



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

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@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		
15.04.2013 PONIEDZIAŁEK							
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar		10.1		8.9
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q1		8.0	7.9	7.7
14:00	POL	CPI r/r (%)	mar	1.0	1.1	1.3	1.0
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	lut	-1201	-1507	-1688 (r)	-854
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	lut	12280	11901	12153 (r)	12090
14:00	POL	Import (mln EUR)	lut	12000	12105	12161 (r)	11488
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	mar			61.0 (r)	68.6
16.04.2013 WTOREK							
11:00	EUR	CPI r/r (%)	mar		1.7	1.7	1.7
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	kwi		40.0	48.5	36.3
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	kwi		11.0	13.6	9.2
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	mar	1.0	1.0	1.1	1.0
14:30	USA	CPI r/r (%)	mar		1.7	2.0	1.5
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	mar		930	968 (r)	1036
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów SAAR (tys.)	mar		945	939 (r)	902
14:30	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.2	1.1 (r)	0.4
14:30	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	mar		78.4	78.3 (r)	78.5
17.04.2013 ŚRODA							
10:00	POL	Raport NBP o stanie koniunktury w I kw.	Q1				
14:00	POL	Place r/r (%)	mar	1.8	2.8	4.0	1.6
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	mar	-0.9	-0.9	-0.8	-0.9
20:00	USA	Beżowa księga					
18.04.2013 CZWARTEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar	-2.5	-2.5	-2.1	-2.9
14:00	POL	PPI r/r (%)	mar	-0.6	-0.5	-0.3 (r)	-0.6
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	13.04		347	348	352
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	kwi		3.0	2.0	1.3
16:00	USA	Indeks koniunktury CB (%)	mar		0.1	0.5	-0.1
19.04.2013 PIĄTEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

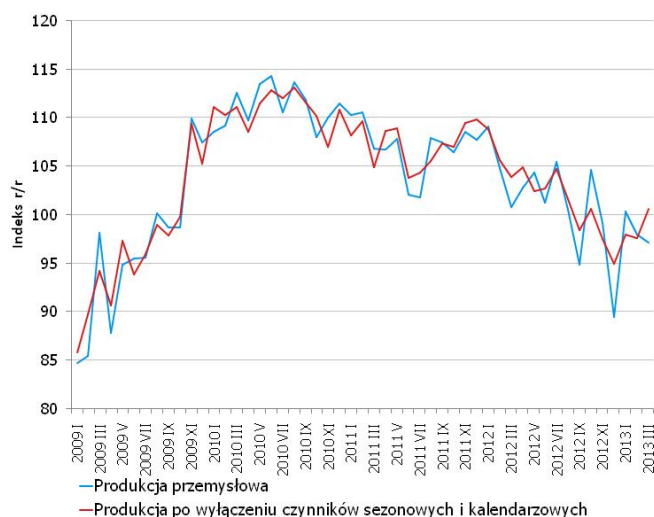
- W marcu 2013 roku ceny produkcji spadły o 0,6 procent rok do roku. Produkcja przemysłu spadła o 2,9 procent rok do roku. W budownictwie produkcja w marcu 2013 roku spadła we wszystkich działach (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Bundestag zaaprobował w czwartek unijny plan ratunkowy dla Cypru, przewidujący udzielenie zagrożonemu bankructwem kraju pomocy w wys. do 10 mld euro. Plan poparty wszystkie reprezentowane w parlamencie partie z wyjątkiem postkomunistycznej Lewicy.

Decyzja RPP (8.05.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	80%
obniżka 25 bps	20%
PROGNOZA BRE	bez zmian

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.230	-0.002
USAGB 10Y	1.691	0.014
POLGB 10Y	3.490	-0.019
Dotyczy benchmarków Reuters		

Brak sygnałów odbicia w gospodarce. Oczekujemy dalszych obniżek stóp procentowych.

Produkcja przemysłowa w ujęciu rocznym spadła o 2,9%, nieznacznie mocniej od konsensusu i naszej prognozy (obydwa na poziomie -2,5%). Po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych produkcja przemysłowa wzrosła o 0,6% - pierwszy raz od października 2012 r. Skala poprawki sezonowej jest co prawda zaskakująco duża (dwukrotnie większa od implikowanej przez samą różnicę dni roboczych r/r), ale należy pamiętać, że w poprzednim miesiącu różnica między nieodsezonowaną a odsezonowaną dynamiką produkcji była z kolei zaskakująco niska. W ujęciu miesięcznym (dane surowe) wzrost wyniósł zaledwie 9,2%. Innymi słowy, był to jeden z najgorszych marców w historii spójnego szeregu produkcji przemysłowej i stało się tak pomimo korzystnej różnicy dni roboczych (+1 m/m).



Wydaje się, że za przynajmniej część spadku produkcji w marcu należy wina niekorzystne warunki pogodowe i potwierdza to szczegółowe rozbieżności: dodatnio kontrybuowała energetyka, a stosunkowo najsilniej spadła produkcja w przetwórstwie. W ujęciu branżowym spadki odnotowano w 20 gałęziach przemysłu, a wzrosty w 14. Tu z kolei trudno o jednoznaczne wnioski: wśród branż odnotowujących wzrost produkcji znajdziemy zarówno producentów dóbr eksportowych i kapitałowych (produkcja pozostałego sprzętu transportowego), jak i wytwórców krajowych dóbr konsumpcyjnych (poligrafia, artykuły spożywcze). Ponownie nie znajdujemy potwierdzenia tezy o eksportowym charakterze ożywienia.

Kwiecień powinien przynieść nadrobienie przynajmniej części powstałych zaległości produkcyjnych i przy niskiej bazie statystycznej z poprzedniego roku istnieją duże szanse na wzrost produkcji przemysłowej w ujęciu r/r (rzędu 1,5-2,0%). Bylibyśmy jednak bardzo ostrożni w formułowaniu oczekiwań dotyczących ożywienia - bez istotnego impulsu popytowego (czy to ze strony zagranicy, czy też odradzającej się siły nabywczej krajowych konsumentów) dynamika produkcji przemysłowej będzie w kolejnych miesiącach oscylować wokół zera.

W marcu b.r. **produkcja budowlano-montażowa** spadła o 18,5% w ujęciu rocznym. Po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych spadek sięgnął 15,7% r/r, jednak bardziej

obrazowy jest spadek w ujęciu miesięcznym aż o 3,3%, który potwierdza wpływ anomalii pogodowych na opublikowane dane (po raz pierwszy od wielu lat marzec był zimniejszy niż luty). Nie zaskakuje zatem, że spadki r/r odnotowały wszystkie kategorie: wznoszenie obiektów inżynierii lądowej i wodnej, budynków oraz specjalistyczne roboty budowlane. Musimy jednak podkreślić, że wpływ pogody odjął jedynie kilka punktów procentowych wzrostu i dynamika na poziomie zbliżonym do -20% wskazuje na kontynuację silnego spowolnienia aktywności budowlanej i silnie działające efekty bazy związane z przygotowaniami do Euro 2012 i wysokim poziomem aktywności w mieszkalnictwie w I połowie 2012 roku. Z samych efektów bazowych możemy wnioskować, że dopiero druga połowa roku może przynieść stabilizację w sektorze (dwucyfrowe spadki najprawdopodobniej aż do czerwca). Na impuls ze strony sektora publicznego przyjdzie gospodarce najpewniej czekać aż do momentu uruchomienia funduszy unijnych z nowej perspektywy (czyli do 2014) - dostępna nam wiedza na temat rozstrzyganych przetargów wskazuje raczej na złagodzenie ścieżki spadkowej niż na jej zatrzymanie, nie mówiąc o odwróceniu.

Ceny producentów obniżyły się w marcu zgodnie naszymi oczekiwaniami o 0,6% r/r (wzrost w ujęciu miesięcznym wyniósł 0,3%). Po wyłączeniu czynników związanych ze zmianami cen w sekcjach związanych z dobrami energetycznymi, ceny w przetwórstwie przemysłowym były stabilne w ujęciu miesięcznym, co pozwoliło na utrzymanie praktycznie zerowej dynamiki rocznej tego agregatu. Badania koniunktury NBP pokazują, że zdolność do podnoszenia cen przez producentów zmalała, a prognozy cen wyrobów własnych uległy dalszemu obniżeniu. Ceny producentów podlegają silnemu procesowi deflacji - przy obecnej kondycji popytu wewnętrznego nic się w najbliższym czasie nie zmieni.

Najnowszy odczyt produkcji przemysłowej potwierdza nasze wcześniejsze prognozy, że **dynamika PKB w I kwartale będzie niższa od tej zanotowanej pod koniec ubiegłego roku**. Dla optymistów: co prawda produkcja jest zbliżona w kontekście dynamik do IV kwartału, jednak niższa była produkcja budowlano-montażowa; dodatkowo pojawia się negatywny efekt bazowy na zapasach. Stąd wyhamowanie szacujemy na okolice +0,5% r/r (z 1,1% w poprzednim kwartale). Co prawda wskazywaliśmy wcześniej, że dopalaczem PKB może być eksport netto, jednak wysoka kontrybucja tej kategorii wynika ze słabości popytu wewnętrznego, co oznacza, że konsumpcja i inwestycje muszą uplasować się również odpowiednio nisko (gwoli jasności: scenariusz słowacki, w którym gospodarka rośnie przez zmiany zapasów wydaje nam się mało prawdopodobny).

Brak oczekiwanego przez RPP odbicia w gospodarce to poważny problem komunikacyjny (jeśli sytuacja w gospodarce rozwija się inaczej niż spodziewała się RPP - przecież w I kwartale miało już nastąpić odbicie - to dlaczego nie następuje żadna reakcja?). Stąd przy niskiej inflacji widzimy jedno rozwiązanie: dalsze obniżki stóp procentowych. Pozostaje nam powtórzyć to, co napisano już w komentarzu do rynku pracy. W maju ryzyko obniżki jest już niezerowe (prawie na pewno znacząco zmieni się kluczowa część komunikatu), zaś w czerwcu spodziewamy się obniżki stóp. Długi okres obserwowania gospodarki przez Radę wspiera scenariusz, w którym RPP zaczyna od 50 punktów obniżki. Czy w sytuacji, kiedy RPP karmiona jest optymistycznymi prognozami IE NBP, scenariusz reaktywnego obniżenia stóp nawet do 2% wydaje się nierealny? Raczej nie, a



już z dużym prawdopodobieństwem możemy obstawić, że taki scenariusz pojawi się wkrótce w wycenach instrumentów stopy procentowej. Jest to spowodowane faktem, że inwestorzy coraz bardziej chcą wierzyć, że Polacy zaczną niedługo zjadać knedle zamiast schabowych (konwergencja postrzegania gospodarki polskiej do gospodarki czeskiej).

Dane spowodowały dalsze delikatne obniżenie krzywej o 2pb. Reakcja na złotym ograniczyła się do deprecjacji do 4,12, która nie przetrwała dłużej niż 5 minut.

EURUSD fundamentalnie

Po środowych spadkach wczoraj nadszedł spokojny dzień dla EURUSD. Można zasugerować, że czwartek był dniem refleksji nad słowami członków Rady Gubernatorów ECB (Weidmann, Draghi) odnośnie obniżek stóp procentowych. Kluczowa dla decyzji ECB jest koniunktura. Najnowsze PMI flash opublikowane zostaną we wtorek 23go, można nawet zaryzykować stwierdzenie, że dobrą podkładką pod obniżki będzie brak poprawy (lub pogorszenie) w rdzeniu strefy euro - tam właśnie skuteczna jest polityka pieniężna. Rozstrzygnięcie dylematu ECB nastąpi więc - w oczach uczestników rynku - we wtorek. Fiasko wyborów prezydenta w Italii raczej przyjęto z odpowiednim dystansem (polityka włoska rządzi się własnymi prawami). Również spadek Philly Fed nie wywołał trwałej reakcji na rynku. Dziś brak danych, szansa na kontynuację stabilizacji kursu.

EURUSD technicznie

EURUSD kontynuuje powolny marsz w górę z lokalnych minimum osiągniętych wskutek środowej korekty. Ślamazarność tych ruchów sprawia, że wzrosty w ujęciu dziennym wyraźnie tracą momentum (oscylator zawrócił). Na 4H opór od wczoraj skutecznie stawia MA55. Tam przestrzeń do wzrostów na oscylatorze jest duża, można więc obstawić kontynuację ruchów w górę. W pierwszej kolejności jednak musi dojść do przełamania strefy oporu 1,3081/95 (MA55 i FIBO 23,6%) - wówczas droga do 1,32 stałaby otworem. Wsparcia na 1,3029, 1,3 i 1,2970. To powiedziawszy, pozostajemy jednak obserwatorami do czasu wykładowania i uspokojenia sytuacji.

Wsparcie	Opór
1,3000	1,3313
1,2970	1,3203
1,2921	1,3073

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

EURPLN kolejny dzień pozostawał w range 4,09-4,12. Dane z sektora przemysłowego, choć bardzo słabe i wskazujące na znaczne osłabienie dynamiki PKB w I kw. 2013, to okazały się zbliżone do konsensusu. W środowisku rekordowo niskich rentowności obligacji, które przyciągają kapitał wzrastającymi oczekiwaniami na dalsze obniżki stóp procentowych, nawet bardzo słabe dane makro jeśli tylko pozostaną zbieżne z oczekiwaniami nie wpłyną na wybiecie EURPLN powyżej 4,12. Poniedziałowe dane o sprzedaży detalicznej mają szansę zaskoczyć minusem (konsensus to +0,6%, nasza prognoza -0,7%), nie sądzimy jednak, aby ta publikacja wywołała większą reakcję. Do 8 maja (posiedzenie RPP) czynniki krajowe pozostaną uśpione, a zmienność niższa ze względu na majówkę. Dziś dzień bez publikacji.

EURPLN technicznie

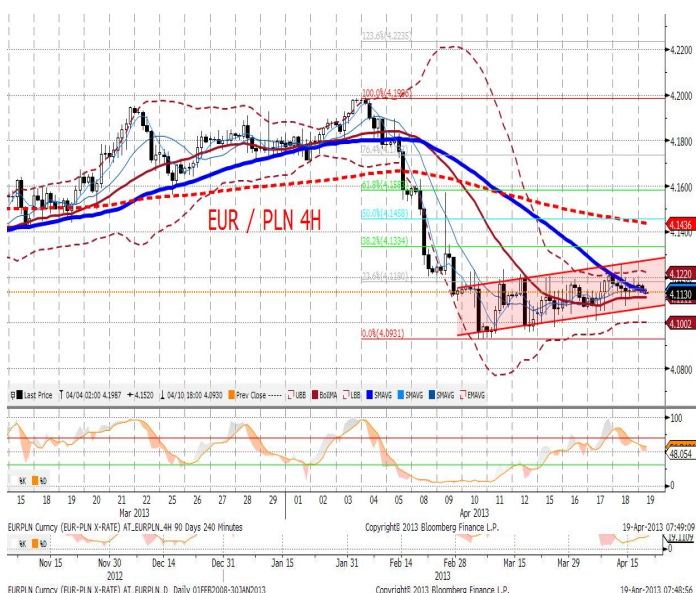
Nieznacznie w dół przy minimalnej zmienności. Poza tym, bez zmian. Ciągłe wyprzedanie na oscylatorze sugeruje, że przestrzeń do ruchu w górę jest znaczna. O ile ryzyko wybiecia w górę rośnie, póki co nowy mini-range pozostaje bez zmian 4,09-4,12. Przed wyraźną kierunkową pozycją podtrzymuje nas wykres 4h. Na nim właśnie notowania przykleiły się do MA55 przy dość wysokim poziomie oscylatora. Sytuację należy potraktować jako rozwojową. Fiasko na tych poziomach sprowadzi notowania prawdopodobnie w dół range (minimum 4,0931), zaś przełamanie średniej odnowi zainteresowanie sekwencją Fibo 4,1334-4,1458-4,1583. Neutralnie.

Wsparcie	Opór
4,0931	4,1436
4,0700	4,1334
4,0575	4,1180

Czynnik krajowy* w EURPLN



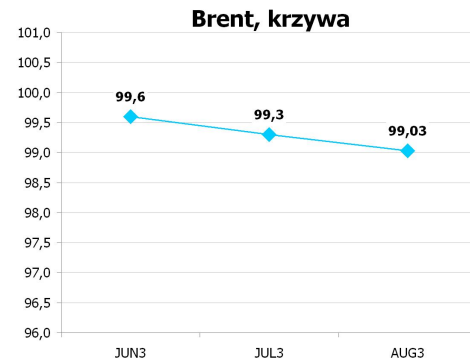
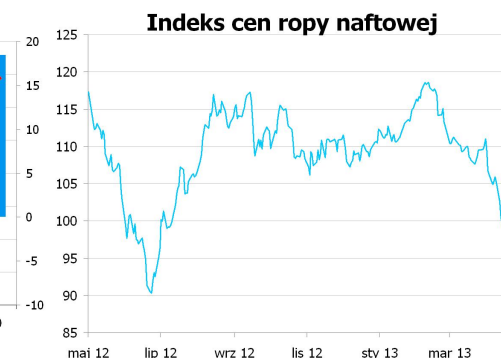
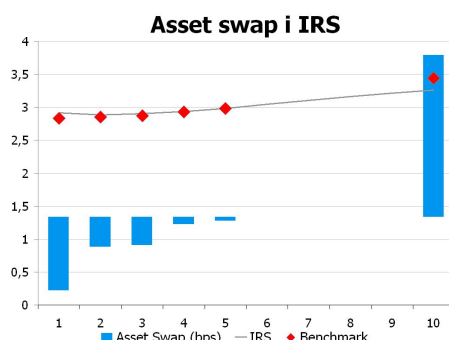
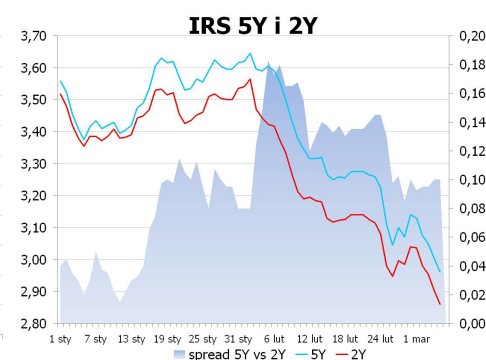
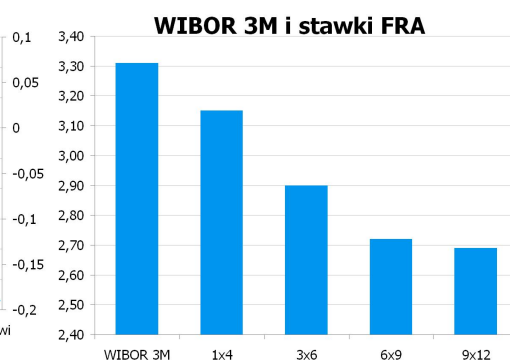
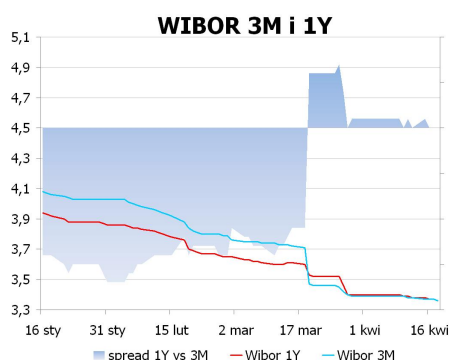
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.9	2.93	ON	3.1	3.3	EUR/PLN	4.1150
2Y	2.86	2.91	1M	3.0	3.2	USD/PLN	3.1529
3Y	2.88	2.93	3M	2.9	3.2	CHF/PLN	3.3850
4Y	2.915	2.97					
5Y	2.9601	3.01					
6Y	3.015	3.08					
7Y	3.075	3.14					
8Y	3.135	3.20					
9Y	3.185	3.25					
10Y	3.235	3.29					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.11	3.16	EUR/USD	1.3049
1x4	3.10	3.15	EUR/JPY	128.10
3x6	2.84	2.90	EUR/PLN	4.1147
6x9	2.67	2.72	USD/PLN	3.1520
9x12	2.63	2.69	CHF/PLN	3.3803



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.