



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	48.0
9:15	SPA	PMI w przemyśle (pkt)	maj		45.5	44.7	48.1
9:45	ITA	PMI w przemyśle (pkt)	maj		46.2	45.5	47.3
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt)	maj		45.5	45.5 (p)	46.4
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt)	maj		49.0	49.0 (p)	49.4
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt)	maj		47.8	47.8 (p)	48.3
16:00	USA	Indeks ISM w przemyśle (pkt)	maj		51.0	50.7	49.0
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	

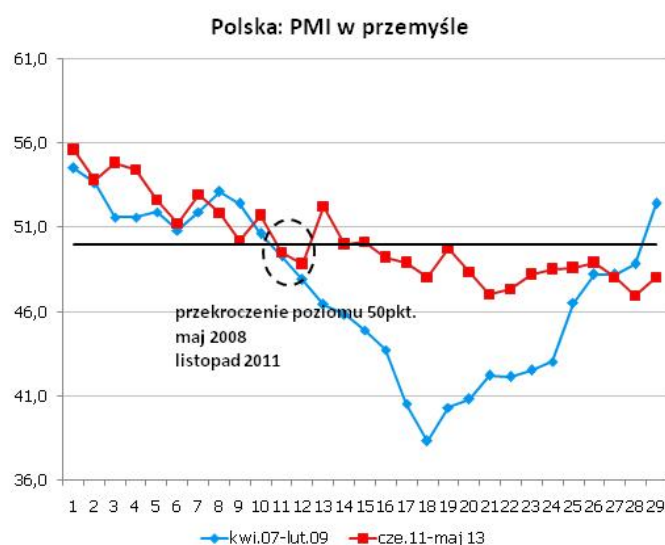
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Wskaźnik PMI dla Polski w maju 2013 roku wzrósł do 48,0 pkt. z 46,9 pkt. w kwietniu (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Każmierczak: Ścisła integracja walutowa Polski ze strefą euro będzie możliwa jedynie po osiągnięciu realnej konwergencji gospodarczej. Przedwczesne przyjęcie euro stworzy ryzyko utrwalenia, a nawet wzmocnienia, istniejących różnic w rozwoju gospodarczym między Polską a strefą euro.
- Wskaźnik aktywności ISM w przemyśle amerykańskim spadł w maju do 49,0 pkt. z 50,7 pkt. w poprzednim miesiącu (więcej czytaj w sekcji analizy).

Decyzja RPP (5.06.2013)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.503	0.005
stopy bez zmian		0%		USAGB 10Y	2.123	0.002
obniżka 25 bps		100%		POLGB 10Y	3.610	-0.090
PROGNOZA BRE		obniżka 25 bps		Dotyczy benchmarków Reuters		

Maj nie przyniósł przełomu w przemyśle

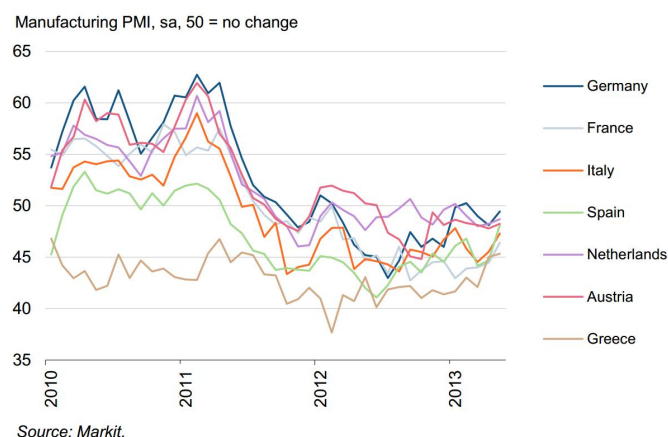
Wzrost polskiego indeksu PMI w maju do 48 pkt (z 46,9 odnotowanych w kwietniu) był zgodny z naszą prognozą (48) i przewidywaniami rynku (47,7-47,8) i zbliżony do odnotowanego w Niemczech i w strefie euro (na czym bazowały zapewne wszystkie prognozy analityków). Jest to więc czternasty z kolei miesiąc, w którym ankietowani przedsiębiorcy sygnalizowali kontrakcję aktywności ekonomicznej. Od ostatniego szczytu (styczeń 2011 r.) upłynęło więc jeszcze więcej czasu - 29 miesięcy.



W maju wszystkie subindeksy PMI, pomijając ujemnie skorelowany z wielkością produkcji subindeks terminowości dostaw, pozostawały poniżej 50 pkt. Na trwającą słabość sektora przemysłowego, zarówno obecnie, jak i w niedalekiej przyszłości, wskazuje przede wszystkim dalszy spadek nowych zamówień i nowych zamówień eksportowych (tu tempo spadków wręcz nieznacznie przyspieszyło, co stawia pod znakiem zapytania siłę domniemanego impulsu popytowego z Niemiec), w szczególności z rynków europejskich. Za pozytywny sygnał można uznać dalsze wyhamowanie spadków zatrudnienia (wzrost subindeksu do 49,4) - z własności wyprzedzających w stosunku do wskaźników zatrudnienia GUS możemy wnioskować, że dynamika r/r zatrudnienia mogła osiągnąć w kwietniu swoje dno. Nie oznacza to oczywiście poprawy sytuacji na rynku pracy, a raczej wygasanie negatywnych impulsów, które napędzały zwolnienia w badanych przedsiębiorstwach w ostatnich miesiącach. Warto również odnotować kontynuację spadków cen, zarówno na wejściu (koszty produkcji), jak i na wyjściu (ceny wyrobów gotowych), choć ich tempo wyraźnie osłabło w stosunku do poprzedniego miesiąca (rekordowego).

Pewną nadzieję na przyszłość mogą budzić opublikowane równocześnie finalne odczyty PMI dla strefy euro jako całości - w przypadku państw, których dotyczyła majowa publikacja flash, były one wyższe od wstępnych szacunków, zaś dla pozostałych państw członkowskich euro landu odnotowano istotne wzrosty indeksów. Tym samym, zróżnicowanie nastrojów w przemyśle krajów strefy euro jest prawdopodobnie najniższe od 2008 roku (brak szczegółowych danych uniemożliwia analizę w kategoriach ilościowych) - można jedynie wyrazić ubolewanie, że do konwergencji europejskich wskaźników koniunktury doszło na poziomach recesyjnych (od greckiego 45,3 do niemieckiego

49,4). Z pierwszą przymiarką do PKB za II kwartał należałoby tutaj wstrzymać się do ostatecznych danych z sektora usług (czwartek), ale w oparciu o dotychczasowe odczyty można domyślać się, że strefa euro przeżywa właśnie siódmy kwartał recesji. Choć nowe zamówienia w europejskim przemyśle wykazują zaledwie stabilizację, dla wielu państw (Włochy, Hiszpania) jest to najlepszy wynik od kilkunastu miesięcy. Jak pokazuje jednak doświadczenie ostatnich miesięcy, wobec tego rodzaju sygnałów należy zachowywać daleko idący sceptycyzm. Z całą pewnością jednak wsparcie ze strony eurolandu dla polskiej gospodarki nie pojawi się w tym kwartale.

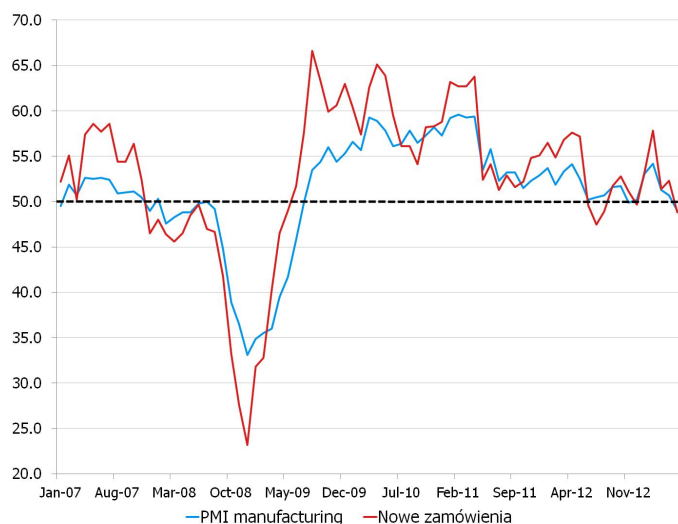


Majowy wzrost PMI, zarówno ze względu na jego skalę i bieżący poziom wskaźnika, jak i szczegółową kompozycję zmian, trudno uznać za przełomowy. Problemem polskiego sektora przemysłowego pozostaje słabość popytu (zarówno wewnętrznego, jak i eksportowego), która przekłada się na ograniczanie produkcji i zmusza przedsiębiorstwa do dostosowań po stronie cen, zatrudnienia i zakupów i zapasów wyrobów gotowych. Choć wnioskowanie o wzroście gospodarczym na podstawie PMI jest w ostatnich kwartałach obarczone dużym błędem, odczyty za kwiecień i maj łącznie można traktować jako potwierdzenie tezy, że wzrost PKB w II kwartale nie będzie znacząco wyższy od odnotowanego w pierwszych trzech miesiącach roku. Z tego też względu wczorajsze dane są z punktu widzenia neutralne i nie wnoszą nic do obrazu gospodarki, jakim dysponują członkowie Rady. RPP musi reagować na kontynuację spadków inflacji (a PMI zaświadcza o braku presji cenowych) i wewnętrzne spowolnienie. Ostatnie wzrosty rentowności długich obligacji i większa zmienność na złotym (zresztą, co to za zmienność) nie powinny mieć znaczenia dla decyzji czerwcowej. Oczekujemy obniżki o 25pb, choć prawdopodobieństwo cięcia o 50 punktów bazowych będzie nam towarzyszyło i w czerwcu i w lipcu.

USA: przemysł miał szansę na odzyskanie formy, a jest kontrakcja

Okazuje się, że zachowanie jedynie bardzo ostrożnego optymizmu w zakresie odbicia amerykańskiego przemysłu było uzasadnione. Indeks ISM dla przemysłu nieoczekiwanie spadł w maju do poziomu 49,0 pkt. z 50,7 pkt. miesiąc wcześniej (konsensus rynkowy 51,0 pkt.). Komplikuje to sytuację decyzyjną Fed, który do zachowania zamiaru zmniejszenia tempa zakupu aktywów potrzebuje co najmniej stabilizacji gospodarki przy utrzymaniu poprawy na rynku pracy. Z głównym indeksem koniunktury poniżej 50 pkt. (próg oddzielający wzrost od kontrakcji w przemyśle) niepewność odnośnie przyszłego

zachowania gospodarki znacząco wzrasta; wydłuża się także okres niezbędny okres obserwacji gospodarki przez Fed. Dla rynku kluczowe będą dane z rynku pracy (piątek), jednak już teraz gra na korektę oczekiwań na zmniejszenie QE jest coraz bardziej uzasadniona, a co za tym idzie nasz scenariusz korekcyjnego spadku rentowności obligacji polskich nabiera wiatru w żagle.



Szczegóły publikacji ISM pozostają słabe. Zarówno nowe zamówienia, jak i produkcja spadły poniżej poziomu 50pkt. Zatrudnienie zatrzymało się na granicy 50pkt. Skróciły się czasy dostaw i zmniejszyły opóźnienia produkcyjne - pojawiło się tym samym więcej luzu w przedsiębiorstwach produkcyjnych. Obraz jest wyjątkowo spójny, co nie było regułą w ostatnich miesiącach. Obecnie ledwo rosną zamówienia eksportowe, co współgra ze słabnącymi odczytami koniunktury z gospodarki chińskiej. Ostatni spadek "prywatnego" indeksu PMI dla tej gospodarki, który obejmuje głównie przedsiębiorstwa eksportowe ulokowane na wybrzeżu, tylko tezę tę potwierdza. Spowolnienie w Europie i Chinach pojawia się także w komentarzach respondentów ankiety. Ogólnie widać w nich także wyraźne osłabienie nastrojów - dominują określenia związane z wypłaszczaniem trendów, słabnięciem gospodarki; wszelkie pozytywne stwierdzenia są mocno warunkowe: albo okraszone przymiotnikiem "nieznaczne", albo obowiązujące tylko okresowo bądź silnie związane z tendencjami sezonowymi.

Reakcja rynkowa na publikację była umiarkowana i... charakterystyczna dla zwiększenia oczekiwań na utrzymanie dodruku pieniądza, co obserwowaliśmy już niejednokrotnie w przeszłości. Umocniły się obligacje (spadki rentowności) i w ostatecznym rozrachunku wzrosły też indeksy giełdowe (po początkowo negatywnej reakcji); dolar osłabił się względem euro i jena. Być może reakcja rynkowa byłaby większa, gdyby nie pewne zmniejszenie mocy predykcyjnej raportu o koniunkturze w przemyśle. W ciągu ostatnich miesięcy szczegóły raportu były mocno mieszane i prognozowanie na ich podstawie przyszłego zachowania indeksu były niemożliwe. Tak pewnie jest i tym razem. Inwestorzy zwrócą się do wspomnianych już danych z rynku pracy, aby ocenić siłę gospodarki, prawdopodobieństwo utrzymania ożywienia i co za tym idzie - szanse wycofania części QE jeszcze w tym roku. Jednym słowem - czekamy na piątek, będąc w pełni świadomi, że reakcja na gorsze dane z rynku pracy będzie bardzo gwałtowna.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD porusza się w rytm zmiennych oczekiwań na zakończenie/kontynuację QE w Stanach. Wczoraj rytm ten wybiła przede wszystkim słabsza publikacja indeksu ISM z sektora przemysłowego - jednej z baczniej obserwowanych danych określających tendencje w amerykańskiej gospodarce (więcej czytaj w sekcji analizy). Odczyt poniżej granicznych 50 pkt. umocnił EURUSD w niewidziane od prawie miesiąca okolice 1,31. Europejskie dane (wczoraj finalne PMI) pozostają w cieniu, podobnie może być z czwartkową decyzją EBC, zatem kluczowe dla EURUSD będą piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Przy obecnych czynnikach determinujących zmiany pewne jest, że reakcja na gorsze dane będzie gwałtowna - pytanie tylko jak duże musiałoby być negatywne zaskoczenie, aby euro przebiło poziom oporu 1,3212?

EURUSD technicznie

1,3060/72 zostało wreszcie wczoraj przełamane (do czego potrzebny był impuls fundamentalny), ale wzrosty EURUSD skończyły się na znanym nam skądinąd FIBO 38,2% (1,3110), a notowania wróciły do 1,3060. Na razie przyjmujemy neutralną pozycję. Choć przestrzeń do wzrostów na dziennej jest znaczna (aż do 1,3243), uczciwie należy zauważyć, że wykres 4H zaczyna wyglądać korekcyjnie - jeżeli wygeneruje się dywergencja, kurs skieruje się zapewne w okolice 1,29, z przystankiem na 1,2967.

Wsparcie	Opór
1,3000	1,3212
1,2967	1,3110
1,2952	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 poniedziałek złoty umocnił się. Najsilniejszy ruch (choć podany korekcie pod koniec dnia) nastąpił zgodnie z naszymi oczekiwaniami po publikacji indeksu ISM z sektora przemysłowego - niższy odczyt pozwolił nie tylko na umocnienie EURUSD, ale także złotego. EURPLN zakończył dzień w okolicy 4,26. Publikacja indeksu PMI z polskiego sektora przemysłowego (właściwie nie wnosząca nowych informacji - więcej czytaj w sekcji analizy) pozostała bez wpływu na rynek, który oczekuje na jutrzejszą decyzję RPP i piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Oczekiwania na 25 pb. cięcie są już wycenione, zatem ruch EURPLN zdeterminuje retoryka rady. Do piątku zatem EURPLN ma ograniczoną możliwość wybiecia z ostatnio podwyższonego range, jednak słaby raport o payrollach ma szansę sprowadzić złotego ponownie w okolice 1,20.

EURPLN technicznie

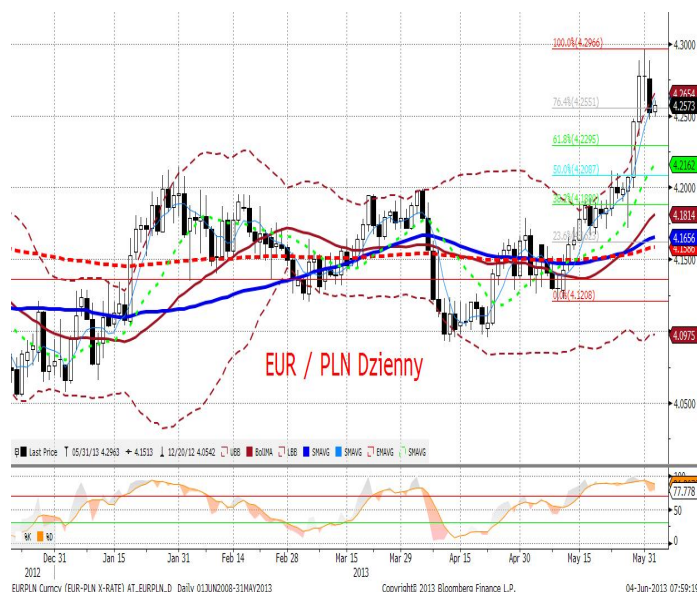
Doczekaliśmy się w końcu większej korekty na EURPLN - bilans wczorajszego spadku to 2,5 figury, powrót w okolice 4,25 i drgnięcie dziennego oscylatora. Skutecznym wsparciem tym razem okazało się skrzyżowanie środka wstęgi Bol i FIBO 61,8% na czterogodzinowym (4,2470/88). Czy to koniec? Raczej tak, ale okolice 4,25 warto obserwować - jeżeli jednak dojdzie do skutecznego przełamania tego wsparcia, wyładowujemy zapewne na 4,2295 (maksymalny zasięg korekty z dziennego). W przeciwnym przypadku wracamy do wzrostów, a opory wyznaczmy na 4,2669 i 4,2966 (ostatnie maksimum).

Wsparcie	Opór
4,2470/88	4,3052
4,2295	4,2966
4,2140	4,3669

Czynnik krajowy* w EURPLN



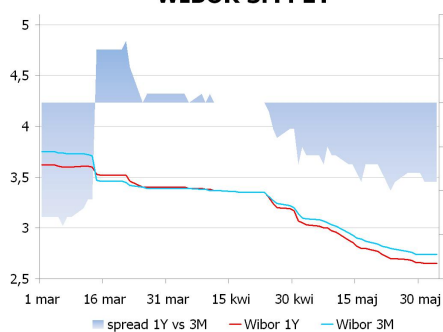
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



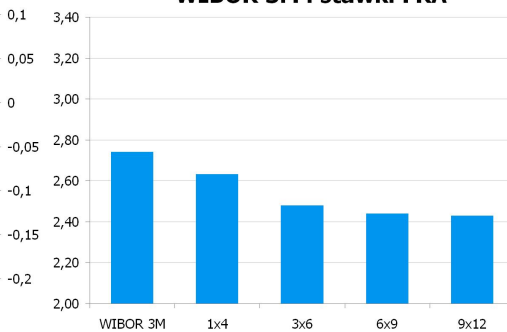


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.52	2.54	ON	2.9	3.2	EUR/PLN	4.2786
2Y	2.59	2.65	1M	2.7	3.0	USD/PLN	3.2865
3Y	2.715	2.78	3M	2.6	2.8	CHF/PLN	3.4335
4Y	2.84	2.90					
5Y	2.96	3.02	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	3.06	3.12	1x2	2.95	3.00	EUR/USD	1.3075
7Y	3.145	3.21	1x4	2.57	2.63	EUR/JPY	130.11
8Y	3.22	3.28	3x6	2.42	2.48	EUR/PLN	4.2538
9Y	3.29	3.35	6x9	2.39	2.44	USD/PLN	3.2502
10Y	3.35	3.41	9x12	2.38	2.43	CHF/PLN	3.4309

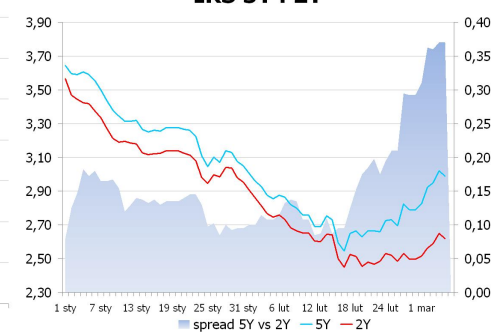
WIBOR 3M i 1Y



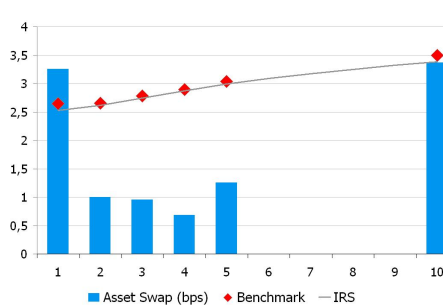
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



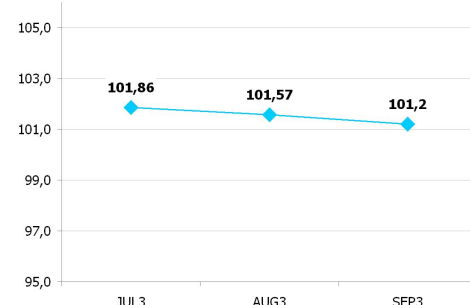
Asset swap i IRS



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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.