



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		
27.05.2013 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
28.05.2013 WTOREK							
14:00	HUN	Decyzja Banku Węgier (%)	maj		4.50	4.75	4.50
15:00	USA	Case Shiller indeks r/r (%)	mar		10.2	9.3	10.9
16:00	USA	Indeks koniunktury CB (pkt)	maj		71.0	69.0	76.2
29.05.2013 ŚRODA							
10:00	EUR	M3 r/r (%)	kwi		3.0	2.6	3.2
10:00	POL	PKB r/r (%)	Q1	0.6	0.4 (p)	0.7	0.5
14:00	GER	CPI r/r (%) wstępny	maj		1.5	1.2	1.3
30.05.2013 CZWARTEK							
11:00	EUR	Indeks koniunktury ESI (pkt)	maj		89.0	88.6	89.4
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR (%) drugi	Q1		2.5	2.5	2.5
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	25.05.		341	344 (r)	354
16:00	USA	Podpisane umowy na sprzedaż domów m/m (%)	kwi		1.6	1.5	0.3
31.05.2013 PIĄTEK							
1:30	JPN	CPI r/r (%)	kwi		-0.7	-0.9	-0.7
1:50	JPN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	kwi		-3.4	-6.7	-2.3
8:00	GER	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	kwi		0.2	-0.1 (r)	-0.4
11:00	EUR	HICP r/r (%) wstępny	maj		1.4	1.2	
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	kwi		12.2	12.1	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjna r/r (%)	maj	0.9	0.9	1.1	
14:30	USA	Dochody konsumentów m/m (%)	kwi		0.2	0.2	
14:30	USA	Wydatki konsumentów m/m (%)	kwi		0.1	0.2	
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt)	maj		50.0	49.0	
15:55	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan (pkt) finalny	maj		83.9	83.7	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** O 14 NBP opublikuje oczekiwania inflacyjne zebrane w maju - ich opóźniony charakter względem wskaźnika CPI wskazuje na kontynuację trendu spadkowego.

• **Gospodarka globalna.** Przed południem Eurostat opublikuje dane o inflacji i stopie bezrobocia w strefie euro, zaś po południu spora dawka danych z USA. Po wczorajszym drugim odczycie PKB z USA za I kw. 2013 (właściwie bez niespodzianek względem pierwszej publikacji) dzisiejsze dane o dochodach i wydatkach konsumentów rzucą więcej światła na zachowanie konsumpcji w II kw. Podobnie finalny odczyt indeksu koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

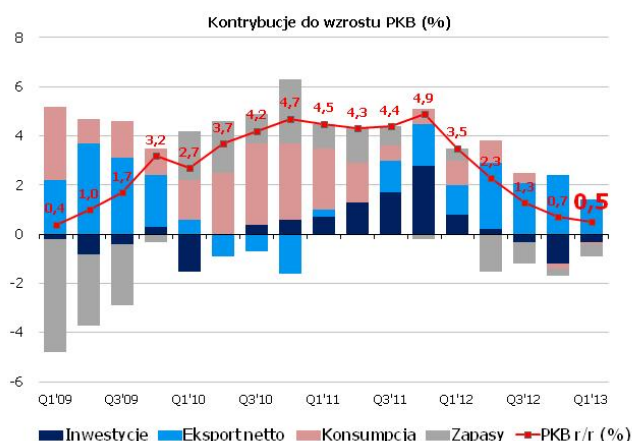
- Chojna-Duch: Wzrost gospodarczy w 2013 roku może wynieść około 1 proc. rdr, ale będzie to możliwe jeśli gospodarka przyspieszy w kolejnych kwartałach.
- PKB wzrósł w I kwartale 2013 roku o 0,5 proc. rdr w porównaniu ze wzrostem o 0,7 proc. rdr w IV kwartale. W ujęciu kwartalnym, PKB w I kwartale wzrósł o 0,1 proc. (więcej czytaj w sekcji analizy).
- OECD: Wzrost PKB w Polsce przyspieszy z 0,9 proc. w 2013 r. do 2,2 proc. w 2014 r. Poprzednio OECD prognozowała, że w tym roku wzrost PKB wyniesie 1,6 proc. OECD rekomenduje dalsze obniżki stóp procentowych.

Decyzja RPP (5.06.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	0%
obniżka 25 bps	100%
PROGNOZA BRE	
obniżka 25 bps	

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.517	-0.005
USAGB 10Y	2.114	-0.011
POLGB 10Y	3.570	0.046
Dotyczy benchmarków Reuters		

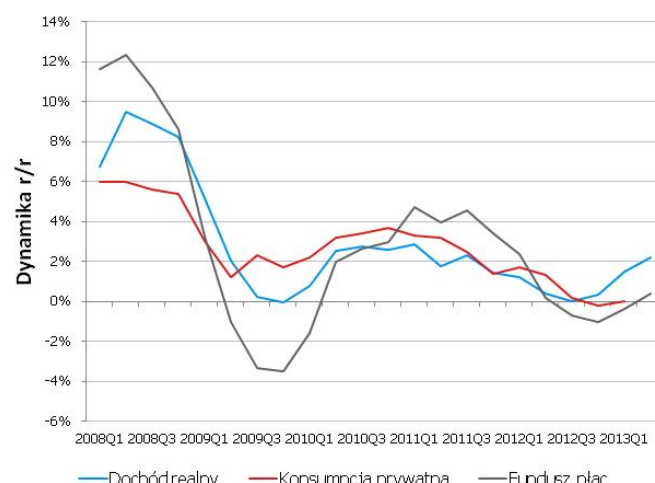
Drugi odczyt PKB potwierdza pogorszenie koniunktury w I kw.

W I kw. PKB wzrósł o 0,5% r/r. Zrewidowano zatem nieznacznie w górę odczyt flash (0,4% r/r). W ujęciu odsezonowanym PKB wzrósł o 0,1% kw/kw wobec stagnacji w IV kw. 2012.



Dekompozycja PKB potwierdza słabość popytu wewnętrznego, w tym konsumpcji. Konsumpcja utrzymała się na poziomie z ubiegłego roku (0,0% r/r), spożycie publiczne kontynuowało spadki (-0,5% r/r), inwestycje odnotowały poprawę w kontekście dynamicznym (-2,0% wobec -4,1% w poprzednim kwartale). Wydaje nam się jednak, że jest przedwcześnie, aby odrzucić punkt przegięcia na cyklu inwestycyjnym, gdyż nie wskazują na niego dane o większej częstotliwości. Przypominamy także, że model skonstruowany na takich danych wskazywał na dynamikę inwestycji rzędu minus 5-6% (a rewizja danych inwestycyjnych GUS za IV kwartał zbiegła właśnie do wskazań modelu). GUS prawdopodobnie przeszacowuje komponent inwestycji prywatnych w maszyny i urządzenia, gdyż poprawa na całym agregacie przy znacznym powiększeniu spadków wartości dodanej w budownictwie wskazuje, że komponent ten zanotował solidne odbicie w I kwartale; patrząc na produkcję dóbr trwałych i inwestycyjnych wydaje nam się to jednak mocno wątpliwe. Kontrybucja zmian zapasów wyniosła -0,3pp., co pozwoliło na powrót dynamiki popytu krajowego do poziomów z III kwartału 2012 roku (-0,9% r/r). Eksport netto dodał do wzrostu 1,4pp., co wydaje nam się wielkością nieco zaniżoną w kontekście opublikowanych danych o bilansie handlowym (problem nie tkwi tym razem w rozbieżności danych GUS i NBP; trudno też wniść procesy cenowe, gdyż tam obserwujemy trend, a rozbieżności naszych obliczeń z danymi GUS pojawiają się niejako losowo i w obie strony).

Uważamy, że I kwartał był dnem cyklu koniunkturalnego. Co do perspektyw na kolejne kwartały, w II kwartale oczekujemy nieznacznego przyspieszenia konsumpcji. Poprawa pozostałych części popytu krajowego odsunięta zostanie na II połowę roku - inwestycje prywatne powinny zareagować (sugerujemy wzięcie poprawki na obecne możliwe przeszacowanie ich wzrostu przez GUS) dopiero na poprawę perspektyw dla konsumpcji i otoczenia zewnętrznego (to drugie powinno nastąpić w znacznej mierze pod wpływem złagodzenia cięć fiskalnych w Eurolandzie). W całym roku, dynamika PKB będzie zbliżona do 1% r/r, jednak trajektoria PKB będzie wznosząca.



Dane spowodowały zniesienie porannej korekty oczekiwań co do poluzowania monetarnego (FRA i IRSy). Złoty i długi koniec krzywej pozostał pod presją głównie z powodów globalnej wyprzedaży obligacji.

Struktura PKB utwierdza nas w przekonaniu, że jest duża przestrzeń do poluzowania monetarnego (stagnacja w konsumpcji). Co więcej, sądząc po komentarzach z RPP, członkowie Rady zdają się ekstrapolować słabość z I kwartału na dalszą część roku, a nawet lata. W tej sytuacji oczekujemy kontynuacji poluzowania i obniżek stóp na czerwcowym i lipcowym posiedzeniu. Uważamy jednak przy tym, że dogodny okres na obniżki stóp będzie powoli dobiegał końca, gdyż kontekst decyzyjny w drugiej połowie roku istotnie się pogorszy: nastąpi wzrost inflacji, odbicie cyklu koniunkturalnego i nasilenie oczekiwań na zmniejszenie stymulacji ze strony Fed, co relatywnie i tak rozluźni politykę pieniężną w Polsce i może doprowadzić do uelastycznienia reakcji złotego na dysparytet stóp procentowych. W takich warunkach zapal RPP do obniżek stóp spadnie prawdopodobnie do zera.



EURUSD fundamentalnie

Wczorajsza reakcja na EURUSD pokazuje, że inwestorzy zachowują się nerwowo, nawet po danych o najwyższej częstotliwości. Nieco gorsze dane o PKB (II odczyt), a przede wszystkim wyższe od konsensusu o kilkanaście tysięcy tygodniowe dane o nowo zarejestrowanych bezrobotnych, spowodowały EURUSD do 1,3061. Jeszcze w środę pisaliśmy, że EURUSD gotowy jest do kontynuacji ruchu w dół. Okazuje się jednak, że pozycjonowanie long USD jest na tyle duże, że nawet nieznaczne odchylenia od bieżącego konsensusu (szybsze wycofanie QE) powodują gwałtowne ruchy w górę na EURUSD. Co więcej, dowiadujemy się także że potencjał do spadków na EURUSD też prawdopodobnie był niewielki, jako że zdyskontowane było już bardzo dużo. W najbliższych dniach ruchy na EURUSD mogą być bardzo chaotyczne, w obu kierunkach.

EURUSD technicznie

EURUSD jest mocno determinowany czynnikami fundamentalnymi. Złapaliśmy S/L po 1,3030. Na dziennym przełamana została średnia MA200 i jest to druga z rzędu biała, solidnia świeca. Wygląda na to, że notowania celują w ostatnie maksa 1,3243 (i Fibo 1,3212), tym bardziej że oscylator rusza solidnie w górę. Losy tego ruchu jeszcze jednak się ważą, gdyż na 4h notowania zawrócili tuż przed 61,8% Fibo (1,3072) - przełamanie potwierdzi ruch do wspomnianych maksimów. Czekamy. Mamy przecucie, że EURUSD poszerza range, przeto będziemy zainteresowani starecią play range, ale nie w jego środku.

Wsparcie	Opór
1,3032	1,3212
1,3000	1,3110
1,2941	1,3061-72

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

Nienajlepszy dzień dla polskiej waluty skończył się dwudniową, gwałtowną wyprzedzą, która wybiła złotego z około rocznego przedziału wahań do nowych maksimów na poziomie 4,2884. To raczej nie czynniki idiosynkratyczne, lecz wycofywanie kapitału z regionu (realizacja zysków?) napędzane oczekiwaniami na zmniejszenie skali QE w USA przyczyniły się do deprecjacji PLN (odnośnie tego czynnika patrz komentarz do EURUSD). Gwałtowność deprecjacji - przypominająca niemal tempo widziane podczas gwałtownego wzrostu awersji do ryzyka - sugeruje, że w najbliższych dniach aktywność BGK na rynku może wzrosnąć. Nie spodziewamy się jednak, że powrót do poprzedniego przedziału wahań będzie szybki i bezbolesny (niewykluczone, że zobaczymy jeszcze wyższe poziomy). Pomóc mogą lepsze dane ze sfery realnej (ale nie w maju - tam szykują się kolejne, negatywne czynniki jednorazowe, które mogą sprawić, że gospodarka będzie wyglądała gorzej niż w kwietniu), oraz zakończenie oczekiwań na obniżki stóp (co przy dalszym spadku inflacji i pogorszeniu w danych także odkłada się na później).

EURPLN technicznie

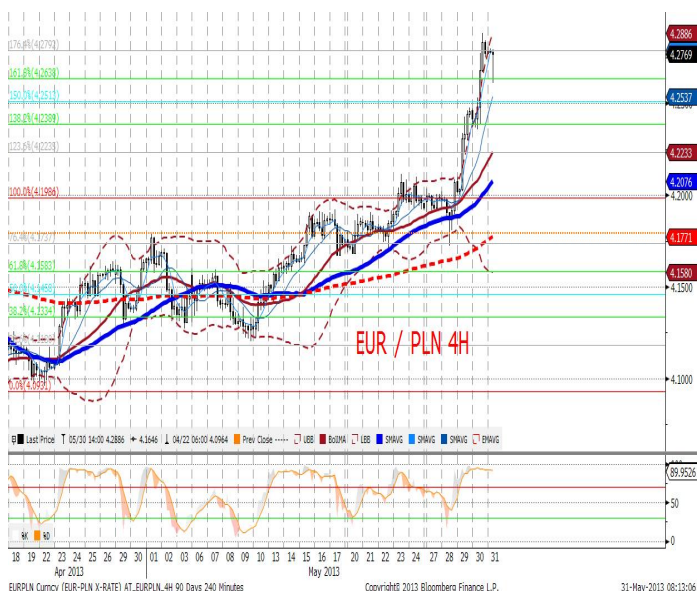
S/L i spektakularne wybiecie z prawie rocznego range. Na dziennym kolejny przystanek to dopiero 4,3052 a następne rozłożone są rozłożone relatywnie rzadko. Wybiecie w górę wydaje się wyjątkowo silne, tym bardziej że nie ma na razie żadnych dywergencji sugerujących odwrócenie. Sugerujemy neutralne nastawienie, gdyż na rynku obecnie brakuje płynności (możliwość dzikich ruchów w górę i w dół); nie można też wykluczyć pojawienia się dużych graczy instytucjonalnych zainteresowanych zmniejszeniem zmienności :)

Wsparcie	Opór
4,2613	4,4175
4,2492	4,3605
4,2247	4,3052

Czynnik krajowy* w EURPLN



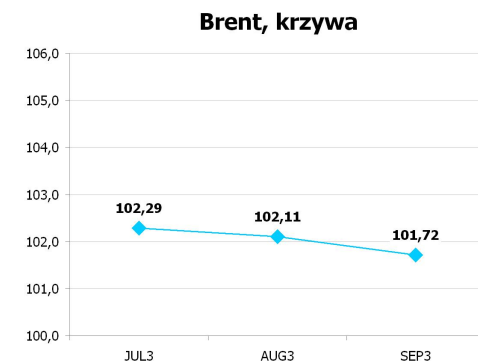
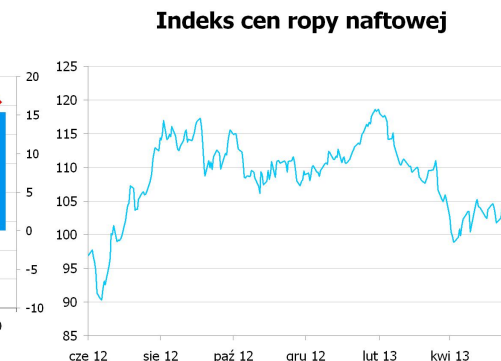
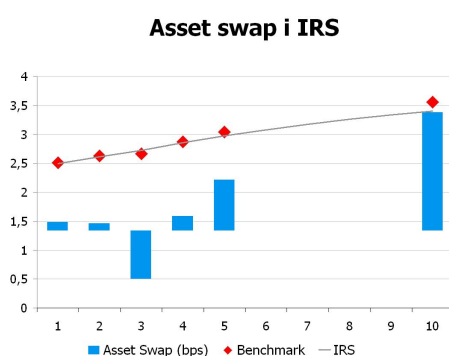
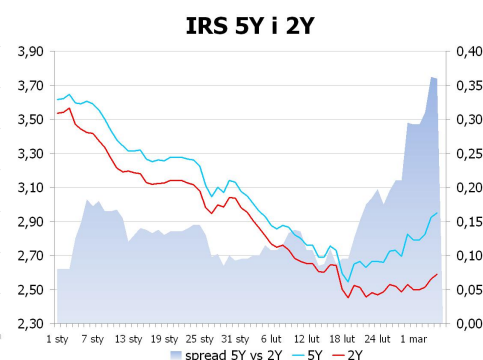
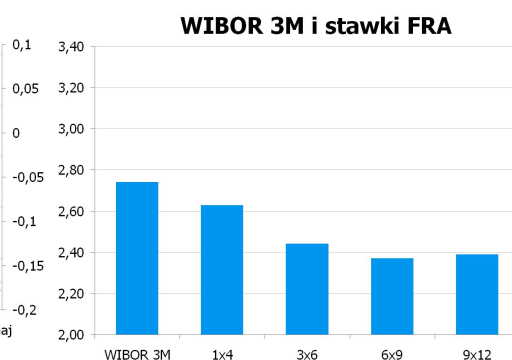
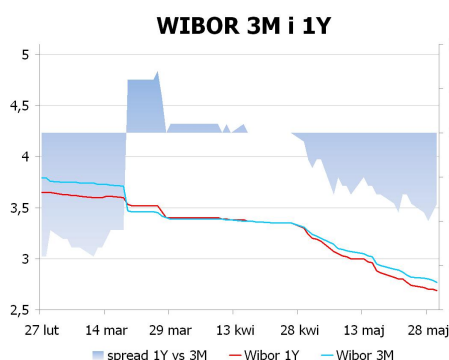
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.48	2.51	ON	2.8	3.1	EUR/PLN	4.2315
2Y	2.59	2.64	1M	2.7	3.0	USD/PLN	3.2831
3Y	2.7	2.75	3M	2.6	2.9	CHF/PLN	3.3832
4Y	2.8299	2.88					
5Y	2.95	3.00					
6Y	3.055	3.11					
7Y	3.15	3.20					
8Y	3.2367	3.29					
9Y	3.3117	3.36					
10Y	3.38	3.43					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.69	2.74	EUR/USD	1.3049
1x4	2.57	2.63	EUR/JPY	131.43
3x6	2.39	2.44	EUR/PLN	4.2736
6x9	2.32	2.37	USD/PLN	3.2783
9x12	2.34	2.39	CHF/PLN	3.4358

**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, KOOPEANTÓW, 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.