



## 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 |            |        |
| 30.04.2012 PONIEDZIAŁEK |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 11:00                   | EUR  | CPI flash r/r (%)                     | kwi    |          | 2.5       | 2.7        | 2.6    |
| 14:00                   | POL  | Oczekiwania inflacyjne r/r (%)        | kwi    | 4.4      |           | 4.2        | 4.3    |
| 14:30                   | USA  | Dochody osobiste m/m (%)              | mar    |          | 0.3       | 0.3 (r)    | 0.4    |
| 14:30                   | USA  | Wydatki osobiste m/m (%)              | mar    |          | 0.4       | 0.9 (r)    | 0.3    |
| 15:45                   | USA  | Chicago PMI (pkt)                     | kwi    |          | 61.2      | 62.2       | 56.2   |
| 01.05.2012 WTOREK       |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 16:00                   | USA  | ISM w przemyśle (pkt)                 | kwi    |          | 53.0      | 53.4       | 54.8   |
| 02.05.2012 ŚRODA        |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 3:30                    | CHN  | PMI (pkt)                             | kwi    |          |           | 48.3       | 49.3   |
| 9:00                    | POL  | PMI (pkt)                             | kwi    | 49.2     | 49.5      | 50.1       | 49.2   |
| 9:55                    | GER  | PMI w przemyśle final (pkt)           | kwi    |          | 46.3      | 46.3       | 46.2   |
| 10:00                   | EUR  | PMI w przemyśle final (pkt)           | kwi    |          | 46.0      | 46.0       | 45.9   |
| 14:15                   | USA  | Raport ADP (tys.)                     | kwi    |          | 175       | 209        | 119    |
| 16:00                   | USA  | Zamówienia w przemyśle m/m (%)        | mar    |          | -1.0      | 1.3        | -1.5   |
| 03.05.2012 CZWARTEK     |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 13:00                   | CZH  | Decyzja CNB (%)                       | maj    |          | 0.75      | 0.75       | 0.75   |
| 13:45                   | EUR  | Decyzja EBC (%)                       | maj    |          | 1.00      | 1.00       | 1.00   |
| 14:30                   | USA  | Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 28.04. |          | 379       | 392        | 365    |
| 16:00                   | USA  | ISM w usługach (pkt)                  | kwi    |          | 55.4      | 56.0       | 53.5   |
| 04.05.2012 PIĄTEK       |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 9:55                    | GER  | PMI w usługach final (pkt)            | kwi    |          | 52.6      | 52.6       |        |
| 10:00                   | EUR  | PMI w usługach final (pkt)            | kwi    |          | 47.9      | 47.9       |        |
| 14:30                   | USA  | Non-farm payrolls (tys.)              | kwi    |          | 168       | 121        |        |
| 14:30                   | USA  | Stopa bezrobocia (%)                  | kwi    |          | 8.2       | 8.2        |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś poznamy finalne doczyty PMI w sektorze usług ze strefy euro. Po negatywnym zaskoczeniu niższych finalnych odczytów od wstępnych indeksu PMI w sektorze przemysłowym istnieje również ryzyko scenariusza negatywnego zaskoczenia dla indeksu w sektorze usług. Z USA poznamy NFP oraz stopę bezrobocia. Po bardzo słabym odczycie ADP i cotygodniowych danych o nowo-zarejestrowanych bezrobotnych w kwietniu należy spodziewać się również słabych danych o NFP. Tym samym stopa bezrobocia powinna pozostać na niezmiennym poziomie.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

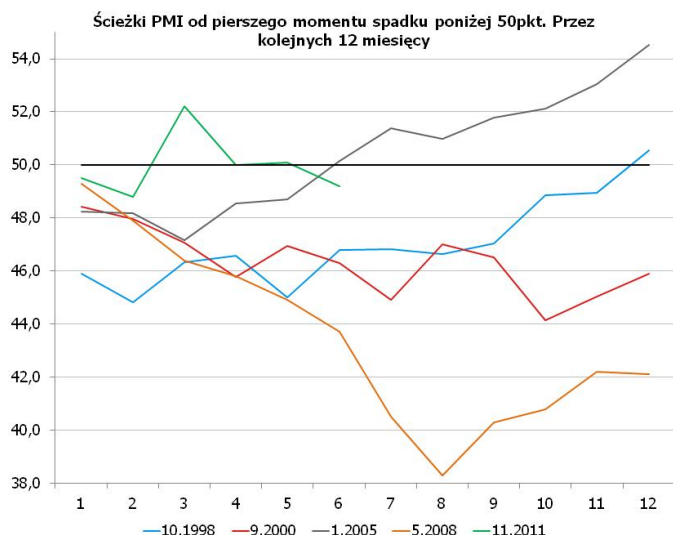
- Dziennik Le Soir i La Libre Belgique: Kolejne miliardy euro - od 5 do 10 - może kosztować państwo belgijskie znacjonalizowany z powodu problemów finansowych bank Dexia.
- Agencja ratingowa StandardPoor's podwyższyła długoterminowy rating kredytowy Grecji do CCC z SD.
- Agencja ratingowa StandardPoor's podwyższyła rating Łotwy do poziomu inwestycyjnego, BBB-/A-3 z BB+/B.

| 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                   | 1.610        | 0.001        |
| USAGB 10Y                   | 1.929        | -0.005       |
| POLGB 10Y                   | 0.000        | 0.000        |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

## PMI - znów poniżej 50pkt

Indeks PMI opisujący koniunkturę w polskim sektorze przemysłowym obniżył się w kwietniu do 49,2pkt. z 50,1pkt., czyli zgodnie z naszymi oczekiwaniami.



Obniżka indeksu - zgodna z kierunkiem wyznaczonym przez indeksy z Niemiec, lecz w mniejszej skali - wiedzona jest przede wszystkim przez spadek nowych zamówień (największy od czerwca 2009 roku), co dotyczy również zamówień eksportowych; podobny efekt załamania obserwujemy na faktycznym wolumenie zamówień publikowanym przez GUS. Przy niższych zamówieniach bez zmian pozostała bieżąca produkcja (jeszcze powyżej 50pkt.), zaś opóźnienia w realizacji zamówień spadły. Niewielki wzrost odnotowały oceny zatrudnienia, jednak bardziej skłonni jesteśmy tę informację traktować jako szum niż wiarygodny sygnał. W zakresie procesów nominalnych ceny nakładów obniżyły się do 7-miesięcznego minimum, natomiast ceny wyrobów gotowych rosły umiarkowanie (najwolniej od września).

Dane potwierdzają, że gospodarka spowalnia a ostatni, zdecydowanie niższy, odczyt produkcji przemysłowej nie był przypadkowy. W zakresie najbliższych publikacji, po odczycie indeksu PMI czujemy się komfortowo zarówno z prognozą produkcji przemysłowej (2,8%), jak i prognozą zatrudnienia (oczekujemy, że to nie przetwórstwo tylko budownictwo sprawi, że zatrudnienie odnotuje stagnację). Ścieżka ostatnich odczytów PMI spójna jest również z wyhamowaniem dynamiki PKB w najbliższych kwartałach. Podtrzymujemy, że w już w I kwartale może się ona uplasować w okolicach 3,4-3,6%.

Najnowsze dane o PMI nie powinny siać dodatkowego fermentu w szeregach RPP, gdyż gremium to mimo wszystko spodziewa się „pewnej” skali spowolnienia gospodarki. Na pierwszym planie pozostaje inflacja. Wczorajsza decyzja (i konferencja) ECB nie dała powodu RPP do wycofania się z zapowiedzianego de facto zacieśnienia polityki pieniężnej. Tym bardziej, że ocena sfery realnej przez Europejski Bank Centralny nie jest jednoznacznie zła (na razie dominuje niepewność), zaś wspomniane ryzyka dla inflacji rozkładają się - przynajmniej w krótkim terminie - w górę. Taka ocena stanu koniunktury i procesów cenowych pasuje do retoryki przynajmniej niektórych członków RPP. Stąd też utrzymujemy stwierdzenie, że na majowym

posiedzeniu bardziej prawdopodobne jest podwyższenie stóp procentowych.

## ECB - stopy bez zmian

Na wczorajszym posiedzeniu ECB nie zdecydował się na zmianę stóp procentowych, zgodnie z resztą z oczekiwaniami. Stanowisko banku centralnego uległo pewnemu złagodzeniu. W szczególności Draghi podkreślał, że stwierdzenie odnośnie „stabilizacji aktywności ekonomicznej na niskim poziomie” dotyczyło pierwszego kwartału, zaś obecnie - po serii bardzo słabych odczytów indeksów PMI - przeważa niepewność w zakresie sfery realnej. W tym kontekście stwierdzenie o kontynuacji ożywienia w gospodarce globalnej należy potraktować optymistycznie. Nie zmieniło to wprawdzie bieżącej oceny i oczekiwań całego ECB (powolna poprawa aktywności gospodarczej, wspierana przez niskie stopy procentowe), jednak będzie to czynnik brany pod uwagę podczas czerwcowego posiedzenia, na którym opublikowany zostanie nowy zestaw prognoz dla inflacji i PKB. Z komunikatu zniknęło także stwierdzenie o ryzykach w stronę wyższej inflacji, które obecnie określane są jako zbilansowane (cały czas na pierwszym planie widnieje ryzyko ze strony cen ropy naftowej i związane z podwyżkami podatków pośrednich; głównym ryzykiem w dół jest możliwość wyhamowania inflacji z uwagi na skalę spowolnienia).

Draghi nie zasygnalizował bezpośrednio możliwości obniżki stóp procentowych (na co liczyli przynajmniej niektórzy uczestnicy rynku), na posiedzeniu taki ruch nie był nawet dyskutowany. Rada Gubernatorów była zgodna, że w obecnych warunkach makroekonomicznych polityka banku centralnego jest wystarczająco akomodacyjna, wliczając w to rekordową płynność systemu oraz poziom całego spektrum stóp procentowych. Dla stóp procentowych kluczowe znaczenie będzie miało czerwcowe posiedzenie, na którym dyskutowana będzie nowa seria projekcji ECB (do tego czasu napłyną również nowe dane ze sfery realnej oraz rozwiążą się ryzyka natury politycznej, m. in. wybory w Grecji, Francji...). Ostatnia projekcja wskazywała, że inflacja (ścieżka centralna) może się uplasować w okolicach 1,6% w 2013 roku. Zejście poniżej tego poziomu (zwłaszcza przy dalszym przeszacowaniu wzrostu PKB) może otworzyć drogę do obniżek stóp procentowych. Pozostaje tylko pytanie, czy funkcja reakcji banku centralnego będzie w obecnych warunkach wyglądała identycznie jak w okresach prowadzenia „normalnej” polityki pieniężnej. Prawdopodobnie nie, ale prawdopodobieństwo zmiany stóp procentowych na czerwcowym posiedzeniu pozostaje niezerowe.



## EURUSD fundamentalnie

EUR wobec wtorkowego zamknięcia w zasadzie bez zmian. W środę nastąpiło osłabienie wspólnej waluty po finalnych odczytach indeksów PMI ze strefy euro, które zaskoczyły negatywnie - szczególnie dla Francji i Włoch (rynek nie spodziewał się re wizji w dół flaszowych danych, a jedynie potwierdzenie). Dane z amerykańskiego rynku pracy (ADP) zanotowały dużo niższy poziom niż oczekiwał rynek, a późniejsza publikacja słabszych danych o zamówieniach przełożyła się już na umocnienie wspólnej waluty o pół figury. Wczorajsze posiedzenie EBC wbrew oczekiwaniom nie przyniosło zapowiedzi obniżki stóp procentowych (obstawiali to niektórzy uczestnicy rynku), na co EUR natychmiast umocniło się. W ocenie EBC ryzyka po stronie inflacji są zbilansowane, natomiast przeważa negatywne ryzyko po stronie wzrostu (patrz sekcja analizy). Słabe dane o ISM w sektorze usług w USA przełożyły się później na powrót kursu do poprzednich poziomów. Dziś do południa w centrum uwagi będą finalne odczyty PMI z sektora usług w strefie euro (po ostatnich danych można się wszystkiego spodziewać). Później pojawią się ostateczne dane z rynku pracy - NFP i stopa bezrobocia. Stopa bezrobocia raczej pozostanie bez zmian, ale NFP może negatywnie zaskoczyć, co może przełożyć się na umocnienie EUR.

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

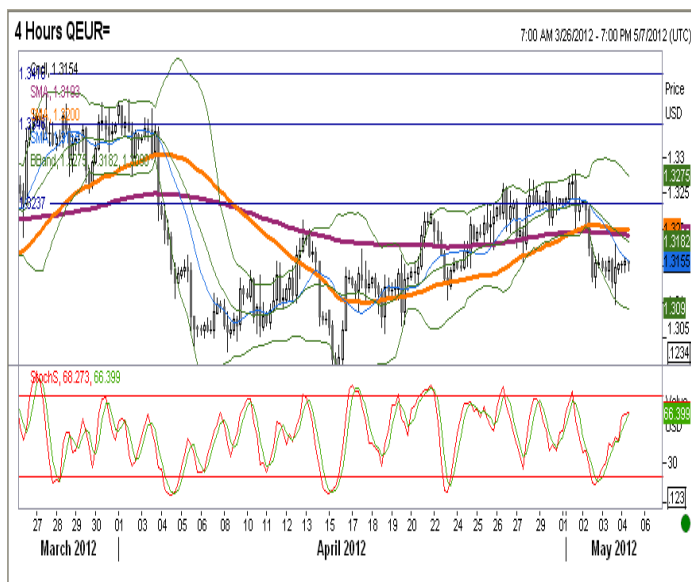


\* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

## EURUSD technicznie

Przewidywany przez AT ruch w dół realizuje się. Obecnie poziom oporu powinien znajdować się na 1,3155 (lub niebo wyżej 1,3209). Na rynku dominować powinny strategie sell rallies, stąd też dominującym kierunkiem jest obecnie południowy. Nie uważamy jednak, że range o którym piszemy od dłuższego czasu dobiega końca. Nowe momentum na rynku pojawi się po złamaniu 1,3494 lub 1,2948. Na krótszych wykresach formacje raczej spadkowe (na 1h przecięcie średnich, na 4h notowania pod MA55 i MA200).

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,3097   | 1,3276 |
| 1,3002   | 1,3240 |
| 1,2948   | 1,3155 |





## EURPLN fundamentalnie

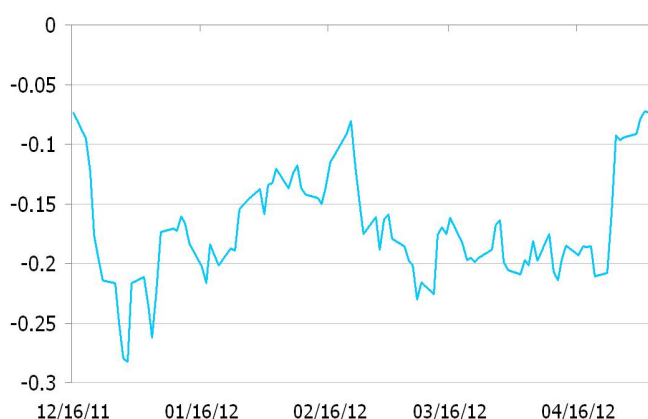
Złoty słabszy. Po śródkowym odczycie polskiego PMI oraz ze strefy euro krajowa waluta do południa stopniowo osłabiała się. Później po danych z amerykańskiej gospodarki oraz otwarciu tamtejszego rynku nastąpiło odreagowanie, ale złoty pozostał już do końca sesji słabszy o pół figury. Czwartkowa sesja natomiast okazała się mniej łaskawa. Po decyzji EBC, a później napływających danych zza oceanu złoty trwale osłabił się o jakieś 2 figury. Dziś kurs startuje z poziomu mniej więcej 4,185. Krajowa waluta przy wyraźniej mniejszej w tym tygodniu płynności pozostaje pod wpływem wydarzeń i danych globalnych. Przy słabszych danych z USA można spodziewać się niewielkiego odreagowania na złotym.

## EURPLN technicznie

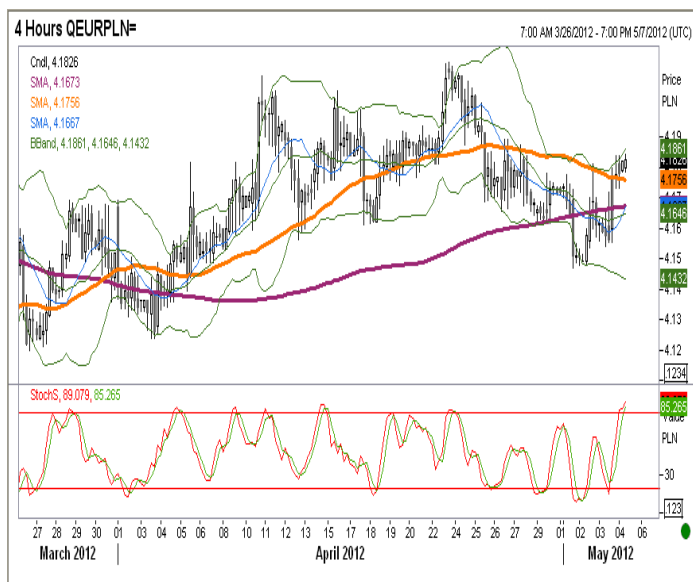
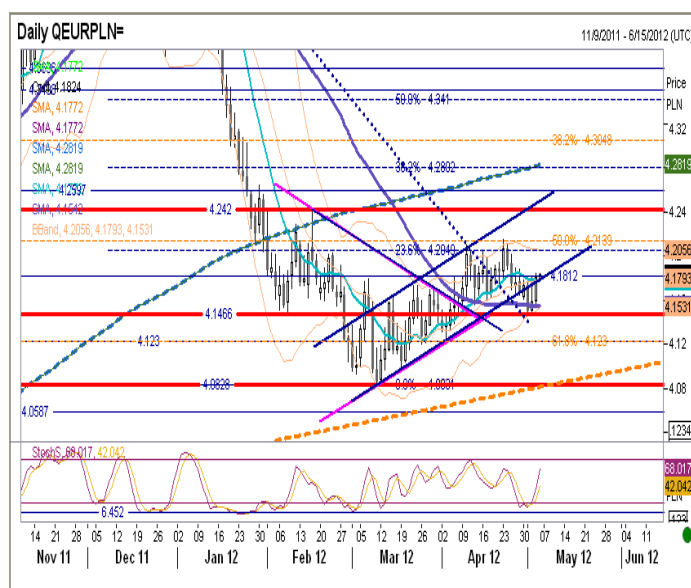
Po przetestowaniu 4,1466 notowania ponownie wystartowały w górę i wracamy do kanału wzrostowego (depresyjnego). Prawdopodobnie postulowany przez nasz range 4,1466-4,1812 zostanie od góry poszerzony do 4,2050 (4,2150). Rynek jest jednak zbyt ospały aby ustanowić dziś (i prawdopodobnie także w przeciągu najbliższych dni nowe maksima). Neutralnie.

| Wsparcie | Opór      |
|----------|-----------|
| 4,1790   | 4,2150    |
| 4,1466   | 4,2050    |
| 4,1230   | 4,1800/12 |

### 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.

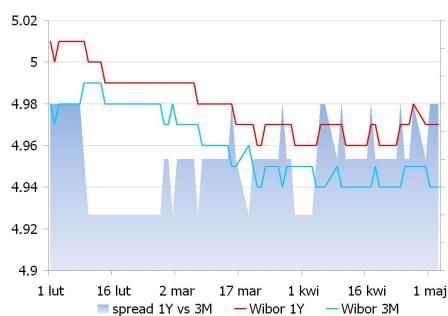




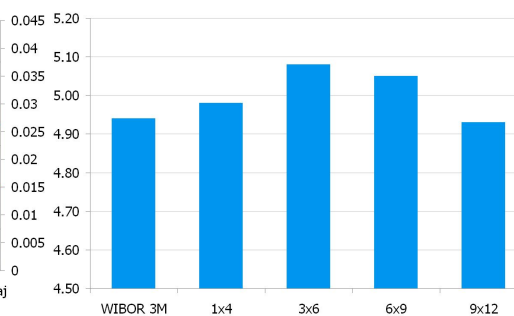
| IRS | BID    | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|--------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 5.035  | 5.07 | ON   | 4.2 | 4.5 | EUR/PLN    | 4.1600 |
| 2Y  | 4.84   | 4.90 | 1M   | 4.5 | 4.7 | USD/PLN    | 3.1593 |
| 3Y  | 4.82   | 4.88 | 3M   | 4.7 | 4.9 | CHF/PLN    | 3.4625 |
| 4Y  | 4.82   | 4.88 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 4.83   | 4.89 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 4.85   | 4.91 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 4.865  | 4.91 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 4.8817 | 4.92 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 4.8883 | 4.93 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 4.9    | 4.94 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 4.81 | 4.86 | EUR/USD          | 1.3150 |
| 1x4  | 4.93 | 4.98 | EUR/JPY          | 105.45 |
| 3x6  | 5.03 | 5.08 | EUR/PLN          | 4.1790 |
| 6x9  | 5.00 | 5.05 | USD/PLN          | 3.1795 |
| 9x12 | 4.88 | 4.93 | CHF/PLN          | 3.4799 |

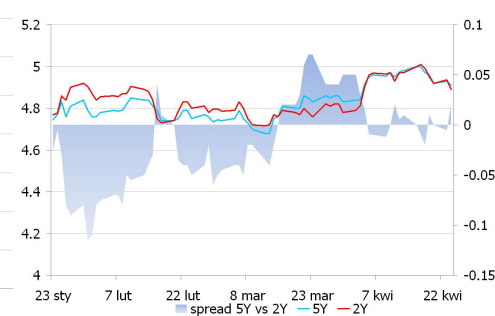
WIBOR 3M i 1Y



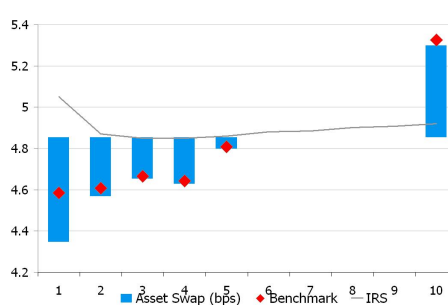
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



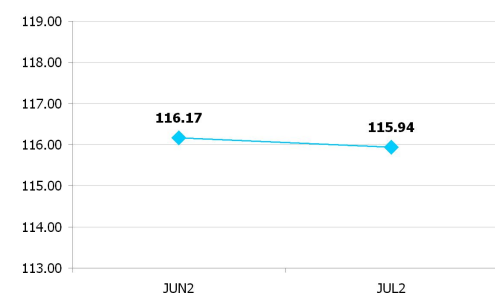
Asset swap i IRS



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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.