



## 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		
<b>14.05.2012 PONIEDZIAŁEK</b>							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.4	0.8 (r)	-0.3
14:00	POL	M3 r/r (%)	kwi	10.9	10.8	9.2	10.3
	EUR	Spotkanie Eurogrupy w Brukseli					
<b>15.05.2012 WTOREK</b>							
8:00	GER	PKB flash kw/kw (%)	Q1		0.2	-0.2	0.5
11:00	EUR	PKB flash kw/kw (%)	Q1		-0.2	-0.3	
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	maj		20.1	23.4	
14:00	POL	CPI r/r (%)	kwi	4.1	3.9	3.9	
14:30	USA	CPI m/m (%)	kwi		0.2	0.3	
14:30	USA	Indeks NY Empire State (pkt)	maj		9.0	6.6	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	kwi		0.2	0.8	
16:00	USA	Indeks NAHB (pkt)	maj			25	
<b>16.05.2012 ŚRODA</b>							
11:00	EUR	CPI final r/r (%)	kwi		2.6	2.6	
14:00	POL	C/A (mln EUR)	mar	-987	-1004	-1585	
14:30	USA	Housing permits (tys. SAAR)	kwi		735	764	
14:30	USA	Housing starts (tys. SAAR)	kwi		678	654	
14:30	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		0.5	0.0	
20:00	USA	FOMC Minutes	kwi				
<b>17.05.2012 CZWARTEK</b>							
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	12.05.			367	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	maj		10.0	8.5	
<b>18.05.2012 PIĄTEK</b>							
14:00	POL	Place r/r (%)	kwi	4.3	3.9	3.8	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	kwi	0.4	0.5	0.5	
	USA	Szczyt G8 w Camp David					

## Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** O 14 opublikowany zostanie wskaźnik inflacji za kwiecień. Spodziewamy się odbicia inflacji ponownie powyżej 4%, co jest wynikiem wzrostu cen żywności, stopniowo drożejącego paliwa oraz podwyżki cen gazu. Uważamy, że inflacja bazowa pozostanie na niezmiennym poziomie 2,4%. Odczyty inflacji z regionu potwierdzają naszą wyższą prognozę, bo choć w Czechach zaskoczył spadek cen żywności to jest on korektą marcowego rekordowego odczytu, który nie miał miejsca ani w Polsce ani na Węgrzech (zaś na Węgrzech kwietniowy odczyt przebił oczekiwania o 0,3pp. w górę).
- **Gospodarka globalna.** Dziś sporo danych globalnych - począwszy od wstępnych publikacji PKB w strefie euro za I kwartał, przez indeks ZEW, a skończywszy na inflacji i sprzedaży detalicznej w USA. Poranny odczyt PKB z Niemiec (+0,5% za I kw. wobec -0,2% w IV kw. 2011) zaskoczył pozytywnie (podobnie jak zeszlodygodniowe dane z sektora przemysłowego) wskazując, że gospodarka niemiecka powróciła na ścieżkę wzrostu pomimo spadków sprzedaży i kiepskiej kondycji sektora budowlanego. Na razie nie jest to jednak huraoptymizm, szczególnie w kontekście słabych odczytów wyprzedzających indeksów koniunktury (oczekiwania na dzisiejszy ZEW ustawione są dość wysoko, jednak wskazują na spodziewany spadek indeksu) i całej gospodarki strefy euro, która z pewnością pozostanie pod kreską wskazując tym samym na techniczną recesję. Dane makro giną jednak w zamieszaniu politycznym - dziś kontynuowane będą negocjacje w sprawie rządu greckiego i weźmie w nich udział także radykalnie lewicowa partia Syriza, która zbojkotowała wczorajsze rozmowy. Wczoraj pojawiła się propozycja utworzenia rządu technokratów.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

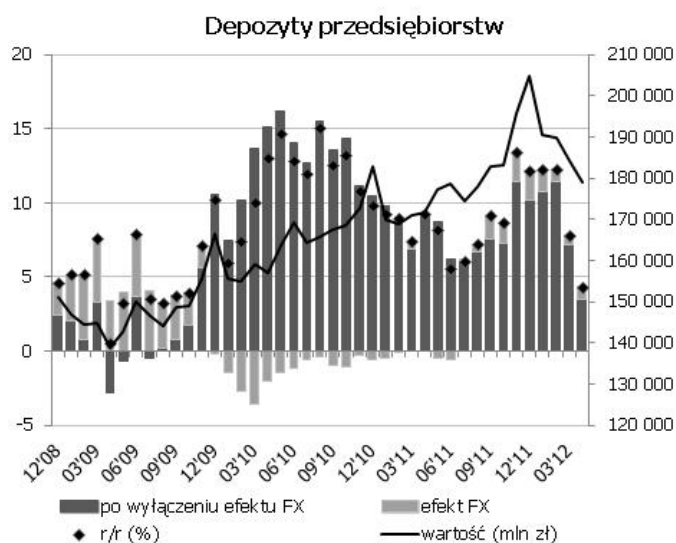
- GUS: W okresie styczeń-marzec 2012 roku deficyt handlowy Polski wyniósł 2,75 miliarda euro.
- Juncker: Wyjście Grecji ze strefy euro nie było tematem spotkania EcoFin. Niemożliwe są żadne istotne zmiany w pakiecie pomocowym dla Grecji, choć w przypadku zaistnienia dramatycznych okoliczności nie można wykluczyć wydłużenia terminów dla Grecji. Pogłoski o wyjściu Grecji ze strefy euro to „propaganda i nonsens”.

Decyzja RPP (6.06.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.501	0.020
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.772	0.007
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.407	0.001
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Zaskakujący spadek wartości depozytów przedsiębiorstw

Podaż pieniądza M3 obniżyła się w kwietniu o 0,5% m/m co przełożyło się na niższy od naszych oczekiwań i konsensusu wzrost w ujęciu rocznym 10,3%. Zaskoczeniem jest zanotowany czwarty miesiąc z rzędu spadek wartości depozytów przedsiębiorstw o 5,4 mld zł - czyli w ujęciu miesięcznym (3,0% m/m) dokładnie tyle ile w marcu, kiedy kluczowe znaczenie miała wypłata ok. 9 mld zł na zakup kanadyjskiej spółki Quadra. Tym samym kontrybucja tego sektora do wzrostu całego agregatu M3 spadła do 0,9pp. (wobec 1,7pp. w marcu i 2,7pp. w styczniu i lutym). Spadek ten przełożył się na niższą, jedynie 4,4% stopę wzrostu w ujęciu rocznym (wobec 7,9% w marcu i 12,5% w lutym i styczniu). Równoległe, choć w znacznie mniejszym tempie spadła dynamika kredytów korporacyjnych - po trzech miesiącach na poziomie 15-17% osłabiła się do 13,5%, zaś po wyłączeniu zmian kursowych do 12% r/r. Biorąc to pod uwagę szacujemy, że dynamika kredytów inwestycyjnych obniżyła się do ok. 20% r/r. Dane dotyczące przedsiębiorstw wskazują, że minęliśmy punkt przegięcia zarówno po stronie zobowiązań jak i należności - prawdopodobnie spowolnienie będzie widoczne już w wynikach finansowych przedsiębiorstw za I kw. oraz w osłabieniu inwestycji prywatnych od II kw. br.

środków w kierunku bardziej ryzykownych aktywów oferujących wyższą stopę zwrotu - szczególnie po wycofaniu z ofert banków lokat antybelkowych. Uważamy, że po wiosennych spadkach (częściowo sezonowych) wartość depozytów detalicznych w bankach w ujęciu miesięcznym wzrośnie do końca roku powyżej wartości 500 mld zł (w marcu było to 476,4 mld zł), co przełoży się na dynamikę ok. 8-9% r/r na koniec 2012r. Po stronie kredytów detalicznych brak zaskoczenia - kontynuowane jest stopniowe obniżanie się/stabilizacja rocznej dynamiki, która oscyluje wokół 10% r/r, choć po wyłączeniu zmian kursów walutowych wartość ta obniża się do 3,5-5%. Dane wpisują się zatem w scenariusz stopniowego spowalniania polskiej gospodarki.



Pozostałe składniki agregatu podaży pieniądza nie zaskoczyły - zgodnie ze wzorcem sezonowym o 1,4% m/m wzrosła wartość gotówki w obiegu przekraczając poziom 100 mld zł po raz pierwszy w historii (dokładnie 101,3 mld zł). Jest to związane z pobieraniem gotówki przed długim weekendem na początku maja. Zgodnie z oczekiwaniami po jednorazowym efekcie ujemnej kontrybucji depozytów niemonetarnych instytucji finansowych (efekt bazy z marca 2011r.) powróciła ona do poziomu 1,2pp.

Po stronie detalicznej obserwujemy kontynuację trendu powolnego spowalniania dynamiki depozytów - zgodnie z oczekiwaniami wyniosła ona 11,8% r/r. Taki spadek przekłada się na spadki w ujęciu miesięcznym - już drugi miesiąc z rzędu depozyty gospodarstw domowych obniżyły się (w marcu o 0,8 mld zł, zaś w kwietniu o 1,6 mld zł). Równoległe od początku roku odwrócony został trend salda wpłat i wypłat z TFI - w kwietniu zaobserwowano kolejną dodatnią wartość (wg wstępnych danych ok. 1mld zł). Można wnioskować, że nastąpiła realokacja



### EURUSD fundamentalnie

EUR kolejną sesję w rządu osłabiało się i doszło do poziomu nieco ponad 1,28. Równoległe traciły też giełdy papierów wartościowych. Oliwą do ognia był odczyt produkcji przemysłowej, który okazał się sporym negatywnym zaskoczeniem dla rynku. Później jeszcze agencja Moody's obniżyła rating włoskim bankom. W Grecji nie doszło do porozumienia w sprawie utworzenia rządu (partia Demokratyczna Lewica odrzuciła propozycję prezydenta utworzenia i poparcie rządu składającego się z osób niezwiązanych z polityką) i rozmowy mają być dalej kontynuowane maksymalnie do 17 maja. Jeśli nie dojdzie do porozumienia, to kolejne wybory mogą odbyć się już 10 czerwca. Pewne już jest to, że Grecji nie uda się zatwierdzić reform wynikających ze zobowiązań pakietu pomocowego na czas. Z kolei coraz śmielsze pojawiają się wypowiedzi członków EBC o możliwym wyjściu kraju ze strefy euro. Dziś wstępny odczyt PKB ze strefy euro (PKB Niemiec był sporą niespodzianką w górę), który powinien potwierdzić scenariusz technicznej recesji, oraz indeks ZEW. Dane z USA (sprzedaż detaliczna i rynek nieruchomości), jako że mieszane, nie powinny mocno wpływać na kurs.

### EURUSD technicznie

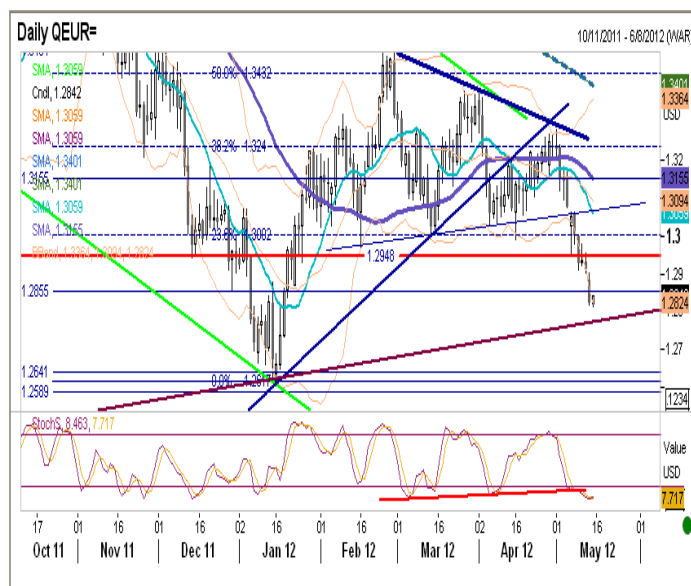
1,2855 złamane i potwierdzone na bazie dziennej close. Podtrzymujemy wczoraj wyznaczone cele średnioterminowe z wykresu tygodniowego oraz krótkoterminowe z wykresu dziennego (1,2617). W okolicy 1,2770 przebiega linia średnioterminowego trendu wzrostowego i tam kurs może szukać chwilowo wsparcia, zwłaszcza że na wykresie 4h powoli kreśli się dywergencja ze Stochastic. Zasięg ew. korekty wyznaczylibyśmy jednak nie wyżej niż 1,2855-2950.

Wsparcie	Opór
1,2770	1,3000
1,2617	1,2950
1,2589	1,2855

### 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

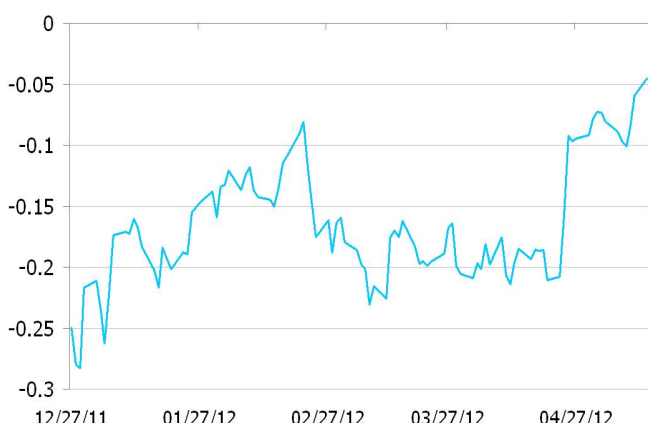
Złoty słabszy. Stopniowo osłabiał się w ślad za parą EURUSD sięgając wczoraj poziomów 4,32. Obecnie krajowa waluta startuje z poziomu nieco niższego - 4,312. Wczorajsze dane o podaży pieniądza (poniżej konsensusu rynkowego) nie miały istotnego wpływu na kurs. Ale dziś już lokalne czynniki mają szansę zyskać na znaczeniu ze względu na publikację CPI. Odczyt poniżej 4% będzie wodą na młyn (przynajmniej w krótkim terminie) łagodniejszej retoryki RPP. Jeśli potwierdzą się natomiast nasze oczekiwania (4-4,1%) nie można wykluczyć umocnienia oczekiwań na jeszcze jedną podwyżkę stóp.

### EURPLN technicznie

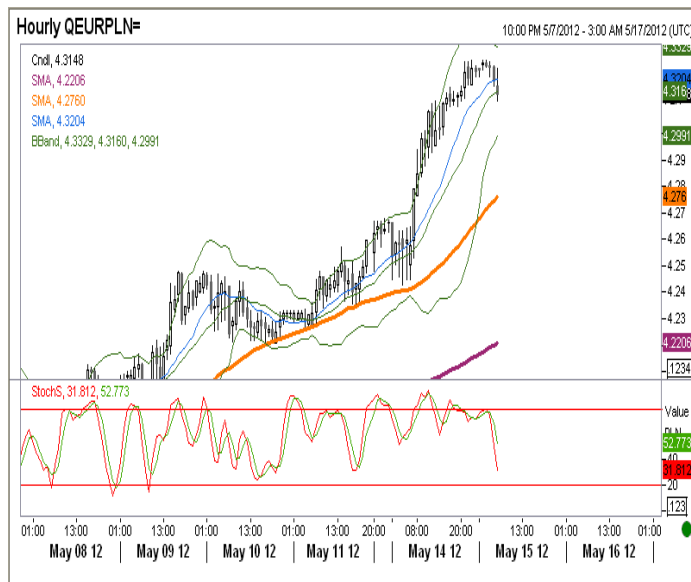
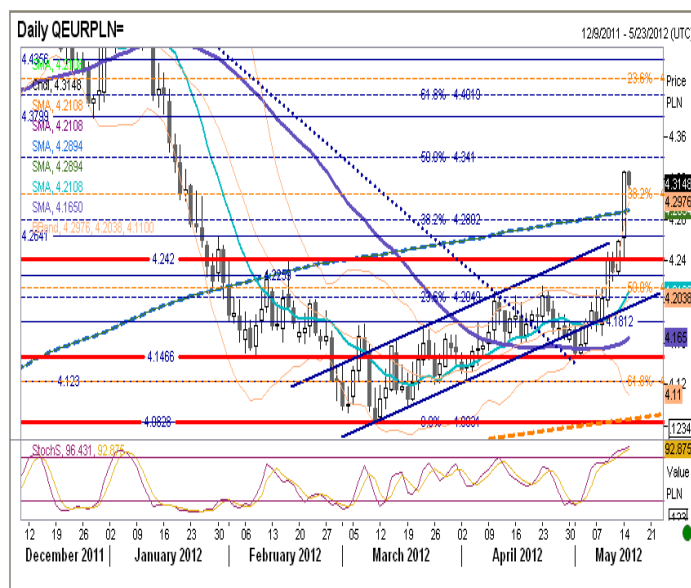
Złoty wybił się i z kanału deprecyjnego i ponad 38,2% zniżenia Fibo (ruchu aprecyjnego z listopada 2011 do lutego 2012 i deprecyjnego od stycznia 2011 do listopada 2011). Wybicie nastąpiło przy dużych obrotach i mocnym wykupieniu rynku, co sugeruje możliwość realizacji scenariusza kryzysowego i przetestowania 4,40 (61,8% zniżenia Fibo). Kurs jest również nad średnią MA200 (b. zły sygnał) i powyżej lokalnych minimów z końca 2011. Oczekujemy solidnego wsparcia w okolicach 4,2800-2900. Dywergencja na wykresie 1h, jednak to pewnie tylko wskazanie na płytką korektę do ww. poziomu wsparcia.

Wsparcie	Opór
4,2900	4,4019
4,2800	4,3400
4,2641	4,3275

### 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	5.15	5.19
2Y	5	5.03
3Y	4.965	5.01
4Y	4.955	5.02
5Y	4.97	5.01
6Y	4.97	5.03
7Y	4.98	5.04
8Y	4.985	5.05
9Y	4.99	5.05
10Y	5	5.04

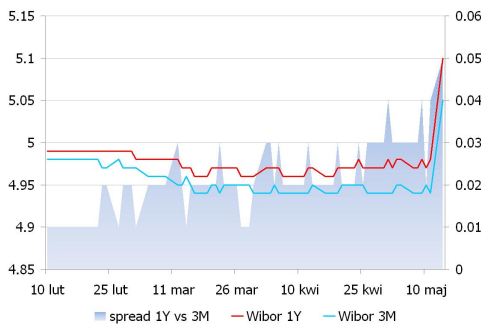
depo	BID	ASK
ON	4.5	4.7
1M	4.6	4.8
3M	4.9	5.1

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3000
USD/PLN	3.3422
CHF/PLN	3.5808

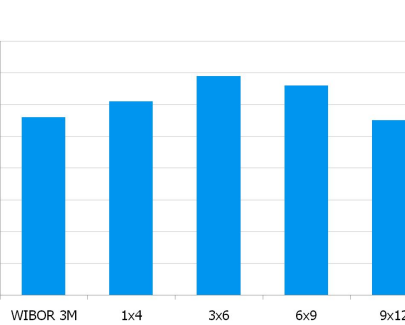
FRA	BID	ASK
1x2	4.91	4.96
1x4	5.06	5.11
3x6	5.14	5.19
6x9	5.11	5.16
9x12	4.99	5.05

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2823
EUR/JPY	102.37
EUR/PLN	4.3267
USD/PLN	3.3725
CHF/PLN	3.6015

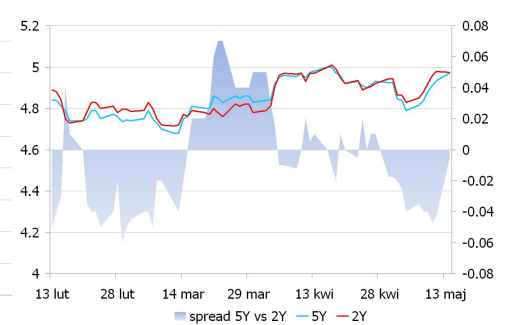
WIBOR 3M i 1Y



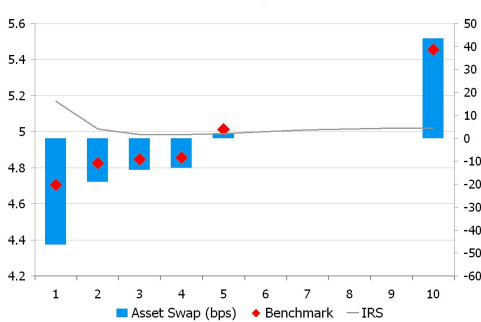
WIBOR 3M i stawki FRA



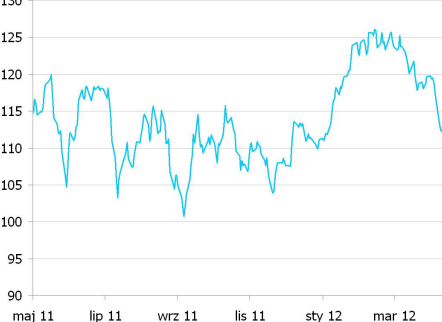
IRS 5Y i 2Y



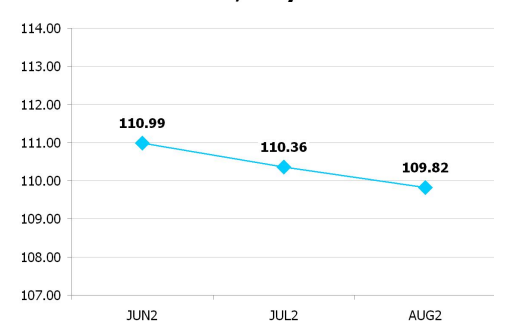
Asset swap i IRS



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. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.