



## 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 |            |        |
| 23.04.2012 PONIEDZIAŁEK |      |                                         |        |          |           |            |        |
| 4:30                    | CHN  | PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)      | kwi    |          |           | 48.3       | 49.1   |
| 9:28                    | GER  | PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)      | kwi    |          | 49.0      | 48.4       | 46.3   |
| 9:28                    | GER  | PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)       | kwi    |          | 52.3      | 52.1       | 52.6   |
| 9:58                    | EUR  | PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)      | kwi    |          | 48.1      | 47.7       | 46.0   |
| 9:58                    | EUR  | PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)       | kwi    |          | 49.3      | 49.2       | 47.9   |
| 10:00                   | POL  | Raport o koniunkturze NBP               |        |          |           |            |        |
| 11:00                   | POL  | Komunikat dot. deficytu i długu GG      |        |          |           |            |        |
| 24.04.2012 WTOREK       |      |                                         |        |          |           |            |        |
| 14:00                   | POL  | Raport o koniunkturze konsumenckiej GUS |        |          |           |            |        |
| 15:00                   | USA  | Indeks Case-Shiller cen domów r/r (%)   | lut    |          | -3.4      | -3.9 (r)   | -3.5   |
| 16:00                   | USA  | Indeks zaufania konsumentów CB (pkt)    | kwi    |          | 69.6      | 69.5 (r)   | 69.2   |
| 16:00                   | USA  | Sprzedaż nowych domów SAAR (tys)        | mar    |          | 319       | 353 (r)    | 328    |
| 25.04.2012 ŚRODA        |      |                                         |        |          |           |            |        |
| 10:00                   | POL  | Sprzedaż detaliczna r/r (%)             | mar    | 10.3     | 10.3      | 13.7       | 10.7   |
| 10:00                   | POL  | Stopa bezrobocia (%)                    | mar    | 13.4     | 13.4      | 13.5       | 13.3   |
| 14:30                   | USA  | Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)      | mar    |          | -1.7      | 1.9 (r)    | -4.2   |
| 18:30                   | USA  | Decyzja FOMC (%)                        | kwi    |          | 0.25      | 0.25       | 0.25   |
| 26.04.2012 CZWARTEK     |      |                                         |        |          |           |            |        |
| 11:00                   | EUR  | Indeks ESI (pkt)                        | kwi    |          | 94.2      | 94.5 (r)   | 92.8   |
| 14:00                   | POL  | Minutes RPP                             | kwi    |          |           |            |        |
| 14:00                   | GER  | CPI m/m (%)                             | kwi    |          | 0.1       | 0.3        | 0.1    |
| 14:30                   | USA  | Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)   | 21.04. |          | 375       | 389 (r)    | 388.0  |
| 16:00                   | USA  | Pending home sales m/m (%)              | mar    |          | 1.0       | 0.4 (r)    | 4.10   |
| 27.04.2012 PIĄTEK       |      |                                         |        |          |           |            |        |
| 14:30                   | USA  | PKB annualizowany kw/kw (%)             | Q1     |          | 2.5       | 3.0        |        |
| 15:55                   | USA  | Indeks Uni. Michiqan <i>final</i> (pkt) | maj    |          | 76.0      | 75.7       |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś o 14:30 opublikowany zostanie wstępny odczyt PKB za I kw. - w ujęciu zanualizowanym oczekiwany jest spadek dynamiki do 2,5% wobec 3,0% w IV kw. 2011r., co przewyższa wcześniejsze szacunki z początku roku głównie przez odbudowę zapasów oraz niższy deficyt handlowy. Po wczorajszej decyzji S&P o obniżeniu ratingu Hiszpanii niższy od oczekiwań odczyt PKB w USA może ruszyć rynkami. Obserwowana będzie także przedpołudniowa włoska aukcja.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Zielińska-Głębocka: Jeśli RPP zdecydowałaby się na zaostrzenie polityki monetarnej, by zbić utrzymującą się wysoką inflację, to lepiej to zrobić wcześniej niż później.
- Minutes RPP: Rada Polityki Pieniężnej jest zdania, że trzeba zastanowić się nad podwyżką stóp, bo spowolnienie gospodarcze może okazać się zbyt małe, by ograniczyć presję inflacyjną. Zwłaszcza, że presja na wzrost cen z zagranicy się utrzymuje (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Agencja ratingowa Standard&Poor's obniżyła w czwartek wieczorem rating Hiszpanii o dwa stopnie z A na BBB z perspektywą negatywną, co może oznaczać w przyszłości kolejne obniżenie wiarygodności kredytowej tego kraju. Agencja S&P uzasadniła swą decyzję tym, że budżet Hiszpanii mogą obciążyć dodatkowo gospodarcze problemy tego kraju. Istnieje także poważne ryzyko dalszego zadłużania się państwa, gdyż rząd prawdopodobnie będzie musiał wesprzeć zagrożone upadkiem banki.

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

| Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-----------------------------|--------------|--------------|
| GERGB 10Y                   | 1.728        | -0.001       |
| USAGB 10Y                   | 1.924        | -0.058       |
| POLGB 10Y                   | 5.419        | -0.023       |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |



## „Minutes RPP” - Rada jest gotowa do podwyżki stóp

„Większość członków Rady uznała, że ograniczona skala oczekiwanego spowolnienia gospodarczego - przy prawdopodobnym utrzymaniu się negatywnego oddziaływania na inflację czynników pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej - może nie ograniczyć presji inflacyjnej na tyle by umożliwić powrót inflacji do celu w średnim okresie.” Dodatkowo „większość członków Rady podkreślała, że - biorąc pod uwagę, iż inflacja pozostaje podwyższona w znacznym stopniu ze względu na czynniki pozostające poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej - podniesienie stóp procentowych NBP powinno przede wszystkim przeciwdziałać utrwaleniu się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, nasileniu presji płacowej i pojawieniu się efektów drugiej rundy”.

Uważamy, że powyższe dwa stwierdzenia są kluczowe dla majowej decyzji Rady. Przede wszystkim należy zwrócić uwagę, że RPP jest zaniepokojona głównie inflacją, a dyskusje o sferze realnej toczą się niejako na dalszym planie. W tym kontekście odwlekanie decyzji o podwyżce może nie mieć sensu, gdyż inflacja zacznie spadać dopiero na jesieni. Co więcej, członkowie RPP w dalszym ciągu nie wierzą w scenariusz znacznego spowolnienia gospodarczego w Polsce, w czym prawdopodobnie utwierdziły ich także najnowsze badania koniunktury NBP, które - pomimo napływających gorszych danych bieżących - pozostają relatywnie optymistyczne. Stąd też w RPP może obecnie (tym bardziej) dominować pogląd o przejściowym charakterze zaburzeń danych bieżących ze sfery realnej. Idąc dalej, członkowie RPP (przynajmniej ich część) oceniła, że „nawet w przypadku istotnego spowolnienia wzrostu w najbliższych kwartałach, można oczekiwać, iż w 2013 r. wzrost PKB będzie stopniowo przyspieszał”.

W naszej ocenie, RPP zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych na majowym posiedzeniu, kierując się głównie podwyższonym poziomem inflacji. Zachętą do tego mogą stać się najnowsze oczekiwania inflacyjne, które powinny być wyższe niż poprzednie z uwagi na sam efekt przyspieszenia inflacji pomiędzy okresami ankiety.



## EURUSD fundamentalnie

EUR słabsze. Wczoraj po porannych wzrostach kurs wspólnej waluty cofnął się z uwagi na negatywne nastroje na rynkach. Dane z rynku pracy w USA zaskoczyły negatywnie, z kolei późniejsza publikacja danych z rynku nieruchomości okazała się dużo lepsza od oczekiwań, co summa summarum przełożyło się na umocnienie wspólnej waluty. Pod koniec sesji nastąpiło silne osłabienie EUR prawdopodobnie w reakcji na obniżenie przez Standard&Poor's ratingu Hiszpanii o dwa stopnie do BBB+. Perspektywa dla EUR pozostaje negatywna. Dziś w kalendarium z najważniejszych informacji figurują dane z gospodarki amerykańskiej - PKB oraz indeks zaufania konsumentów U. Michigan. Rynek spodziewa się niższego wzrostu PKB za Q1, natomiast nieco lepszego odczytu indeksu zaufania konsumentów. Odczyt poniżej konsensusu może przełożyć się na dalsze osłabienie wspólnej waluty.

## EURUSD technicznie

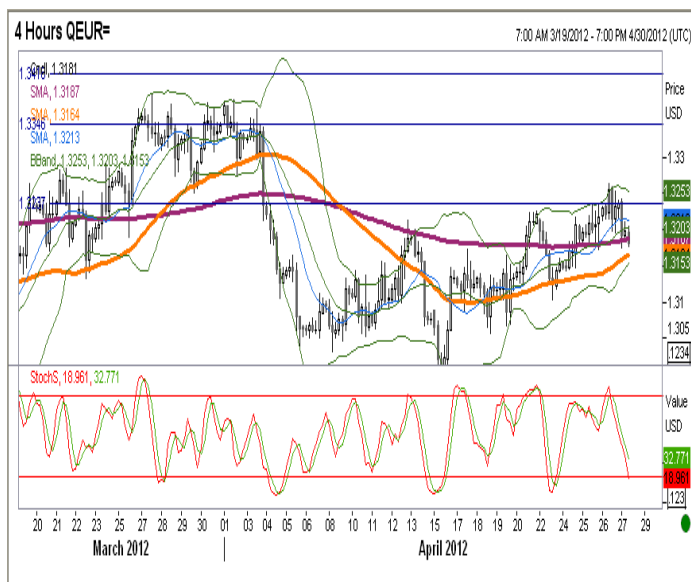
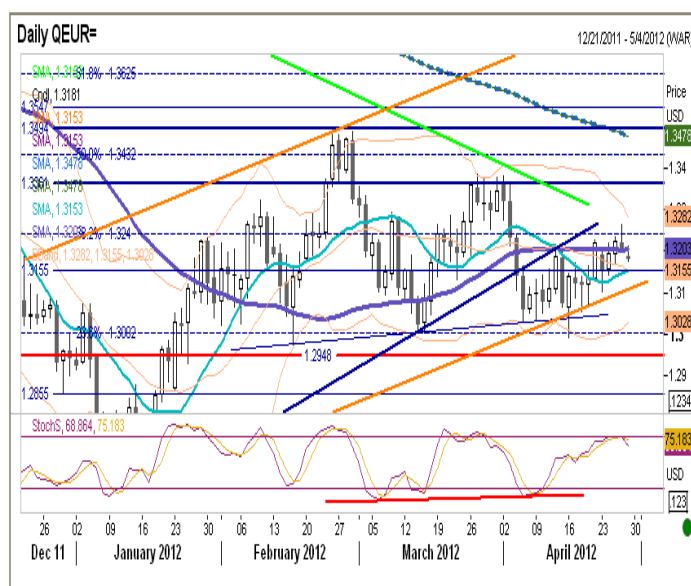
Wydaje nam się, że w dalszym ciągu bezpiecznie jest zakładać, że EURUSD znajduje się tylko i wyłącznie w range wyznaczonym przez 1,2950-1,3380 (3200 było zbyt optymistycznym założeniem). Niemniej wczorajsze ustanowienie nowych lokalnych maksimów i szybkie z nich zejście (nagrobek) pod MA55 może sugerować, że dziś przetestujemy dolne ograniczenie kanału (1,3100), choć skala ruchu i jego dynamika na 4h nie jest imponująca, być może przyspieszy gdy tylko obudzą się inwestorzy z Europy. Można natomiast bezpiecznie zakładać, że 1,3260 będzie b. silnym oporem.

| Wsparcie | Opór      |
|----------|-----------|
| 1,3180   | 1,3432    |
| 1,3155   | 1,3361/80 |
| 1,3100   | 1,3240/60 |

## 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

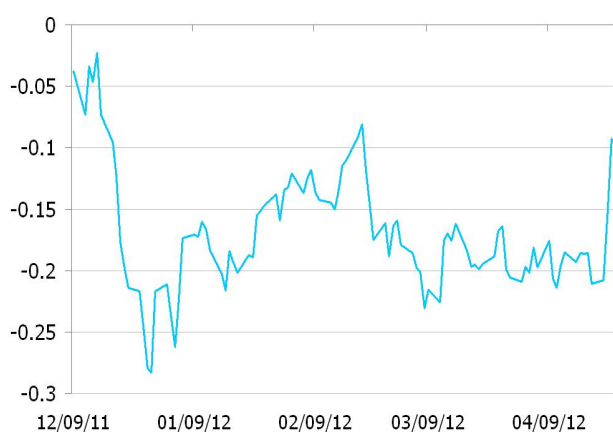
Złoty słabszy o pół grosza. Wczoraj krajowa waluta poruszała się w ślad za parą EURUSD. Publikacja „Minutes RPP” nie zrobiła wrażenia na rynku (choć uważamy, że sugeruje podwyżkę - patrz sekcja analizy). Zielińska-Głębocka, członkini RPP, oznajmiła, że w sytuacji dużej uporczywości inflacji RPP powinna podnieść stopy prędzej niż później, choć sama do końca nie podjęła jeszcze decyzji. Dzisiaj po wczorajszym obniżeniu ratingu Hiszpanii przez S&P należy spodziewać się dalszego osłabienia złotego. Z negatywnych czynników dla złotego dochodzą jeszcze ostrzeżenia agencji Fitch adresowane do Węgier (kraj został ostrzeżony o obniżce oceny kredytowej w przypadku nieotrzymania pomocy finansowej od MFW).

## EURPLN technicznie

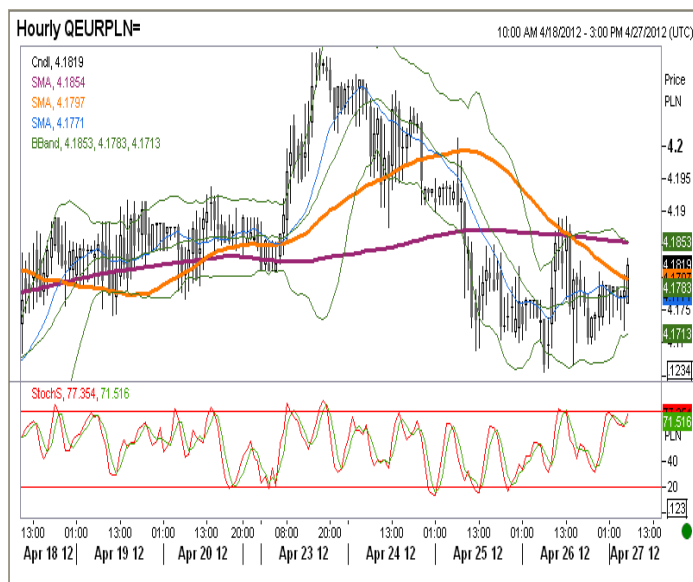
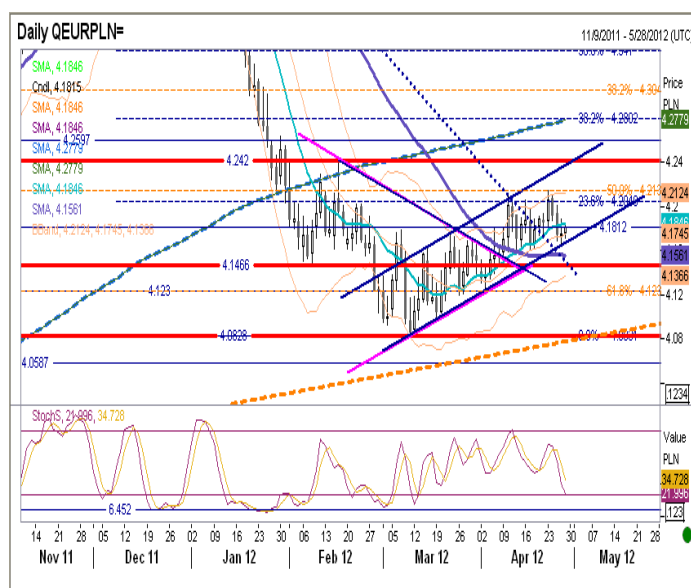
Złamanie 4,1650-4,1600 (odpowiednio dolne ograniczenie kanału deprecyjnego z dziennego, MA200 z 4h) nie powiodło się, stąd najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest obecnie ruch w górę kanału deprecyjnego z ostatecznym celem na poziomie 4,24.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,1650   | 4,2147 |
| 4,1600   | 4,2000 |
| 4,1466   | 4,1812 |

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



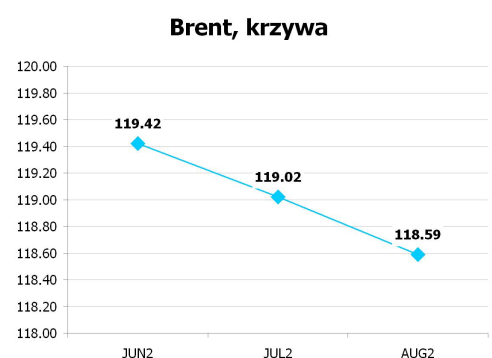
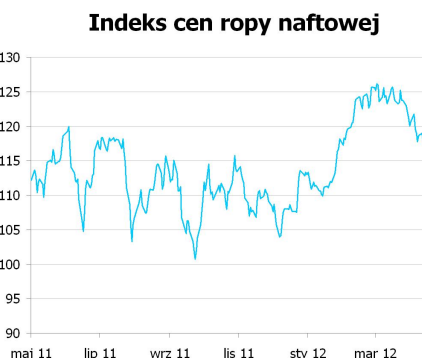
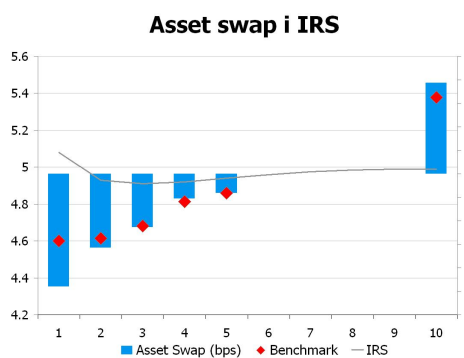
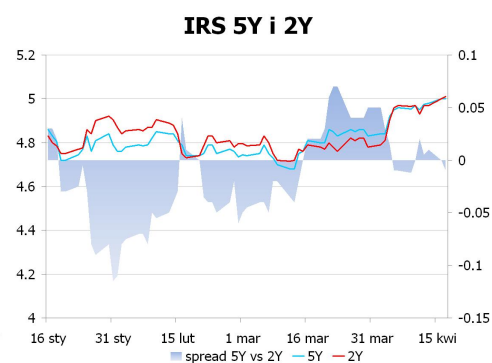
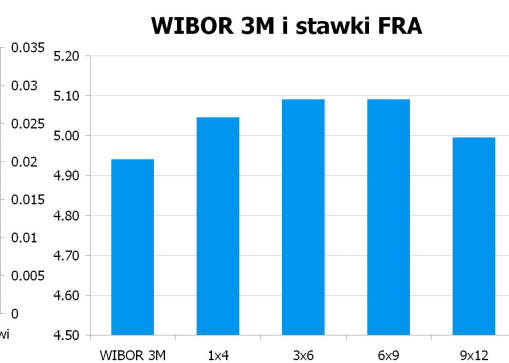
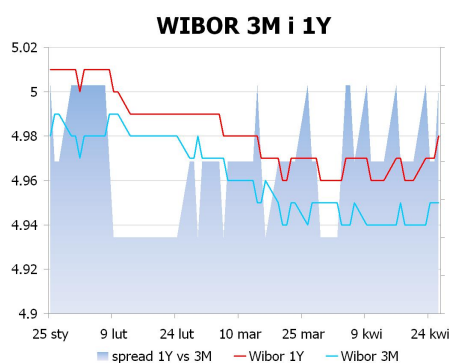
\* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez





| IRS | BID   | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|-------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 5.06  | 5.10 | ON   | 4.0 | 4.2 | EUR/PLN    | 4.1825 |
| 2Y  | 4.905 | 4.96 | 1M   | 4.5 | 4.6 | USD/PLN    | 3.1599 |
| 3Y  | 4.885 | 4.94 | 3M   | 4.4 | 4.9 | CHF/PLN    | 3.4809 |
| 4Y  | 4.895 | 4.95 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 4.915 | 4.97 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 4.935 | 4.99 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 4.95  | 5.00 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 4.96  | 5.01 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 4.965 | 5.02 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 4.965 | 5.02 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 4.82 | 4.87 | EUR/USD          | 1.3188 |
| 1x4  | 5.01 | 5.05 | EUR/JPY          | 106.89 |
| 3x6  | 5.05 | 5.09 | EUR/PLN          | 4.1767 |
| 6x9  | 5.05 | 5.09 | USD/PLN          | 3.1661 |
| 9x12 | 4.96 | 5.00 | CHF/PLN          | 3.4758 |



#### 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 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.