



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

Andrzej Torój
analityk
tel. +48 22 526 70 34
andrzej.toroj@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		
18.06.2012 PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Indeks NAHB	cze		28	29	
19.06.2012 WTOREK							
10:30	UK	CPI r/r (%)	maj		3.0	3.0	
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	cze		2.3	10.8	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	maj	0.2	0.3	0.3	
14:00	POL	Średnia płaca brutto r/r (%)	maj	4.2	3.9	3.4	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (K)	maj		730	723	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (K)	maj		723	717	
20.06.2012 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	maj	-0.2	2.7	2.9	
14:00	POL	PPI r/r (%)	maj	4.9	5.0	4.3	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	maj	2.7	2.7	2.7	
18:30	USA	Decyzja FOMC ws. stóp (%)			0.25	0.25	
21.06.2012 CZWARTEK							
	EUR	Spotkanie EcoFin					
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	cze		45.4	45.2	
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	cze		51.8	51.8	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	cze		45.0	45.1	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	cze		46.5	46.7	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (K)	16.06.		385	386	
16:00	USA	Indeks Philadelphia Fed (pkt)	cze		0.0	-5.8	
22.06.2012 PIĄTEK							
10:00	GER	Ifo Business Climate (pkt)			105.6	106.9	

W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** Ważne publikacje w Polsce skoncentrowane we wtorek (rynek pracy) i środę (sektor przemysłowy). Oczekujemy dalszego spadku dynamiki zatrudnienia (przetwórstwo notuje niewielkie spadki, zagadkowe spadki zatrudnienia w handlu, stabilizacja w „administrowaniu i działalności wspierającej”) oraz podwyższenia stopy wzrostu płac ze względu na niższą bazę z 2011. Wskaźniki koniunktury osuwają się niżej wskazując, że rynek pracy przesuwa się w fazę spowolnienia, jednak brak sekcji z gwałtownym załamaniem koniunktury pokazuje, że powinno być gradualne. W sektorze przemysłowym w ślad za spadającym indeksem PMI i innymi wskaźnikami koniunktury spodziewamy się ujemnego rocznego wzrostu wartości produkcji przemysłowej (wzmocnionej przez wyższą bazę z 2011). Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu utrzymuje poziom 4-5% - osłabienie złotego praktycznie niweluje spadki cen surowców, występuje silna zależność pomiędzy okresami osłabienia złotego a wzrostami cen producentów (nawet w okresach spowolnienia i przy spadających ocenach oczekiwanych cen - czyli nawet teraz). Możliwa jest także rewizja w górę o 0,1pp. W środę NBP poda także wskaźnik inflacji bazowej za maj - nasze kalkulacje wskazują na istotne obniżenie się o 0,4pp. do 2,3%.
- **Gospodarka globalna.** Uwaga rynków skupiona będzie w tym tygodniu na rozstrzygnięciach wyborów w Grecji i Francji oraz oczekiwaniu na śródową decyzję FOMC (najbardziej prawdopodobne przy rozlewającym się kryzysie w strefie euro i ostatnich negatywnych niespodziankach zza oceanu - patrz indeks zakoczeń - jest rozszerzenie Operation Twist). Nieliczne dane makro (głównie indeksy koniunktury z Niemiec i strefy euro - oczekiwane dalsze spadki) pozostaną w cieniu tych wydarzeń i decyzji.

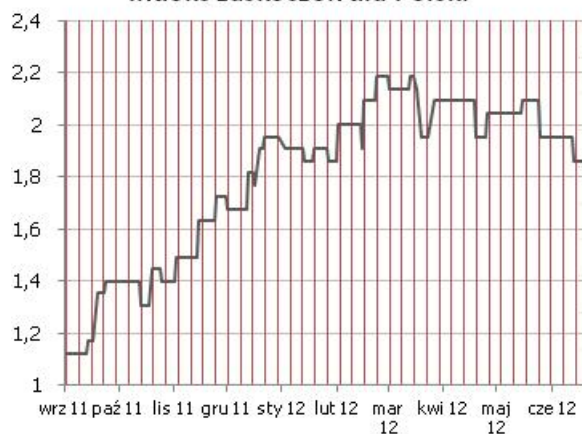
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- NBP: w kwietniu deficyt na rachunku obrotów bieżących Polski wyniósł 573 miliony euro (więcej czytaj w sekcji analizy).
- MF: Deficyt budżetu państwa po maju 2012 roku wyniósł 27029,4 mln zł, co daje 77,2% deficytu planowanego na poziomie około 35 mld zł (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Wybory parlamentarne w Grecji, których stawką jest być albo nie być Aten w strefie euro, wygrała konserwatywna Nowa Demokracja, która według wstępnych prognoz, może wraz z socjalistami z PASOK dysponować niewielką większością w parlamencie.
- Partia Socjalistyczna uzyskała w wyniku niedzielnych wyborów we Fracji bezwzględną większość w Zgromadzeniu Narodowym, wynika z sondażu powyborczego.

Decyzja RPP (4.07.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.496	0.037
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.638	0.041
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.277	0.000
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

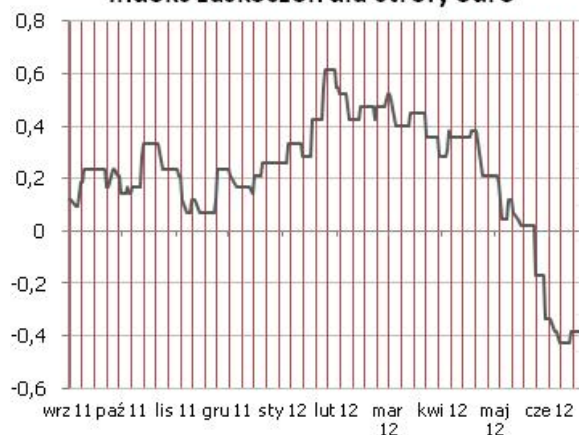
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


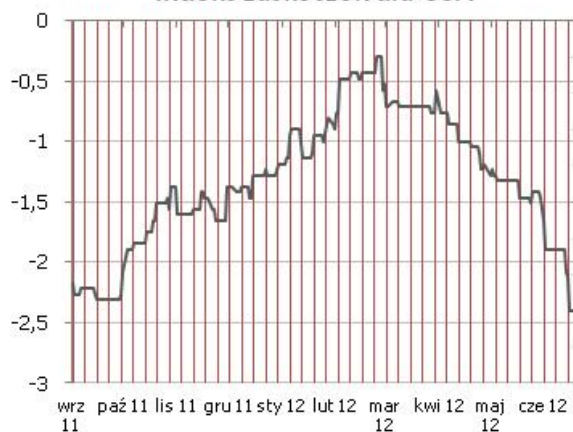
Indeks zaskoczeń dla Polski niżej po odczycie inflacji za maj (3,6% r/r wobec oczekiwanych 3,9%). W tym tygodniu sporo danych z polskiej gospodarki - szczególnie negatywnie może zostać przyjęty ujemny odczyt rocznej stopy wzrostu produkcji przemysłowej (środa).

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Indeks zaskoczeń nieznacznie wyżej po publikacji inflacji z Niemiec. W tym tygodniu możliwe zmiany przez publikację europejskich indeksów koniunktury (ZEW we wtorek, PMI w czwartek i Ifo w piątek).

USA

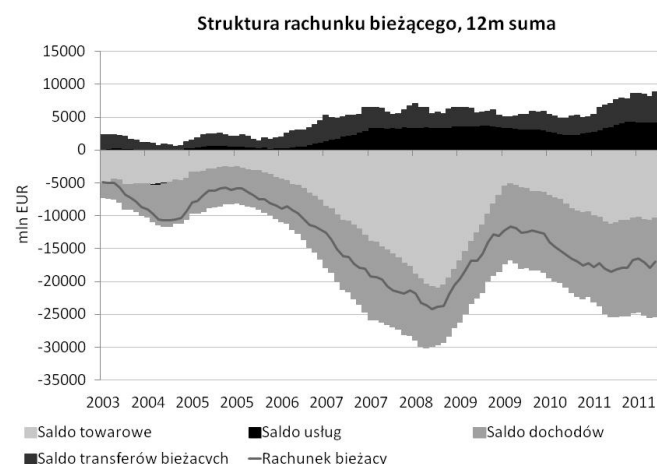
Indeks zaskoczeń dla USA


W USA tydzień negatywnych niespodzianek - w środę sprzedaż detaliczna (-0,2% m/m), w czwartek nowo zarejestrowani bezrobotni (111tys. wyższy odczyt od oczekiwanych 375tys.) i w piątek indeksy koniunktury (spadki indeksów Uniwersytetu Michigan i Empire State silniejsze od oczekiwań). Taki układ danych wzmacnia oczekiwania przed środową decyzją FOMC na kolejną rundę poluzowania ilościowego.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

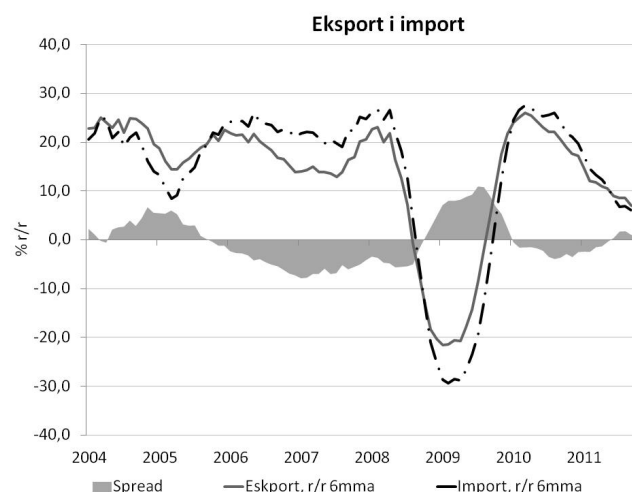
Deficyt na rachunku bieżącym wciąż relatywnie niski

Deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł w kwietniu 573mln EUR, nieznacznie tylko więcej od 228mln EUR zanotowanych przed miesiącem. Obstawialiśmy nieco wyższy deficyt (800mln EUR), jednak i tak niższy od konsensusu rynkowego (około 1mld EUR). Rozbieżność naszej prognozy z realizacją wynika z przeszacowania deficytu na rachunku dochodów.



Z publikacji płyną 3 ważne wnioski. 1) wcześniej publikowane dane GUS o handlu zagranicznym nijak mają się do publikacji NBP w zakresie poziomów eksportu i importu oraz deficytu na całym rachunku handlowym (znów spora rozbieżność). 2) Dane MF o płatnościach odsetkowych od długu publicznego nie są idealnym wskaźnikiem dla płatności odsetkowych prezentowanych w ramach rachunku dochodów (stąd w naszym przypadku przeszacowanie ujemnego salda o około 200-300 mln EUR - tyle co błąd na całym saldzie rachunku bieżącego). 3) Wyraźnie wyhamowuje dynamika eksportu i importu - choć saldo HZ zgadza się z naszą prognozą, wskazuje to na postępujące spowolnienie w eksportowym komponencie produkcji przemysłowej oraz w konsumpcji indywidualnej. Warto zwrócić uwagę, że jest to prawdopodobnie odzwierciedlenie dłuższego trendu (w przypadku produkcji co najmniej kilkumiesięcznego, w przypadku konsumpcji prawdopodobnie kilkunastomiesięcznego), który przez EURO2012 może być tylko zaburzony, lecz nie odwrócony.

Skupmy się na 3 wniosku. Dynamika eksportu obniżyła się w kwietniu do 0,9% r/r z 5,9% w poprzednim miesiącu, zaś importu do -3,9% z 3,3% w poprzednim miesiącu. Poprzednim razem ujemne roczne dynamiki importu obserwowaliśmy pod koniec 2008 roku, kiedy to konsumpcja indywidualna wyraźnie spowalniała. Okazuje się zatem, że obecnie możemy obserwować zarówno wyhamowanie komponentu wewnętrznego (import - inwestycyjny i konsumpcyjny), którego spodziewają się wszyscy (choć może w mniejszej skali), jak też komponentu zewnętrznego (eksport), który naszym zdaniem przez pewien czas będzie dodatkowym hamulcem dla polskiej gospodarki. Warto spojrzeć jeszcze na różnicę dynamik eksportu i importu - obecnie jest ona znacznie niższa niż w 2009 roku (jednak trend jest ten sam - wzrostowy), co sugeruje, że wsparcie ze strony kontrybucji eksportu netto również będzie mniejsze niż w 2009 roku.



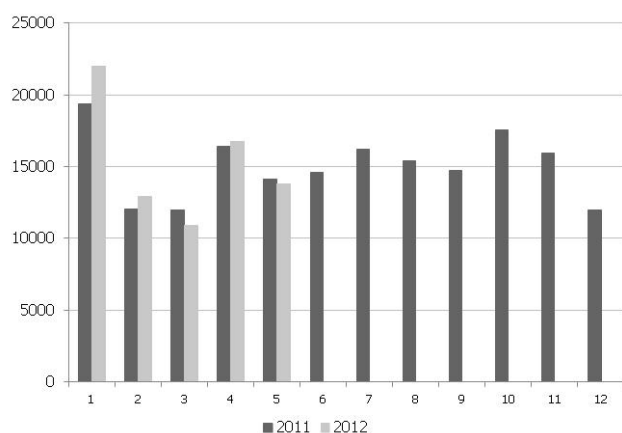
Szybki rzut oka na stronę finansowania pokazuje przede wszystkim znikome BIZ (na minusie, nietypowo jak na kwiecień) oraz znaczny odpływ inwestycji portfelowych (uwaga: przy nieznacznym osłabieniu złotego), skoncentrowany głównie na rynku długu, który równoważony jest przez sprzedaż aktywów zagranicznych przez rezydentów. Powtarzamy z poprzedniego miesiąca, że nie jest to struktura idealna (zagraniczne aktywa są zasobem wyczerpywalnym) i w dłuższym terminie nie jest możliwa do utrzymania. Wygląda na to, że Polska w celu zrównoważenia obrotów bieżących potrzebuje wyższych stóp procentowych, słabszego złotego oraz niższego wzrostu. Wszystkie te elementy mają szansę współgrać w najbliższym czasie, sprzyjając w średnim terminie lepszemu ocenie polskiej gospodarki pod kątem stabilności.

Budżet według planu, dochody zwalniają

Deficyt budżetu państwa w okresie od stycznia do maja br. wyniósł 27 029,40 mln zł, tzn. 77,2% planu na cały 2012 rok. Opublikowany w piątek wynik jest niemal zgodny z harmonogramem na 2012 rok, który przewidywał 77,3%. Spójność ta wynika zarówno ze strony dochodowej (wykonanie: 38,6%, plan: 38,7%), jak i wydatkowej (43% w obu przypadkach).

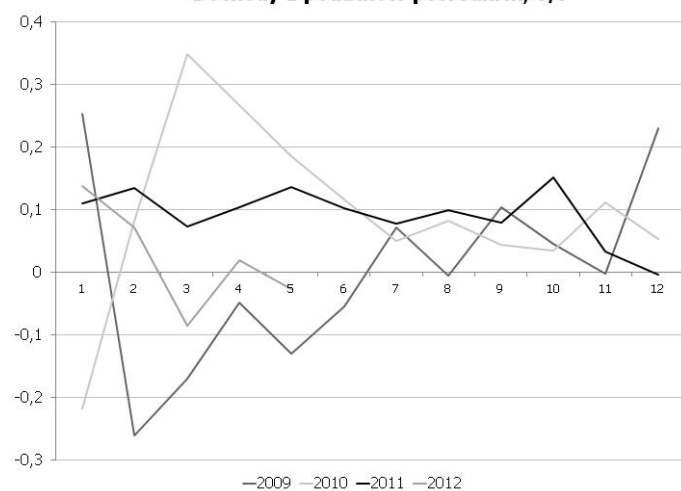
W większości ważnych kategorii szczegółowych procent wykonania planu na 2012 r. nie odbiega od wielkości z lat poprzednich. Wysoka precyzja harmonogramu fiskalnego w maju nie dziwi, biorąc pod uwagę niedawną publikację bieżącej wersji harmonogramu.

Bardziej interesujące są bieżące tendencje w kształtowaniu się dochodów podatkowych w świetle słabszych od oczekiwań danych o PKB w q1. Dochody z podatków pośrednich kształtowały się w pierwszych miesiącach 2012 na poziomach niemal identycznych jak w roku poprzednim. W kategoriach dynamiki r/r pierwsze miesiące 2012 r. są wyraźnie gorsze od 2011 r.

**Dochody z podatków pośrednich
[mln PLN]**


Od początku 2012 r. dynamika dochodów z podatków pośrednich oscyluje wokół zera (w marcu i maju spadły). W analogicznym okresie roku poprzedniego dochody rosły z kolei w tempie kilkunastu procent rocznie. Rok 2012 jest pod tym względem raczej bliższy słabego roku 2009.

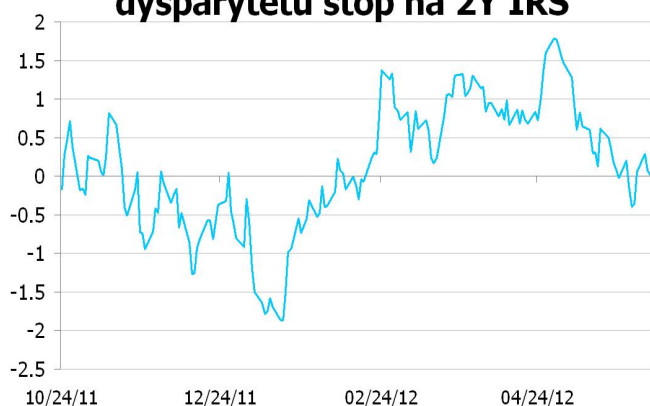
Brak przełomu w dynamice dochodów podatkowych za maj wspiera nasz pogląd o postępującym obniżeniu aktywności ekonomicznej. W konsekwencji wciąż uważamy, że rok 2012 okaże się gorszy od oczekiwań pod względem dochodów.

Dochody z podatków pośrednich, r/r


EURUSD fundamentalnie

EURUSD na nowych, lokalnych maksimach (okolice 1,2700), po obiecującym wyniku wyborów w Grecji (nie ma jednak jeszcze wciąż rządu, a szumne zapowiedzi sugerowały, że do rana będzie). Notowania rosły jeszcze w piątek - nie wiązalibyśmy tego jednak z obstawianiem wyniku wyborów w Grecji (10y bund na przykład spadał w rentowności) tylko raczej oczekiwaniem na dodatkową stymulację monetarną, i to nie w postaci skoordynowanej akcji banków centralnych tylko dodatkowej stymulacji monetarnej ze strony FOMC. Korzystny wynik wyborów zmniejsza szansę na taki obrót spraw. Poza tym, rozszerzenie Operation Twist to kwestia 200-300mln USD, bo mniej więcej tyle krótszych papierów zostało w portfelu Fed - stąd też jest to relatywnie mało; być może więc Fed poczeka na rozwój wydarzeń stricte makro, a to byłoby już niekorzystnie odebrane przez rynki. Nie wydaje nam się, że utworzenie rządu w Grecji sprowokuje coś więcej od relief rally. Problemy strefy euro zostają nierozwiązane a kluczowe w tym aspekcie będzie spotkanie Montiego, Merkel i Hollande'a (to oni zadecydują o kształcie strefy euro), do którego dojdzie 22go. [Dziś i jutro obraduje G20, jednak kluczowe kwestie tj. prawdopodobne zwiększenie kapitału IMF, zostały już ujawnione w weekend].

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

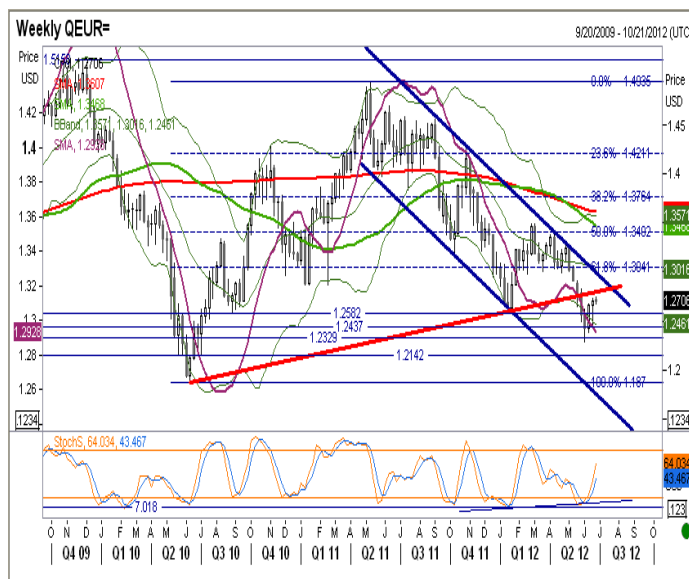
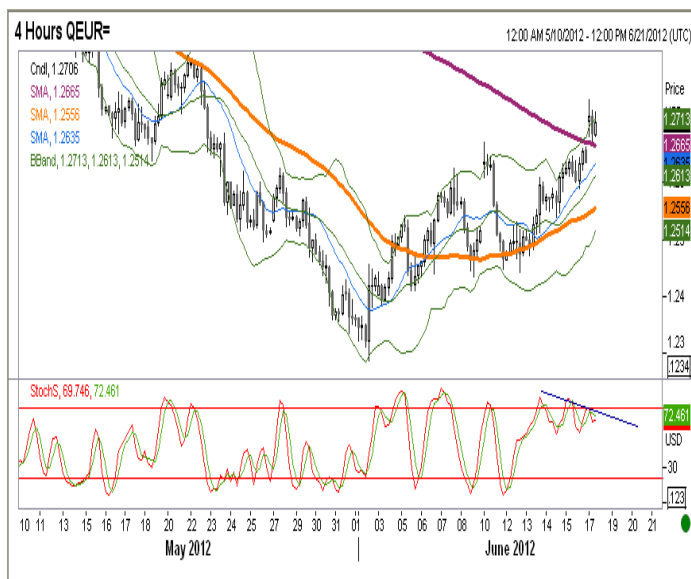


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przekalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przekalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Dobry wynik wyborów - kurs w górę. Na tygodniowym wyrysował się kolejny młotek - można też mówić o pewnej (pozytywnej) dywergencji z oscylatorem. Kluczowym poziomem oporu powinien być 1,2800 (linia trendu), następnie 1,29-3050. Na dziennym otwarcie wyraźnie powyżej górnej granicy kanału. Celujemy linię trendu na 1,2800, potem średnią 1,2880. Decydujące będzie dzisiejsze zamknięcie po kolejnym napływie informacji fundamentalnych (możliwość utworzenia rządu w Grecji). Uwaga na dywergencje na 4h.

Wsparcie	Opór
1,2671	1,3050
1,2627	1,2880
1,2556	1,2800





EURPLN fundamentalnie

EURPLN wsparty przede wszystkim obiecującymi wynikami wyborów w Grecji (odzwierciedlonymi w wyższych notowaniach EURUSD), choć po części również także danymi o bilansie płatniczym (niższy deficyt bieżący, choć naszym zdaniem strona finansowania pozostawia wiele do życzenia); dane o wykonaniu budżetu neutralne dla notowań kursowych. Dziś możliwe jeszcze umocnienie na fali globalnego relief rally. Niemniej nie oczekujemy, że złoty powinien się w obecnej chwili znacznie umacniać (abstrahując od likwidacji „nakładki” związanej z awersją do ryzyka), zwłaszcza biorąc pod uwagę cykliczność polskiej waluty i coraz wyraźniejsze symptomy spowolnienia gospodarczego.

EURPLN technicznie

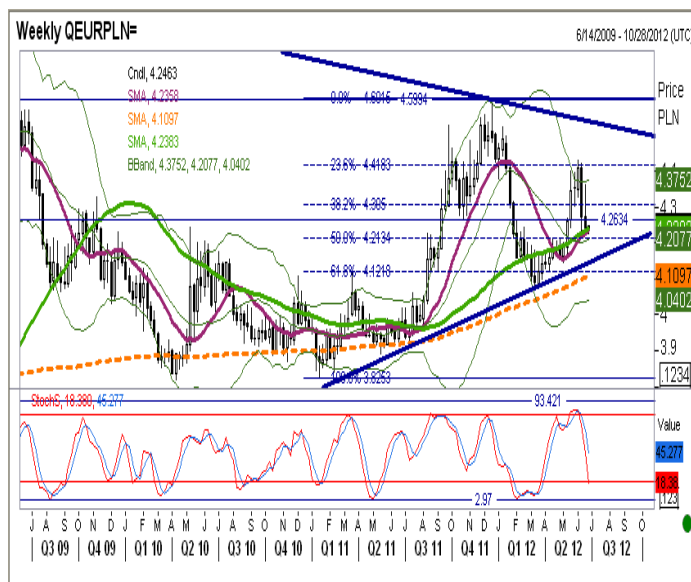
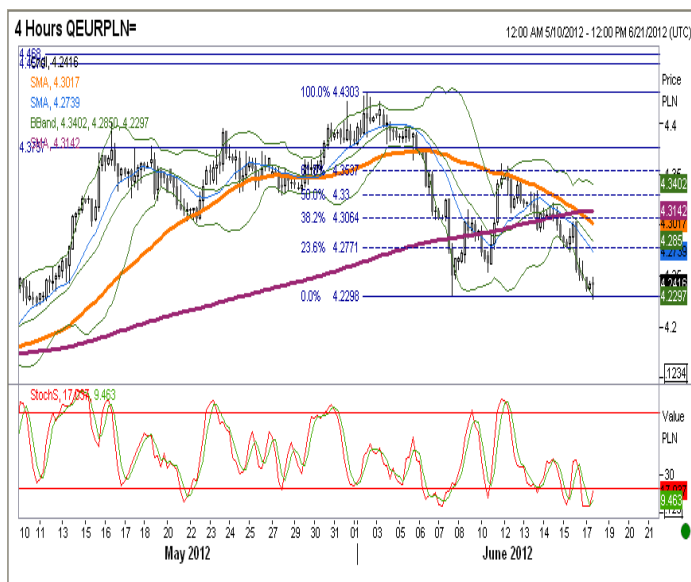
Korekta nie nastąpiła, a notowania powędrowały w dół osiągając (za nadadkiem) cel na 1,2591. Na tygodniowym odwrócony młotek - sugestia dalszej korekty w dół. Poziomym przyciągania kursu będzie (po przekroczeniu 4,2070 oraz 4,4130) linia trendu deprecyjnego na 4,15. Na dziennym notowania otworzyły się pod MA55. Najbliższym celem na dziś jest 4,2300. Złamanie tego poziomu przesunę uwagę na 4,18. Uwaga: notowania przekroczyły 61,8% zmniejszenie Fibo ostatniej deprecacji PLN, stąd też zaczynamy prawdopodobnie nowy epizod w życiu EURPLN (już nie korekta).

Wsparcie	Opór
4,2300	4,3222
4,2260	4,3020
4,2132	4,2812

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.

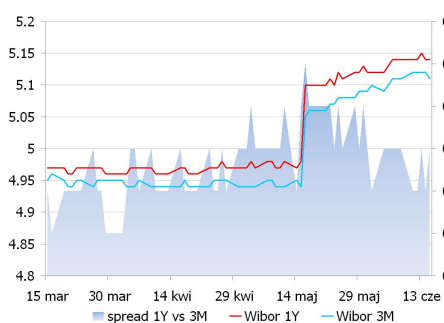




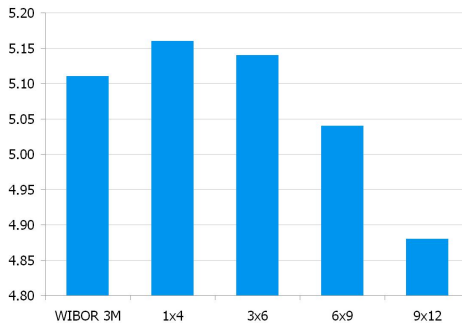
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	5.1	5.14	ON	4.6	5.1	EUR/PLN	4.2925
2Y	4.88	4.91	1M	5.0	5.5	USD/PLN	3.3971
3Y	4.775	4.82	3M	5.1	5.6	CHF/PLN	3.5740
4Y	4.753	4.78					
5Y	4.755	4.80					
6Y	4.765	4.81					
7Y	4.768	4.80					
8Y	4.789	4.82					
9Y	4.808	4.84					
10Y	4.8049	4.84					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.90	4.95	EUR/USD	1.2720
1x4	5.13	5.16	EUR/JPY	100.42
3x6	5.11	5.14	EUR/PLN	4.2411
6x9	5.01	5.04	USD/PLN	3.3334
9x12	4.83	4.88	CHF/PLN	3.5283

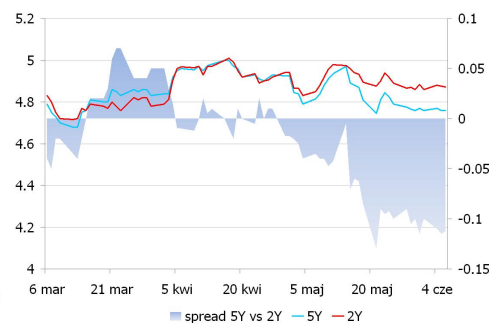
WIBOR 3M i 1Y



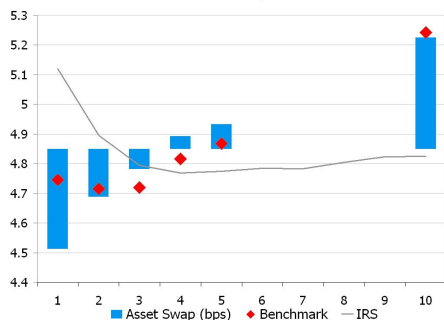
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



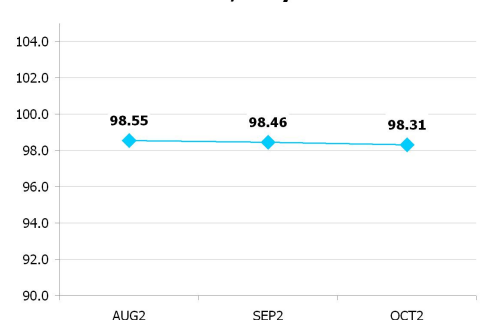
Asset swap i IRS



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, 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.