



Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 83
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 zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				BRE	konsensus		
01.07.2013 PONIEDZIAŁEK							
3:00	CHN	PMI w przemyśle oficjalny (pkt)	cze		50.1	50.8	50.1
3:45	CHN	PMI w przemyśle HSBC final (pkt)	cze		48.3	48.3	48.2
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt)	cze	48.3	48.2	48.0	
9:50	FRA	PMI w przemyśle final (pkt)	cze		48.3	48.3	
9:55	GER	PMI w przemyśle final (pkt)	cze		48.7	48.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle final (pkt)	cze		48.7	48.7	
11:00	EUR	CPI r/r wstępny (%)	cze		1.6	1.4	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	cze		50.5	49.0	
02.07.2013 WTOREK							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	maj		2.0	1.0	
03.07.2013 ŚRODA							
3:45	CHN	PMI w usługach HSBC (pkt)	cze			51.2	
9:50	FRA	PMI w usługach final (pkt)	cze		46.5	46.5	
9:55	GER	PMI w usługach final (pkt)	cze		51.3	51.3	
10:00	EUR	PMI w usługach final (pkt)	cze		48.6	48.6	
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	maj		0.1	-0.5	
	POL	Decyzja RPP (%)	lip	2.50	2.50	2.75	
14:15	USA	Wskaźnik zatrudnienia ADP (tys.)	cze		160	135	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	22.06		345	346	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	cze		54.2	53.7	
04.07.2013 CZWARTEK							
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	lip		0.50	0.50	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	lip		0.50	0.50	
05.07.2013 PIĄTEK							
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	maj		1.2	-2.3	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	cze		165	175	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	cze		7.5	7.6	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** W poniedziałek opublikowany zostanie wskaźnik PMI w przemyśle za czerwiec. We wciąż niesprzyjających okolicznościach (stagnacyjne odczyty niemieckiego odpowiednika, spadek wskaźników koniunktury GUS, niezbyt obiecująca struktura wskaźnika w poprzednich miesiącach) przestrzeń dla odbicia polskiego PMI jest niewielka. W środę ogłoszona zostanie decyzja RPP w sprawie stóp procentowych. Spodziewamy się cięcia stóp procentowych o 25 punktów bazowych, które zakończy cykl - stwierdzenie tego ostatniego faktu może jednak nie być bardzo dobitne. Projekcja inflacyjna, której zręby zostaną opublikowane w komunikacie po posiedzeniu Rady, najprawdopodobniej pokaże rosnącą ścieżkę inflacji, która jednak nie sięgnie celu inflacyjnego w horyzoncie prognozy, dostarczając tym samym uzasadnienia dla cięcia.

• **Gospodarka globalna.** W Stanach Zjednoczonych tydzień przyniesie dane kluczowe z punktu widzenia oceny stanu gospodarki w czerwcu (i, pośrednio, oczekiwań na wycofanie stymulacji monetarnej). Oczekiwany przez analityków wzrost przemysłowego ISM powyżej granicy 50 pkt (na co wskazują opublikowane wcześniej wyniki regionalnych badań koniunktury) wspierałby umiarkowanie optymistyczny scenariusz. Niemniej istotne będą dane z rynku pracy - ich przewidywalność w ostatnich miesiącach zapewnia stabilność oczekiwań rynku, ale - jak co miesiąc - subindeksy ISM i ADP dostarczą wcześniej pierwszych (aczkolwiek nieprecyzyjnych) wskazówek co do tempa kreacji miejsc pracy w czerwcu. W Strefie euro, obok finalnych odczytów wskaźników PMI (poniedziałek - przemysł, środa - usługi) warto zwrócić uwagę przede wszystkim na publikowane w piątek dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle. Odnotujemy, że ich wzrost w skali oczekiwanej przez rynek nie zapewni nawet odrobienia strat z poprzedniego miesiąca. Tydzień przyniesie również decyzje BoE (początek kadencji Carneya) i EBC. W przypadku tego drugiego raczej nie należy oczekiwać cięć stóp, a bank poprzestanie na głębiej retoryce.

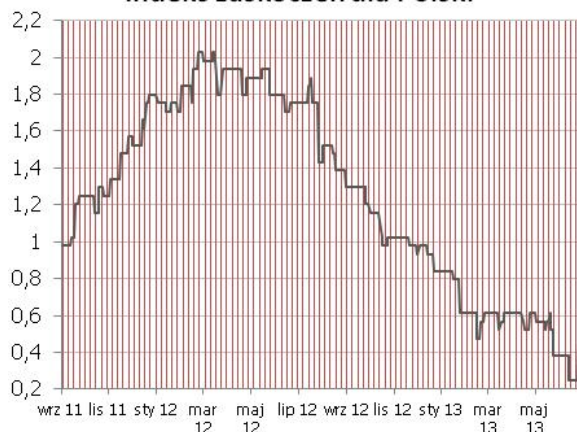
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **NBP:** Deficyt w obrotach bieżących w I kwartale 2013 roku wyniósł 2.055 mln euro wobec 3.329 mln euro deficytu w IV kwartale 2012 r. i wobec 4.515 mln euro deficytu w I kwartale 2012 r. Relacja deficytu rachunku bieżącego do PKB w I kwartale 2013 r. wyniosła minus 2,3 proc. (więcej w sekcji analizy).
- **Marczak (MF):** Uwzględniając 1 mld EUR kredytu od Banku Światowego w lipcu, resort finansów ma sfinansowane 91 proc. tegorocznych potrzeb pożyczkowych. MF obserwuje w czerwcu zmniejszenie się portfela inwestorów zagranicznych o ok. 2 proc.
- **USA:** Indeks poziomu optymizmu wśród konsumentów amerykańskich, opracowywany przez Uniwersytet Michigan wyniósł w czerwcu 84,1 pkt., wobec 84,5 pkt. zanotowanych w maju.

Decyzja RPP (3.07.2013)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.715	0.005
stopy bez zmian		0%		USAGB 10Y	2.495	0.030
obniżka 25 bps		100%		POLGB 10Y	4.231	0.004
PROGNOZA BRE		obniżka 25 bps		Dotyczy benchmarków Reuters		

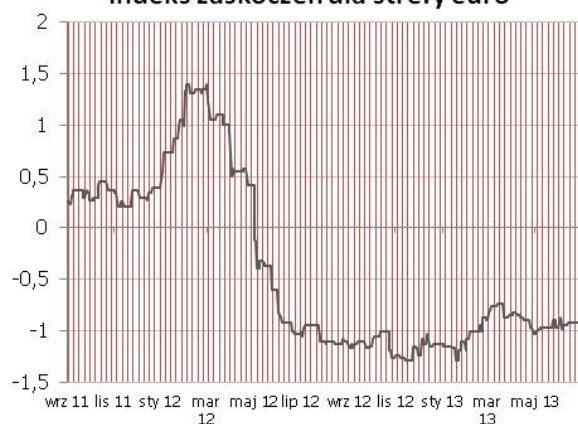
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


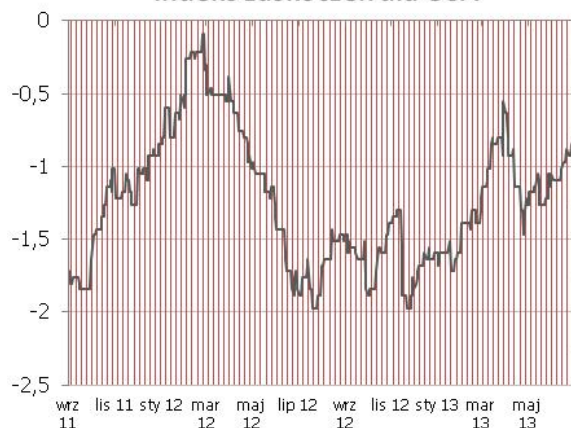
Stopa bezrobocia okazała się zgodna z szacunkiem MPiPS, ale istotnie niższa od konsensusu rynkowego, co przyczyniło się do istotnego wzrostu indeksu zaskoczeń dla Polski. Tym samym, część strat z ostatniego miesiąca udało się odrobić. W tym tygodniu teoretyczną szansę na niespodziankę dostarcza PMI, ale konserwatywne podejście analityków najpewniej sprawi, że dużej niespodzianki nie będzie.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Bez zmian - żadna z publikacji w zeszłym tygodniu nie przyniosła zaskoczenia. Indeks zaskoczeń dla strefy euro pozostaje więc w trendzie bocznym i nie sądzimy, aby miało się to zmienić w najbliższym czasie. Publikacje tego tygodnia (finalne PMI, zamówienia w niemieckim przemyśle) mają pewną szansę na poruszenie indeksem zaskoczeń. W obydwie strony.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


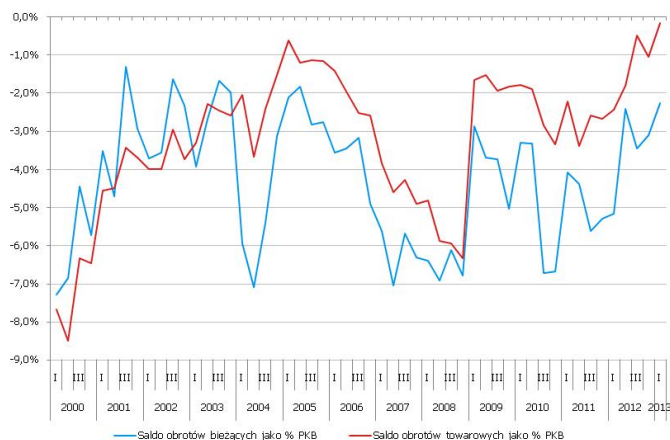
Nieznacznie w górę - pozytywne niespodzianki (finalny wskaźnik koniunktury konsumenckiej U.Michigan, podpisane umowy na sprzedaż domów) przeważały negatywne zaskoczenia (PMI z okręgu Chicago, wskaźnik NAI Chicago Fed). Czas mieszanych danych w dalszym ciągu trwa i nie sądzimy, aby w najbliższym czasie miało się to zmienić. Indeks zaskoczeń na razie zmierza w kierunku lokalnych maksimów.

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.

Kwartalna rewizja danych o bilansie płatniczym potwierdza równowagę się polskiej gospodarki

Zgodnie ze zrewidowanymi danymi, saldo obrotów bieżących zamknęło się w I kwartale wynikiem -2 mld EUR, podczas gdy opublikowane wcześniej dane miesięczne wskazywały na deficyt sięgający -2,6 mld EUR. Zgodnie z naszymi przewidywaniami (spodziewaliśmy się poszerzenia deficytu po rewizji do ok. 3,2 mld EUR), dokonało się to częściowo przez saldo towarowe. Przy niższym od pierwotnie szacowanego eksporcie i wyższym imporcie – tu upatrywaliśmy największego źródła zmienności – spadło ono o ok. 540 mln EUR. Rewizje salda usług (mniejsza nadwyżka) okazała się niewielka, a główną przyczyną różnic między publikowanymi wcześniej danymi miesięcznymi, a zrewidowanymi kwartalnymi było niższe ujemne saldo dochodów.

Nie wnikając w detale, warto odnotować kilka obserwacji poczynionych "z lotu ptaka". W kategoriach względnych deficyt obrotów bieżących spadł do 2,3% PKB, a deficyt handlowy – do 0,2% PKB. W przypadku tego drugiego jest to wartość najniższa w historii, a z całą pewnością najniższa od 2000 roku (tak daleko sięgają spójne szeregi publikowane przez NBP). W obydwu przypadkach obserwujemy kontynuację trendów spadkowych zapoczątkowanych w połowie 2011 roku.



Dane te potwierdzają równowagę się polskiej gospodarki. W oparciu o prognozy dla gospodarki polskiej i bazowy scenariusz dla gospodarki światowej można również stwierdzić, że polska gospodarka może przez kilka miesięcy stale notować nadwyżki handlowe. Dlaczego? Przewyciężenie słabości polskiego popytu wewnętrznego powinno trwać dłużej niż pojawienie się w otoczeniu zewnętrznym dostatecznego impulsu popytowego, aby eksport w dalszym ciągu górował nad importem. Warto w tym miejscu odnotować również, że chroniczny deficyt handlowy, na który choruje polska gospodarka już od wielu miesięcy jest konsekwencją dużego deficytu w handlu surowcami energetycznymi. W kategoriach dóbr przetworzonych, w szczególności dóbr konsumpcyjnych, Polska jest eksporterem netto.



EURUSD fundamentalnie

W piątek przez większą część dnia kurs euro w stosunku do dolara pozostawał stabilny. Zmianę przyniosła dopiero sesja amerykańska. Umocnieniu dolara pomogły wprowadzić niezłe, choć pozostające raczej w drugim szeregu dane makro (konjunktura konsumencka i wyniki niektórych regionalnych badań koniunktury), ale sygnałem powodującym umocnienie dolara i przecenę walut i aktywów na rynkach EM była jastrzębia wypowiedź Jeremiego Steina z Fed. Jego sugestie, jakoby decyzja o zmniejszeniu skali QE we wrześniu (możliwy termin) była uzależniona od ogółu danych makro, jakie napłynęły od początku programu skupu aktywów, jest zgodna z ogólnym podejściem Fed, ale stanowi kubek zimnej wody dla tych inwestorów, którzy w gorszych danych makro w najbliższych miesiącach upatrują szansy na przedłużenie QE w niezmiennym skali. Kluczowe dane z tego tygodnia (ISM, payrolle) mają wreszcie szansę zakończyć obecny reżim rynkowy i katalizować powrót do bardziej standardowej zmienności.

EURUSD technicznie

Piątkowy S/L sprawia, że pozycja short zamknęła się ze stratą 66 pipsów. Kolejna czarna świeca na tygodniowym zbliża nas do testowania MA55 tamże (1,2933). Na dziennym momentum spadkowe jest nieodmiennie mocne, ale kurs napotkał silny opór na poziomie 1,30. Wprawdzie należy zauważyć, że kursowi należy się korekta (a nam lepsze poziomy do pozycji short), ale najlepsza dotąd próba zakończyła się na węźle MA200 i FIBO 23,6% na 4H (1,3087/9). Jesteśmy obciążeni w kierunku short, ale żebyśmy mogli ponownie spróbować, musi stać się jedna z dwóch rzeczy: przełamanie wspomnianego węzła i korekta w okolice 1,3150 (S/L 1,3220), albo przełamanie 1,30 i lokalnych minimów (wówczas bierzemy po 1,2970 z płytkim S/L - 1,3010).

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

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

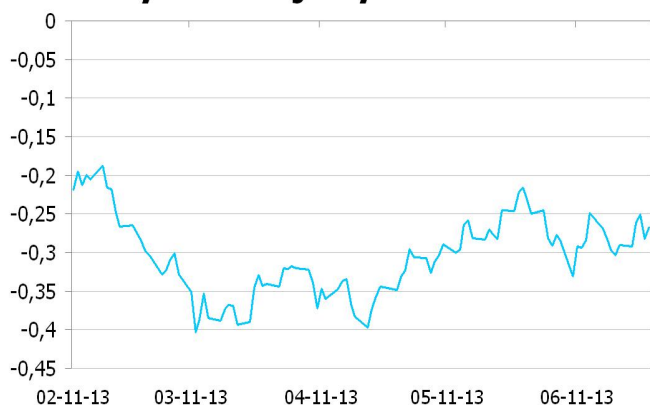
Złoty słabszy - ponownie na fali gorszego sentymentu wobec rynków wschodzących (w podobnej skali w piątek osłabiły się m.in. waluty Turcji i Węgier), ponownie przy znaczącej wyprzedaży polskich obligacji (wzrost rentowności o ponad 10 punktów bazowych). Przyczyna? Jastrzębia wypowiedź jednego z członków Fed. Choć sentyment globalny pozostanie bardzo istotną determinantą kursu złotego, w tym tygodniu czynniki krajowe mają w końcu szansę przejąć pałeczkę pierwszeństwa nad globalnymi. Wprawdzie cięcie stóp w minimalnej skali wydaje się oczekiwane przez większość analityków i uczestników rynku, ale kluczowy będzie fakt, sposób i styl zakończenia cyklu luzowania polityki pieniężnej. W naszej opinii furtka dla dalszych cięć może nie zostać zbyt pieczołowicie domknięta.

EURPLN technicznie

Na tygodniowym w gruncie rzeczy bez zmian - jednodziennowa korekta odbiła się od FIBO 38,2% (4,3052). Sytuacja jest rozwojowa (a scenariusz z sierpnia-września 2011 wciąż ma szansę się powtórzyć), dlatego zwracamy się w kierunku krótszych wykresów. Piątek przyniósł duże wahania, ale kurs ostatecznie zamknął się niewiele powyżej otwarcia. Dywergencja na dziennym (co prawda, delikatna...) w dalszym ciągu sugeruje nadejście korekty. Na 4H kurs, pozostając w kanale, dodryfował do MA55 przy bardzo małej zmienności. Losy EURPLN w najbliższym czasie, jak i naszej pozycji (jesteśmy long średnio po 4,3305 z S/L na 4,30), rozstrzygnie zapewne wynik zderzenia ze średnią.

Wsparcie	Opór
4,3215	4,3696
4,3052/61	4,3603
4,2865	4,3304

Czynnik krajowy* w EURPLN



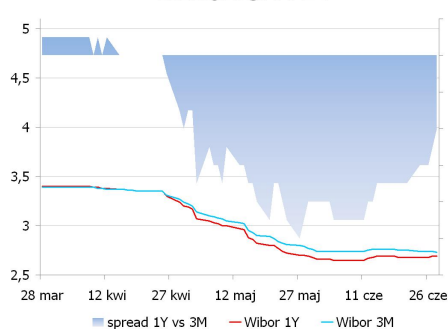
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



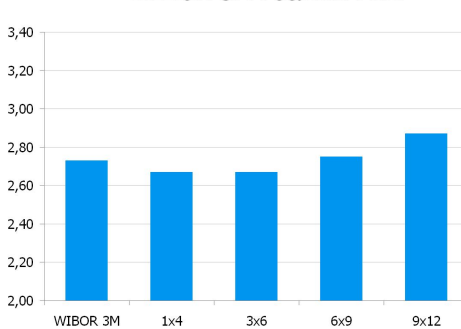


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.74	2.77	ON	2.3	2.8	EUR/PLN	4.3292
2Y	3.0975	3.15	1M	2.4	2.9	USD/PLN	3.3175
3Y	3.38	3.43	3M	2.4	2.9	CHF/PLN	3.5078
4Y	3.6149	3.66					
5Y	3.765	3.82	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	3.845	3.90	1x2	2.60	2.65	EUR/USD	1.3005
7Y	3.92	3.97	1x4	2.62	2.67	EUR/JPY	128.98
8Y	3.97	4.02	3x6	2.62	2.67	EUR/PLN	4.3210
9Y	4.01	4.06	6x9	2.70	2.75	USD/PLN	3.3220
10Y	4.0949	4.14	9x12	2.82	2.87	CHF/PLN	3.5128

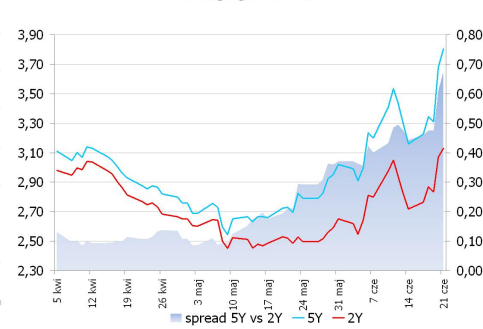
WIBOR 3M i 1Y



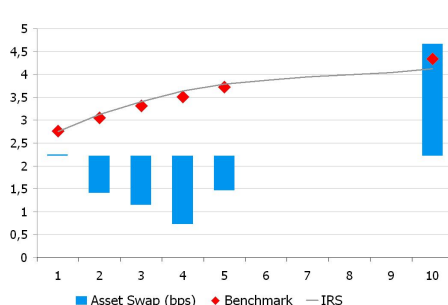
WIBOR 3M i stawki FRA



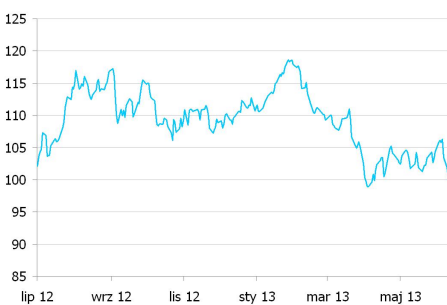
IRS 5Y i 2Y



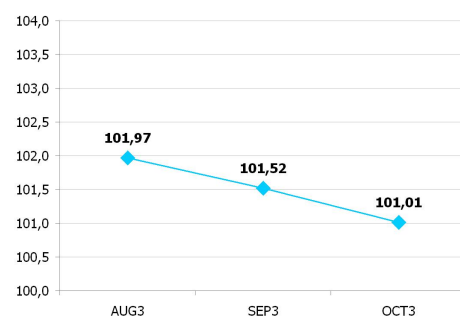
Asset swap i IRS



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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.