy oraz cotygodniowe dane z rynku pracy. Oczekiwane jest pogorszenie się bilansu handlowego po ostatnim lepszym odczycie, który prawdopodobnie wynikał z jednorazowych czynników. Na rynku pracy po negatywnych zaskoczeniach oczekiwania rynkowe nie są wysokie. Rano także odczyt CPI z Czech (w piątek z Węgier), który pozwoli nam zweryfikować prognozę inflacji (publikacja 15 maja).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Rada Polityki Pieniężnej na śródownym posiedzeniu podniosła stopy procentowe o 25 pb, referencyjna stopa procentowa NBP wynosić będzie od czwartku 4,75% w skali rocznej. W komunikacie napisano: „Napływające dane pozwolą Radzie ocenić czy uzasadnione może być ewentualne ponowne dostosowanie stóp procentowych” (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Belka: Podjęta na majowym posiedzeniu RPP decyzja o poniesieniu stóp procentowych o 25 pb to krok bardziej w stronę normalizacji polityki monetarnej, a nie jej zacieśnienia. Spowolnienie gospodarcze można ocenić jako bardziej umiarkowane od oczekiwań, a dynamika PKB nie powinna zejść poniżej 3% w całym 2012 r., jak i w poszczególnych kwartałach. Kolejnego ruchu stóp nie można wykluczyć, ale nie jest to określone z takim prawdopodobieństwem jak miesiąc temu.
- Zarząd EFSF podjął decyzję, by wypłacić Grecji transzę pomocy w wysokości 5,2 miliarda euro, mimo sprzeciwu części członków.

Decyzja RPP (6.06.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	50%
stopy bez zmian	50%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.544	0.028
USAGB 10Y	1.855	0.036
POLGB 10Y	5.375	0.004
Dotyczy benchmarków Reuters		

Stopy NBP w górę. Ton komunikatu i wypowiedzi szefa NBP łagodnieją.

RPP podwyższyła stopy procentowe o 25pb. Uzasadnieniem takiej decyzji, poza walką z „uporczywą” inflacją i realizacją mandatu inflacyjnego, jest wzmocnienie wiarygodności Rady po serii niefortunnych wolt w retoryce. Tak jak oczekiwaliśmy RPP dużo precyzyjniej uzasadniła swoją decyzję (prezes potrzebował na to aż 45 minut) i wygasila oczekiwania na cały cykl zacienienia. Prezes Belka zapowiedział również większą powściągliwość członków Rady w swych komentarzach.

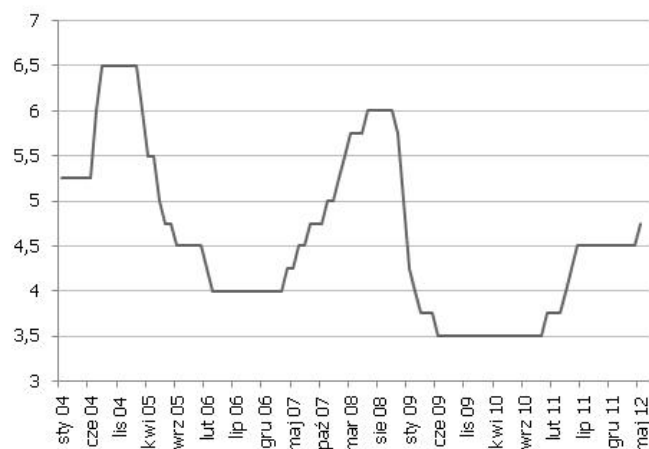
Decyzja o podwyżce nie była, wbrew temu co się mówi w mediach aż tak wielkim zaskoczeniem. Przez ostatnie dni część analityków przeszła do obozu oczekujących zacieśnienia, rynek zaś wycenił podwyżkę stóp z prawdopodobieństwem zbliżonym do 50%.

Komunikat po posiedzeniu okazał się, biorąc pod uwagę sygnały z polskiej gospodarki i wzrost niepewności w strefie euro, dość optymistyczny w warstwie traktującej o sferze realnej. Diagnoza sfery nominalnej pozostała zbliżona do tej sprzed miesiąca. Nadal RPP podkreśla krótkookresowe ryzyka wzrostu inflacji i pomimo oczekiwania jej spadku w średnim okresie pod wpływem spowolnienia wzrostu gospodarczego wskazuje na ryzyka dla tego scenariusza przywołując po raz kolejny wyższe oczekiwania inflacyjne.

Zasadniczą różnicą pomiędzy bieżącym a kwietniowym komunikatem są wskazania co do przyszłej polityki monetarnej. O ile w kwietniu RPP zapowiedziała podwyżkę stóp procentowych, o tyle tym razem pozostawiła jedynie furtkę do ewentualnego zacieśnienia warunkując je nadchodzącymi danymi makro. Na konferencji prezes Belka wskazał wprost na warunkowy (i nie automatyczny) charakter dalszych podwyżek jednocześnie podkreślając, że Rada antycypuje już wzrost inflacji w kolejnych miesiącach, nie rozpoczyna cyklu zacieśnienia, a jedynie normalizuje poziom stóp. Naszym zdaniem retoryka taka niemal wyklucza podwyżkę na najbliższym, czerwcowym posiedzeniu Rady.

Nasza diagnoza stanu gospodarki różni się od optymistycznej diagnozy prezentowanej przez prezesa Belkę w czasie konferencji - wzrost gospodarczy może według naszych szacunków niebawem spaść poniżej 3% r/r de facto zamykając drogę do dalszego zacieśnienia. Również polityka ECB nie będzie wspierała zapалу Rady w podnoszeniu stóp. Rynkowe oczekiwania na zacieśnienie mogą być jednak generowane kolejne wyższe odczyty inflacji (już w maju wzrosła ona do 4,1% r/r), które automatycznie inwestorzy wiązać będą z większą determinacją RPP w realizacji celu inflacyjnego. Dopiero jesień - ze względu na już wyraźnie niższy wzrost PKB, ale i spadki inflacji - przynieść powinna całkowite wygaszenie oczekiwań na podwyżki stóp. Decyzja RPP nie zmienia naszego konstruktywnego nastawienia odnośnie cen polskich obligacji, które w kolejnych miesiącach zyskiwać powinny ze względu na ugruntowanie niskich stóp procentowych globalnie, perspektywy zacieśnienia fiskalnego w Polsce, oraz percepcję ograniczenia ryzyka kredytowego, która to powinna utrzymać się nawet w sytuacji umiarkowanego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

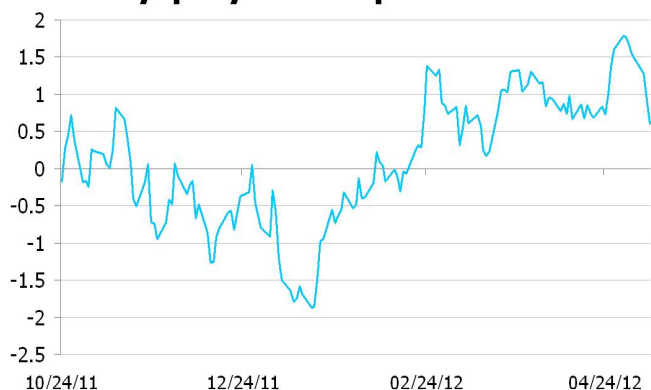
Stopa referencyjna NBP (%)



EURUSD fundamentalnie

EURUSD znalazł się wczoraj pod presją i wyznaczył minima nie widziane od stycznia (1,2910). Powodów jest co najmniej kilka. Na pierwszym planie pozostają niepokoje w związku z utworzeniem rządu w Grecji (wiadomość, że lider 2 najwyższej notowanej partii jednak zrezygnuje z utworzenia rządu złożonego z partii domagających się odrzucenia działań konsolidacyjnych została przyjęta z ulgą, podobnie jak kolejne zapowiedzi próby utworzenia rządu jedności narodowej). Do południa pojawiały się też spekulacje, że EFSF nie uwolni transzy pomocy dla Grecji (po południu okazało się, że jednak do tego dojdzie). Co więcej, otwarcie pojawiają się komentarze, że Grecja może wyjść ze strefy euro a Troika odwołała swoją majową wizytę w Grecji. Dziś kolejna runda negocjacji w sprawie utworzenia helleńskiego rządu oraz dane amerykańskiego rynku pracy. Utrzymanie ostatniej poprawy w zakresie nowych rejestracji bezrobotnych może wygenerować dalsze spadki euro z uwagi na umocnienie dolara.

**Wycena EURUSD wzg.
dysparytetu stóp na 2Y IRS**

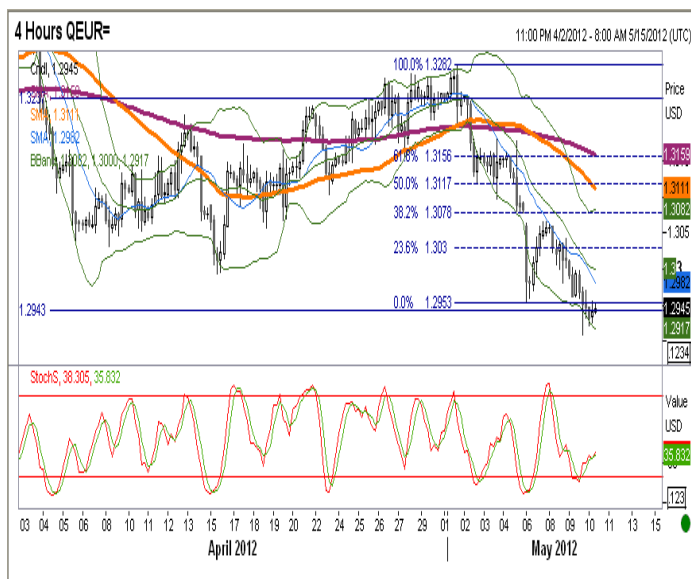
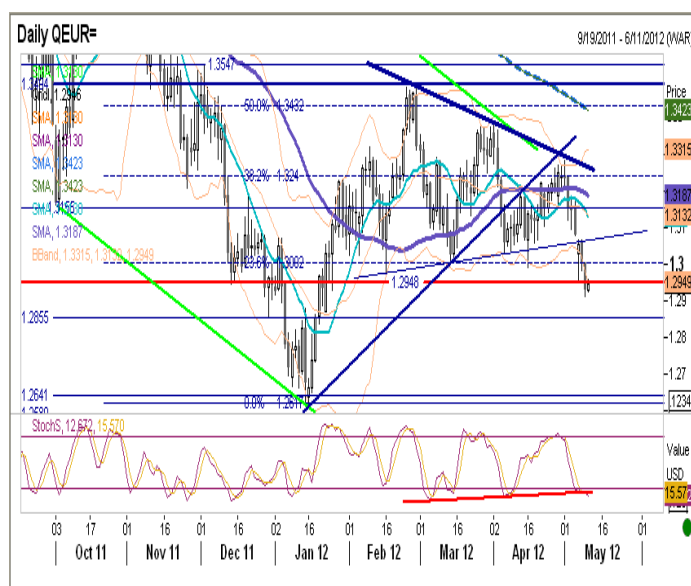


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytę.

EURUSD technicznie

EURUSD złamał wczoraj bardzo istotny poziom wsparcia (1,2948), który utrzymywał spadki kursu w ryzach przez 3 miesiące. Od tego czasu cele należy ustawiać na poziomie 1,2617. Ewentualne korekty powinny znaleźć opór na ww. poziomie lub nieco wyżej, w okolicach linii trendu aprecjacyjnego (1,3071). Sygnałów odwrócenia nie widać też na krótszych wykresach 1h i 4h.

Wsparcie	Opór
1,2855	1,3155
1,2800	1,3078
1,2617	1,2948





EURPLN fundamentalnie

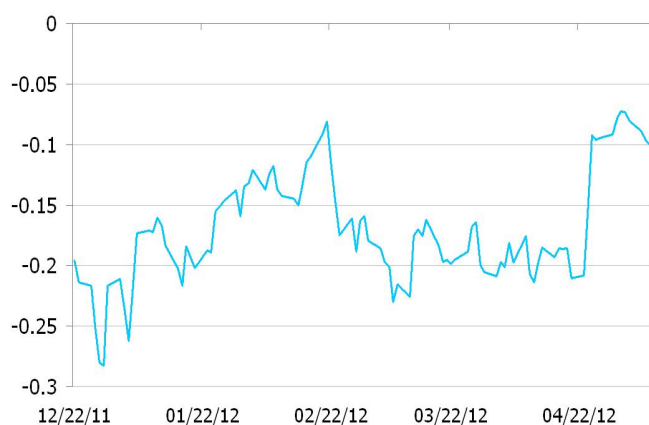
EURPLN również pod presją mimo podwyżki stóp procentowych przez RPP (rynek wyceniał ją z prawdopodobieństwem około 50%). Łagodniejsza konferencja (nie cykl podwyżek, tylko normalizacja) też nie była wsparciem dla złotego, który znalazł się pod niekorzystnym wpływem czynników globalnych (risk off). Wczorajszy ruch był jednym z najsilniejszych, jakie obserwowaliśmy w ostatnich miesiącach i obecnie notowania znajdują się na newralgicznych poziomach (patrz analiza techniczna). Ruch nie ma poparcia w lokalnych danych fundamentalnych - dopóki takiego nie uzyska (a nie nastąpi to szybko, lub nie nastąpi wcale) szanse na eskalację nie są duże.

EURPLN technicznie

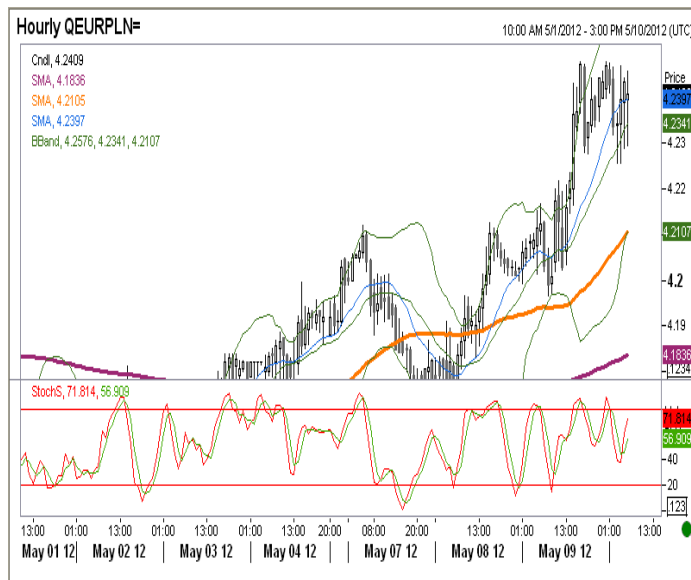
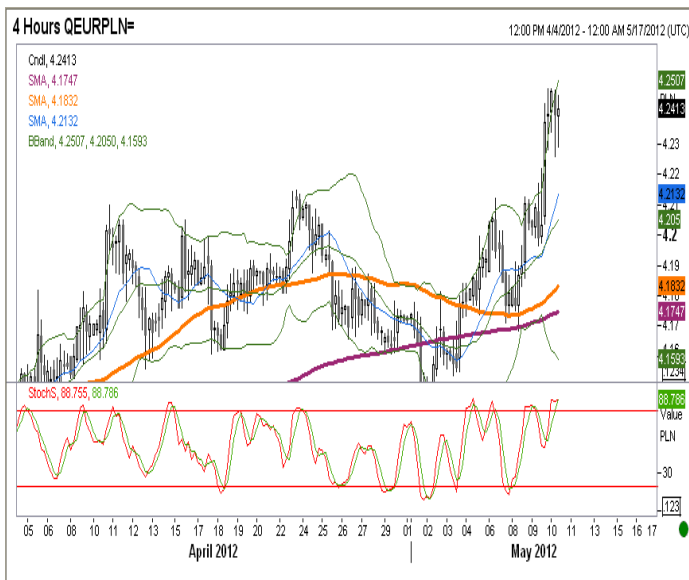
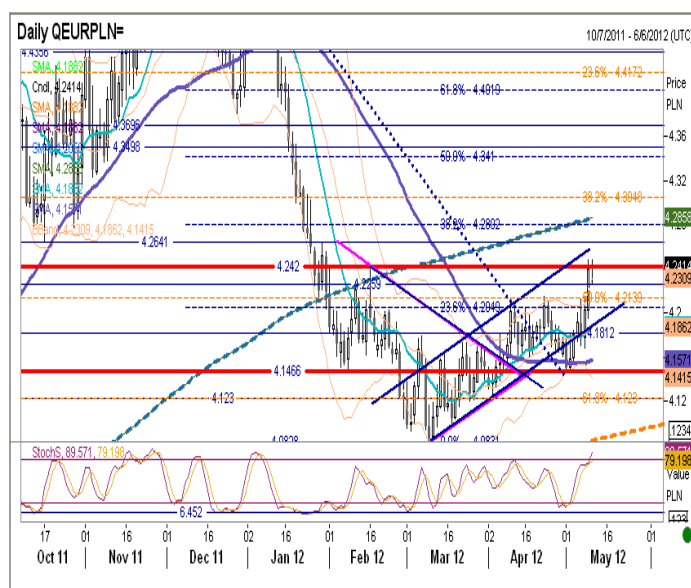
Złoty zerodował poziom 4,2420, który jest naszym zdaniem kluczowy, aby mówić o utrzymaniu ostatnio wypracowanego range. Jeśli złamanie zostanie dziś potwierdzone, cel można ustawić na 4,2651 a następnie 4,2800. Powyżej tendencje deprecyjne mogą nabrać tempa. W przypadku wygenerowania dziś sygnału odwrócenia, kluczowym poziomem do obserwacji jest 4,2150, choć raczej nie ma się co łudzić, że dojdzie do jego pokonania bez wsparcia naprawdę pozytywnych informacji fundamentalnych.

Wsparcie	Opór
4,2260	4,3050
4,2150	4,2800
4,1800	4,2651

Czynnik krajowy* w EURPLN



* Wykres przedstawia resztę 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	5.13	5.18
2Y	4.92	4.99
3Y	4.88	4.95
4Y	4.88	4.94
5Y	4.88	4.94
6Y	4.89	4.95
7Y	4.9	4.96
8Y	4.91	4.96
9Y	4.91	4.97
10Y	4.91	4.97

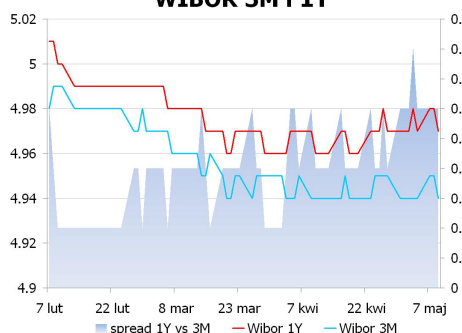
depo	BID	ASK
ON	4.2	4.3
1M	4.6	4.8
3M	4.7	4.9

FRA	BID	ASK
1x2	4.88	4.92
1x4	5.09	5.15
3x6	5.15	5.21
6x9	5.12	5.16
9x12	4.97	5.03

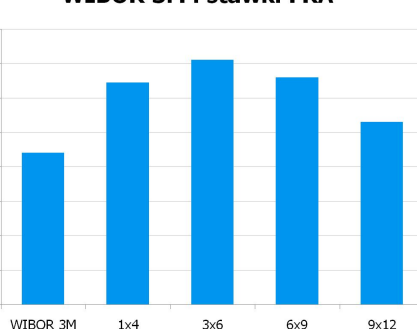
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2047
USD/PLN	3.2412
CHF/PLN	3.5014

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2930
EUR/JPY	102.98
EUR/PLN	4.2430
USD/PLN	3.2792
CHF/PLN	3.5337

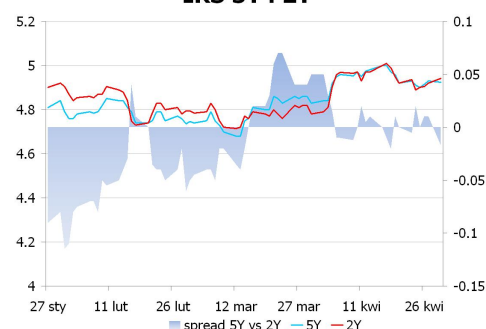
WIBOR 3M i 1Y



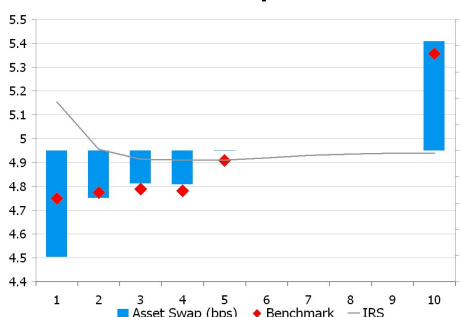
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



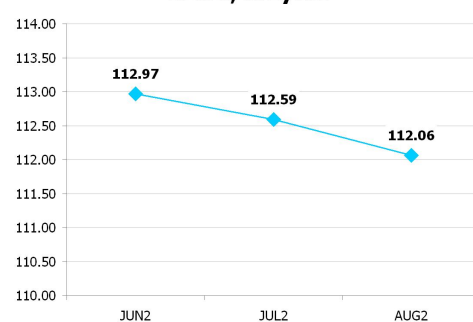
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYPANOWEGO 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.