



## 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 |            |        |
| <b>6.05.2013 PONIEDZIAŁEK</b> |      |  |       |          |           |            |        |
| 3:45                          | CHN  | Indeks PMI w usługach (pkt)                | kwi   |          |           | 54.3       | 51.1   |
| 9:50                          | FRA  | Indeks PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt) | kwi   | 44.1     |           | 44.1 (p)   | 44.3   |
| 9:55                          | GER  | Indeks PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt) | kwi   | 49.2     |           | 49.2 (p)   | 49.6   |
| 10:00                         | EUR  | Indeks PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt) | kwi   | 46.6     |           | 46.6 (p)   | 46.9   |
| 10:30                         | EUR  | Indeks koniunktury Sentix (pkt)            | maj   | -15.2    |           | -17.3      | -15.6  |
| 11:00                         | EUR  | Sprzedaż detaliczna r/r (%)                | mar   | -2.2     |           | -1.7 (r)   | -2.4   |
| <b>7.05.2013 WTOREK</b>       |      |  |       |          |           |            |        |
| 12:00                         | GER  | Zamówienia w przemyśle r/r (%)             | mar   | -2.9     |           | -0.2 (r)   | -0.4   |
| <b>8.05.2013 ŚRODA</b>        |      |  |       |          |           |            |        |
|                               | CHN  | Eksport r/r (%)                            | kwi   | 9.2      |           | 10.0       | 14.7   |
|                               | CHN  | Import r/r (%)                             | kwi   | 13.0     |           | 14.1       | 16.8   |
|                               | POL  | Decyzja RPP (%)                            | maj   | 2.75     | 3.25      | 3.25       | 3.00   |
| 12:00                         | GER  | Produkcja przemysłowa r/r (%)              | mar   | -3.8     |           | -1.7 (r)   | -2.5   |
| <b>9.05.2013 CZWARTEK</b>     |      |  |       |          |           |            |        |
| 3:30                          | CHN  | CPI r/r (%)                                | kwi   | 2.3      |           | 2.1        | 2.4    |
| 13:00                         | GBR  | Decyzja BoE (%)                            | maj   | 0.5      |           | 0.5        |        |
| 14:30                         | USA  | Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)       | 3.05. | 330      |           | 324        |        |
| <b>10.05.2013 PIĄTEK</b>      |      |  |       |          |           |            |        |
| 8:00                          | GER  | Eksport m/m (%)                            | mar   | 0.5      |           | -1.5       |        |
| 8:00                          | GER  | Import m/m (%)                             | mar   | 1.5      |           | -3.9       |        |
| 9:00                          | CZK  | CPI r/r (%)                                | kwi   | 1.7      |           | 1.7        |        |

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- RPP zdecydowała na zakończonym w środę posiedzeniu, że obniża stopy procentowe o 25 punktów bazowych, w tym główną z nich, referencyjną, do 3,00 procent z 3,25 procent (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Belka: Inflacja może na dłużej pozostać wyraźnie poniżej celu RPP, więc bank centralny zdecydował się w środę na redukcję stóp procentowych do najniższego w historii poziomu trzech procent. Środowa obniżka stóp procentowych to korekta kursu RPP, której nie należy traktować jako rozpoczęcia kolejnego cyklu redukcji. Decyzje RPP w kolejnych miesiącach będą uzależnione od oceny danych pod kątem prawdopodobieństwa utrzymania się inflacji w średnim okresie wyraźnie poniżej celu NBP. Obniżka stóp procentowych nie powinna spowodować zakłóceń na rynku obligacji, rozumianych jako odwrót inwestorów zagranicznych, natomiast może zmniejszyć nadmierne apetyty inwestorów zagranicznych na polskie papiery. Polska gospodarka nie powinna już dalej zwalniać, a wzrost PKB w I kw. 2013 r. był nieco wyższy niż w IV kw. 2012 r. Nie ma ryzyka deflacji, a inflacja po okresie wakacyjnym powinna rosnąć.

| Decyzja RPP (5.06.2013) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. |
|-------------------------|--|
| podwyżka 25 bps         | 0%   |
| stopy bez zmian         | 90%  |
| obniżka 25 bps          | 10%  |
| <b>PROGNOZA BRE</b>     | <b>obniżka o 25 bps</b>  |

| Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-----------------------------|--------------|--------------|
| GERGB 10Y                   | 1.301        | 0.003        |
| USAGB 10Y                   | 1.810        | 0.002        |
| POLGB 10Y                   | 3.249        | -0.152       |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

## RPP wznawia cykl poluzowania

Na wczorajszym posiedzeniu RPP obniżyła stopy procentowe NBP o 25pb (stopa referencyjna na rekordowo niskim poziomie 3%) i otworzyła (oczywiście warunkowo) drogę do dalszego poluzowania. Oczekiwaliśmy bardziej zdecydowanego ruchu, ale nawet te 25pb było zaskoczeniem dla krajowych analityków zapatrzonych w rozgrywkę polityczną w Radzie. Uzasadnieniem obniżki była, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, skala negatywnych zaskoczeń w stosunku do bieżącej projekcji NBP. RPP (oficjalnie) wybrała 25pb aby tym razem ograniczyć skalę zaskoczenia rynków. Przedstawiona w komunikacie diagnoza stanu gospodarki na pewno nie jest optymistyczna. W takim samym tonie prezes Belka prowadził konferencję po posiedzeniu. Padały określenia quasi stagnacja, czy wskazania na niezadowalającą strukturę polskiego wzrostu gospodarczego (spadek popytu wewnętrznego). Wydzwięk komunikatu (w szczególności ostatni jego paragraf) okazał się łagodniejszy niż w poprzednim miesiącu. Dalsze decyzje (poluzowanie) będą warunkowane perspektywami powrotu inflacji do celu. Co istotne z tego warunku wyłączono, jak to miało miejsce miesiąc temu, sytuację w sferze realnej, co odbieramy właśnie jako złagodzenie tonu komunikatu. W czasie konferencji przekaz nie był tak jednoznaczny jak w komunikacie. Prezes Belka to odżegnywał się od zapowiedzi nowego cyklu, to wskazywał na przestrzeń do obniżek i łagodne nastawienie przeplatając wszystko dość pesymistycznymi prognozami.

Co do perspektyw dla polityki monetarnej, oczekujemy dalszych obniżek stóp. Będą one przede wszystkim wynikały z silnego spadku inflacji i tym samym pogłębienia rozbieżności z projekcją IE NBP w najbliższych miesiącach. Latem inflacja może zbliżyć się do 0% r/r, kontynuacja wojny cenowej w telefonii komórkowej przełoży się również na spadek inflacji bazowej. Do obniżki stóp może dojść już w czerwcu (przyznajemy jednak, że w RPP wyraźny jest opór przeciw obniżkom i ryzyko kolejnej pauzy jest znaczne). Publikacja nowej projekcji (lipiec) może być dogodnym momentem do następnej obniżki. Oczekujemy, że projekcja nadal pokaże ścieżkę inflacji poniżej celu NBP w całym swoim horyzoncie (tzn. ścieżka nie musi być niższa niż poprzednio, ale całe poluzowanie monetarne nie spowoduje wzrostu inflacji, bo IE NBP przeszacował wzrost w Polsce i na świecie oraz ceny surowców w marcowej projekcji).

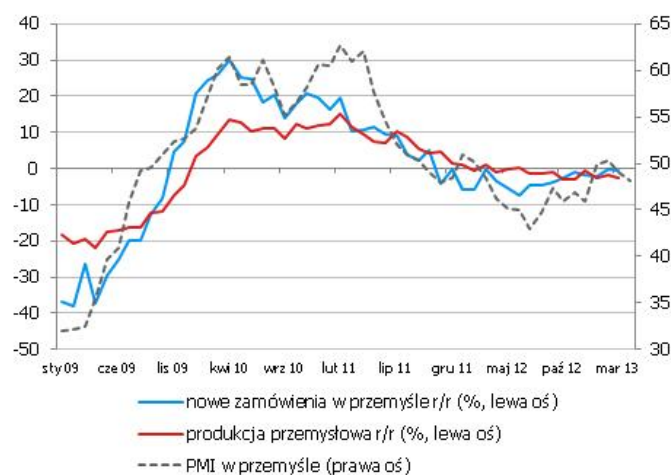
Podkreślamy, że przestrzeń do obniżek stóp w Polsce z powodów fundamentalnych (ujemna luka popytowa, inflacja duuużo poniżej dolnej granicy celu), jak również ze względu na przyzwolenie inwestorów jest olbrzymia. Trzymanie się przez RPP konwencjonalnej polityki monetarnej tylko nieznacznie wpłynie na skalę obniżek (jak to zresztą do tej pory miało miejsce). Kontynuacja spadku inflacji i oczekiwania na obniżki, powinny szczególnie wspierać obligacje w sektorze do 5 lat.

## Marcowe dane z niemieckiego sektora przemysłowego pozwalają na ostrożny optymizm

Niemieckie odczyty nowych zamówień oraz produkcji przemysłowej za marzec zaskoczyły pozytywnie i choć struktura wzrostów (szczególnie zamówień) nie jest jednorodna, to dane pozwalają na umiarkowany optymizm w tym sensie, że wzrosty w kolejnych miesiącach trzeba będzie traktować jako odwrócenie trendu. Należy także pamiętać o możliwym niezaniechanym wpływie wyjątkowo zimnej pogody w marcu

(patrz dane o produkcji budowlanej), co daje większą przestrzeń do odbicia w II kw.

Nowe zamówienia w przemyśle wzrosły w marcu 2,2% m/m wobec oczekiwanego 0,5% spadku. Niepokój wzbudzają jednak będące indykatorem dla inwestycji nowe zamówienia krajowe na dobra kapitałowe. Spadek ten można wiązać i częściowo tłumaczyć ostatnimi negatywnymi zaskoczeniami odczytami indeksów koniunktury, które wydają się zawieszane w mniej lub bardziej (odpowiednio Ifo i PMI) recesyjnej przestrzeni swojej zmienności. Pozytywnym sygnałem jest wzrost nowych zamówień zarówno krajowych, jak i zagranicznych (z i spoza strefy euro). Co ciekawe zachowanie niemieckich zamówień i produkcji jest równoczesne (bez przesunięcia w czasie) - po takim odczycie nie zdziwił nas zatem wzrost produkcji o 1,2% m/m wobec oczekiwań rynkowych na spadek o 0,1%. Po wyłączeniu sektora budowlanego wzrost był jeszcze wyższy (o 0,5pp). Warto wspomnieć, że po 5 miesiącach spadków kwartalny średni wzrost produkcji powrócił do dodatnich wartości (wyniósł 0,2-0,3%).



Oczekiwania na przyszłotygodniowy odczyt niemieckiego PKB są dość ostrożne (konsensus to wzrost 0,3% kw/kw przekładający się na 0,2% r/r) i wskazują de facto na stagnację w I kw. Dane z sektora przemysłowego nie zmieniają tego konsensusu, jednak pozwalają przypuszczać, że jeśli miesiące wiosenne rzeczywiście przyniosą ciąg dalszy tego pozytywnego trendu na produkcji (od kwietnia wspierany także przez budownictwo), to I kw. powinien stanowić minimum w obecnym cyklu. Przy obecnej zmienności sentymentu na rynku (przekładającego się na zmienność realnych danych) i kolejnych nieudanych próbach odbicia indeksów koniunktury trzeba jednak poczekać na trwalsze i silniejsze trendy w twardych danych, by wróżyć szybsze niż jedynie statystyczne ożywienie (szacowane przez Bundesbank na poziomie 0,4% w całym 2013 roku). Takie zaś uwzględnia już nasza prognoza wzrostu PKB w Polsce na poziomie 1% w 2013 roku.



| IRS | BID   | ASK  |
|-----|-------|------|
| 1Y  | 2.57  | 2.61 |
| 2Y  | 2.5   | 2.55 |
| 3Y  | 2.515 | 2.57 |
| 4Y  | 2.55  | 2.60 |
| 5Y  | 2.595 | 2.65 |
| 6Y  | 2.64  | 2.70 |
| 7Y  | 2.695 | 2.76 |
| 8Y  | 2.75  | 2.81 |
| 9Y  | 2.8   | 2.86 |
| 10Y | 2.86  | 2.91 |

| depo | BID | ASK |
|------|-----|-----|
| ON   | 2.8 | 3.1 |
| 1M   | 2.9 | 3.1 |
| 3M   | 2.8 | 3.0 |

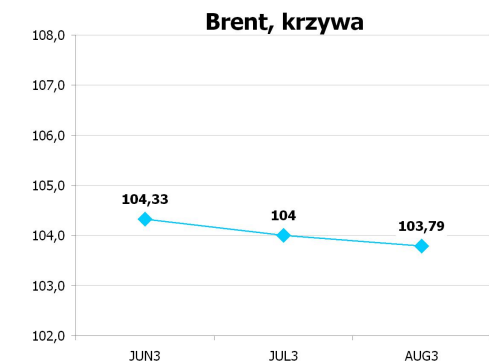
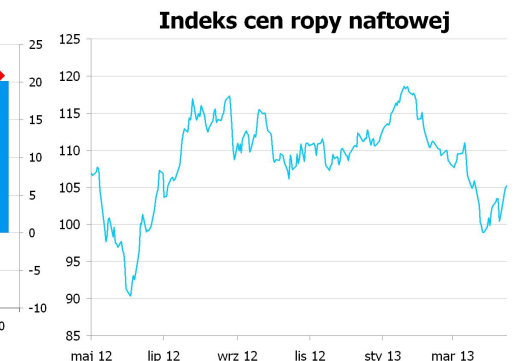
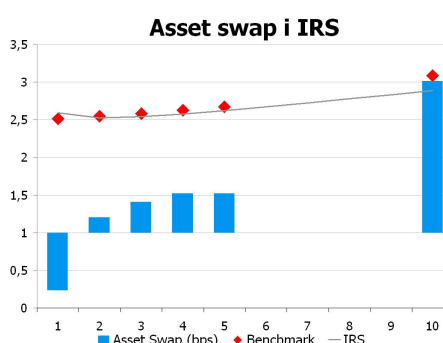
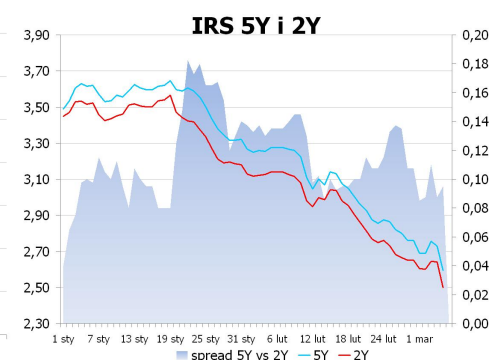
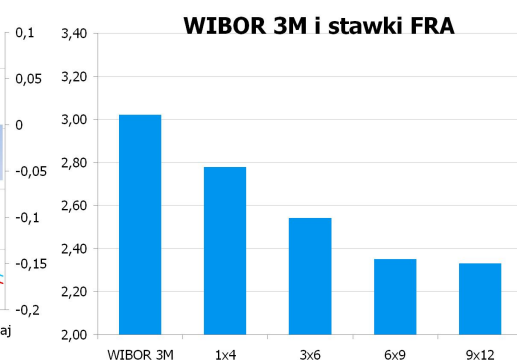
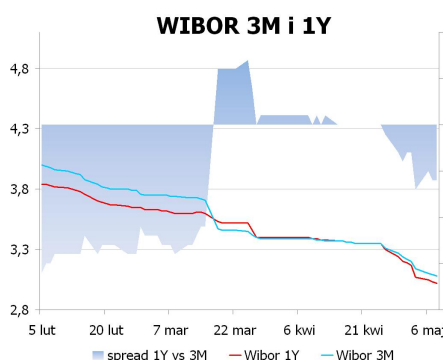
  

| FRA  | BID  | ASK  |
|------|------|------|
| 1x2  | 2.76 | 2.81 |
| 1x4  | 2.72 | 2.78 |
| 3x6  | 2.48 | 2.54 |
| 6x9  | 2.30 | 2.35 |
| 9x12 | 2.27 | 2.33 |

| Fixing NBP |        |
|------------|--------|
| EUR/PLN    | 4.1487 |
| USD/PLN    | 3.1609 |
| CHF/PLN    | 3.3684 |

| Poziomy otwarcia |        |
|------------------|--------|
| EUR/USD          | 1.3151 |
| EUR/JPY          | 130.19 |
| EUR/PLN          | 4.1291 |
| USD/PLN          | 3.1383 |
| CHF/PLN          | 3.3544 |



**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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.