



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		
3.06.2013 PONIEDZIAŁEK							
3:00	CHN	PMI w usługach (pkt)	maj			54.5	54.3
3:45	CHN	PMI w przemyśle HSBC (pkt)	maj			50.4	49.2
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt)	maj	48.0	47.8	46.9	
9:15	SPA	PMI w przemyśle (pkt)	maj		44.7	44.7	
9:45	ITA	PMI w przemyśle (pkt)	maj		45.5	45.5	
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt)	maj		45.5	45.5 (p)	
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt)	maj		49.0	49.0 (p)	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt)	maj		47.8	47.8 (p)	
16:00	USA	Indeks ISM w przemyśle (pkt)	maj		50.5	50.7	
4.06.2013 WTOREK							
9:00	CZK	PKB r/r <i>finalny</i> (%)	Q1		-1.9	-1.9 (p)	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	kwi		-41.2	-38.8	
5.06.2013 ŚRODA							
3:45	CHN	PMI w usługach HSBC (pkt)	maj			51.1	
	POL	Decyzja RPP (%)	cze	2.75	2.75	3.00	
9:50	FRA	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt)	maj		44.3	44.3 (p)	
9:55	GER	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt)	maj		49.8	49.8 (p)	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt)	maj		47.5	47.5 (p)	
11:00	EUR	PKB kw/kw <i>finalny</i> (%)	Q1		-0.2	-0.2 (p)	
14:15	USA	Wskaźnik ADP (tys)	maj		170	119	
16:00	USA	Indeks ISM w usługach (pkt)	maj		53.5	53.1	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	kwi		1.4	-4.9	
20:00	USA	Beżowa Księga					
6.06.2013 CZWARTEK							
9:00	HUN	PKB r/r <i>finalny</i> (%)	Q1			-0.9	
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	kwi		-1.3	2.2	
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	cze		0.50	0.50	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	cze		0.50	0.50	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	25.05.		345	354	
7.06.2013 PIĄTEK							
8:00	GER	Eksport m/m (%)	kwi		-0.2	0.5	
8:00	GER	Import m/m (%)	kwi		0.3	0.7	
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		0.0	1.2	
14:30	USA	Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym m/m (tys)	maj		168	165	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	maj		7.5	7.5	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Dziś rano poznamy odczyt PMI za maj. Dane z ostatniego miesiąca stworzyły przestrzeń do wzrostu indeksu - pozytywne zaskoczenia indeksami koniunktury z Niemiec, przyzwolita dynamika produkcji przemysłowej w kwietniu, odbicie indeksów GUSowskich. Każda z tych danych ma jednak także ciemną stronę i to powoduje, że przestrzeń do wybicia polskiego PMI z terytorium recesyjnego jest bardzo ograniczona. W środę RPP ogłosi swoją czerwcową decyzję. Negatywne zaskoczenia majowymi publikacjami ze sfery realnej (PKB, produkcja) już odcisnęły swoje piętno na nastrojach w RPP. Myślimy, że Rada obniży stopy na swoim czerwcowym posiedzeniu. Obniżka o 25pb jest bardziej prawdopodobna niż o 50pb, jednak w Radzie rośnie poczucie konieczności przyspieszenia poluzowania w związku z nietrafioną diagnozą koniunktury i trendów inflacyjnych na początku roku. Ostatnie, choć dynamiczne, osłabienie złotego nie powinno na tym etapie wpłynąć na decyzję RPP.

• **Gospodarka globalna.** Pierwszy tydzień miesiąca jak zwykle pod znakiem finalnych odczytów koniunktury ze strefy euro, niemieckich danych przemysłowych oraz ważnych danych z USA - indeksów ISM oraz raportów z rynku pracy. Szczególnie te ostatnie mogą wywołać szersze reakcje rynkowe ze względu na ich powiązanie z decyzjami FOMC - konsensus jest ustawiony dość konserwatywnie na poziomie z ostatniego miesiąca i wydaje się, że odczyt w granicach 160-170 tys. nie doda wiele nowego do różnorodności informacji przekazywanych przez członków Fed. W czwartek EBC ogłosi swoją decyzję - pomimo spekulacji odnośnie obniżenia poziomu stopy depozytowej po ostatnich lepszych danych o koniunkturze konsensus powrócił do prognozy braku zmian poziomu stóp procentowych w strefie euro.

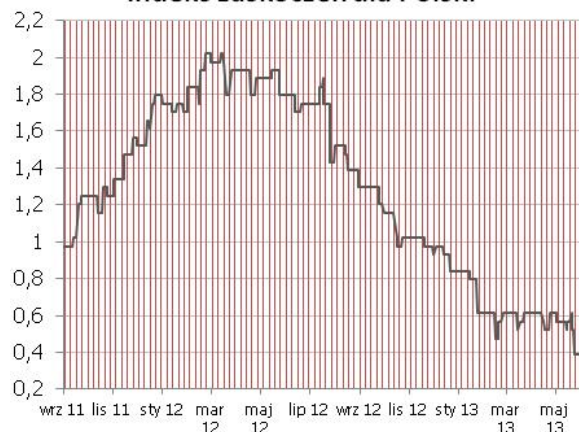
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• **Witkowski (GUS):** Wzrost PKB w II kwartale będzie nie niższy niż 0,5 proc. w I kwartale. W 2013 r. polska gospodarka urośnie o więcej niż 1 proc., zaś ryzyko wystąpienia recesji w I połowie roku jest niewielkie.

Decyzja RPP (5.06.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.502	0.000
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	2.157	0.016
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	3.610	-0.019
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 25 bps				

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


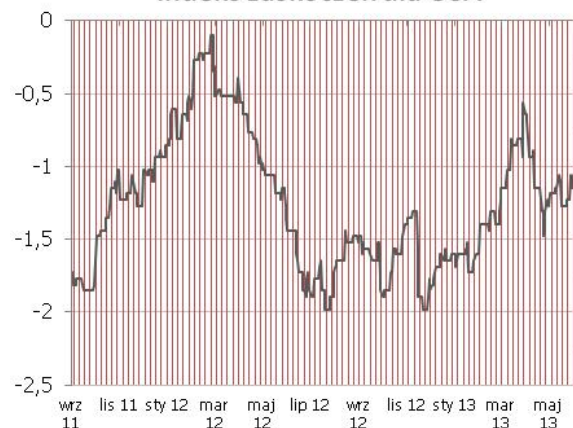
Po spadku indeksu zaskoczeń po publikacji Biuletynu Statystycznego miniony tydzień nie przyniósł zmian ze względu na brak istotnych publikacji (jedynie finalny odczyt PKB 0.5% r/r - nieznacznie wyższy od wstępnego). W tym tygodniu dziś odczyt PMI za maj oraz w środę decyzja RPP. Ostatnie zachowanie indeksu zaskoczeń wskazuje, że skala obecnego spowolnienia może jeszcze zaskoczyć rynek - tym bardziej, że czynniki statystyczne oddziałujące na majowe dane stwarzają przestrzeń do negatywnych niespodzianek.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Konsolidacja indeksu zaskoczeń jest kontynuowana. Nieznaczny spadek po danych inflacyjnych. W tym tygodniu finalne odczyty PMI oraz dane z niemieckiego sektora przemysłowego. Na razie nie widać jednak wybicia z trendu bocznego i dopiero trwalsze pozytywne zmiany pozwolą kreślić bardziej optymistyczny scenariusz dla europejskiej gospodarki.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


Amerykańskie dane ciągle bardzo różnorodne - in plus zaskoczyły ceny domów i indeksy koniunktury (Uniwersytetu Michigan i Chicago PMI), in minus cotygodniowe dane z rynku pracy, konsumpcja i wydatki konsumentów. Sumarycznie indeks zaskoczeń zakończył tydzień wzrostem. Kluczowe z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej będzie jednak ten tydzień z danymi o ISM i payrollach.

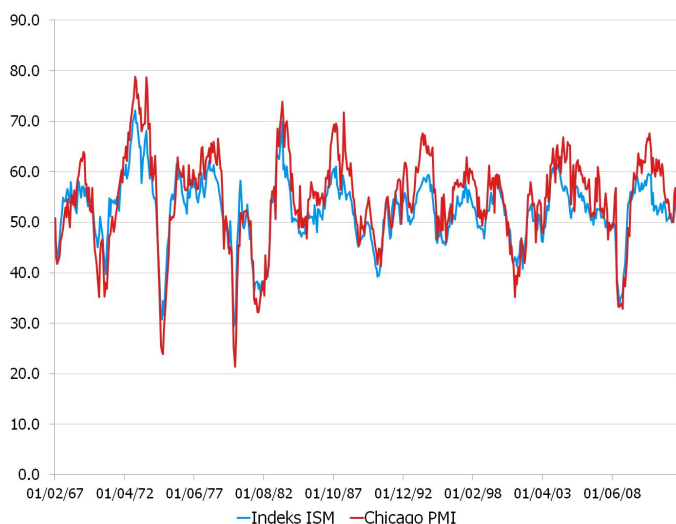
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną 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: dynamika konsumpcji słabnie, szanse na poprawę koniunktury w maju

Dochody osobiste Amerykanów utrzymały się w kwietniu na niezmiennym poziomie; dochód rozporządzalny nieznacznie spadł (-0,1% m/m) zaś ta sama kategoria w ujęciu realnym odnotowała nieznaczny wzrost o 0,1%. Wydatki konsumpcyjne spadły o 0,2% m/m, na czym przeważały wydatki na dobra nietrwałego użytku (1,1%); kompozycja nie jest zatem najgorsza i mogła wynikać z czynników pogodowych. Obie wielkości (i dochód i wydatki) uplasowały się poniżej konsensusu prognoz. Stopa oszczędności nieznacznie wzrosła do 2,5%.

Dane pokazują, że II kwartał rozpoczyna się nieco gorzej dla konsumpcji i tąpnięcie dochodu rozporządzalnego oraz późniejsze „rozsmarowywanie” tego szoku na poszczególne miesiące przez konsumentów (przy stagnacji płac) powoli, lecz systematycznie obniża dynamikę konsumpcji realnej: 0,2% w styczniu, 0,4% w lutym, 0,2% w marcu i obecnie 0,1% - jest to scenariusz, który preferujemy od początku roku. Pomimo wytracania dynamiki przez wydatki konsumenckie, wsparciem dla konsumpcji pozostają procesy cenowe, które przebiegają bardzo łagodnie. De facto gospodarka amerykańska doświadcza od końca ubiegłego roku niewielkiej deflacji (ceny towarów liczone według metodologii PCE obniżyły się łącznie przez 4 miesiące o 0,9%, co wynika z obniżenia się cen dóbr trwałego użytku o 0,5% oraz dóbr nietrwałego użytku o 1,0%). Dopóki rynek pracy pozostaje w formie (a tygodniowe dane o nowych rejestracjach sugerują osiągnięcie stabilizacji), konsumpcja - pomimo ubytku dochodu rozporządzalnego z początku roku - powinna utrzymać wzrosty.

względem na słabą koniunkturę w Chinach (dane o „prywatnym” PMI okazały się gorsze od oficjalnych), po trzeciej w oparciu o brak zależności pomiędzy znacznymi zmianami na Chicago PMI oraz ISM dla całej gospodarki (dla zmian powyżej 5pkt. w skali miesiąca współczynnik korelacji jest niższy od 0,2). Już sama inspekcja danych metodą „na oko” pozwala stwierdzić, że Chicago PMI oraz ISM dla całej gospodarki mają podobne własności cykliczne, lecz nie przekłada się to na skorelowanie miesięcznej zmienności.



Scenariusz takie stałby się bardziej prawdopodobny (a może nawet można byłoby mówić o prawdopodobieństwie rozpędzania się konsumpcji w kolejnych miesiącach) przy poprawie koniunktury w przemyśle, a szansę na taką wskazują majowe dane o wskaźnikach Chicago PMI, które ruszyły ostro w górę, niwelując spadki z marca i kwietnia. Sam wskaźnik podniósł się o 9,7pkt. do 58,7pkt. (najwyższy poziom od marca 2012 roku), wybijając się z kwietniowego dołka (3,5 letnie minimum). Dopóki jednak nie zostaną opublikowane dane o przemyśle z całej gospodarki (publikacja dziś o 16:00), nagłą poprawę koniunktury w przemyśle traktujemy wyłącznie w kategoriach szans: po pierwsze z uwagi na ogromną zmienność w ostatnich trzech miesiącach (od 3,5 letniego minimum do 1 rocznego maksimum), po drugie ze



EURUSD fundamentalnie

Piątkowe osłabienie euro w stosunku do dolara przebiegało w rytm danych (choć reakcje nie były duże co do wielkości), począwszy od kolejnego wzrostu stopy bezrobocia w strefie euro, a skończywszy na nieznacznie wyższym od oczekiwań deflatorze bazowego PCE i dobrych wynikach koniunktury (więcej w sekcji analizy). Równocześnie, umocnieniu dolara towarzyszyła wyprzedaż na rynkach obligacji (treasuries w pewnym momencie powyżej 2,2%) i spadki na giełdach, co niezawodnie sugeruje kluczową rolę oczekiwań zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach. Ten tydzień przynosi serię kluczowych danych ze Stanów Zjednoczonych za maj (comiesięczny raport z rynku pracy, indeksy ISM) - w obecnym układzie i przy obecnych nastrojach rynku każda pozytywna niespodzianka będzie napędzać oczekiwania zakończenia programu skupu aktywów (lub istotnego zmniejszenia ich skali).

EURUSD technicznie

Kolejny tydzień z zamknięciem powyżej MA55, ale wyczekiwane przez nas w piątek przełamanie FIBO 61,8% (1,3072) nie zdarzyło się, a piątkowe zamknięcie wypada ponownie poniżej MA200, dlatego też byłibyśmy ostrożni przed obstawianiem dalszych wzrostów. Poszerzenie range w dalszym ciągu jest możliwe, ale EURUSD ma teraz przed sobą dość silną strefę oporu. Na razie neutralnie. W razie przełamania wspomnianego 1,3060/72 cel wyznaczymy na ostatnie maksima 1,3243.

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

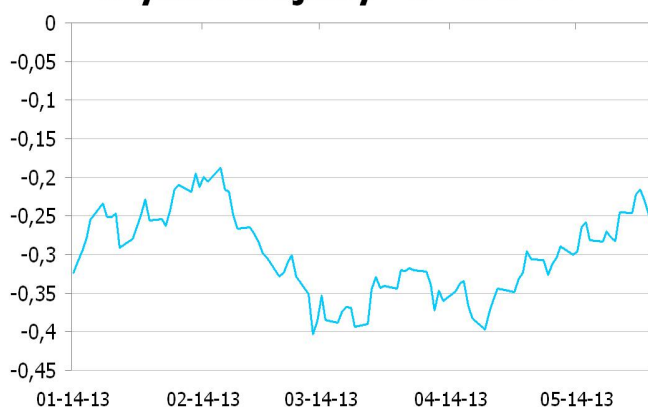
W piątek złoty poruszał się z przedziału 4,264-4,292 i zakończył dzień na poziomie nieznacznie powyżej 4,27. Po gwałtownej wyprzedzaży będącej pokłosiem rosnących oczekiwań na zmniejszenie skali QE w USA (rynek czeka co prawda na dane z rynku pracy i ISM, jednak indeks zaskoczeń w zeszłym tygodniu wzrósł - więcej czytaj w podsumowaniu tygodnia i sekcji analizy) EURPLN powinien pozostać na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas. Sprzyjać temu będzie środowowa decyzja RPP (spójnie z rynkiem oczekujemy kontynuacji cyklu poluzowania w skali 25 pb.) oraz publikacje majowych danych, które choćby ze względu na efekty statystyczne przyniosą kolejne ujemne wartości (m.in. zatrudnienie, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna). Dziś przed południem publikacja polskiego indeksu PMI, który jednak rzadko wywołuje reakcję na rynkach (wątpliwa jakość predykcyjna). Większe zmiany są możliwe po popołudniowej publikacji ISM z USA.

EURPLN technicznie

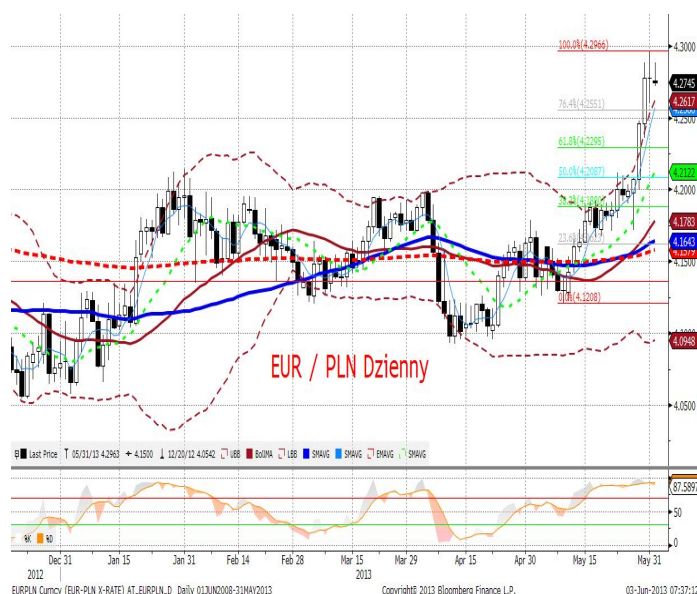
Tydzień zapisuje się w historii dużą białą świecą (na tych poziomach podobnej świecy można szukać dopiero w maju zeszłego roku), a do kolejnego FIBO niewiele zabrakło. Piątek bez zmian, choć z dużą zmiennością (uwarunkowanych przez niską płynność, zwłaszcza w godzinach porannych i przedpołudniowych). Trend is your friend, więc przy braku jakichkolwiek sygnałów odwrócenia warto w dalszym ciągu obstawiać wzrosty na EURPLN. Najbliższy istotny przystanek - 4,3052, w międzyczasie można spodziewać się testowania maksimów z poprzedniego tygodnia (4,2963). Zasięg ewentualnej korekty w dół ustawiamy wprost z FIBO na 4,2669.

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

Czynnik krajowy* w EURPLN



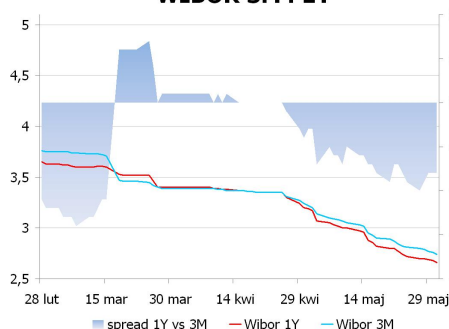
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



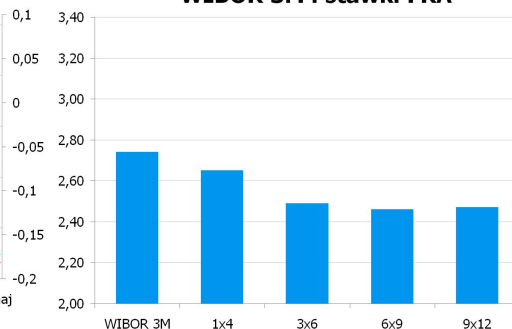


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.53	2.56	ON	2.8	3.3	EUR/PLN	4.2902
2Y	2.65	2.70	1M	2.7	3.2	USD/PLN	3.2953
3Y	2.775	2.83	3M	2.5	3.0	CHF/PLN	3.4569
4Y	2.895	2.95					
5Y	3.02	3.07					
6Y	3.135	3.19	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
7Y	3.205	3.26	1x2	2.68	2.73	EUR/USD	1.2982
8Y	3.279	3.33	1x4	2.60	2.65	EUR/JPY	130.32
9Y	3.3453	3.40	3x6	2.44	2.49	EUR/PLN	4.2780
10Y	3.415	3.47	6x9	2.41	2.46	USD/PLN	3.2809
			9x12	2.42	2.47	CHF/PLN	3.4344

WIBOR 3M i 1Y



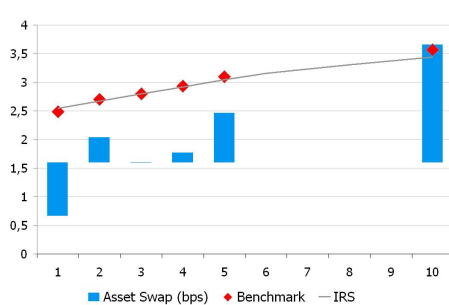
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



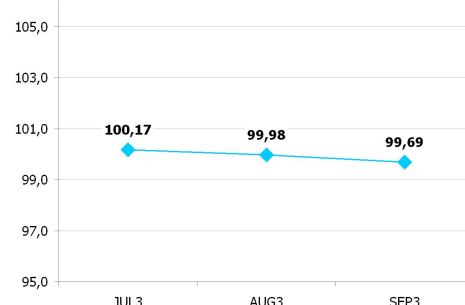
Asset swap i IRS



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 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.