



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		
6.05.2013 PONIEDZIAŁEK							
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)	
9:55	GER	Indeks PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt)	kwi		49.2	49.2 (p)	
10:00	EUR	Indeks PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt)	kwi		46.6	46.6 (p)	
10:30	EUR	Indeks koniunktury Sentix (pkt)	maj		-15.2	-17.3	
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	mar		-2.2	-1.4	
7.05.2013 WTOREK							
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle r/r (%)	mar		-2.9	0.0	
8.05.2013 ŚRODA							
	CHN	Eksport r/r (%)	kwi		10.0	10.0	
	CHN	Import r/r (%)	kwi		13.0	14.1	
	POL	Decyzja RPP (%)	maj	2.75	3.25	3.25	
12:00	GER	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar		-3.8	-1.8	
9.05.2013 CZWARTEK							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	kwi		2.2	2.1	
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	maj		0.5	0.5	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	3.05.		330	324	
10.05.2013 PIĄTEK							
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	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** W środę RPP ogłosi majową decyzję ws. poziomu stóp procentowych. Uważamy, że Rada zdecyduje się kontynuować przerwany w marcu cykl poluzowania. Drastyczna rewizja wzrostu PKB w IV kw. 2012, rozbieżność ścieżki inflacji z projekcją NBP i wzrastające obawy deflacyjne, działania EBC i już nie tylko brak poprawy koniunktury, ale jej ewidentne ponowne pogorszenie (czytaj w komentarzu o PMI w sekcji analizy) powinny poskutkować obniżką stóp (byc może nawet o 50 pb). Drzwi do obniżki zostały już mocno uchylone przez kluczowego w RPP Hausnera, który stwierdził, że RPP rozważy taką decyzję. Musimy jednak przypomnieć, że decyzje Rady nie zawsze wynikają z przesłanek merytorycznych (prognozy braku zmian stóp oparte są właśnie na zapatrzeniu części analityków w podziały w RPP), co kilkakrotnie w ciągu ostatnich miesięcy uniemożliwiło ich przewidywanie. Stąd trzymamy się prognoz opartych o makro i podkreślamy, że do obniżek będzie musiało dojść na przestrzeni najbliższych miesięcy (scenariusz minimum na środowe posiedzenie to zapowiedź obniżek).

• **Gospodarka globalna.** Uwaga skupiona będzie na danych z sektora przemysłowego Niemiec (wtorek/środa) oraz chińskich danych handlowych i inflacyjnych (środa/czwartek). Zarówno spadające wskaźniki koniunktury, jak i efekty pogodowe determinują niskie prognozy dla produkcji i zamówień w Niemczech, co z kolei nie wróży dobrze danym inwestycyjnym za I kw. 2013. W piątek po publikacji czeskiego wskaźnika CPI za kwiecień będziemy mogli przybliżyć prognozę inflacji w Polsce (publikacja w środę 15 maja).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- W kwietniu indeks PMI dla Polski spadł do 46,9 punktu z 48 punktów w marcu, kolejny miesiąc z rzędu pozostając poniżej bariery oddzielającej wzrost od spowolnienia w przemyśle (więcej czytaj w sekcji analizy).
- KE szacuje, że w 2013 roku tempo wzrostu PKB Polski wyniesie 1,1 procent, a w roku przyszłym przyspieszy do 2,2 procent. Według KE deficyt polskiego sektora finansów publicznych wyniesie w 2013 r. 3,9 proc. PKB.
- W czwartek ECB poinformował, że obniżył główną stopę procentową w strefie euro o 25 punktów bazowych do poziomu 0,5 procent.
- Draghi: Polityka monetarna ECB pozostanie akomodacyjna tak długo, jak będzie to konieczne.
- Stopa bezrobocia w USA w kwietniu 2013 roku wyniosła 7,5 proc., wobec 7,6 proc. w marcu. Liczba nowych miejsc pracy wyniosła w kwietniu 165 tys. (więcej czytaj w sekcji analizy).

Decyzja RPP (8.05.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	10%
obniżka 25 bps	90%
PROGNOZA BRE	
obniżka o 50 bps	

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.169	-0.002
USAGB 10Y	1.740	0.000
POLGB 10Y	3.189	-0.026
Dotyczy benchmarków Reuters		

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski

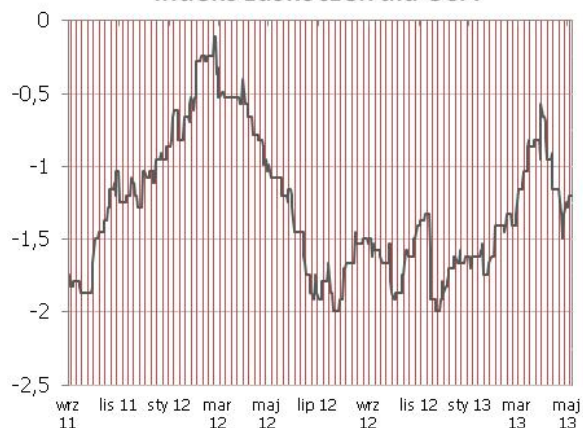

Indeks PMI zaskoczył negatywnie spadając do poziomu najniższego od lipca 2009 roku, tylko nieznacznie obniżając indeks zaskoczeń (komentarz czytaj w sekcji analizy), jednak poszerzając przestrzeń do negatywnych niespodzianek kolejnymi kwietniowymi odczytami.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


W strefie euro indeks zaskoczeń nieznacznie niżej po niższych od oczekiwań danych inflacyjnych. Finalne odczyty indeksów koniunktury okazują się nieznacznie wyższe od wstępnych, jednak potwierdzają kontynuację trendu spadkowego i tym samym nie przynoszą nowych dobrych informacji. Wydarzeniem minionego tygodnia była decyzja o obniżce stóp EBC. W tym tygodniu z kolei uwaga skupi się na danych z niemieckiego przemysłu (przestrzeń do niespodzianek pozostaje asymetryczna z ryzykiem w dół).

USA

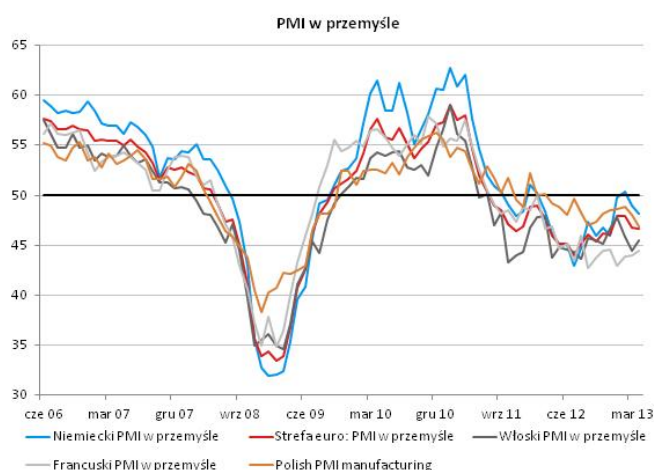
Indeks zaskoczeń dla USA


Największą zmienność indeksu zaskoczeń wywołują wstępne i finalne odczyty wskaźnika koniunktury Uniwersytetu Michigan (w dół i w górę odpowiednio). Publikacje minionego tygodnia pozwoliły na nieznaczny wzrost indeksu po lepszych od oczekiwań danych o wydatkach konsumpcyjnych oraz cotygodniowych danych z rynku pracy (payrolle zgodne z oczekiwaniami - więcej czytaj w sekcji analizy). Należałoby oczekiwać, że oczekiwania analityków dostosują się w końcu do obserwowanego tempa zmian amerykańskiej gospodarki (*Soft Patch 2013*).

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.

Silny spadek polskiego indeksu PMI w kwietniu

Pomimo oczekiwanej (zarówno przez nas, jak i przez rynek) stabilizacji indeksu na poziomie zbliżonym do 48 pkt. bazującej na znacznej poprawie pogody w kwietniu (marcowy spadek można było wiązać z dawno nierejestrowaną anomalią pogodową) okazało się, że PMI nie tylko kontynuuje spadki wskazując na dalsze pogarszanie się sytuacji w sektorze przemysłowym, ale także, że jego tempo przybiera na sile - indeks spadł w kwietniu do poziomu 46,9 pkt. nienotowanego od lipca 2009 roku. Taki odczyt i szerokie spektrum spadków wskazuje już nie tylko na wątki impulsu zewnętrznego do odbicia koniunktury w Polsce, ale także dalej pogarszające się warunki krajowe, a zatem nadzieje na osiągnięcie dna obecnego spowolnienia w IV kw. 2012 mają małe prawdopodobieństwo realizacji i stawiają pytanie o wzrost w II kw. 2013 inny niż tylko statystyczny.

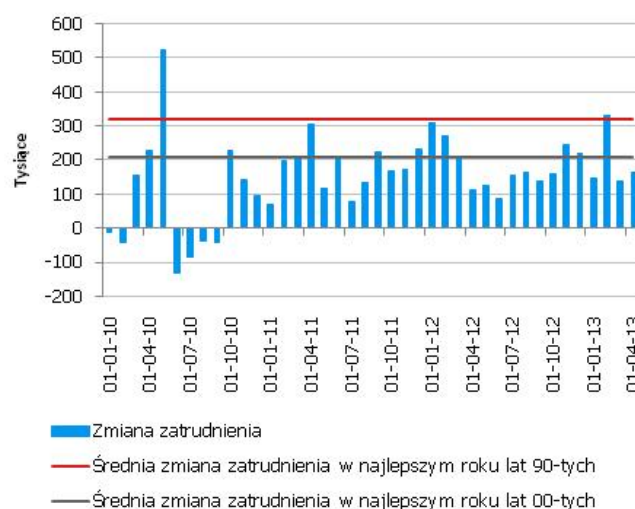


Pisaliśmy już niejednokrotnie, że miesięczne odczyty PMI traktować należy z dystansem i choć zaskoczenie kwietniowym odczytem jest spore, to miesięczne zmiany w skali 1pkt wpisują się w naturalną zmienność wskaźnika. W rozbiciu danych warto zwrócić uwagę na: 1) przyspieszenie tempa spadków produkcji i nowych zamówień wskazujące, że wzrosty na początku roku nie były wiarygodnym sygnałem odwrócenia tendencji spowolnieniowych; 2) tempo spadku cen wyrobów gotowych pogłębia się, kolejny miesiąc z rzędu osiągając historyczne minimum - trend na obu raportowanych wskaźnikach cenowych jest silnie spadkowy (potwierdza to nasze obawy deflacyjne i wynika zarówno z niższych cen surowców, jak i presji konkurencyjnej wywołanej ograniczonym popytem); 3) konwergencję indeksu polskiego i europejskich w średnim okresie i trwale słabe dane dot. zamówień eksportowych zarówno w Polsce, jak i Europie.

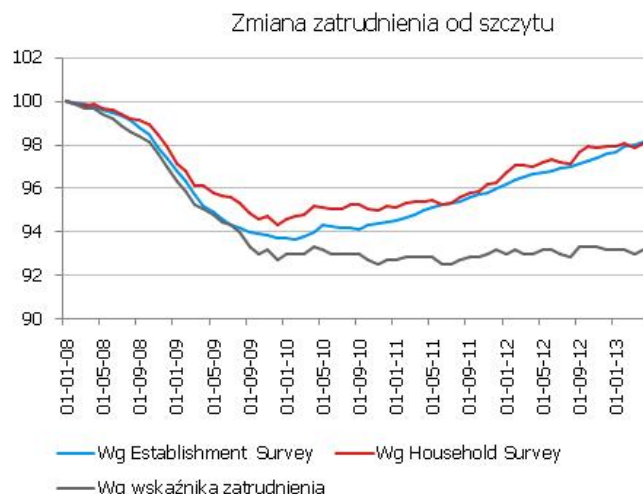
Drastyczna rewizja wzrostu PKB w IV kw. 2012, rozbieżność ścieżki inflacji z projekcją NBP i wzrastające obawy deflacyjne potwierdzone przez PMI, działania EBC i już nie tylko brak poprawy koniunktury, ale jej ewidentne ponowne pogorszenie powinny skutkować szybką obniżką stóp procentowych (być może nawet o 50 pb już na najbliższym posiedzeniu). Tak wyglądałby w każdym razie racjonalny, merytorycznie uzasadniony scenariusz niezwiązany z wewnętrznymi przepychankami w RPP.

Stany Zjednoczone: ciąg dalszy przeciętności na rynku pracy

Tym razem ani negatywna niespodzianka w danych ADP (+119 wobec oczekiwanych +150 tys.), ani dalsze spadki subindeksów ISM zatrudnienia nie przełożyły się na rozczarowanie w miesięcznym raporcie BLS z rynku pracy. W kwietniu gospodarka amerykańska dodała 165 tys. miejsc pracy, powyżej konsensusu rynkowego. W szczegółowych rozbiciach mamy kolejny spadek zatrudnienia w sektorze rządowym (zwolnienia we wszystkich subkategorjach - teraz to już naprawdę sekwester...) i nieznaczne zmniejszenie liczby pracujących w przemyśle.



Piątkowy raport odpowiedział również przecząco na pytania o to, czy dane marcowe (przypomnijmy, odebrane fatalnie) zostaną utrzymane na wstępnych poziomach. Wzrost liczby zatrudnionych w poprzednim miesiącu zrewidowano z +83 do +138 tys., a szacunkowy przyrost zatrudnienia poza rolnictwem w lutym wynosi obecnie aż 332 tys., najwięcej od maja 2010 (efekt spisu powszechnego). Trendy z ostatnich miesięcy są więc utrzymane (MA6 na solidnym poziomie 208 tys. etatów), a początek roku 2013 wypada niemal identycznie w porównaniu z poprzednimi. Nic więc nowego, tempo kreacji miejsc pracy pozostaje na niezadowolających poziomach.





Stopa bezrobocia ponownie spadła, tym razem raczej wskutek przyrostu zatrudnienia (wskaźnik zatrudnienia wreszcie w górę!) niż - jak to miało miejsce w poprzednich miesiącach - z powodu spadku aktywności zawodowej, i kształtuje się obecnie na poziomie 7,5% - najniższym od grudnia 2008 r. Tyle dobrych informacji. Z gorszych - wzrosła liczba osób zmuszonych z powodów ekonomicznych do pracy na niepełny wymiar etatu, mamy również spadek średniej tygodniowej liczby przepracowanych godzin (o 0,2), obydwie fakty sygnalizują zmniejszenie popytu na pracę i zapewne widoczny efekt soft patch 2013.

Dane te, rozpatrywane w ogólnym kontekście makroekonomicznym (soft patch) i w perspektywie trendów z ostatnich miesięcy, nie są dostatecznym argumentem dla szybkiego odłączenia przez Fed monetarnej kroplówki. Silna pozytywna reakcja rynków na piątkowe dane nie jest naszym zdaniem związana z pozytywnym wydźwiękiem ich samych (powtórzmy, to jest dość przeciętny raport), ale wynika raczej z wygaszenia oczekiwań na silne spowolnienie tempa poprawy sytuacji na rynku pracy. Historia marca i kwietnia na amerykańskim rynku pracy to również lekcja na temat inherentnej niepewności wstępnych odczytów (BLS podaje, że błąd standardowy dla przyrostu zatrudnienia to 50 tys. etatów).



EURUSD fundamentalnie

Wzrost EURUSD w piątek o ok. pół figury to zapewne częściowe odreagowanie czwartku (decyzja ECB i późniejsza konferencja ECB przyniosły summa summarum osłabienie euro w stosunku do dolara o prawie dwie figury), ale najważniejszym wydarzeniem dnia były dane z amerykańskiego rynku pracy. Reakcja nań jest całkiem charakterystyczna. Ponieważ informacje okazały się lepsze od oczekiwań rynku (który miał prawo być pesymistycznie nastawiony), zobaczyliśmy gwałtowne umocnienie dolara. Z drugiej strony, uzasadnienie dla optymizmu jest jednak de facto słabe (czytaj więcej w sekcji analizy), a wywołana przezeń stymulacja oczekiwań na wygaszenie luzowania monetarnego - stosunkowo niewielka, nie było trwałego efektu. W tym tygodniu uwaga skupiona będzie głównie na twardych danych z niemieckiego przemysłu (zaczynamy we wtorek), a dzisiejsze dane na temat finalnych PMI z usług będą bez wpływu.

EURUSD technicznie

Na tygodniowym po raz kolejny bez przełomu, konsolidacja, kurs ma problemy z przebiciem Fibo 1,3150; oscylator delikatnie wędruje w górę. Zdecydowanie ciekawiej na dziennym - dywergencja rozwijająca się od kilku dobrych dni. Zaryzykowałibyśmy pozycję short, ale nie z obecnych poziomów. Zważywszy na perspektywę korekcyjnego odbicia na 4h (notowania utknęły w okolicach średniej i odpowiedniego Fibo, oscylator zawraca w górę) wejście proponujemy na poziomie 1,3180 (S/L 1,3250). Alternatywnie, jeśli korekta na 4h już nastąpiła, wchodzimy poniżej MA55 (czyli np. 1,3070) ze S/L 1,3165. Cel w obu przypadkach to co najmniej 1,30 - nie ustawiamy sztywnego T/P.

Wsparcie	Opór
1,3030	1,3243
1,2984	1,3212
1,2936	1,3160

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

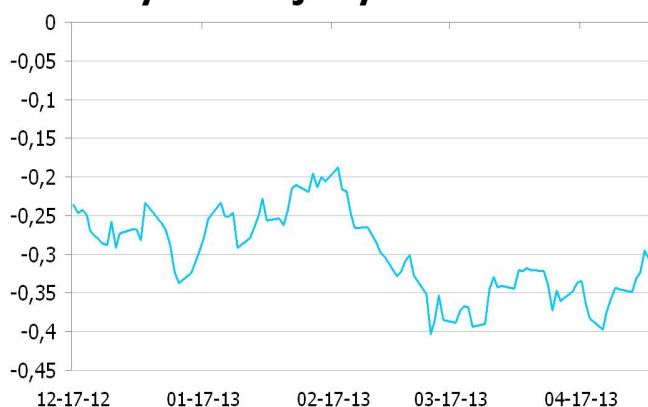
Po „weekendzie majowym” EURPLN rozpoczyna nowy tydzień w okolicy 1,40, a więc jedynie nieznacznie niżej. Zmienność zeszłego tygodnia implikowana wydarzeniami globalnymi nie przyniosła zatem istotnej zmiany poziomu kursu złotego (para EURUSD będąca naturalnym punktem odniesienia nie tworzy żadnego jednoznacznego trendu - pomimo obniżki stóp przez EBC jego działania odbierane są ciągle jako znacznie ostrożniejsze niż Fedu, czego nie zmieniają już nawet pojedyncze lepsze odczyty makro z USA) i dopiero w tym tygodniu brak jasności co do decyzji RPP ma szansę wybić złotego z trendu bocznego. Naszym zdaniem Rada nie ma wyjścia - bardzo słabe dane (m.in. czytaj w sekcji analizy o PMI), coraz mniej oderwane od rzeczywistości ryzyka deflacyjne, obniżka stóp EBC - to wszystko sprawia, że uważamy, że w środę Rada powinna kontynuować cykl obniżką 50 punktową. Jak zwykle jednak istnieje niezaniebawalna niepewność związana z niemerytorycznymi przesłankami decyzji RPP - stąd kierunek zmian EURPLN także pozostaje niepewny z tendencją na północ.

EURPLN technicznie

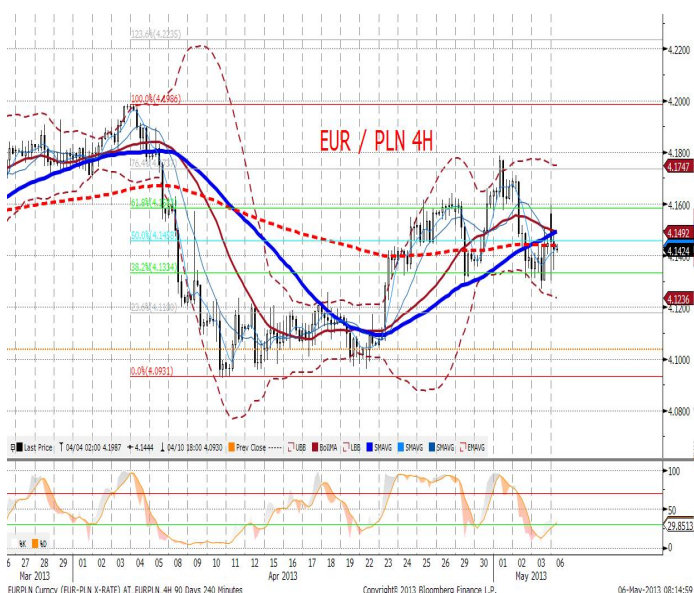
S/L 4,1400. Ruchy na EURPLN są dość chaotyczne. Na tygodniowym broni się MA55, notowania przykrywa także górna granica opadającego klina. Na dziennym pachnie konsolidacją, jednak 4h pokazuje głowę z ramionami, z nieprzełamaną linią szyi - wyznacza to cel na poziomie około 4,10; kłopot to tylko odwracający się oscylator (z obszarów wyprzedania). Dlatego też pozostajemy biernymi obserwatorami.

Wsparcie	Opór
4,1359	4,1786
4,1174	4,1737
4,0945	4,1583

Czynnik krajowy* w EURPLN



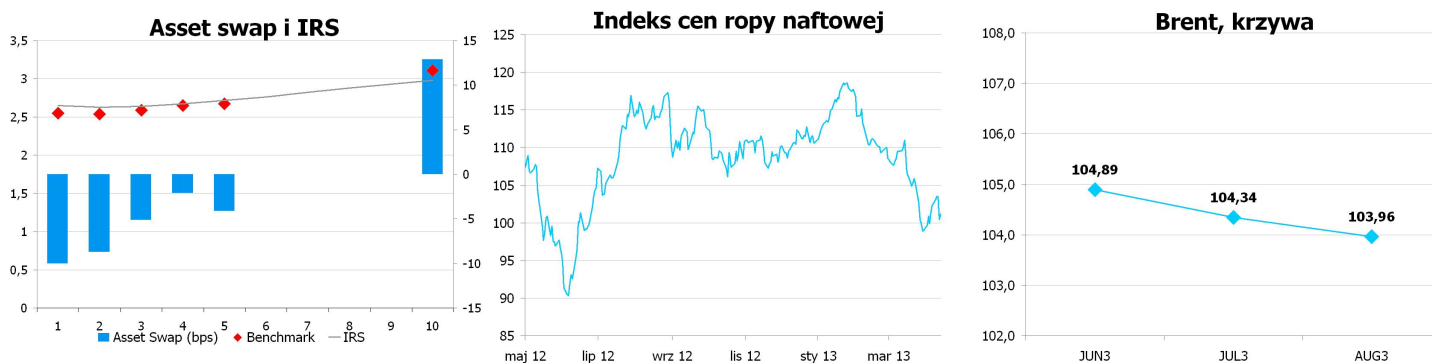
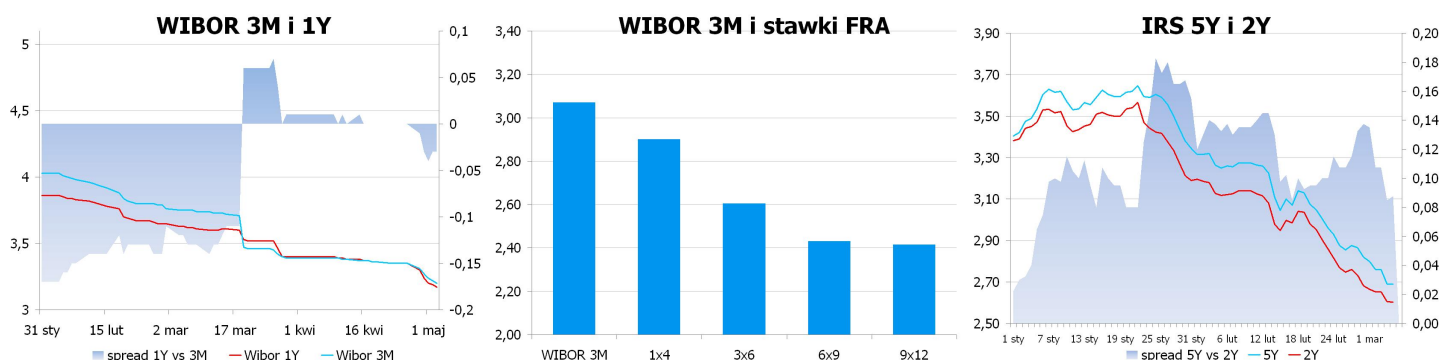
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.6325	2.67	ON	2.8	3.1	EUR/PLN	4.1485
2Y	2.6025	2.65	1M	2.8	3.1	USD/PLN	3.1492
3Y	2.615	2.67	3M	2.7	2.9	CHF/PLN	3.3950
4Y	2.645	2.70					
5Y	2.69	2.74					
6Y	2.7393	2.79					
7Y	2.796	2.85					
8Y	2.855	2.91					
9Y	2.9073	2.96					
10Y	2.9549	3.00					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.97	3.02	EUR/USD	1.3113
1x4	2.85	2.90	EUR/JPY	130.13
3x6	2.56	2.61	EUR/PLN	4.1425
6x9	2.38	2.43	USD/PLN	3.1525
9x12	2.37	2.42	CHF/PLN	3.3610

**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 OBROcie 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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.