



## 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		
<b>16.04.2012 PONIEDZIAŁEK</b>							
14:30	USA	Indeks NY Empire State (pkt)	kwi		18.0	20.2	5.6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	mar		0.4	1.0 (r)	0.8
16:00	USA	Indeks NAHB (pkt)	kwi		28.0	28.0	25.0
<b>17.04.2012 WTOREK</b>							
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	kwi		19.5	22.3	23.4
11:00	EUR	Inflacja HICP final r/r (%)	mar			2.7	2.7
14:30	USA	Housing permits (SAAR tys.)	mar		710	715 (r)	747
14:30	USA	Housing starts (SAAR tys.)	mar		705	694 (r)	654
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.3	0.0	0.0
<b>18.04.2012 ŚRODA</b>							
14:00	POL	Place r/r (%)	mar	2.9	4.0	4.3	3.8
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	mar	0.6	0.5	0.5	0.5
<b>19.04.2012 CZWARTEK</b>							
14:00	POL	PPI r/r (%)	mar	4.8	4.8	6.0 (r)	4.5
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar	-0.5	4.4	4.6	0.7
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.04		370	388 (r)	386
16:00	USA	Indeks Philadelphia Fed (pkt)	kwi		12.9	12.5	8.5
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (SAAR tys.)	mar		4.61	4.60 (r)	4.48
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt)	kwi		-19.0	-19.1	-19.8
<b>20.04.2012 PIĄTEK</b>							
10:00	GER	Indeks Ifo (pkt)	kwi		109.5	109.8	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	mar	2.4		2.6	

## Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** Dziś o 14.00 NBP opublikuje dane o inflacji bazowej. Na podstawie już opublikowanych danych o CPI wskazujemy, że prawdopodobnie wyniosła ona 2,4% r/r.
- **Gospodarka globalna.** Indeks Ifo z Niemiec obrazujący nastroje wśród niemieckich przedsiębiorstw zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi powinien ukształtować się nieco poniżej poprzedniego odczytu. Scenariusz stabilizacji będzie miało pozytywny wydźwięk.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka: Podtrzymuję, iż liczę się z tym, że na najbliższym posiedzeniu RPP będzie rozważana kwestia podwyżki stóp procentowych.
- Belka: Ryzyko zarażenia się krajów Europy środkowowschodniej od krajów wyżej rozwiniętej Europy zachodniej zawsze istniało. Jego kanały są liczne. Jeden to kanał handlowy - jeżeli zła koniunktura na zachodzie Europy będzie się utrzymywać, to naszym eksporterom będzie trudno tam lokować towary. Liczymy się z tym i w jakimś stopniu już to odczuwamy. Drugi kanał, to kanał kredytowy - kraje bardzo zadłużone, w tym kraje naszego regionu, mogą się obawiać nagłego zatrzymania dopływu kapitału. Polska, zarówno z punktu widzenia kanału handlowego, jak i kanału finansowego, jest krajem mniej narażonym na niebezpieczeństwo takiego zarażenia niż większość krajów naszego regionu, co zresztą okazało się w 2009 roku, kiedy wszystkie kraje wpadły w recesję, a my nie. W tym roku spodziewamy się pewnego osłabienia koniunktury, ale znowu - niczego takiego, co byłoby podobne do recesji.
- Winiecki (RPP): Wzrost PKB w 2012 roku ukształtuje się na poziomie nieco wyższym niż 3%. Nie należy oczekiwać, że inflacja, która zagnieżdżyła się w Polsce na zbyt wysokim poziomie, sama z siebie zacznie maleć.
- Chojna-Duch (RPP): W obecnych warunkach, kiedy inflacja jest pod wpływem czynników podaźowych, podwyżka stóp procentowych nie ma uzasadnienia.

Decyzja RPP (9.05.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)
podwyżka 25 bps	80%
stopy bez zmian	20%
obniżka 25 bps	0%
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.702	0.001
USAGB 10Y	1.970	0.002
POLGB 10Y	5.570	0.012
Dotyczy benchmarków Reuters		

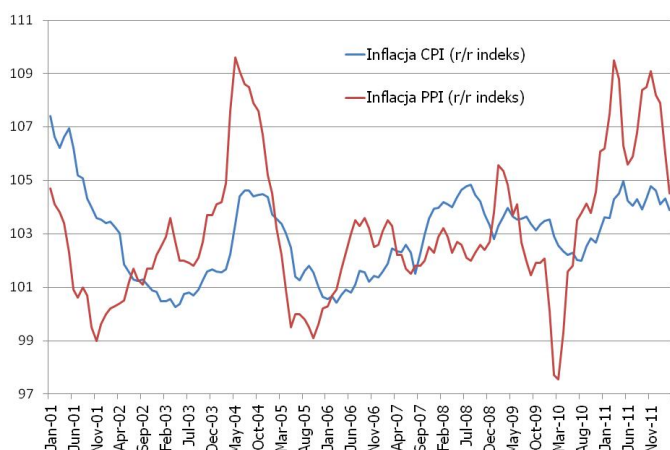
## Znaczący spadek dynamiki produkcji. Brak presji cenowej po stronie producentów.

W marcu dynamika produkcji przemysłowej spadła z 4,6% do 0,7% r/r (oczekiwaliśmy spadku produkcji o 0,5% r/r). Po wyeliminowaniu czynników sezonowych dynamika produkcji obniżyła się z 6% do 3,9% r/r. Nie nastąpiła zatem przewidywana przez przeważającą część analityków wiosenna odbudowa produkcji po wyjątkowo słabym lutym. To oczywiście nie wróży najlepiej kolejnym miesiącom i wskazuje na odwrócenie trendu w przemyśle.

Wzrost produkcji zanotowano w 22 spośród 34 sekcji. W poprzednim miesiącu produkcja rosła w 26 sekcjach. Rósł produkt w sekcjach eksportowych, takich jak maszyny i urządzenia, czy urządzenia elektroniczne. Mocno skurczyły się takie sekcje, jak produkcja komputerów, samochodów (o 11,3%/r/r). Produkcja budowlana wzrosła w kwietniu zaledwie o 3,5% sugerując słabnięcie impulsu ze strony projektów infrastrukturalnych.

Dane za pierwszy kwartał wskazują na znaczny spadek dynamiki PKB z 4,3% do 3,2-3,6%/r/r.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu wyhamowały w marcu do 4,5% z 6,0% w poprzednim miesiącu (znaczna rewizja z 6,3% podanych wcześniej). Tym samym nasza prognoza 4,8% okazała się nie trafna tylko i wyłącznie ze względu na rewizje danych (sama skala rewizji również wydaje nam się symptomatyczna). W ujęciu miesięcznym ceny producentów wzrosły o 0,1%, przy czym spadek nastąpił w górnictwie (-0,3%) a wzrost w przetwórstwie przemysłowym (+0,2%). Warto zauważyć, że ceny w przetwórstwie po wyłączeniu zmiennych cen koksów odnotowały wzrost tylko o 0,1% (po dwóch miesiącach spadków o 0,4%). Nie tylko więc dynamika roczna cen producentów spada z uwagi na wysoką bazę statystyczną, ale także dlatego - że presją cenową po stronie producentów praktycznie wygasła. W kolejnym miesiącu baza statystyczna ma szansę sprowadzić dynamikę cen producentów w okolice 4%.



Jako że dynamika PPI zbliża się już do dynamiki CPI postanowiliśmy odświeżyć naszą niejaką techniczną analizę procesów inflacyjnych (patrz wykres). Otóż znów znajdujemy się blisko przecięcia PPI i CPI, które to powinno sugerować dalsze spadki inflacji CPI (o ile dynamika cen producentów będzie nadal poruszać się w dół - biorąc pod uwagę bieżące momentum tej kategorii wydaje nam się to bardzo prawdopodobne).

Słabsze dane o produkcji znacząco wsparły rynek polskiego długu. Cen obligacji najpierw rosły po dobrej aukcji, potem w odpowiedzi na przeszacowanie oczekiwań na zacieśnienie monetarne w Polsce. Chojna-Duch z RPP wypowiedziała się wprost przeciw podwyżce. Rentowności obligacji od aukcji spadły o ponad 7pb. Czy rzeczywiście dzisiejsze dane przesądzą o wyniku głosowania w maju? Naszym zdaniem prezes Belka de facto zapowiedział podwyżkę stóp procentowych, z zapowiedzi takiej ciężko jest wycofać się bez znacznego uszczerbku na wizerunku i wiarygodności Rady.

## USA: seria negatywnych niespodzianek, z pozytywnym komentarzem

Wczorajsze publikacje danych makro z USA okazały się wszystkie gorsze od konsensusu, jednak nie są to dane jednoznacznie złe - w każdym przypadku można doszukać się także pozytywnych stron (w niektórych te pozytywne nawet przeważają). Uważamy, że negatywne niespodzianki wynikają z faktu, że tymczasowo wyższa aktywność w gospodarce na przełomie roku wygenerowana w dużej mierze przez egzogeniczne warunki pogodowe została pomyłona z trendem. Pozytywny trend w aktywności gospodarki amerykańskiej nie uległ zmianie, jednak najbliższe 1-2 miesiące mogą być okresem niższej aktywności w związku z bazą statystyczną wygenerowaną na początku roku. Uważamy, że taki właśnie pogląd prezentuje Fed, a negatywna reakcja rynku na dane to tylko korekta wcześniejszych, wygórowanych oczekiwań (rentowności treasuries powróciły praktycznie do okresu sprzed marcowej „normalizacji” stóp procentowych).

Chronologicznie pierwszą z prezentowanych wczoraj publikacji były tygodniowe dane z rynku pracy. Liczba nowych rejestracji wzrosła w okolice 380tys. z jeszcze niedawno notowanych 350-360tys. Wzrosty rejestracji generowane są w zasadzie w bardzo szerokim przekroju sekcji, lecz pozostają relatywnie skromne i rozłożone w zasadzie równo po wszystkich stanach. Sugeruje to, że jest to raczej normalizacja po okresie nadzwyczaj dobrych danych (pierwsze miesiące 2012). Dodatkowo, konkurencyjne ankiety JOLTS nie pokazują żadnego załamania odnośnie tempa wzrostu kreacji nowych miejsc pracy, ani żadnej intensyfikacji zwolnień (ta ostatnia wielkość w dalszym ciągu spada). Tym samym znaczny spadek liczby zatrudnionych tymczasowo (widziany w NFP) może nie być tak zły w skutkach jak w 2011 roku. Należy także mieć na uwadze, że gospodarka amerykańska ostatnio przeszła przez okres znacznego wzrostu produktywności pracy - dalsze zwiększenie wydajności pracowników może nie być możliwe, stąd konieczne będą wzrosty zatrudnienia (jest to jednak scenariusz średniookresowy, wybiegający poza słabszy okres normalizacji).

W kolejnej odsłonie opublikowano dane o Philly Fed oraz o wynikach sprzedaży domów na rynku wtórnym.

W pierwszym przypadku indeks spadł w kwietniu do 8,5pkt. z 12,5pkt. w marcu (konsensus rynkowy 12,0pkt.). Oprócz jednak mocno nagłośnień przez agencje informacyjne spadku nowych zamówień, należy zwrócić uwagę na znaczny wzrost wskaźnika opisującego zatrudnienie, oczekiwane nakłady inwestycyjne, zmiany cen, a także zaległości produkcyjne. Poza tym, ostatnie ruchy indeksu to praktycznie ruchy robaczkowe wspierające pogląd o stabilizacji wzrostu amerykańskiej gospodarki,



a nie spowolnienia (warto zauważyć, że w okresie najwyższego wzrostu gospodarki amerykańskiej w latach 2003-2005 Philly Fed spadał).

Dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym (konsensus 4,62mln SAAR, realizacja 4,48mln SAAR) wydają się najbardziej ze wszystkich wczorajszych publikacji zaburzone przez odczyt headline. Zdecydowanie bardziej interesujące wiadomości można odnaleźć w dołączonym komentarzu. Są to przede wszystkim informacje o spadku podaży domów (graniczące nawet z sugestią, że niektóre stany odnotowały spadki sprzedaży właśnie przez ograniczenia podażowe) oraz dalszych symptomach stabilizacji cen. Nawis podażowy z rynku wtórnego sztucznie zaniżał ceny nieruchomości i stwarzał poczucie rynku konsumenta. Obecnie przy poprawie na rynku pracy oraz w sytuacji rekordowo niskich stopach procentowych powinien odradzać się popyt na nieruchomości nowe, które generują nieporównywalnie więcej wartości dodanej niż te sprzedawane na rynku wtórnym. Stopniowo warto więc odwracać uwagę w kierunku sprzedaży nowych domów i budownictwa i tam szukać symptomów poprawy aktywności w sektorze nieruchomości (naszym zdaniem zanotowany w marcu spadek inwestycji budowlanych w połączeniu ze znacznym wzrostem pozwoleń świadczy z jednej strony o normalizacji pogodowej, z drugiej o ugruntowującym się pozytywnym trendzie).



### EURUSD fundamentalnie

EURUSD nieznacznie silniejsze. Wczoraj od rana do momentu przed ogłoszeniem wyników aukcji hiszpańskich papierów wspólna waluta nieśmiało umacniała się. Wyniki aukcji były całkiem dobre (zostało sprzedanych więcej papierów niż planowano, ale rentowności dla 10Y były wyższe od stycziowych) na tle wzrastających obaw o kondycję hiszpańskiej gospodarki oraz sytuację w sektorze bankowym (rośnie odsetek niespłaconych kredytów). Podobnie w miarę dobrze wypadła aukcja francuskich papierów. Po tych informacjach kurs nieznacznie zaczął się osłabiać. Późniejsze silne osłabienie było związane z pogłoskami o możliwej obniżce oceny wiarygodności kredytowej Francji przez agencję Moody's. Szybko te informacje zostały jednak zdementowane przez władze kraju, a EUR zaczęło stopniowo odrabiać straty. Z USA dane z rynku pracy, rynku nieruchomości oraz Philly Fed okazały się gorsze od oczekiwań rynkowych, a zatem zaskoczyły negatywnie i tym samym nieco wyhamował wzrost kursu. Dziś z o potencjalnym wpływie na rynek opublikowany zostanie indeks Ifo. Oczekiwania są negatywne (zwłaszcza, że Ifo nie skorygowało się wraz z danymi o PMI) stąd nawet stabilizacja mogłaby prowadzić do pozytywnej reakcji rynkowej.

### EURUSD technicznie

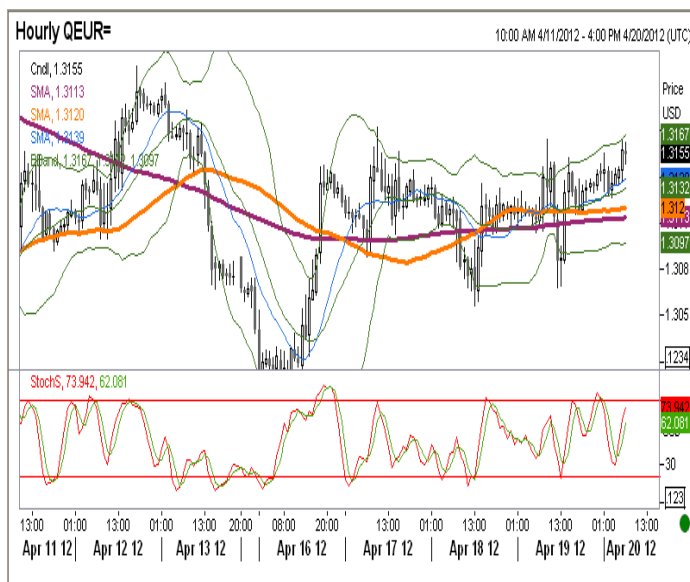
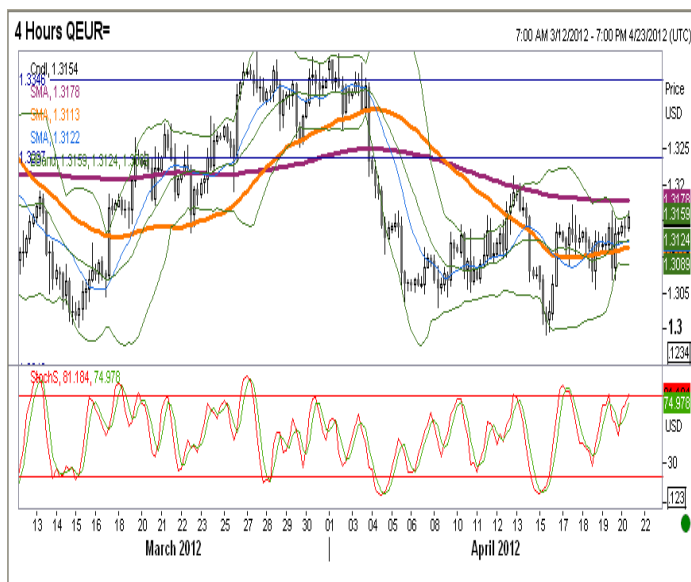
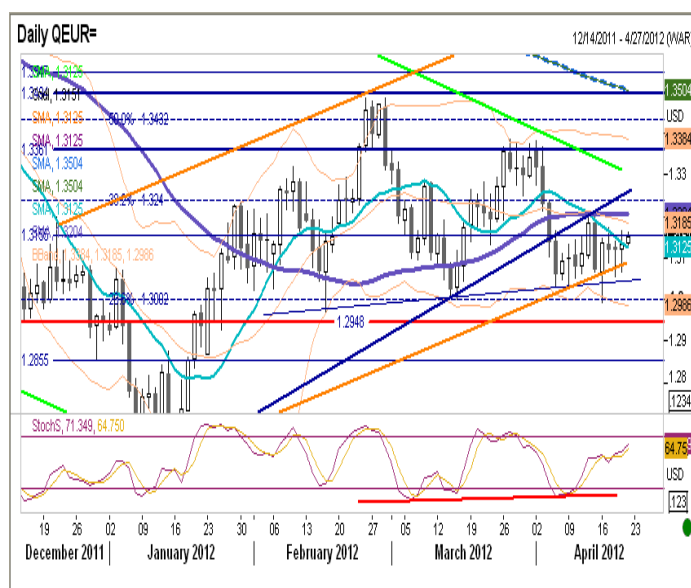
Kurs zawrócił na poziomie średnioterminowego trendu wzrostowego oraz wyrysował objęcie bessy (negatywne dla EUR) i nie się nie stało... mimo że ostatnio takie formacje prowadziły do co najmniej 3-4 figurowej korekty. Naszym zdaniem kurs na razie konsoliduje w przedziale 1,2950-1,3200 (+ wszelkie próby wyciągania na południe kończą się w okolicach dołu kanału aprecjacyjnego), lecz dzienna zmienność pozostaje spora, wliczając w to częste „zwroty akcji”. Jesteśmy neutralni.

Wsparcie	Opór
1,3100	1,3240
1,3000	1,3205
1,2948	1,3172/78

### 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 po wczorajszej sesji nieznacznie słabszy, jednak dziś od rana odrabia straty w ślad za EURUSD. Wczoraj głównym punktem programu była publikacja danych o produkcji przemysłowej (znacznie niższa od oczekiwań - czytaj więcej w sekcji analizy), których negatywny wydźwięk zneutralizował wcześniejsze bardzo dobre wyniki aukcji MF - nasz model także wskazuje na stabilizację wpływu czynnika krajowego na wycenę EURPLN. Po danych Chojna-Duch wprost wypowiedziała się przeciw podwyżce stóp w maju, jednak późniejsza wypowiedź Winieckiego („inflacja sama z siebie nie zacznie maleć”) wskazuje, że to podwyższona inflacja będzie głównym czynnikiem zmian w polityce monetarnej. Więcej wypowiedzi członków Rady można spodziewać się po publikacji danych o sprzedaży detalicznej (25.04.). Dziś na pierwszym planie odczyt Ifo z Niemiec - nawet stabilizacja w obliczu pogarszających się nastrojów globalnych powinna być pozytywnym sygnałem dla EUR i PLN.

### EURPLN technicznie

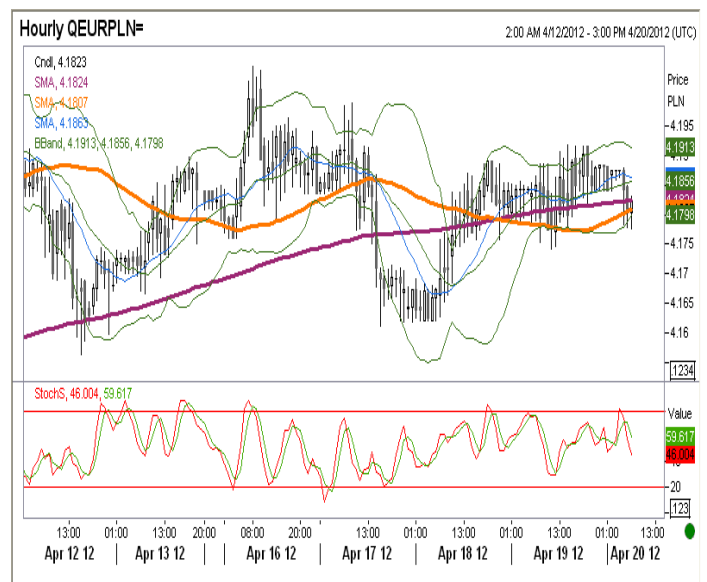
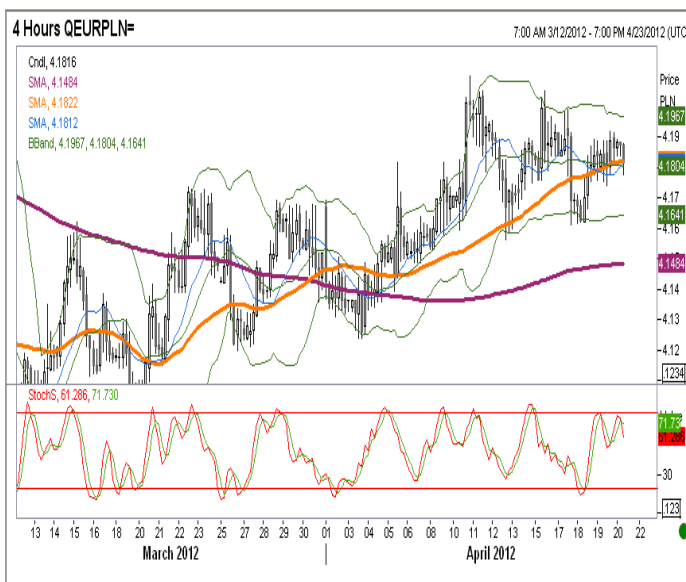
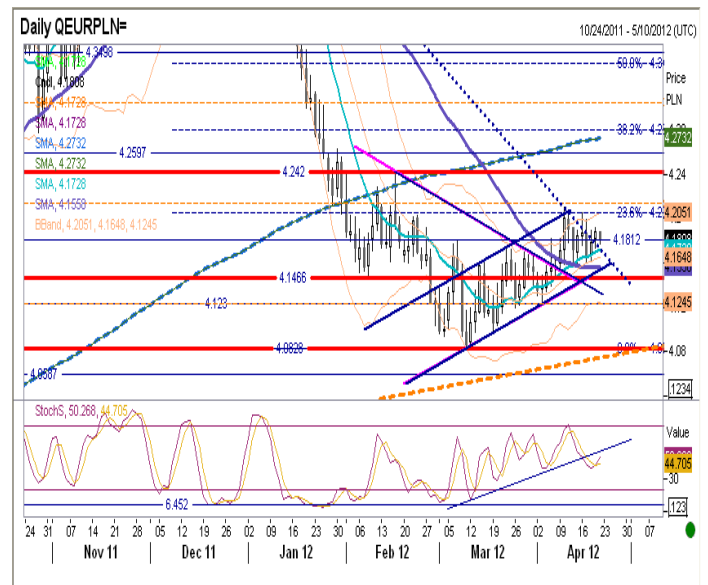
Po nieudanej próbie pokonania MA14 kurs zawrócił i ponownie podszedł po linię trendu aprecjacyjnego (przerwana) i istotnego poziomu oporu 4,1812. Oscylator na częstotliwości dziennej wcześniej zanegował wzrostowy trend (przebił linię trendu wzrostowego). Może to sugerować, że pomimo staranowania bokiem linii trendu aprecjacyjnego trudno nam wierzyć w scenariusz nagłych wzrostów, zwłaszcza że na wykresie 4h średnia MA55 jest coraz głębiej erodowana a na oscylatorze jest leciutka dywergencja.

Wsparcie	Opór
4,1660	4,2100
4,1560	4,2034
4,1450/66	4,1812

### 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	5.103	5.13
2Y	4.95	5.01
3Y	4.93	5.00
4Y	4.95	5.00
5Y	4.96	5.01
6Y	4.97	5.03
7Y	4.98	5.04
8Y	4.99	5.04
9Y	4.99	5.05
10Y	4.99	5.05

depo	BID	ASK
ON	4.1	4.6
1M	4.3	4.7
3M	4.4	4.9

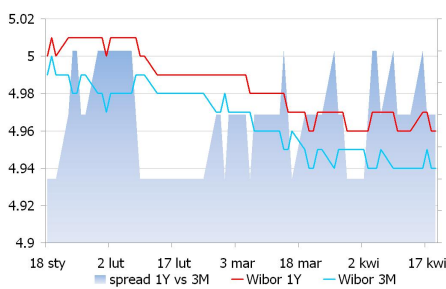
FRA	BID	ASK
1x2	4.80	4.85
1x4	5.00	5.06
3x6	5.06	5.09
6x9	5.06	5.09
9x12	4.96	4.99

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1865
USD/PLN	3.1879
CHF/PLN	3.4837

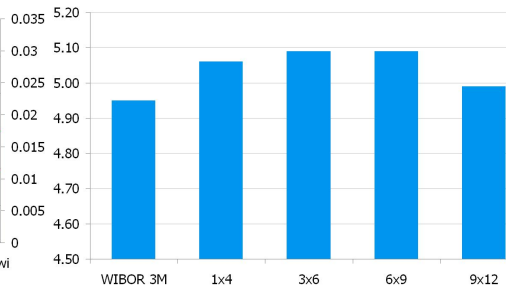
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3135
EUR/JPY	107.19
EUR/PLN	4.1880
USD/PLN	3.1871
CHF/PLN	3.4835

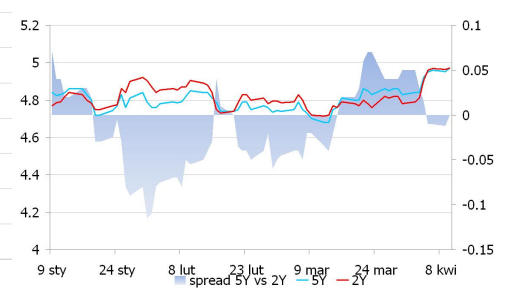
WIBOR 3M i 1Y



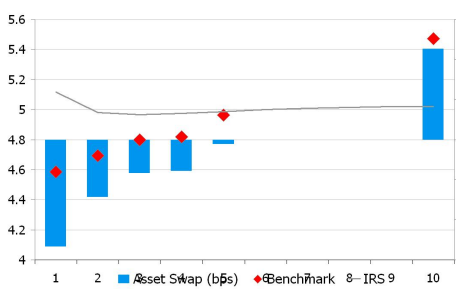
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



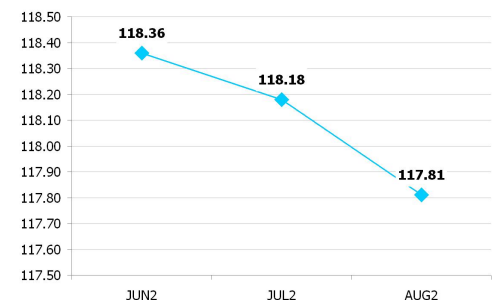
Asset swap i IRS



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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.