



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

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 526 70 34
artur.pluska@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	consensus		
14.05.2012 PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.7	0.4	
14:00	POL	M3 r/r (%)	kwi	10.9	10.8	9.2	
	EUR	Spotkanie Eurogrupy w Brukseli					
15.05.2012 WTOREK							
8:00	GER	PKB flash kw/kw (%)	Q1		0.2	-0.2	
11:00	EUR	PKB flash kw/kw (%)	Q1		-0.2	-0.3	
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	maj		20.1	23.4	
14:00	POL	CPI r/r (%)	kwi	4.1	3.9	3.9	
14:30	USA	CPI m/m (%)	kwi		0.2	0.3	
14:30	USA	Indeks NY Empire State (pkt)	maj		9.0	6.6	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	kwi		0.2	0.8	
16:00	USA	Indeks NAHB (pkt)	maj			25	
16.05.2012 ŚRODA							
11:00	EUR	CPI final r/r (%)	kwi		2.6	2.6	
14:00	POL	C/A (mln EUR)	mar	-987	-1004	-1585	
14:30	USA	Housing permits (tys. SAAR)	kwi		735	764	
14:30	USA	Housing starts (tys. SAAR)	kwi		678	654	
14:30	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		0.5	0.0	
20:00	USA	FOMC Minutes	kwi				
17.05.2012 CZWARTEK							
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	12.05.			367	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	maj		10.0	8.5	
18.05.2012 PIĄTEK							
14:00	POL	Place r/r (%)	kwi	4.3	3.9	3.8	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	kwi	0.4	0.5	0.5	
	USA	Szczyt G8 w Camp David					

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Dziś zostanie opublikowana podaż pieniądza M3. Oczekujemy niższego wzrostu depozytów gospodarstw domowych wynikającego z odpływu środków do bardziej ryzykownych form oszczędzania po wycofaniu lokat antybelkowych. Z kolei dynamika depozytów przedsiębiorstw pozostaje nieco zaniżona po marcowej operacji finansowej KGHM. We wtorek spodziewamy się odbicia inflacji, co jest wynikiem wzrostu cen żywności, stopniowo drożającego paliwa oraz podwyżki cen gazu. Inflacja bazowa pozostanie na niezmienionym poziomie. W środę poznamy odczyt bilansu płatniczego. Niższy deficyt na rachunku obrotów bieżących to przede wszystkim efekt dodatnich transferów środków UE do Polski. Deficyt handlowy raczej pozostanie na poziomie zbliżonym do lutowego odczytu. W piątek GUS poinformuje o placach i zatrudnieniu. Oczekujemy niższej dynamiki zatrudnienia, co jest rezultatem odwracania trendu zatrudnienia w sektorze budowlanym. Z kolei w zakresie płac spodziewamy się wyższej dynamiki, na co składają się z jednej strony efekty bazy statystycznej, a z drugiej strony spowalniająca dynamika płac w sektorze budowlanym.

• **Gospodarka globalna.** Dziś ze strefy euro zostanie opublikowana produkcja przemysłowa. Po zeszłotygodniowych danych z Niemiec można spodziewać się, że dane marcowe były jeszcze lepsze niż dane za luty. Dziś również będzie miało miejsce spotkanie ministrów finansów strefy euro. Spotkanie raczej będzie zdominowane dyskusją o odnośnię patu politycznego w Grecji oraz możliwości wyjścia tego kraju ze strefy euro. We wtorek poznamy pierwsze szacunki PKB, gdzie analitycy spodziewają się wzrostu w Niemczech i spadku w strefie euro. Byłoby to potwierdzeniem wejścia strefy euro w techniczną recesję. W tym tygodniu także spór danych z USA: produkcja przemysłowa (pozytywny wpływ pogody i większego zapotrzebowania na energię), sprzedaż detaliczna (bilansujący się wpływ spadku cen paliw i wzrostu sprzedaży samochodów) oraz dane z rynku nieruchomości. W środę Fed opublikuje Minutes z ostatniego posiedzenia FOMC, z którego dowiemy się nieco więcej szczegółów o odnośnię dyskusji o stanie gospodarki i szans na QE3.

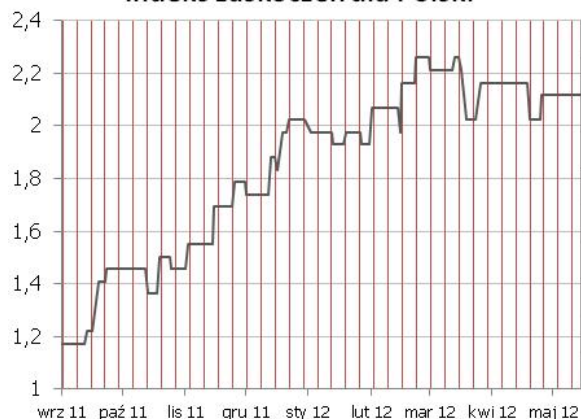
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **Belka:** Pomimo, iż RPP dostrzegła uporczywe utrzymywanie się inflacji, z decyzją o ewentualnej podwyżce stóp procentowych czekano na pełny zestaw informacji z pierwszego kwartału 2012 roku. Wedle sygnałów z GUS gospodarka polska rozwijała się w pierwszym kwartale w tempie 3,5%. Jednocześnie jednak okazało się, że miesięczne wskaźniki nie sygnalizują stopniowego spadku inflacji (więcej czytaj w sekcji analizy).
- **Głapiński:** Majowa podwyżka stóp proc. była silnym sygnałem, że RPP nie ma zamiaru tolerować inflacji uporczywie utrzymującej się na wysokim poziomie. Jest to w tym momencie ruch wystarczający, a Rada powinna obecnie powrócić do nastawienia „wait and see”, nie wykluczając jednak możliwości kolejnego wzrostu stóp.
- **Grecja:** Rozmowy w sprawie utworzenia nowego rządu Grecji skończyły się w piątek fiaskiem, gdy radykalna lewica nie zgodziła się na wejście w koalicję z konserwatywną Nową Demokracją i socjalistami.

Decyzja RPP (6.06.2012)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.509	-0.007
stopy bez zmian		100%		USAGB 10Y	1.824	-0.017
obniżka 25 bps		0%		POLGB 10Y	5.400	0.020
PROGNOZA BRE		stopy bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

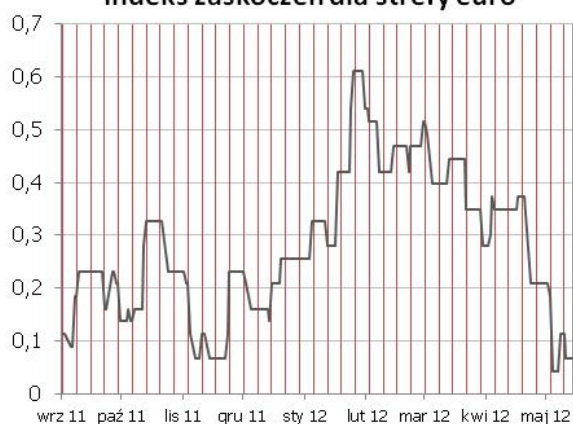
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


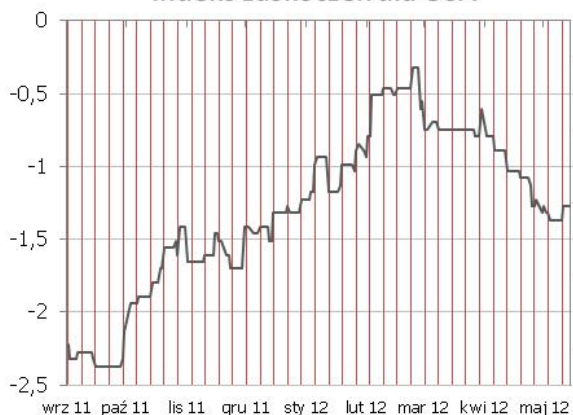
Indeks zaskoczeń dla Polski pozostał w minionym tygodniu niezmienny. Właściwie jedynym istotnym wydarzeniem makro była śródowa decyzja RPP o podwyższeniu poziomu stopy referencyjnej o 25pb. do 4,75%, jednak była ona spójna z naszymi oczekiwaniami (rynek wyceniał podwyżkę także powyżej 50%). W tym tygodniu sporo danych - szczególnie bacznie obserwowana będzie wtorkowa inflacja (spodziewamy się wzrostu ponownie powyżej 4%) i piątkowe dane z rynku pracy.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Indeks zaskoczeń w strefie euro pod wpływem danych z Niemiec. Na początku tygodnia dwie pozytywne niespodzianki z sektora przemysłowego - nowe zamówienia i produkcja wzrosły ok. 2pp (w ujęciu m/m) powyżej oczekiwań na poziomie 0,5-0,8%. W piątek niższe od oczekiwań dane o inflacji skorygowały częściowo wzrost indeksu. Niemcy pozostają ciągle najsilniejszym ogniwem w strefie euro, choć tak silne wzrosty dają raczej sygnał stabilizacji (korekta po mroźnej zimie) - szczególnie przy ostatnich niskich poziomach indeksów koniunktury (oczekiwania na śródowy ZEW także ustawione są niżej).

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


Wśród danych z amerykańskiego rynku pozytywnie zaskoczył piątkowy odczyt indeksu zaufania konsumentów Uniwersytetu Michigan (77,8pkt. wobec oczekiwanych 76,0pkt), co wpłynęło na delikatne odbicie indeksu zaskoczeń. W tym tygodniu publikacje kilku ważnych danych z oceanu (sprzedaż, produkcja).

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.



Łagodne komentarze członków RPP

Najnowsze komentarze członków RPP (Belka, Glapiński) są zbieżne z tonem komunikatu oraz atmosferą na konferencji. Komentarz Belki jest ukierunkowany przede wszystkim na przyczyny ostatniej podwyżki stóp tj. potwierdzenie przewidywań odnośnie braku gwałtownego spowolnienia (pojawia się nawet szacunek tempa wzrostu PKB w I kwartale na poziomie 3,5%) oraz uporczywość inflacji. Prezes wciąż nazywa ostatnią decyzję o podwyżce „normalizacją” a nie zacieśnieniem polityki, posługując się pojęciem dodatnich realnych stóp procentowych. Optymizm prezesa w zakresie tempa wzrostu PKB rozciąga się także na przyszły rok (spodziewane jest przyspieszenie; Belka bagatelizuje również efekt wygaśnięcia inwestycji związanych z EURO2012), przy czym oczekuje on, że obecna podwyżka stóp będzie „stabilizować wzrost gospodarczy”. Ostatni wątek łączy się z ujawnieniem preferencji RPP wobec wzrostu: stabilność jest przedkładana nad szybkość. W takim kontekście trudno się dziwić, że obecne symptomy spowolnienia są bagatelizowane - horyzont myślenia RPP zaczyna chyba powoli wybiegać poza rozważania cykliczne. W zakresie kształtowania oczekiwań na przyszłe ruchy RPP Belka pozostaje stosunkowo łagodny i nie chce przesądzać, czy będzie potrzeba kolejna podwyżka.

Prezesowi w zasadzie wtóruje Glapiński, który sugeruje powrót do polityki wait-and-see na bazie obecnej niepewności sytuacji wewnętrznej i zewnętrznej. Cytaty wykorzystane w wywiadzie wydają się jednak symptomatyczne. Glapiński stwierdza między innymi, że „nie należy kontynuować cyklu podwyżek” oraz „wszystko rozstrzygnie się w głosowaniach”. Daje to w pewnym sensie przedsmak tego, co prawdopodobnie zobaczymy w „Minutes” - przynajmniej część członków RPP mogła jednak rozważać ostatni ruch za wstęp do cyklu a utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie (do jesieni) może im dawać dobre powody, aby nie zmieniać stanowiska.

Podsumowując, ostatnio widoczna większa dbałość o kod komunikacyjny pozwala sądzić, że na czerwcowym posiedzeniu nie dojdzie do zmiany stóp procentowych. Kolejne miesiące nie są już jednak aż takie pewne. Po pierwsze, myślenie RPP o tempie wzrostu gospodarczego może zacząć wybiegać poza kwestie cykliczne i stąd ewentualne decyzje o podwyżkach stóp mogą być stawiane w pozytywnym świetle jako narzędzie do stabilizowania gospodarki i wyzwalać potencjał wzrostu w długim terminie. Po drugie, przed nami jeszcze co najmniej kilka miesięcy wysokiej inflacji i wysokich oczekiwań inflacyjnych. Może to sprawiać, że bardziej jastrzębia część członków (ci od cyklu) straci cierpliwość i będzie domagać się podwyżek. Stąd też ryzyko będzie nam towarzyszyło jeszcze przez kilka posiedzeń. Kluczowe będzie sprawdzenie jak nowa jakość retoryki RPP w zakresie wzrostu przetrwa próbę faktycznego i namacalnego spowolnienia.



EURUSD fundamentalnie

EUR dużo słabsze. W piątek wspólna waluta niewiele się osłabiła zamykając się w okolicach 1,292. Inwestorzy z niecierpliwością wyczekiwali na wyniki rozmów w Grecji w sprawie utworzenia rządu. Niedzielne spotkanie prezydenta Grecji z przywódcami 3 największych partii też nie przyniosło pozytywnego finału. W zasadzie kolejne wybory w Grecji są już pewne. Z ostatnich sondaży wynika, że nie przyniosłyby one rozstrzygnięcia na korzyść partii, które opowiadają się za pozostaniem Grecji w strefie euro oraz kontynuacją niezbędnych reform. W rezultacie strefa euro szykuje się na coraz bardziej prawdopodobne wyjście Grecji. Dlatego też perspektywa negatywna dla kursu. Dziś będzie miało miejsce spotkanie ministrów finansów, po którym zapewne ujawnione zostaną nowe informacje odnośnie przyszłości Grecji w strefie euro. Poza wydarzeniami politycznymi istotny wpływ na kurs będzie miał wstępny odczyt danych o PKB w strefie euro. Z USA poznamy dane z rynku nieruchomości (środa), produkcję przemysłową (środa) i sprzedaż detaliczną (wtorek). Minutes z ostatniego posiedzenia FOMC wskażą szczegóły dyskusji odnośnie stanu gospodarki, w tym o perspektywach QE3.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

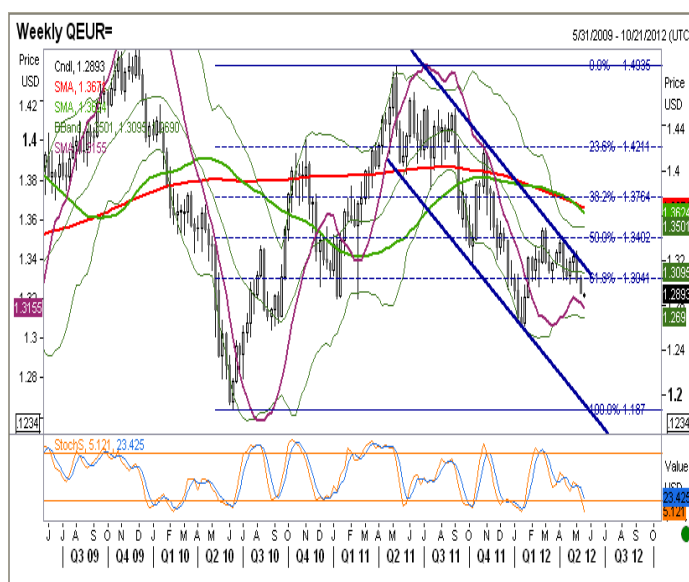
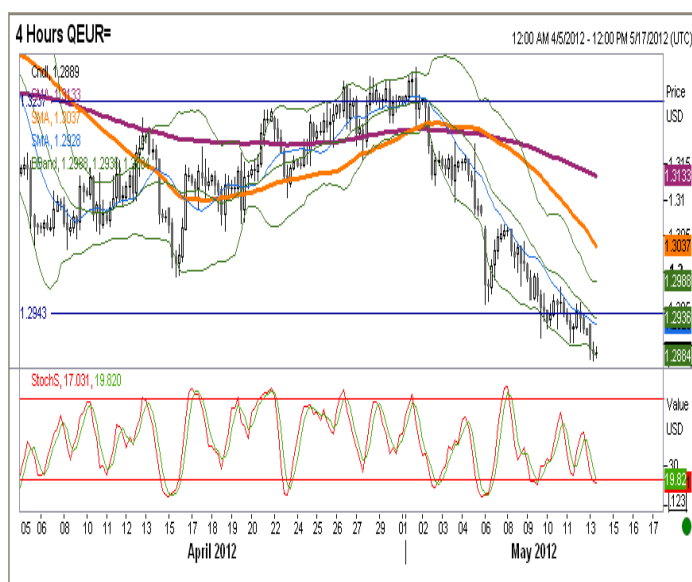
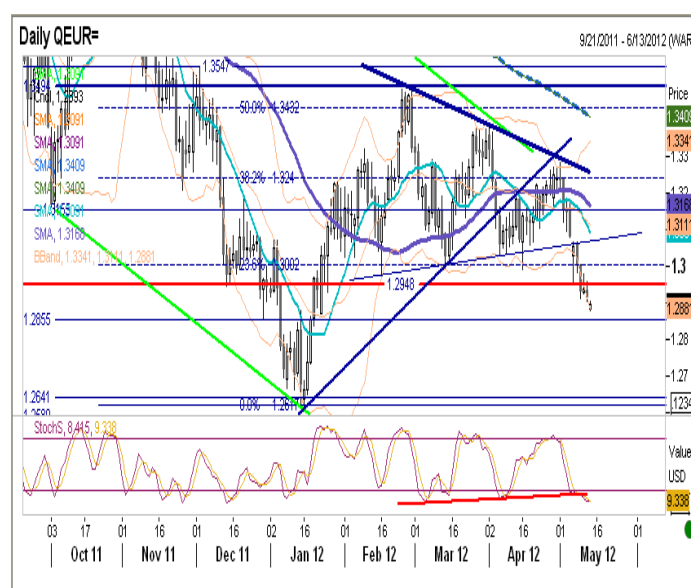


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Potwierdzenie złamania Fibo (1,3041) na bazie tygodniowej, kierunku spadkowy (z celem nawet na 1,1870 - dół kanału depresyjnego). Na dziennym bez zmian. EURUSD złamał bardzo istotny poziom wsparcia (1,2948), który utrzymywał spadki kursu w ryżach przez 3 miesiące. Od tego czasu cele należy ustawić na poziomie 1,2617. Ewentualne korekty powinny znaleźć opór na ww. poziomie lub nieco wyżej, w okolicach linii trendu aprecjacyjnego (1,3071).

Wsparcie	Opór
1,2855	1,3155
1,2800	1,3078
1,2617	1,2948





EURPLN fundamentalnie

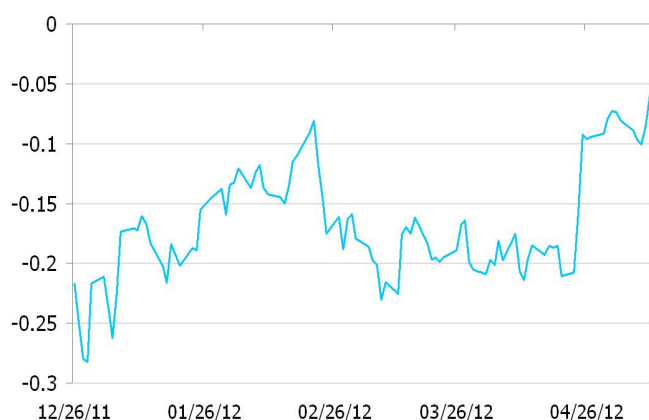
Złoty słabszy. Krajowa waluta stopniowo osłabiała się w reakcji na wydarzenia w strefie euro oraz Grecji. Publikacja prognoz Komisji Europejskiej odnośnie wzrostu gospodarczego w Polsce oraz poziomu deficytu zbytnio nie pomogła złotemu. Komisja przyznała, że Polska osiągnie poziom deficytu 3% PKB w tym roku. Obecnie złoty startuje z poziomów mniej więcej 4,26. Ze względu na wydarzenia polityczne i impas w Grecji perspektywa dla złotego nie jest najlepsza. Dziś o 14 NBP poda dane o M3, ale one pozostaną w cieniu wydarzeń i danych globalnych. Dopiero we wtorek czynniki krajowe mogą zyskać na znaczeniu przy publikacji danych o inflacji. W kolejnych dniach poznamy deficyt obrotów bieżących (środa), a w piątek płace i wynagrodzenia. Te ostatnie dane, podobnie jak M3, pozostaną raczej bez wpływu na kurs.

EURPLN technicznie

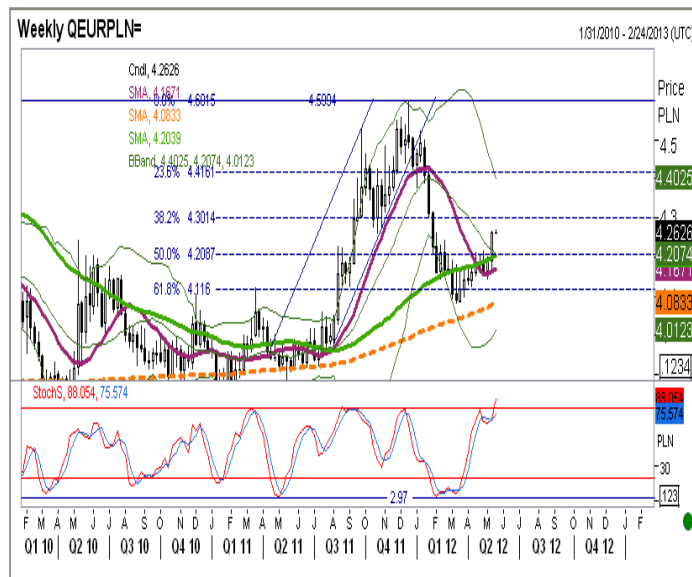
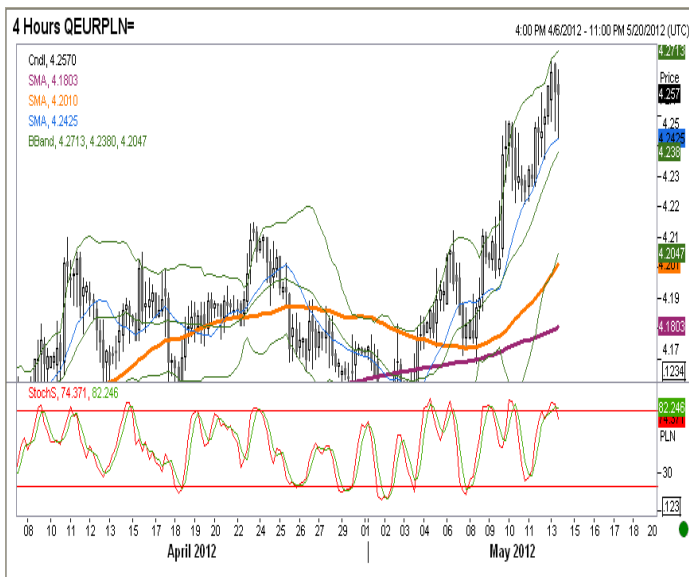
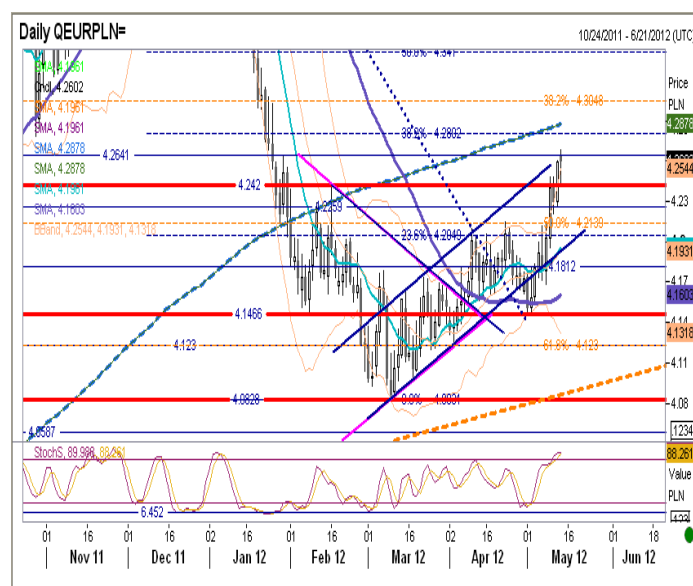
Na tygodniowym złoty wybił się z konsolidacji wokół średnich przy sporym momentum (Stochastic) - warto wspomnieć, że praktycznie wszystkie wybicia w górę wyglądały właśnie tak, przy wydawać by się mogło wykupionym oscylatorze. Na dziennej 4,2420 załamane, powoli żegnamy się również z kanałem deprecyjnym (co sugeruje, że ruch w górę może przyspieszyć). Cel można ustawić na 4,2651 a następnie 4,2800. Powyżej tendencje deprecyjne mogą nabrać tempa. Przedział 4,2140-2420 stanie się obecnie ważnym poziomem wsparcia.

Wsparcie	Opór
4,2420	4,3020/50
4,2260	4,2800
4,2150	4,2651

Czynnik krajowy* w EURPLN



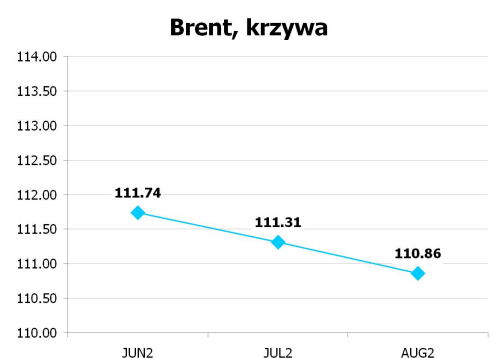
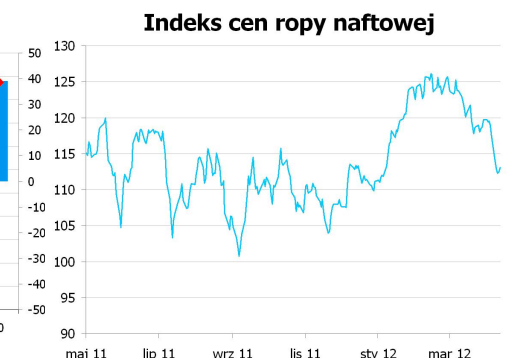
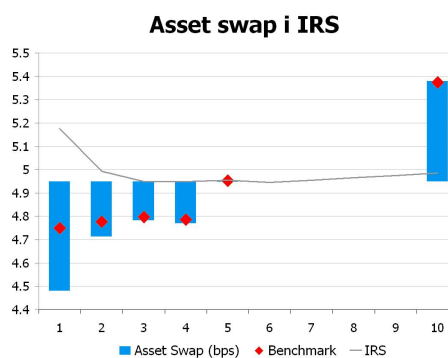
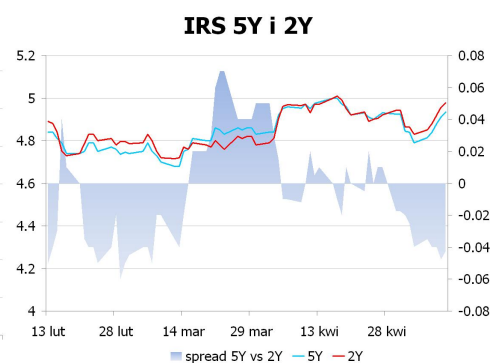
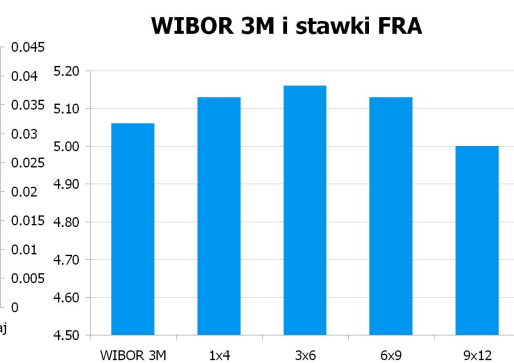
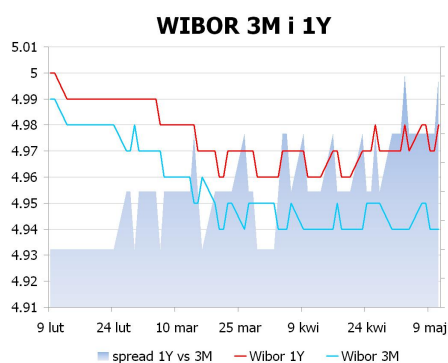
* Wykres przedstawia resztę z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	5.1562	5.20	ON	4.2	4.7	EUR/PLN	4.2413
2Y	4.9775	5.01	1M	4.5	5.0	USD/PLN	3.2765
3Y	4.9299	4.97	3M	4.7	5.1	CHF/PLN	3.5313
4Y	4.93	4.97					
5Y	4.935	4.98					
6Y	4.92	4.97					
7Y	4.93	4.98					
8Y	4.94	4.99					
9Y	4.95	5.00					
10Y	4.965	5.01					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.93	4.98	EUR/USD	1.2881
1x4	5.08	5.13	EUR/JPY	103.01
3x6	5.12	5.16	EUR/PLN	4.2630
6x9	5.08	5.13	USD/PLN	3.3068
9x12	4.95	5.00	CHF/PLN	3.5507

**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 MIĘDZYPANOWEGO 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.