



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.ziemińska@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		
13.05.2013 PONIEDZIAŁEK							
7:30	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	kwi		9.4	8.9	9.3
7:30	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	kwi		12.8	12.6	12.8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	kwi		-0.3	-0.5	0.1
14.05.2013 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	kwi		1.8	2.2	1.7
10:00	POL	PKB r/r <i>wstępny</i> (%)	Q1	0.6	0.7	0.7	0.4
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.5	0.3 (r)	1.0
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	maj		9.8	9.2	8.9
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - oczekiwania (pkt)	maj		40.0	36.3	36.4
14:00	POL	M3 r/r (%)	kwi	7.6	7.1	6.6	7.2
15.05.2013 ŚRODA							
7:30	FRA	PKB q/q (%)	Q1		-0.1	-0.2 (r)	-0.2
8:00	GER	PKB q/q (%)	Q1		0.3	-0.7 (r)	0.1
9:00	HUN	PKB r/r (%)	Q1		-1.5	-2.7	
9:00	CZE	PKB r/r (%)	Q1		-1.3	-1.7	
11:00	EUR	PKB q/q <i>wstępny</i> (%)	Q1		-0.1	-0.6	
14:00	POL	CPI r/r (%)	kwi	0.6	0.7	1.0	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	mar	-500	-33	-854	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	mar	13050	12780	12090	
14:00	POL	Import (mln EUR)	mar	13400	12550	11488	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt)	maj		4.00	3.05	
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	kwi			68.6	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		-0.1	0.4	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	kwi		78.3	78.5	
16.05.2013 CZWARTEK							
1:50	JPN	PKB q/q <i>wstępny</i> (%)	Q1		0.7	0.0	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	kwi	0.6	0.8	1.0	
14:30	USA	CPI r/r (%)	kwi		1.3	1.5	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	11.05		330	323	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	kwi		980	1036	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	kwi		940	907 (r)	
17.05.2013 PIĄTEK							
15:55	USA	Wskaźnik koniunktury U.Michigan <i>wstępny</i> (pkt)	maj		77.7	76.4	
16:00	USA	Wskaźnik Conference Board (%)	kwi		0.2	-0.1	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś dane o inflacji. Na kolejny spadek dynamiki cen konsumenckich w ujęciu rocznym składa się niska dynamika cen żywności (prognoza korygowana danymi z regionu) i spadek cen paliw oraz dalsze wyhamowanie inflacji bazowej (oficjalny odczyt w czwartek), gdzie spodziewamy się m.in. dalszych obniżek cen usług telefonii komórkowej. W tym samym dniu czeka nas również publikacja danych o obrotach bieżących w marcu - po poniedziałkowych danych GUS na temat handlu zagranicznego zmuszeni jesteśmy zrewidować naszą prognozę. Zamiast dużej nadwyżki, w bilansie handlowym pojawi się najprawdopodobniej deficyt, a w ślad za nim - deficyt również na rachunku obrotów bieżących.

• **Gospodarka globalna.** Dziś kluczowe dane o PKB w strefie euro. Po danych niemieckich i francuskich (dwie negatywne niespodzianki) można oczekiwać rozczarowania również w informacjach dla całego eurolandu. Dzień w Stanach Zjednoczonych pod znakiem danych z sektora przemysłowego. Tutaj, w ślad za ostatnimi spadkami indeksu ISM (w tym subindeksu dotyczącego zamówień) można spodziewać się spadku produkcji w ujęciu miesięcznym (a w ślad za nią - stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych), choć oczekiwania rynku ustawione są dość optymistycznie (marginalny spadek).

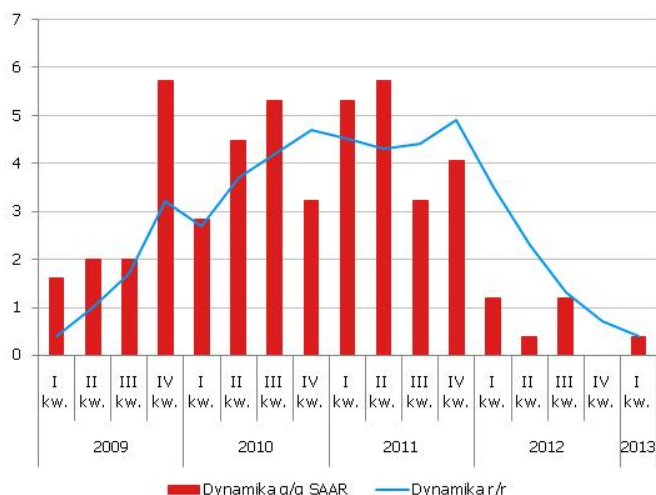
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Produkt Krajowy Brutto w I kwartale 2013 r. wzrósł o 0,4 proc. rdr oraz wzrósł o 0,1 proc. kdk - wynika z flash szacunku GUS. (**więcej w sekcji analizy**)
- Chojna-Duch: Oczekiwane odbicie wzrostu gospodarczego przesuwają się na kolejne miesiące, być może nawet na 2014 rok. Jej zdaniem jednak radykalne działania RPP w tym momencie nie byłoby zasadne.
- Zielińska-Głębocka: Jest jeszcze pewna przestrzeń do obniżek stóp procentowych, choć nie jest ona duża. Dodaje, że jeśli decyzja o kolejnej obniżce stóp ma zapaść, to lepiej, żeby było to wcześniej niż później.

Decyzja RPP (5.06.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.390	0.012
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	1.971	-0.019
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	3.211	0.009
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 25 bps				

PKB (flash): I kw. dużo słabszy od oczekiwań

Seria negatywnych niespodzianek dla sfery realnej zaczęła się w ubiegłym miesiącu, kiedy GUS niespodziewanie zrewidował dane o wzroście PKB za IV kwartał 2012 roku do 0,7% z 1,1% r/r. Dziś okazało się, że to nie koniec. Najnowszy, eksperymentalny odczyt flash wskazuje, że PKB w I kwartale 2013 roku urosł zaledwie o 0,4% (konsensus rynkowy 0,7%, nasza prognoza 0,6%).



Już podczas wczorajszego porannego komentarza wskazywaliśmy, że istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy generuje nieoczekiwanie niższy eksport netto w I kwartale; niestety, na weryfikację tej tezy przyjdzie nam poczekać do publikacji szczegółowych danych. Trudno nam na obecnym etapie także ocenić trafność pierwszego szacunku GUS, jako że w nocie metodologicznej możemy doczytać, że część danych była na pewno oszacowywana metodami ekonometrycznymi (GUS wyraźnie podkreśla, że szacunek flash ma charakter eksperymentalny). Sądząc po informacjach płynących z opublikowanych już (pewnych) danych o wyższej częstotliwości możemy z dużą pewnością stwierdzić, że I kwartał był faktycznie słabszy niż czwarty, choć należy pewnie przygotować się na możliwość przesunięcia ostatecznego odczytu, prawdopodobnie w obie strony – dla porównania precyzja pierwszych szacunków danych amerykańskich nie jest specjalnie duża wobec ostatecznego odczytu. Jakakolwiek nie okaże się ostateczna liczba podana przez GUS, dołek w cyklu koniunkturalnym uważamy za osiągnięty.

Implikacje najnowszego odczytu dla zachowania RPP są naszym zdaniem klarowne. Majowa obniżka stóp procentowych była przede wszystkim reakcją na słabsze dane o wyższej częstotliwości, niższą inflację oraz przeświadczenie o istnieniu ryzyka dla punktu przegięcia cyklu koniunkturalnego. Obecnie RPP już zdaje sobie w pełni sprawę, że obraz gospodarki przedstawiony modelami IE był zdecydowanie zbyt optymistyczny, zarówno w kontekście punktu przegięcia cyklu koniunkturalnego (dołek nie w czwartym kwartale, ale w dopiero w pierwszym), jak i głębokości spowolnienia (dołek na poziomie nie 1% ale znacznie bliżej 0%). Stąd też wydaje nam się, że szanse na obniżkę stóp procentowych na czerwcowym posiedzeniu znacząco wzrosły, jako że skromna majowa obniżka stóp procentowych nie zrekomensowała ani długiego okresu wait-and-see, ani skali rozbieżności prognoz z rzeczywistością. Ewentualne

lepsze dane ze sfery realnej w kwietniu nie powinny być dużą przeszkodą przed obniżką stóp, gdyż inflacja będzie nadal się obniżać, a ostatnie komentarze członków RPP sugerują, że 1) konsensus na obniżki prawdopodobnie nadal istnieje, a 2) nastroje są prawdopodobnie bardziej gołębie niż kluczowa część ostatniego komunikatu (RPP po prostu nie chciała się do niczego oficjalnie zobowiązywać).

Reakcja rynkowa na dane była umiarkowana po stronie kursu walutowego. Na rynku stopy procentowej stopy rentowności obniżyły się o 3pb.

Pierwsze jaskółki ożywienia akcji kredytowej dla gospodarstw domowych?

W kwietniu podaż pieniądza M3 wzrosła o 7,2% r/r, zgodnie z konsensusem rynkowym (+7,1%) i nieco poniżej naszej prognozy (7,6%). W ujęciu miesięcznym wzrost był minimalny (0,1%).

Po stronie depozytowej zasadniczo trwa kontynuacja obserwowanych od pewnego czasu trendów. W odniesieniu do gotówki w obiegu, nie sposób nie zgodzić się z towarzyszącym danym komentarzem na temat wypłat gotówki przed majowym długim weekendem. W podobnym kierunku i zgodnie ze wzorcem sezonowym zapewne oddziaływały uzupełnienia niedopłat z tytułu PIT, nieznacznie zmniejszając wielkość depozytów gospodarstw domowych. Te jednorazowe czynniki nie zmieniają jednak ogólnego obrazu – odbudowa oszczędności gospodarstw domowych trwa. Jeżeli zaś chodzi o oszczędności przedsiębiorstw, to zgodnie z naszymi przewidywaniami, dodatnio do rocznej dynamiki zaczęły kontrybuować depozyty korporacyjne (początek niskiej bazy z poprzedniego roku).

Po stronie kredytowej mamy nieznaczny spadek wolumenu pożyczek i kredytów udzielonych podmiotom krajowym. Należy przy tym zauważyć, że zarówno w przypadku przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych, jest to konsekwencja zmian kursowych – po wyłączeniu tych efektów wolumeny kredytów uległy zwiększeniu w obydwu kategoriach. Jak zawsze, na szczegółowe dane przyjdzie nam poczekać ok. tygodnia, warto jednak zauważyć, że w kwietniu na akcję kredytową dla przedsiębiorstw po raz pierwszy przez cały miesiąc wpływał program gwarancji kredytowych de minimis BGK. Zgodnie z komunikatem BGK, wartość kredytów obrotowych uzyskanych przez przedsiębiorstwa dzięki gwarancjom wyniosła 580 mln, jest to więc kwota póki co niknąca w comiesięcznym szumie efektów kursowych.

W przypadku akcji kredytowej dla gospodarstw domowych odnotowano wzrost należności o ok. 2,6 mld zł po wyłączeniu efektów kursowych. Jest to największa taka zmiana od maja – czerwca 2012 roku, co w połączeniu z formującym się w ostatnich miesiącach trendem wzrostowym oczyszczonych z wahań kursowych zmian akcji kredytowej sugeruje, że punkt zwrotny mamy tutaj już za sobą. Ze względu na brak szczegółowego rozbicia danych trudno wyrokować na temat tego, gdzie dokładnie odnotowano przyspieszenie, ale zarówno dotychczasowe trendy, jak i wyniki ostatniej rundy badań NBP wskazują, że ma to miejsce po stronie kredytów konsumpcyjnych.

Na koniec makroekonomiczne spojrzenie na M3 w ostatnich miesiącach. Po opublikowanych wczoraj wstępnych danych



o PKB za I kwartał, pomimo braku informacji o nominalnym PKB (elastyczność deflatora względem CPI jest jednak dość stabilna), można pokusić się o odniesienie wielkości akcji kredytowej do rozmiarów gospodarki. Należności od gospodarstw domowych wynoszą obecnie ok. 34% PKB, a dołączenie należności od sektora finansowego i przedsiębiorstw niefinansowych podnosi ten wskaźnik do ok. 55% - znacznie poniżej wielkości typowych dla krajów rozwiniętych. Odsetki te pozostają stabilne od 2009 roku, sugerując brak silnego delewarowania sektora prywatnego w Polsce.



EURUSD fundamentalnie

Kolejny dzień osłabienia EURUSD mimo lepszych danych o produkcji przemysłowej w strefie euro oraz stabilizacji indeksu ZEW dla Niemiec (decyzja Fitch o wydzwignięciu wiarygodności kredytowej Grecji powyżej poziomu śmieciowego to tylko formalność). Presja na osłabianie wspólnej waluty jest duża, zwłaszcza wobec umacniającego się dolara. Dziś dane o PKB krajów strefy euro - już wiemy, że dane z Francji są gorsze od oczekiwań. Uważamy, że potencjał do dalszych spadków EURUSD jest wciąż spory, zwłaszcza że EURUSD rozkorelował się z miarami apetytu na ryzyko: „przepakowanie” inwestorów w akcje może przebiegać przy spadkach EURUSD.

EURUSD technicznie

Korekta na wykresie 4H zakończyła się, zgodnie z przewidywaniami, na MA200. Jej zakończenie spowodowało dalsze spadki i nasza pozycja short zarobiła jak dotąd 250 pipsów. Na dziennym nie ma już wsparć na drodze do 1,2741, a oscylator, choć pokazuje solidne wyprzedzenie, wciąż nie zaczął nawet się wypłaszczać. Na 4H notowania utknęły na FIBO 38,2% (1,2936), ale tu również brak sygnałów odwrócenia trendu. Zostajemy więc z naszą pozycją i czekamy na zdecydowane przełamanie wspomnianego czterogodzinowego FIBO (na razie wygląda to obiecująco). S/L przesuwamy w międzyczasie na 1,3.

Wsparcie	Opór
1,2936	1,3071
1,2900	1,3027
1,2741	1,3000

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 jeszcze słabszy, choć tempo osłabienia wyraźnie opadło. Gorsze dane o PKB okazały się relatywnie neutralne dla polskiej waluty. Dziś większy potencjał do deprecjacji polskiej waluty z uwagi na dane o inflacji (uważamy, że jest ryzyko w kierunku odczytu niższego od konsensusu rynkowego); deficyt na rachunku bieżącym powinien być dla złotego neutralny - inwestorzy prawdopodobnie już dawno przestali patrzeć na bardzo zmienne dane miesięczne i po prostu zdyskontowali średnio-okresowo lepsze zrównoważenie polskiej gospodarki poprzez ograniczenie importu.

EURPLN technicznie

Kolejne lokalne FIBO (61,8% - 4,1583) poszło z dymem i kurs gotowy jest do przetestowania ostatnich lokalnych maksimów (4,1772), tym bardziej że oscylator na dziennym ma jeszcze sporo miejsca na ruch w górę. Korekty znajdują wsparcie na węźle dziennych - 4,15 / 4,1470). Na 4h oscylator jest wykupiony, ale dywergencji nie ma. Wsparcie wyznaczamy na 4,1593 oraz 4,1470-4,15 (węzeł średnich na dziennym). Na razie nie próbujemy poszukiwać maksimum wzrostów cen. Będziemy zainteresowani sprzedawaniem w okolicach 4,20; wcześniej zalecamy ostrożność lub bardzo płytkie S/L. Biorąc pod uwagę dzisiejsze dane fundamentalne, lepiej analizę techniczną zostawić na spokojniejszy rynek.

Wsparcie	Opór
4,1593	4,1986
4,1480	4,1786
4,1430/50	4,1737

Czynnik krajowy* w EURPLN



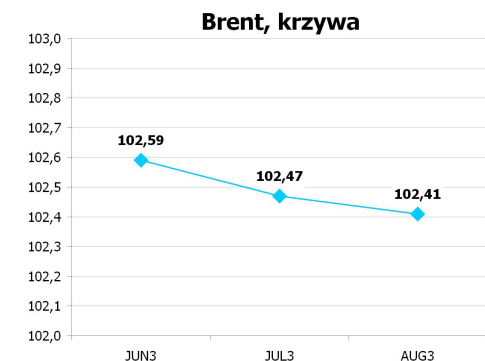
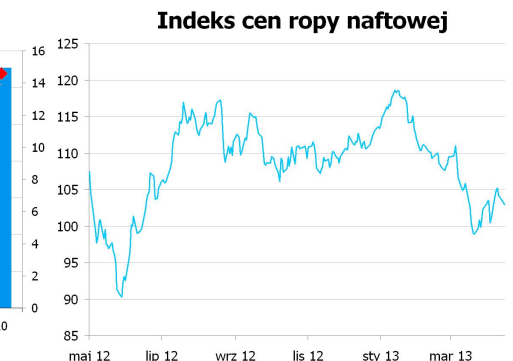
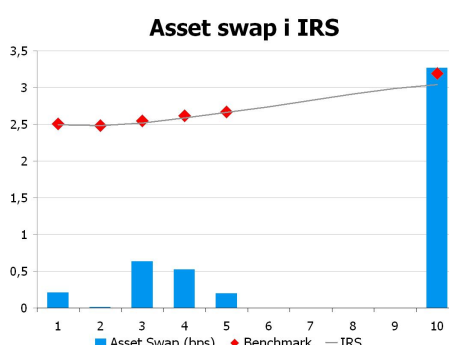
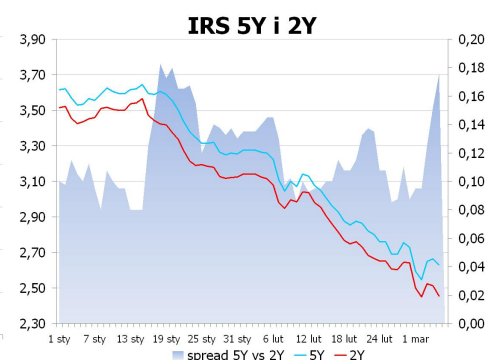
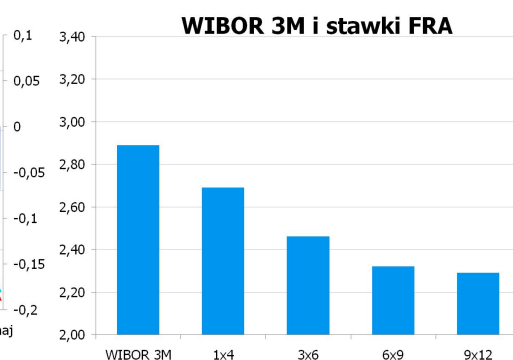
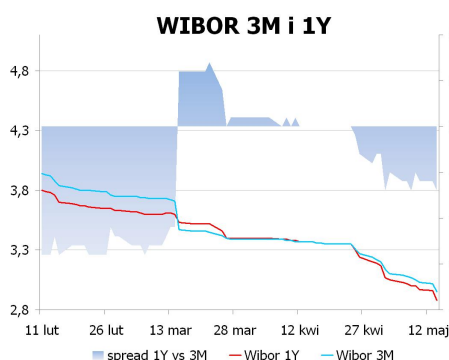
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.48	2.51	ON	2.8	3.1	EUR/PLN	4.1606
2Y	2.455	2.51	1M	2.8	3.0	USD/PLN	3.1998
3Y	2.495	2.55	3M	2.6	2.8	CHF/PLN	3.3549
4Y	2.565	2.62					
5Y	2.635	2.69					
6Y	2.71	2.77					
7Y	2.795	2.86					
8Y	2.88	2.94					
9Y	2.96	3.02					
10Y	3.015	3.07					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.80	2.85	EUR/USD	1.2918
1x4	2.64	2.69	EUR/JPY	132.31
3x6	2.41	2.46	EUR/PLN	4.1615
6x9	2.27	2.32	USD/PLN	3.2235
9x12	2.24	2.29	CHF/PLN	3.3305

**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, 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.