



## 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>29.04.2013 PONIEDZIAŁEK</b>							
11:00	EUR	Wskaźnik ESI (pkt)	kwi	89.5		90.0	
14:00	GER	CPI r/r wstępny (%)	kwi	1.4		1.4	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	mar	0.4		1.1	
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	mar	0.1		0.7	
16:00	USA	Podpisane umowy na sprzedaż domów m/m (%)	mar	1.0		-0.4	
<b>30.04.2013 WTOREK</b>							
1:30	JPN	Stopa bezrobocia (%)	mar	4.2		4.3	
1:50	JPN	Produkcja przemysłowa m/m wstępny (%)	mar	0.4		0.6	
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	mar	6.9		6.9	
11:00	EUR	CPI r/r wstępny (%)	kwi	1.6		1.7	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	kwi	1.6		1.6	
15:00	USA	Indeks CaseShiller m/m (%)	lut	0.80		1.02	
<b>01.05.2013 ŚRODA</b>							
14:15	USA	Zatrudnienie ADP (tys.)	kwi	150		158	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	kwi	51.0		51.3	
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	maj	0.25		0.25	
<b>02.05.2013 CZWARTEK</b>							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt)	kwi			48.0	
9:50	FRA	PMI w przemyśle final (pkt)	kwi	44.4		44.4	
9:55	GER	PMI w przemyśle final (pkt)	kwi	47.9		47.9	
10:00	EUR	PMI w przemyśle final (pkt)	kwi	46.5		46.5	
13:00	CZE	Decyzja Banku Czech (%)	maj	0.05		0.05	
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	maj	0.50		0.75	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	mar	-42.0		-43.0	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	27.04	345		339	
<b>03.05.2013 PIĄTEK</b>							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.)	kwi	145		88	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	kwi	7.6		7.6	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle (%)	mar	-2.4		3.0	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	kwi	54.0		54.4	

## W tym tygodniu...

● **Gospodarka polska.** Silnie adaptacyjny charakter oczekiwań inflacyjnych sprawia, że nie przykuwają one uwagi. Wtorkowy odczyt powinien pokazać dalszy spadek inflacji oczekiwanej przez gospodarstwa domowe. Czwartek z kolei przyniesie publikację PMI za kwiecień. Spodziewamy się nieznacznego wzrostu wskaźnika, wynikającego z odreagowania po marcu, ale pozostanie on na poziomach wskazujących na kontrakcję.

● **Gospodarka globalna.** Tydzień obfity w wydarzenia i publikacje danych. W eurolandzie warto zwrócić uwagę przede wszystkim na dane z Niemiec (sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia) i na ostateczne wartości przemysłowych PMI oraz na wstępny odczyt inflacji za kwiecień - ten ostatni powinien potwierdzić brak ryzyk inflacyjnych w strefie euro. Po drugiej stronie Atlantyku istotne będą przede wszystkim na dane z rynku pracy (środa - ADP, piątek - zatrudnienie poza rolnictwem i stopa bezrobocia), w szczególności na tempo kreacji miejsc pracy w kwietniu. W międzyczasie, warto również zwrócić uwagę na dane na temat aktywności konsumentów w marcu (poniedziałek). Oprócz tego, tydzień przynosi również publikację indeksów koniunktury ISM - oczekuje się, że pozostaną one na niskich poziomach, wskazujących na powolny wzrost aktywności. Równie ważna, jak napływające dane, będzie reakcja głównych banków centralnych (środa - Fed, czwartek - EBC) na informacje z poprzedniego miesiąca. EBC, wobec braku pozytywnych informacji z europejskich gospodarek (I kwartał przyniósł kontynuację recesji, wiosna bez ożywienia), najprawdopodobniej obetnie stopy procentowe o 25 punktów bazowych. Z kolei Fed, w obliczu kolejnego wiosennego *soft patch*, który wygasza oczekiwania i plany szybkiego ograniczenia skali poluzowania monetarnego, zapewne potwierdzi dotychczasową politykę.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Rzońca: Obecnie nie ma korzyści wynikających z polityki luzowania polityki pieniężnej dokonywanej przez centralny Bank Japonii. Gdyby polityka pieniężna była ilościowo luzowana przy niskiej stopie procentowej, ale wyraźnie wyższej do zera, to luzowanie mogłoby być skuteczniejsze, a jego intensywność i - w efekcie - ryzyko efektów ubocznych mniejsze.
- W pierwszym kwartale 2013 roku tempo wzrostu PKB USA wyniosło 2,5 procent.
- W piątek Bank Japonii nie zmienił wartości programu skupu aktywów.

Decyzja RPP (8.05.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.224	-0.001
stopy bez zmian	10%	USAGB 10Y	1.665	0.000
obniżka 25 bps	90%	POLGB 10Y	3.417	0.016
<b>PROGNOZA BRE</b>		<b>obniżka o 50 bps</b>		
Dotyczy benchmarków Reuters				

## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

## POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



Negatywne zaskoczenie odczytem sprzedaży detalicznej było niewielkie, za to spadek stopy bezrobocia okazał się dostateczny dla podniesienia polskiego indeksu. Trend boczny (zgodny z naszym postrzeganiem realnej gospodarki) jest kontynuowany. W tym tygodniu jedynie odczyt PMI ma szansę poruszyć indeksem.

## STREFA EURO

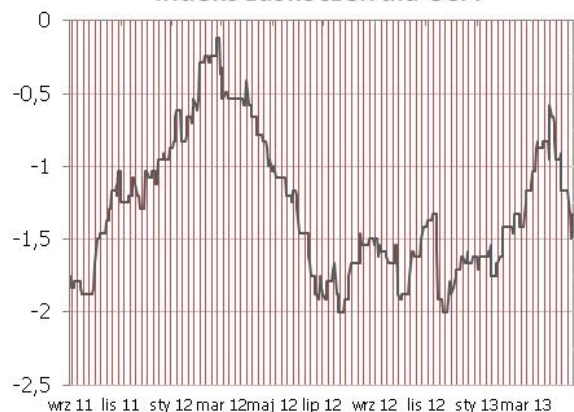
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Zbliżone do naiwnych oczekiwania dla indeksów PMI sprawiły, że ich dalszy spadek nie był dużą niespodzianką. Europejski indeks zaskoczeń zepchnął w dół za to niemiecki wskaźnik Ifo - tu odchylenie od prognoz okazało się być duże. W tym tygodniu, poza danymi z Niemiec (sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia) w zasadzie brak publikacji mogących poruszyć indeksem.

## USA

Indeks zaskoczeń dla USA



Indeks zaskoczeń dla Stanów Zjednoczonych w spadku swobodnym - tym razem negatywne niespodzianki przyniósł jeden z regionalnych indeksów koniunktury (NAI z Chicago), a także dane o zamówieniach na dobra trwałe. Pozytywne niespodzianki (nowozarejestrowani bezrobotni, finalny odczyt wskaźnika koniunktury Uniwersytetu Michigan, którego zachowanie w ostatnich miesiącach jest, eufemistycznie mówiąc, osobliwe) nie mogły zmienić ogólnego obrazu. W naszej opinii dane publikowane w tym tygodniu (payrolle, ISM) mają w dalszym ciągu potencjał do negatywnych niespodzianek. Dostosowanie oczekiwań analityków do *Soft Patch 2013* trwa.

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.

## USA: słabsze od oczekiwań dane o PKB za I kwartał 2013

Opublikowane w piątek dane o PKB za I kwartał 2013 okazały się słabsze od oczekiwań. Pierwszy szacunek (advance release, próba statystyczna obejmująca mniej niż połowę populacji generalnej, reszta doszacowywana statystycznie) wyniósł 2,5% SAAR (konsensus rynkowy 3,0% SAAR). Warto pamiętać, że w ciągu ostatnich kwartałów BEA miała raczej tendencję do nieoszacowywania wzrostu amerykańskiej gospodarki w pierwszych odczytach - dla przykładu odczyt za IV kwartał z biegiem czasu i napływu faktycznych danych zmienił się z -0,2% do +0,4% SAAR.

coraz bardziej oddalająca się od celu. Gospodarka wchodzi w trzeci z rzędu soft patch, którego przyczyna tkwi w głównej mierze w cięciach wydatków rządowych (sekwestracja), ale także w słabym popycie ze strefy euro i Chin. Rynkowe stopy procentowe pozostaną niskie dopóki inwestorzy nie zobaczą przesłanek za ponownym przyspieszeniem wzrostu w drugiej połowie roku. Wiara w przyspieszenie istnieje już od dawna, obecnie rynek potrzebuje twardych danych.



Konsumpcja prywatna wzrosła o 3,2% z 1,8% w poprzednim kwartale; za wzrost odpowiedzialne jest przyspieszenie spożycia w zakresie dóbr nietrwałego użytku i usług (odpowiednio do +1,0% oraz +3,1%), konsumpcja dóbr trwałych nieznacznie spowolniła (do 8,1% z 13,6%). Ważna informacja - najwyższe tempo wzrostu konsumpcji zrealizowało się przy znacznym spadku dochodu rozporządzalnego o 5,3%. Ostatni raz kontrakcję o takiej skali widzieliśmy pod koniec 2009 roku i dynamika konsumpcji obniżyła się w kolejnym kwartale z 2,1% do 0,0%; to kolejny oprócz spadającej stopy oszczędności dowód na to, że konsumenci wygładzają konsumpcję i ostatnie wzrosty po podwyżce podatku od wynagrodzeń oparte były na mało efektywnym paliwie (II kwartał będzie na pewno gorszy). Akumulacja brutto (nie inwestycje!) wzrosła o 12,3%; niestety liczba ta maskuje spadek dynamiki inwestycji w kapitał trwały z 14,0% do 4,1% oraz spowolnienie w inwestycjach mieszkaniowych z 17,6% do 12,6%. Za przyspieszenie akumulacji odpowiedzialna jest zmiana zapasów, która dodała do tempa wzrostu PKB 1,03pp. (w poprzednim kwartale odjęły 1,52pp.), z czego gros zapasów przypadło na zapasy rolnicze. Wydatki publiczne odnotowały w I kwartale kolejny, choć nieco mniejszy, minus (-4,1% wobec -7,0%). Eksport netto odjął od wzrostu 0,5pp.

Sprzedaż końcowa wyniosła +1,5% (poprzednio 1,9%) zaś sprzedaż końcowa do krajowych nabywców +1,9% (poprzednio 1,5%). Z tej perspektywy - czyli po wyłączeniu zmian zapasów oraz popytu na rynkach eksportowych - gospodarka amerykańska rośnie w stabilnym, lecz bardzo umiarkowanym tempie (wzrosty sprzedaży końcowej w okolicach 1-2% utrzymują się już 8 kwartał z rzędu). To jednak wciąż za mało, aby Rezerwa Federalna (posiedzenie w środę) wycofała się nawet z części zakupu aktywów, tym bardziej że coraz bardziej akcentowane jest też drugie zjawisko towarzyszące niskiemu wzrostowi - inflacja





### EURUSD fundamentalnie

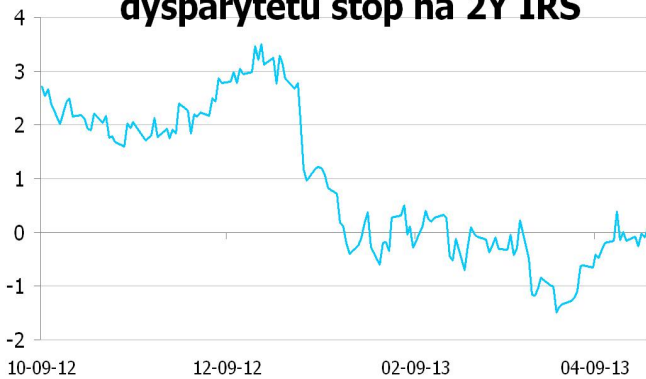
Nieznaczny wzrost EURUSD podczas piątkowej sesji to przede wszystkim zasługa słabszych odczytów z USA: PKB za I kw. (2,5% wobec oczekiwanych 3,1% - więcej czytaj w sekcji analizy) oraz koniunktury konsumenckiej mierzonej przez Uniwersytet Michigan (zwracamy uwagę na osobliwość tej publikacji - choć po wstępnym odczycie konsensus był bardzo niski, to indeks - finalny - kontynuował spadki m/m). Wielość wydarzeń w rozpoczynającym się tygodniu może wywołać większą zmienność na EURUSD, jednak trudno mówić o nowym kierunku. Z jednej strony napływające słabsze dane z USA (nic nie zapowiada odbicia w środowej publikacji ISM, podobnie w piątkowych danych z rynku pracy i o zamówieniach w przemyśle) nie pozwalają Fed nawet na spekulacje odnośnie zmniejszenia skali QE3 (posiedzenie Fed w środę), z drugiej po zeszlotygodniowych danych o koniunkturze w strefie euro dobra mina rzędzie już nawet największym optymistom i choć inwestorzy zdyskontowali już w dużej mierze obniżkę stóp EBC (w czwartek), ewentualna obniżka stopy depozytowej poniżej zera będzie bez precedensu na rynku eurowym (obecnie ujemna stopa depozytowa jest tylko w Danii) i na pewno wywoła reakcję na rynku walutowym.

### EURUSD technicznie

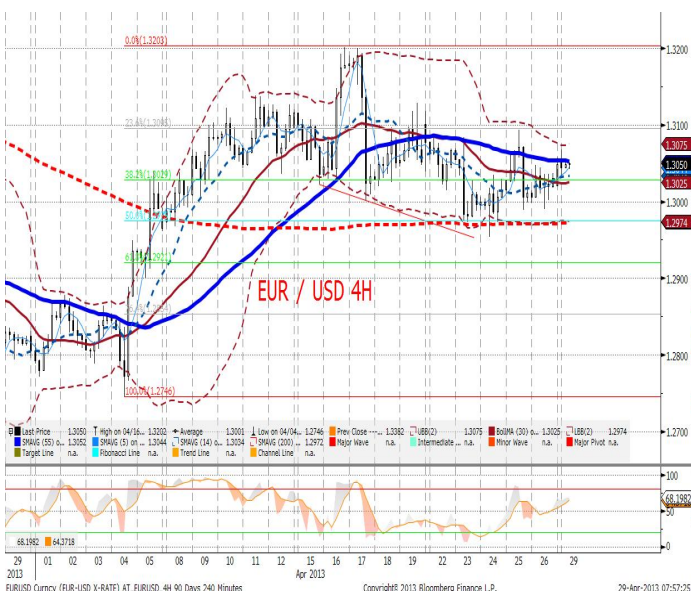
Na wykresie tygodniowym nadal wieje nudą. Notowania zblokowały się pomiędzy MA55 a środkiem wstęgi Bollingera. Na dziennym także bez spektakularnych zmian. Notowania dryfują w dół zamykając się dzień w dzień tuż poniżej MA55. Dla odmiany na wykresie 4h - bez zmian. Kurs znalazł się pomiędzy MA200 a MA55. Wszystko na razie pachnie konsolidacją, z której kurs wybija dopiero dane fundamentalne, których w tych tygodniu jest mnóstwo (Fed, ECB, NFP) i na nie właśnie czekamy (a właściwie na dynamikę przez nie generowaną), aby określić perspektywy techniczne na EURUSD. Na razie neutralnie.

Wsparcie	Opór
1,3029	1,3203
1,2974	1,3095
1,2921	1,3064

### 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

Na piątkowej sesji EURPLN przebił poziom 4,15 i po porannym osłabieniu utrzymywał się w przedziale 4,15-4,16. W tym tygodniu brak polskich publikacji (w czwartek jedynie indeks PMI), zatem złoty pozostanie pod wpływem czynników (i inwestorów) globalnych. Sporo publikacji i decyzje zarówno Fed jak i EBC mogą zwiększyć zmienność na globalnych rynkach, co pod nieobecność inwestorów krajowych na pewno przełoży się na większe ruchy także na EURPLN (uwaga zatem na ostawianie ciasnych zleceń S/L). Uwaga na decyzję ECB (czwartek), która może zostać wykorzystana przez inwestorów jako próbież dla ruchów RPP w maju (obniżka = możliwość wyceny przez rynek nawet 50 punktowego cięcia w maju przez RPP).

### EURPLN technicznie

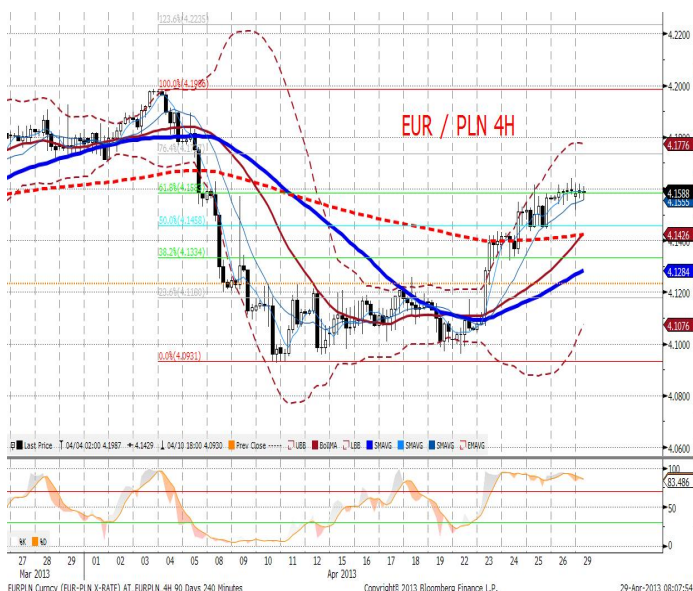
Gdyby nie nieco przydługawy wąs na środkowej świecy z tygodniowego, formacja (jedna długa czarna, druga prawie doji, trzecia duża biała) byłaby gwiazdą poranną, a więc formacją wzrostową. Ale i bez tego sytuacja na tygodniowym jest dużo mniej korzystna dla PLN. Notowana razie zblokowały się na średniej MA55, jednak dynamika ruchu jest spora. Zmartwimy się jednak dopiero, gdy notowania przerwą 4,20/2145. Na dziennym perspektywa wzrostowa po złamaniu MA200, MA55 i 38,2% Fibo z bardzo solidną strefą wsparcia rozciągającą się od 4,1485 do 4,1543. Sytuacja na 4h także nie wygląda dobrze dla złotego, gdyż mimo solidnego wyprzedania oscylatora notowania wcale nie chcą się korygować. Proponujemy pozycję long EURPLN z T/P na poziomie 4,21 i S/L 4,14 (wejście 4,1580).

Wsparcie	Opór
4,1543	4,2142
4,1485	4,2000
4,1360	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
1Y	2.6825	2.72
2Y	2.6825	2.73
3Y	2.715	2.77
4Y	2.765	2.82
5Y	2.82	2.87
6Y	2.88	2.94
7Y	2.95	3.01
8Y	3.025	3.09
9Y	3.085	3.15
10Y	3.135	3.19

depo	BID	ASK
ON	2.2	2.5
1M	2.9	3.3
3M	2.7	3.1

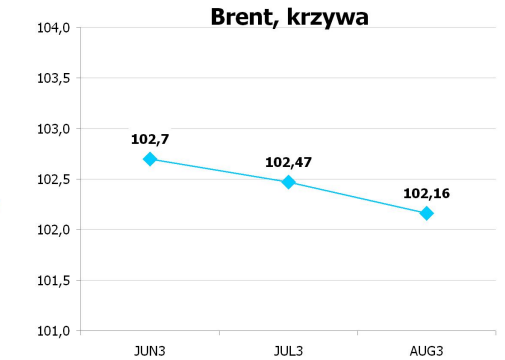
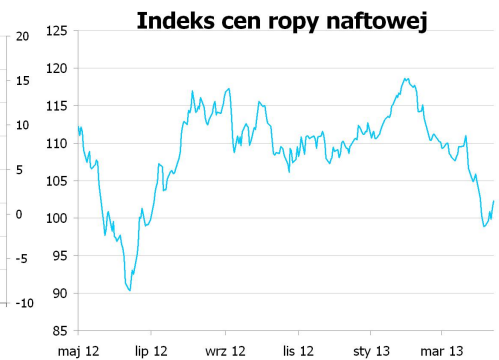
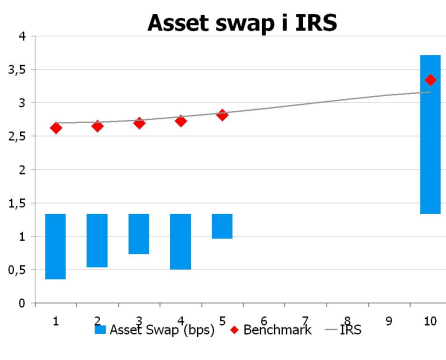
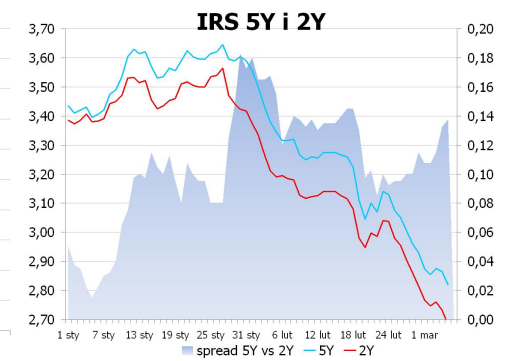
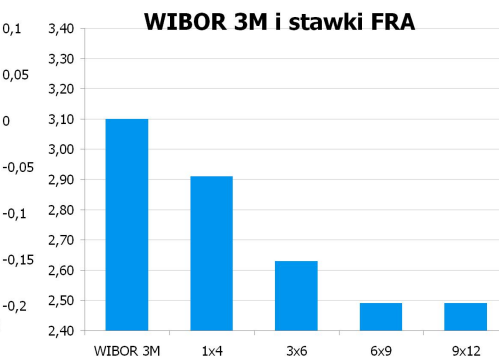
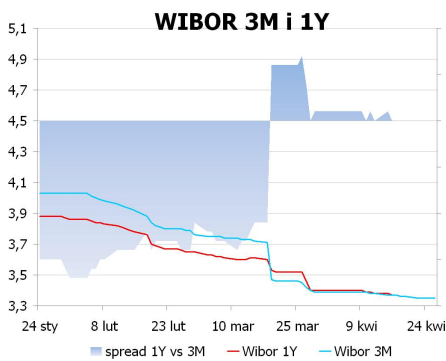
  

FRA	BID	ASK
1x2	3.00	3.05
1x4	2.86	2.91
3x6	2.58	2.63
6x9	2.43	2.49
9x12	2.43	2.49

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1588
USD/PLN	3.1943
CHF/PLN	3.3843

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3029
EUR/JPY	127.77
EUR/PLN	4.1571
USD/PLN	3.1835
CHF/PLN	3.3757



**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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.