



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

BRE Bank SA
18 Senatorska St.
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		
20.06.2011 PONIEDZIAŁEK							
	EUR	Spotkanie ministrów finansów strefy euro w Brukseli					
21.06.2011 WTOREK							
11:00	GER	Indeks koniunktury ZEW (pkt.)	cze		-3.0	3.1	-9.0
16:00	USA	Existing home sales (mln SAAR)	maj		4.8	5.05	4.81
	EUR	Spotkanie EcoFin					
22.06.2011 ŚRODA							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	maj	14.2	13.1	18.6	13.8
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	maj	12.1	12.1	12.6	12.2
14:00	POL	Inflacja bazowa (%)	maj	2.5	2.4	2.1	2.4
14:00	POL	Koniunktura w przemyśle					
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt.)	cze		-10.4	-9.8	-10.0
18:30	USA	Posiedzenie FOMC (%)	cze		0.25	0.25	0.25
23.06.2011 CZWARTEK							
9:30	GER	PMI w przemyśle preliminary (pkt.)	cze		57.0	57.7	54.9
9:30	GER	PMI w usługach preliminary (pkt.)	cze		55.7	56.1	58.3
10:00	EUR	PMI w przemyśle preliminary (pkt.)	cze		53.8	54.6	52.0
10:00	EUR	PMI w usługach preliminary (pkt.)	cze		55.4	56.0	54.2
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	tydz. do 18.06.		410	414	429
16:00	USA	New home sales (tys. SAAR)	maj		310	323	319
24.06.2011 PIĄTEK							
10:00	GER	Indeks koniunktury Ifo (pkt.)	cze		113.4	114.2	
14:30	USA	PKB 3 szacunek (kw/kw SAAR)	Q1		1.9	1.8(p)	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	maj		1.6	-3.6	

Dziś zostaną opublikowane...

- Gospodarka globalna. Dziś opublikowany zostanie indeks Ifo dla Niemiec. Spodziewany spadek zgodnie z wczorajszymi odczytami PMI.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Sprzedaż detaliczna w maju wzrosła o 13,8% r/r.
- Stopa bezrobocia w maju wyniosła 12,2% wobec 12,6% w kwietniu.
- Inflacja bazowa wyniosła w maju 2,4% r/r.
- Rostowski: Oprócz działań Rady Polityki Pieniężnej, także wymiana środków unijnych bezpośrednio na rynku walutowym oraz konsolidacja fiskalna pomogą obniżyć presję inflacyjną.
- Fed podjął decyzję o pozostawieniu bez zmian głównej stopy procentowej. Warty 600 mld dolarów program skupu obligacji zakończy się zgodnie z planem w czerwcu. Fed obniżył prognozę tempa wzrostu amerykańskiej gospodarki na 2011 rok do 2,7-2,9% z 3,1-3,3% oczekiwanych w kwietniu.

Decyzja RPP (6 lipca 2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.951	0.010
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.914	0.027
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	0.000	0.000
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		



Solidny wzrost inflacji bazowej

Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu żywności i energii przyspieszył w maju do 2,4% wobec tempa wzrostu 2,1% r/r odnotowanego w poprzednim miesiącu. Ta miara inflacji okazała się najniższa ze wszystkich: najmocniej przyspieszyła inflacja bazowa po wyłączeniu cen administrowanych (z 4,3% do 4,8%), 15% średnia obciążona uplasowała się na poziomie 4,0% (wobec 3,6% poprzednio), zaś inflacja bazowa po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych wzrosła do 3,2% (wobec 2,9% poprzednio). Nie sama dynamika roczna jest jednak w tym przypadku niepokojąca, co przyspieszenie odnotowane na bazie miesięcznej: od 0,6% w inflacji bazowej po wyłączeniu cen administracyjnych (taki sam wzrost co headline) do 0,4% w przypadku pozostałych miar inflacji.

Choć część wzrostu wynika z pewnością ze zmian metodologicznych związanych z liczeniem cen odzieży i obuwia (taki efekt stwierdzono statystycznie w wielu krajach po takiej właśnie zmianie metodologii HICP), część odzwierciedla również rozlewanie się wcześniej zaobserwowanych (egzogenicznych) wzrostów cen na pozostałe kategorie (a więc dostosowania cen względnych). Z drugiej strony ceny sprzedaży detalicznej (wolne od zmian metodologicznych) przyspieszyły w maju bardziej niż inflacja CPI (do 5,2% headline) oraz inflacja bazowa (ceny bazowego koszyka detalicznego wzrosły o 2,8% r/r), co przerzuca ciężar wzrostu cen raczej na czynniki stricte gospodarcze: wysoki wzrost PKB, stabilny rynek pracy. Jeśli po stronie tych czynników nie zaobserwujemy zmian w drugiej połowie roku, również inflacja bazowa może utrzymywać się na podwyższonych poziomach (do tego dochodzą także zapowiadane liczne podwyżki cen administrowanych - bilety - oraz wyższe ceny energii dla przedsiębiorstw, które będą przerzucane na konsumentów w cenach wszystkich niemal towarów). Uważamy, że uporczywie wysoka inflacja bazowa może być przyczyną powrotu RPP do podwyżek stóp procentowych na jesieni; na najbliższym posiedzeniu nie spodziewamy się jednak zmian stóp procentowych, gdyż RPP daje sobie czas na lepszą diagnozę bieżącej sytuacji.

Jeszcze bardziej gołębi FOMC

Stopy procentowe zostały utrzymane na niezmiennym poziomie; to samo dotyczy zakończenia programu zakupu aktywów w czerwcu br.

Komunikat wskazuje, że gospodarka USA rozwija się, jednak w tempie wolniejszym niż wcześniej oczekiwane. Oprócz standardowych hamulcowych (sektor domów), zwrócono uwagę na spowolnienie poprawy sytuacji na rynku pracy. W komunikacie znalazły się czynniki, które przejściowo ograniczą tempo wzrostu gospodarki: zaburzenia w łańcuchach dostaw oraz wysokie ceny (na konferencji jednak Bernanke zaznaczył szerokie wyhamowanie gospodarki amerykańskiej, którego natury Fed dotychczas jeszcze precyzyjnie nie jest w stanie zdiagnozować). W kwestii inflacji zaznaczono ostatni jej wzrost (przy stabilnych oczekiwaniach inflacyjnych), jednak dalsza część komunikatu wskazuje, że FOMC spodziewa się jej powrotu do poziomów poniżej uznawanych za stabilność cen. Komunikat jest tym samym znacznie bardziej gołębi.

Na posiedzeniu zaprezentowano również najnowsze prognozy dla gospodarki amerykańskiej. Tempo wzrostu PKB zostało

zrewidowane w dół w 2011 i 2012 roku do odpowiednio 2,8% (poprzednio 3,2%) oraz 3,5% (3,85%). Zrewidowana w górę została również stopa bezrobocia do 8,75% oraz 8% (poprzednio 8,55% oraz 7,75%). Inflacja PCE została obniżona w 2011 roku do 2,4% (było 2,55%), lecz podwyższona w 2012 roku (1,75% wobec 1,6%) oraz w ujęciu bazowym: 1,75% w 2011 roku (było 1,45%) oraz 1,7% w 2012 roku (było 1,55%).

W części komunikatu poświęconej komunikacji z rynkami zmiany są kosmetyczne. Już nie sama niska inflacja zniechęca FOMC do podwyżek, lecz perspektywy niskiej inflacji (tym samym FOMC na razie nie wydaje się być zaniepokojony wzrostem inflacji bazowej). Zdanie daje znacznie więcej manewru dla polityki FOMC i jednocześnie nieco ogranicza rynkowy monitoring działań komitetu (łatwiej monitorować bieżący poziom inflacji niż jej perspektywy i to z punktu widzenia FOMC). Zmiana ta idealnie pokazuje obecne elastyczne podejście FOMC, który znajduje się w fazie wait-and-see. Choć niektórzy inwestorzy być może poczuli się zawiedzeni brakiem zmian w programie zakupu aktywów, Bernanke zaznaczył dobitnie, że Fed jest przygotowany na taką ewentualność jeśli tylko rozwój sytuacji gospodarczej będzie tego wymagał. Bernanke zaznaczył także, że fraza „extended period” oryginalnie miała oznaczać brak zmian polityki pieniężnej przez 2-3 posiedzenia, jednak obecnie okres ten mógł ulec wydłużeniu. Długi okres niskich stóp procentowych jest tym samym gwarantowany, to samo dotyczy utrzymywania bilansu Fed na niezmiennym poziomie. FOMC znajduje się obecnie wyraźnie pomiędzy młotem i kowadłem: z jednej strony obserwowany jest wzrost inflacji bazowej, jednak z drugiej - z uwagi na hamowanie gospodarki i kruchą kondycję rynku pracy - wzrost ten trudno jest uznać za trwały.

Dalsze spadki indeksu PMI w całej strefie euro

Flashowe dane (bazujące na ok. 85% ankiet) wskazują, że indeks PMI composite w strefie euro spadł w czerwcu o 2,2 pkt. do poziomu 53,6 pkt. Za spadek odpowiedzialny jest zarówno przemysł (PMI w przemyśle sięgnął 18-miesięcznych minimów spadając do poziomu 52,0pkt.) jak i usługi (spadek do poziomu 54,2pkt.). Wśród składowych indeksu opisującego sytuację w europejskim przemyśle w stosunku do maja wzrosły jedynie nowe zamówienia eksportowe, zaś pierwszy raz od końca recessji zaobserwowano spadek któregośkolwiek z sub-indeksów PMI w przemyśle (New business) poniżej 50pkt. (wskaźnik powyżej 50 pkt. wskazuje na ekspansję, poniżej na spowolnienie). W ankietach widoczne było spowolnienie inflacji producentów (input proces) wynikające ze spadków cen ropy i innych surowców, co jednak nie wpłynęło na obniżenie cen produktów gotowych (output prices), jednak może być indykatorem przyszłych zmian.

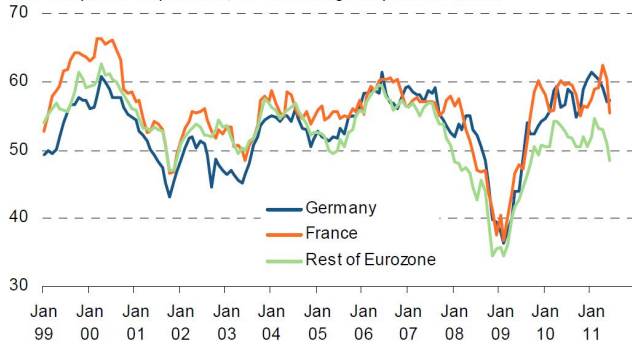
Siłą napędową strefy euro pozostają Niemcy (wzrost indeksu PMI composite o 0,2pkt. do poziomu 57,3pkt.), choć przemysł także tam w czerwcu spowolnił (PMI w przemyśle spadł o 2,8pkt. do poziomu 57,7pkt. najniższego od 17 miesięcy) - głównie w związku ze spadkiem zamówień eksportowych. Ciekawie jednak przedstawia się sytuacja w usługach, która uległa znacznej poprawie (sygnał do bardziej zrównoważonej struktury wzrostu?). Coraz mocniej zarysowuje się różnica między Niemcami i Francją, a pozostałymi krajami strefy euro, dla których spadki PMI oznaczają już przekroczenie granicy 50pkt. (w czerwcu po raz pierwszy od końca 2009r.). W II kwartale 2011 w stosunku do I kw. średnio PMI w przemyśle spadł w całej strefie euro o



ok. 3,1pkt. (podobnie w Niemczech), co wg komentarza Markit do danych flashowych wskazuje na spadek wzrostu o ok. 0,2pp. za II kw. 2011r. Kwartalna dynamika PKB w II kwartale może osiągnąć około 0,4%.

Core v. Periphery PMI Output Index

PMI Composite Output Index, 50 = no change on previous month





EURUSD fundamentalnie

EURUSD był w czwartek solidnie wyprzedawany po posiedzeniu FOMC (diagnoza spowolnienia gospodarki amerykańskiej), słabszych wskaźnikach koniunktury oraz informacji, że opozycja w Grecji nie poprze kolejnych cięć fiskalnych. Sentyment poprawił się nieznacznie po informacji o zakończeniu negocjacji Grecji z IMF/UE dot. nowej pomocy. Po wczorajszych minimach 1,4126 dziś otwarcie w okolicach 1,4250. Dzisiejsze dane to indeks Ifo (chyba nikt nie ma już wątpliwości, że będzie gorszy), III szacunek PKB w USA (po wręcz rewelacyjnych danych o bilansie handlowym jest światełko nadziei na wyższy odczyt) oraz zamówienia na dobra trwałe. Dane makro znajdą się jednak również i dziś na drugim planie, gdyż rynek będzie żył wydarzeniami w Grecji.

EURUSD technicznie

Wybicie górą z klina z klina na EURUSD. Realizacja zysków przy średnich ruchomych. Przełamanie ww. średnich otworzyłoby drogę do 1,4699 (ostatnie szczyty). Wsparcia można poszukiwać w okolicach 1,4224 (skuteczna okazuje się dolna część klina z linią średnioterminowego trendu aprecjacyjnego). W dłuższej perspektywie (wykres tygodniowy) notowania oparte są na 23,6% Fibo (liczone jako *retracement* od fali wzrostowej od 2000 roku), której przełamania (patrz 2008 i 2009) łączyły się z kontynuacją korekty o zasięgu 15-20 figur. Dodatkowo, kurs poniżej 1,5158 (oraz z uformowanym niższym szczytem na 1,4946) cały czas bardziej przypomina kontynuację korekty zapoczątkowanej w 2008 roku niż próbę wybicia na nowe maksima (do przebiccia pozostaje globalne maksimum 1,6068).

Wsparcie	Opór
1,4224	1,4949
1,4013/73	1,4699
1,3967	1,4412





EURPLN fundamentalnie

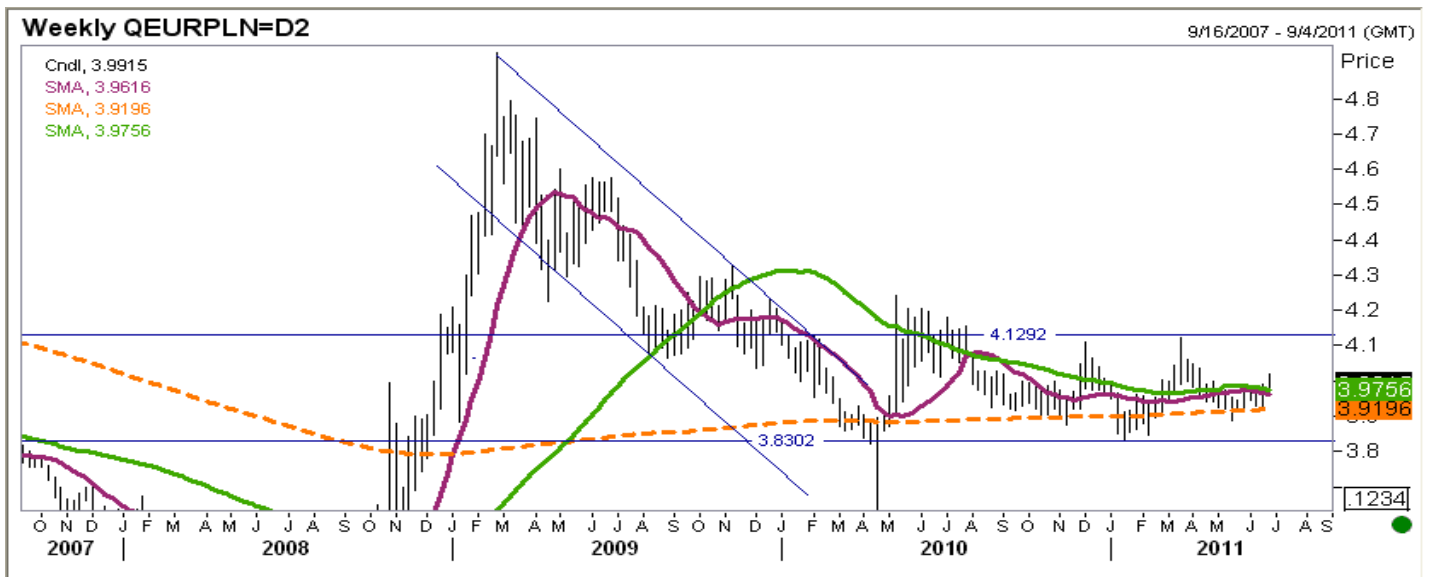
EURPLN wczoraj osiągnął maksimum 4,0175. Dziś otwarcie 3,9900. Informacja o pozytywnym zatwierdzeniu przez KE polskiego planu redukcji deficytu powinna w normalnych warunkach wesprzeć złotego, jednak po wybiściu z trendu aprecjacyjnego reakcja na pozytywne dane jest zwykle ograniczona. Złoty silniej reaguje na zmiany światowego sentymentu niż na krajowe dane, co jest słabym prognostykiem wobec obecnej niepewności. Nie można wykluczyć, że dziś MF będzie chciało sprzedać część środków po wyższym kursie (korzystając jednocześnie z mniejszej płynności).

EURPLN technicznie

Zerodowana linia średnioterminowego trendu. Perspektywa negatywna z możliwością ponownienia ataku na Fibo 4,01. Kolejne cele to czwartkowe maksima (4,0175) oraz 2 Fibo w przedziale 4,05-06.

W dłuższej perspektywie (wykres tygodniowy) złoty po wypadnięciu z kanału aprecjacyjnego skonsolidował w przedziale 3,83-4,12 (czarna świeca w II kw. 2010 to błąd systemu).

Wsparcie	Opór
3,9865	4,0272
3,9753	4,0175
3,9406	4,0100





IRS	BID	ASK
1Y	4.9573	5.01
2Y	5.0723	5.12
3Y	5.1773	5.23
4Y	5.2472	5.30
5Y	5.2922	5.34
6Y	5.3222	5.37
7Y	5.3422	5.39
8Y	5.3572	5.41
9Y	5.3672	5.42
10Y	5.3672	5.42

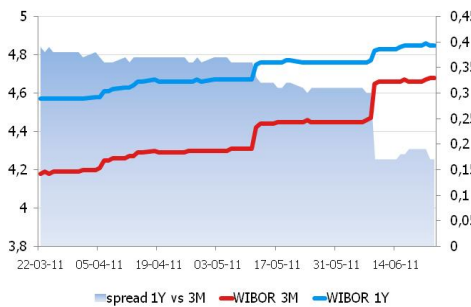
depo	BID	ASK
ON	4.0	4.2
1M	4.1	4.2
3M	4.5	4.7

FRA	BID	ASK
1x2	4.63	4.68
1x4	4.73	4.79
3x6	4.85	4.88
6x9	4.98	5.01
9x12	5.01	5.07

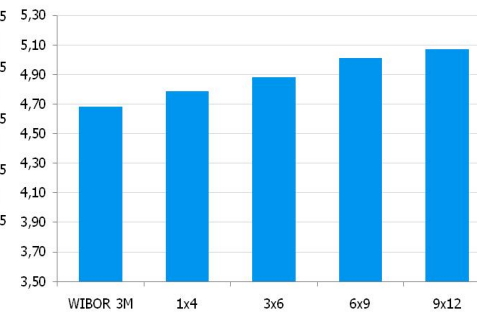
Fixing NBP	
EUR/PLN	3.9846
USD/PLN	2.7661
CHF/PLN	3.2883

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.4261
EUR/JPY	114.75
EUR/PLN	3.9901
USD/PLN	2.7975
CHF/PLN	3.3366

WIBOR 3M i 1Y



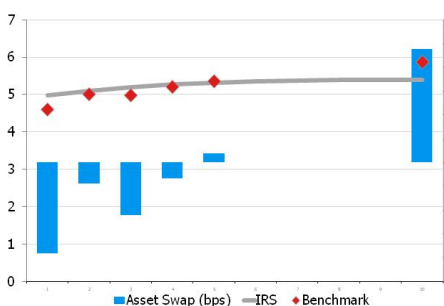
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



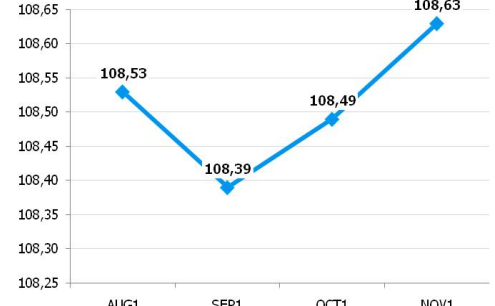
Asset swap i IRS



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, 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.