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 Ziembińska
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		
24.06.2013 PONIEDZIAŁEK							
10:00	GER	Indeks Ifo - oczekiwania (pkt)	cze		102.0	101.6	
10:00	GER	Indeks Ifo - sytuacja bieżąca (pkt)	cze		109.4	110.0	
25.06.2013 WTOREK							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	maj	-1.2	0.0	-0.2	0.5
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	maj	13.6	13.7	14.0	13.5
14:00	HUN	Decyzja Banku Węgier (%)	cze		4.25	4.50	4.25
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	maj		3.0	3.6 (r)	3.0
15:00	USA	Indeks CaseShiller r/r (%)	kwi		10.6	10.9 (r)	12.1
16:00	USA	Koniunktura konsumencka CB (pkt)	cze		75.2	76.2 (r)	81.4
16:00	USA	Sprzedaż domów na r. pierwotnym SAAR (tys.)	maj		460	466 (r)	476
26.06.2013 ŚRODA							
8:00	GER	Koniunktura konsumencka GfK (pkt)	lip		6.5	6.5	6.8
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR *trzeci odczyt* (%)	Q1		2.4	2.4	1.8
27.06.2013 CZWARTEK							
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	cze		6.9	6.8 (r)	6.8
10:00	EUR	M3 r/r (%)	maj		2.9	3.2	2.9
11:00	EUR	Wskaźnik ESI (pkt)	cze		90.5	89.4	91.3
13:00	CZE	Decyzja Banku Czech (%)	cze		0.05	0.05	0.05
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	maj		0.2	0.1	0.5
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	maj		0.3	-0.3	0.3
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE r/r (%)	maj		1.1	1.1	1.1
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	22.06		350	355	346
16:00	USA	Umowy na sprzedaż domów m/m (%)	maj		1.0	-0.5	6.7
28.06.2013 PIĄTEK							
0:30	JAP	CPI r/r (%)	maj		-0.4	-0.7	-0.3
0:50	JAP	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.2	0.9	2.0
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	cze	0.7	0.7	0.9	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	Q1	-3200	-2645	-3477	
14:00	GER	CPI r/r *wstępny* (%)	cze		1.8	1.5	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	cze		55.0	58.7	
15:55	USA	Wskaźnik koniunktury konsumenckiej U.Michigan *final* (pkt)	cze		83.0	82.7	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Tydzień (i miesiąc) kończy drugi garnitur publikacji danych makro. Oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych nie powinny zaskoczyć - ze względu na ich silnie adaptacyjny charakter, w ślad za spadającą inflacją powinniśmy zanotować również kolejny spadek oczekiwań. Dziś czeka nas również kwartalna rewizja danych o bilansie płatniczym - tu spodziewamy się poszerzenia deficytu obrotów bieżących w I kwartale, głównie ze względu na zmianę szacunku importu.

• **Gospodarka globalna.** Dzień bez znaczących publikacji. W strefie euro warto zwrócić uwagę jedynie na wstępny odczyt inflacji w Niemczech (oczekiwane jest nieznaczne przyspieszenie). Jako przygrywkę do przyszłotygodniowego ISM należy potraktować dzisiejszą publikację Chicago PMI, choć tutaj korelacja nie jest historycznie zbyt mocna. Ponadto, bardzo dużemu wzrostowi wskaźnika w poprzednim miesiącu towarzyszył spadek ISM na terytorium kontrakcyjne. Ponadto, dziś opublikowany zostanie finalny szacunwk wskaźnika koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Kotecki (MF): Ministerstwo Finansów, niezależnie od tego, który wariant zmian w OFE wybierze rząd, chce znieść limity inwestycji dla kategorii aktywów oraz rozszerzyć możliwość inwestowania zagranicą.

• Narodowy Bank Polski wpłacił we wtorek do budżetu centralnego ponad 5,2 mld zł z ubiegłorocznego zysku - napisał w czwartek "Dziennik Gazeta Prawna".

• Strefa euro: Indeks nastrojów w gospodarce strefy euro wzrósł w czerwcu 2013 r. do 91,3 pkt. z 89,5 pkt. w poprzednim miesiącu, po korekcie.

• USA: Wydatki amerykańskich konsumentów w maju wzrosły o 0,3 proc. miesiąc do miesiąca, podczas gdy w kwietniu spadły o 0,3 proc. mdm po korekcie.

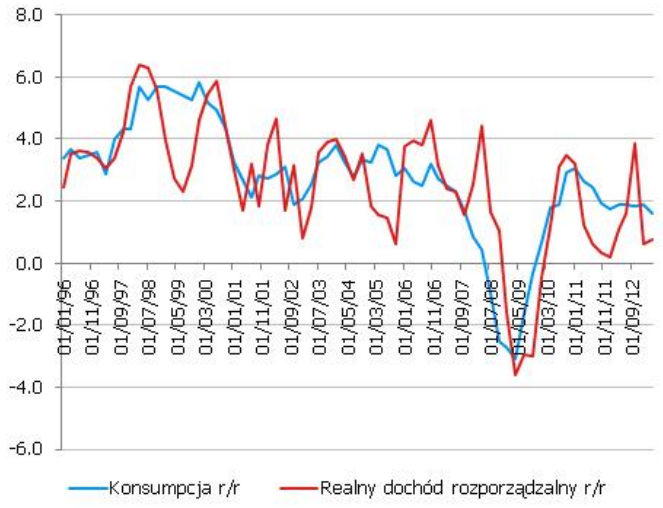
Decyzja RPP (3.07.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	0%
obniżka 25 bps	100%
PROGNOZA BRE	**obniżka 25 bps**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.769	-0.009
USAGB 10Y	2.478	-0.013
POLGB 10Y	4.320	0.012

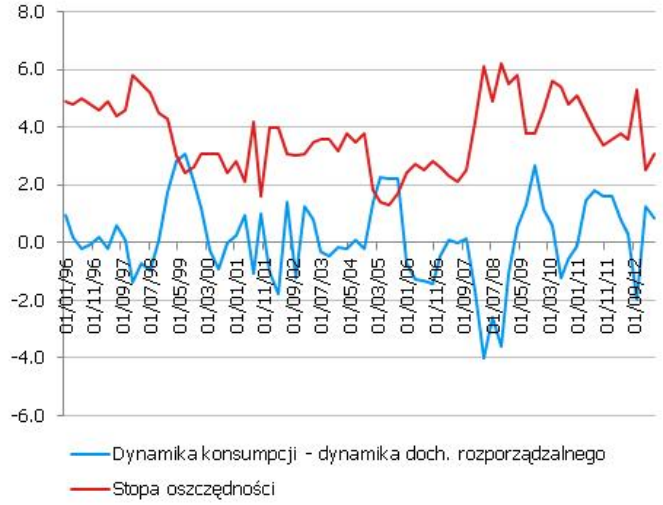
Dotyczy benchmarków Reuters

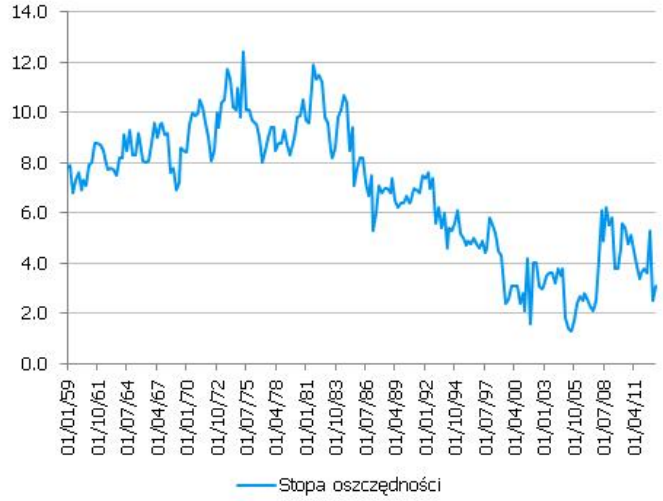
USA: konsumpcja słaba, stopa oszczędności rośnie

Dochody osobiste Amerykanów wzrosły o 0,5% m/m w maju (poprzednio 0,1%, konsensus rynkowy 0,3%). O tyle samo przyrósł dochód rozporządzalny. Przyspieszenie wzrostu dochodu to efekt podniesienia dynamiki płac (z 0,1% do 0,3%) oraz wynik solidnych wzrostów zysków kapitałowych i odsetkowych. Dochód rozporządzalny w ujęciu realnym podniósł się o 0,4% (w całym kwartale wzrost wyniósł już 0,7%) zaś realne wydatki konsumpcyjne urosły o 0,2% (w całym kwartale wzrost wyniósł na razie tylko 0,1%, dla przypomnienia wobec 0,7% w I kwartale). Taki układ pozwolił na wzrost stopy oszczędności ze średnio 2,5% w I kwartale do 3,1% w II kwartale.



Nie jest tajemnicą, że o ile wygładzanie konsumpcji względem dochodu rozporządzalnego działa (patrz rysunek 1), kompensacja niższej dynamiki dochodów odbywa się kosztem stopy oszczędności (rysunek 2). Oznacza to, że każde przyspieszenie konsumpcji ponad dynamikę dochodu rozporządzalnego skutkuje spadkiem stopy oszczędności i odwrotnie. Ostatnie 2 miesiące pozwoliły więc na odbudowę stopy oszczędności, co jednak odbiło się niekorzystnie na dynamice konsumpcji, która nie ma szans na powtórzenie wyniku z I kwartału. Paradoksalnie gospodarka amerykańska potrzebuje i wzrostu stopy oszczędności (wciąż blisko historycznych minimów, do wzrostu oszczędności zachęcać będzie stromienie krzywej dochodowości obligacji), i wzrostu konsumpcji. Jest to scenariusz możliwy do zrealizowania tylko w przypadku wzrostu realnego dochodu rozporządzalnego.





Do wzrostu realnego dochodu rozporządzalnego nie przyczynią się ani transfery rządowe, ani spadek inflacji (w dużej mierze tempo wzrostu cen znajduje się już prawdopodobnie na cyklicznych minimach; co więcej, zmniejszenie podaży na rynku domów a także wzmożony ruch na rynku nieruchomości po stronie kupujących sugeruje, że w najbliższym czasie będą podnoszone opłaty za wynajem). Mniejszym niż dotychczas wsparciem (co będzie widać już w czerwcowych wycenach) będą zyski kapitałowe, gdyż oczekiwania na ograniczenie skali QE przez Fed na razie postawiły pod znakiem zapytania trend wzrostowy na rynkach akcji (+zmienność tego komponentu dochodu, a więc większa nieprzewidywalność z punktu widzenia konsumentów jest gwarantowana). W takiej sytuacji kołem ratunkowym dla realnego dochodu rozporządzalnego jest dynamika płac. O ile jednak konsumenci stali się ostatnio wyjątkowo optymistyczni zarówno odnośnie oczekiwanej dynamiki swoich dochodów, jak i stanu rynku pracy (patrz kolejne pozytywne zaskoczenia indeksów zaufania konsumentów), takie nagłe zmiany sentymentu obserwowaliśmy już w przeszłości. I o ile zgadzamy się, że wyższy optymizm konsumentów może ich skłaniać do utrzymywania relatywnie niższej stopy oszczędności (a więc wydawania większego odsetka swoich dochodów rozporządzalnych) to rynek pracy pozostaje rynkiem pracodawcy; gdyby tak nie, było nie obserwowalibyśmy tak dużych zmian w aktywności zawodowej (czynniki demograficzne to jedna strona medalu, systematycznie duża liczba zniechęconych to druga). Wobec tego faktu uważamy, że dynamika płac w gospodarce amerykańskiej pozo-

stanie niska. Tym samym finansowanie konsumpcji opiera się na razie na słomianym paliwie. W najbliższym czasie rynkom finansowym będzie coraz trudniej uwierzyć w determinację Fed do zmniejszenia skali zakupów. Niemniej, raz uwolniona zmienność będzie nam już towarzyszyć. W tym kontekście cel Bernanke i ponowne zwrócenie rynków finansowych na dane został osiągnięty - widać to doskonale po elastyczności cen instrumentów finansowych wobec wcześniej chętnie ignorowanych publikacji.

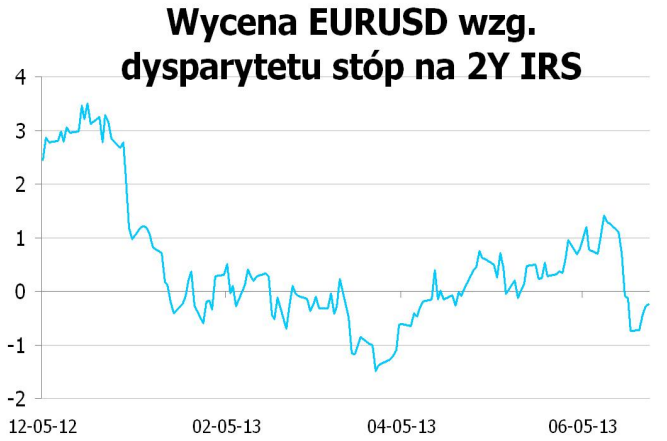
EURUSD fundamentalnie

EURUSD zaczął w dniu wczorajszym korygować serię spadków z ostatnich dwóch tygodni. Co ciekawe, EURUSD było praktycznie jedyną istotną parą walutową, w której dolar się wczoraj osłabił (indeks kontynuuje nieubłagany marsz w górę). Lepszemu sentymentowi zapewne częściowo pomogły gołębie komentarze przedstawicieli Fed (Dudley, Lockhart). Co ciekawe, tym razem dane ze Stanów Zjednoczonych przeszły zupełnie bez echa (nic dziwnego - nie było praktycznie żadnego odchylenia od konsensusu) i nawet niemiecka stopa bezrobocia zdołała w godzinach porannych odcisnąć się w większym stopniu na kursie. Wydaje się, że w chwili obecnej obserwujemy czysto techniczną korektę kursu, związaną z częściową realizacją zysków. Dzisiejsze publikacje makro to w najlepszym razie trzeci garnitur, czekamy więc na przyszłotygodniowy ISM i payrolle.

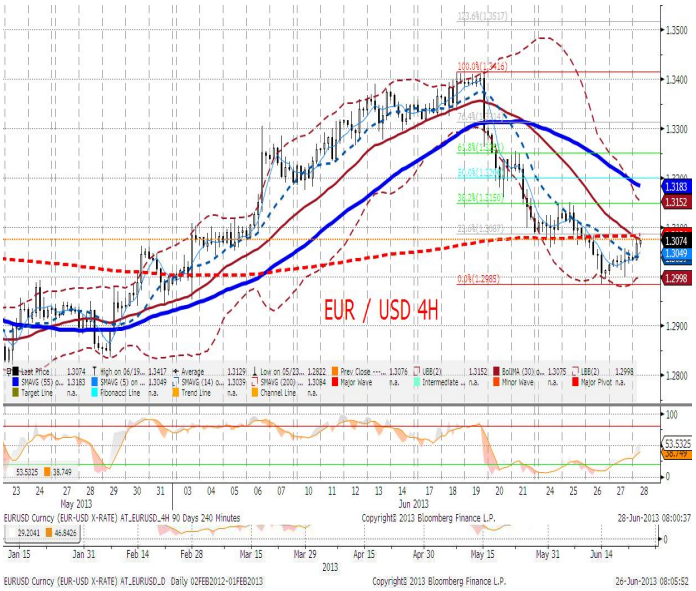
EURUSD technicznie

A jednak doczekaliśmy się korekty, a jej katalizatorem okazało się jednak być odbicie nie od węzła średnich na dziennym (jak wcześniej oczekiwaliśmy), a znalezienie przez kurs wsparcia na psychologicznym poziomie 1,30. Zasięg korekty może okazać się jednak niewielki - ten sam węzeł dziennych średnich (1,3074/78) jest teraz oporem. Oscylator na 4H zaczyna się rozpędzać i dzień zaczynamy od testowania wspominanego węzła. Jeżeli zostanie trwale przełamany, a wraz z nim sąsiedni węzeł na 4H (FIBO 23,6% plus MA200 - 1,3087), przede wszystkim złapiemy S/L, a następnym przystankiem będzie 1,3150 (być może tam będziemy znowu szukać okazji do zajęcia pozycji short).

Wsparcie	Opór
1,2985	1,3150
1,2973	1,3114
1,2744	1,3074/78



* 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.



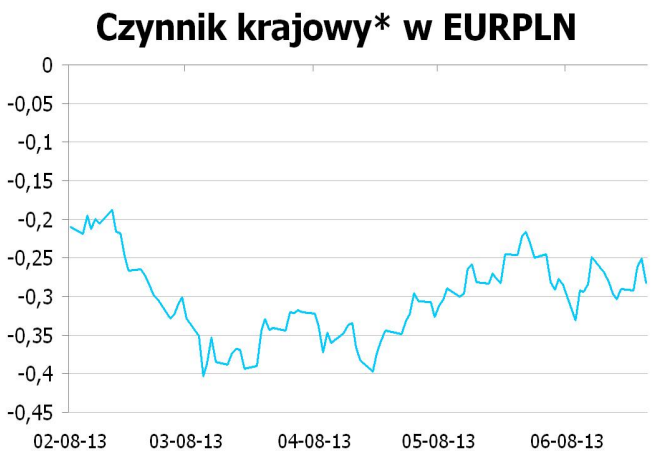
EURPLN fundamentalnie

Złoty mocniejszy. Po otwarciu na poziomie 4,3400 złoty najpierw pozostawał w wąskim przedziale wahań. Dopiero publikacja danych z USA spowodowała istotniejsze umocnienie złotego. Mechanizm umocnienia złotego to tym razem wzrost nadziei na wydłużenie QE w USA i utrzymanie wysokiej płynności na światowych rynkach. Oczekujemy, że w najbliższym czasie EURPPLN będzie skokrelowany pozytywnie z rentownością amerykańskich obligacji. Spadki tych rentownosci, lub stabilizacja powinny przełożyć się na pewne umocnienei złotego. Dziś otwarcie na EURPLN na poziomie 4,3169 i szanse na zejście poniżej poziomu 4,3000.

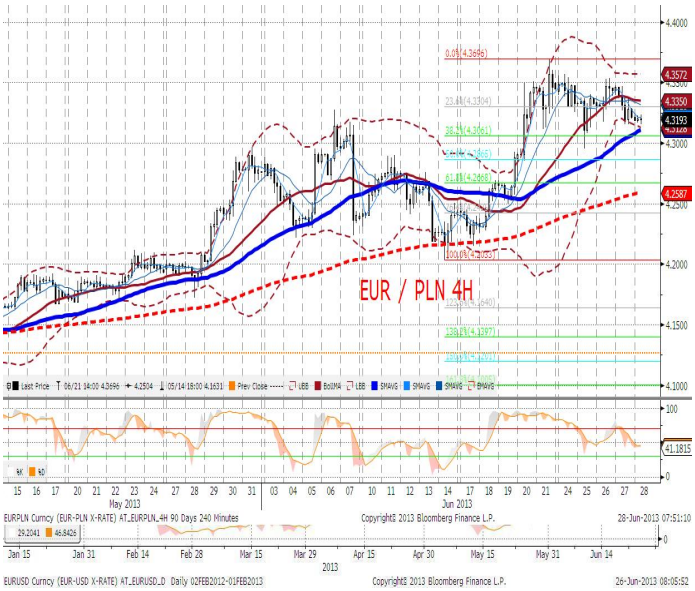
EURPLN technicznie

W dół, a za sobą zostawiamy pierwsze FIBO na 4H (4,3304). Jak wspominaliśmy wczoraj, co nie rośnie musi spaść. Na 4H nakreślił się podwójny szczyt (choć dość koślawy), na dziennym mamy zawracający oscylator i dość subtelną dywergencję. Wiele wskazuje zatem, że niedługo czeka nas S/L. Najbliższe wsparcia to 4,3091 (MA55 na 4H) i 4,3061 (FIBO 38,2% na 4H) - ich złamanie naraża nas na podróż do cztergodzinowego MA200 (4,2587). Zalecamy uważne monitorowanie pozycji, jednak bez paniki (zlecenia S/L raczej na bazie zamknięć niż intraday). My nasz S/L przesuwamy na 4,30 (zamknięcie).

Wsparcie	Opór
4,3091	4,3696
4,3061	4,3603
4,2865	4,3304



* 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	2.72	2.75
2Y	3.0225	3.07
3Y	3.3	3.35
4Y	3.5001	3.55
5Y	3.645	3.70
6Y	3.75	3.81
7Y	3.83	3.89
8Y	3.89	3.95
9Y	3.94	4.00
10Y	3.95	4.00

depo	BID	ASK
ON	1.4	1.7
1M	2.4	2.6
3M	2.4	2.7

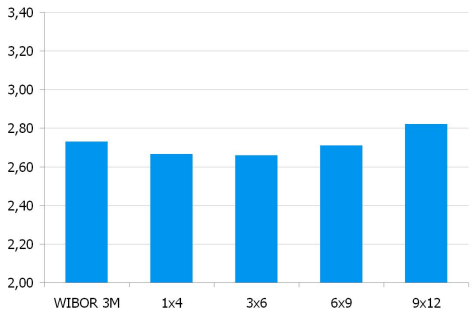
FRA	BID	ASK
1x2	2.60	2.65
1x4	2.62	2.67
3x6	2.61	2.66
6x9	2.66	2.71
9x12	2.77	2.82

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3314
USD/PLN	3.3241
CHF/PLN	3.5207

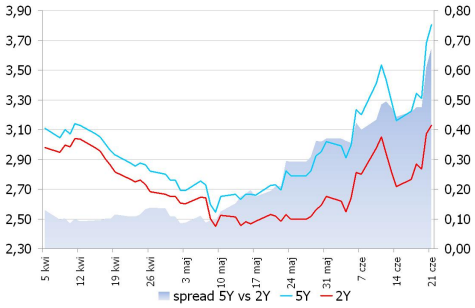
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3035
EUR/JPY	128.18
EUR/PLN	4.3193
USD/PLN	3.3147
CHF/PLN	3.5042

WIBOR 3M i 1Y

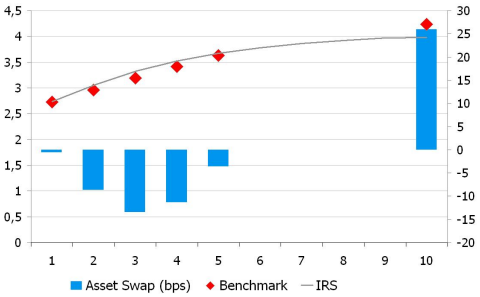
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y

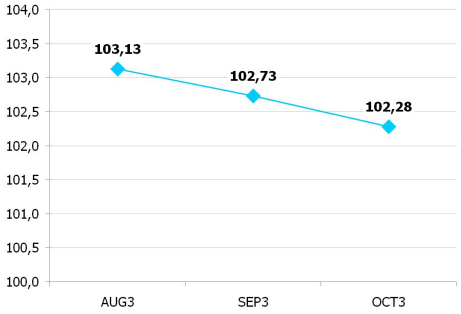


Asset swap i IRS



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 INTRUMENTÓW 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. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.