



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.zieminaska@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	konsensus		
21.05.2012 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	kwi	2.8	2.8	0.7	2.9
14:00	POL	PPI r/r (%)	kwi	4.4	4.2	4.4 (r)	4.3
22.05.2012 WTOREK							
14:00	POL	Koniunktura w przemyśle (GUS)					
14:00	POL	CPI bazowy r/r (%)	kwi	2.7	2.4	2.4	2.7
16:00	EUR	Indeks zaufania konsumentów (pkt.)	maj		-20.5	-19.9	-19.3
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln SAAR)	kwi	4.6	4.61	4.47 (r)	4.62
23.05.2012 ŚRODA							
		Szczyt UE w Brukseli					
14:00	POL	Wyniki finansowe przedsiębiorstw (GUS)					
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys. SAAR)	kwi		335	332 (r)	343
24.05.2012 CZWARTEK							
8:00	GER	PKB <i>final</i> kw/kw (%)	Q1		0.5	0.5 (p)	0.5
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	maj		46.8	46.2	45.0
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	maj		52.0	52.2	52.2
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	maj		46.0	45.9	45.0
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	maj		46.7	46.9	46.5
10:00	GER	Indeks Ifo (pkt)	maj		109.4	109.9	107
14:00	POL	Minutes RPP					
14:00	POL	Koniunktura konsumencka (GUS)					
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	19.05.		370	372 (r)	370
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	kwi		0.2	-3.7 (r)	0.2
15:00	EUR	Wystąpienie Draghi'ego					
25.05.2012 PIĄTEK							
8:00	GER	Indeks zaufania konsumentów GfK (pkt)	cze		5.6	5.6	5.7
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	kwi	8.0	9.4	10.7	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	kwi	12.8	12.8	13.3	
15:55	USA	Indeks Uni.Michigan <i>final</i> (pkt)	maj	77.8		77.8 (p)	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś o 10 GUS opublikuje Biuletyn Statystyczny z ostatnimi danymi za kwiecień. Spodziewamy się osłabienia wzrostu sprzedaży detalicznej do 8% (koniunktura konsumencka pozostaje słaba, baza statystyczna odejmuje 1-2pp., odbicie efektu marcowego wzrostu na odzieży i obuwiu, spadek kontrybucji żywności do 1,2-3pp.) oraz spadku stopy bezrobocia (w ujęciu odsezonowanym stopa bezrobocia stabilna, tempo nowych rejestracji nieco wolniejsze niż w poprzednim roku, w ostatnich miesiącach szybszy wzrost podaży pracy).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Na majowym posiedzeniu, na którym RPP podniosła stopy procentowe część jej członków przedstawiała argumenty mówiące, że potrzebna może być kolejna podwyżka (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Hausner: RPP będzie rozważać kolejną podwyżkę stóp, ale by się na nią zdecydować, potrzebować będzie kolejnych argumentów, z których kluczowym będzie ścieżka inflacyjna zawarta w nowej projekcji. Spowolnienie gospodarcze w 2012 r. nie będzie głębokie, tempo wzrostu PKB w Polsce ukształtuje się poniżej poziomu 4,5%.
- Moody's: Zwycięstwo we francuskich wyborach prezydenckich kandydata socjalistów Francois Hollande nie ma znaczenia dla ratingu tego kraju, który jest obecnie na poziomie AAA z perspektywą negatywną.
- W maju indeks PMI dla chińskiego sektora przemysłu spadł do 48,7 punktu z 49,3 punktu w kwietniu.

Decyzja RPP (6.06.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.410	0.002
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.777	-0.017
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.488	0.005
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

„Minutes” RPP - piłka w grze

Przedstawiona w „Minutes” ocena sfery realnej i nominalnej w zasadzie nie różni się od tej zaprezentowanej w komunikacie (poza ilością szczegółów). Z kwestii nowych warto wspomnieć, że obecne problemy strefy euro są przez sporą liczbę członków RPP ignorowane (choć strefa euro jest w stagnacji, to w przypadku Niemiec oczekiwane jest powolne ożywienie aktywności), lub też raczej utożsamiane z rozluźnieniem dyscypliny fiskalnej (a więc w domyśle i pro-wzrostowe i pro-inflacyjne). Odnosnie natomiast panującej niepewności członkowie RPP sugerują, aby po prostu niepewność ignorować, gdyż i tak stała się ona trwałym elementem bilansu ryzyk dla inflacji i PKB. W przypadku oceny krajowej aktywności gospodarczej, członkowie RPP preferują badania koniunktury NBP nad szum informacyjny generowany przez miesięczne publikacje twardej danych (stanowisko, że spowolnienie jest niewielkie jest dominujące). W przypadku inflacji nie sposób oprzeć się wrażeniu, że scenariusz wydłużonego okresu powrotu inflacji do celu znajduje ciągle dużą liczbę zwolenników, choć należy przyznać, że rośnie też zainteresowanie powiązaniem inflacji z niższą dynamiką cen producentów.

Fakt pozostaje faktem, że w dalszym ciągu „część” członków RPP (a więc prawdopodobnie około 3-4 członków) wskazuje, że „uzasadnione może być ponowne dostosowanie stóp procentowych” a podstawową przesłanką, którą kieruje się RPP jest wpływanie na oczekiwania inflacyjne. Piłka pozostaje więc w grze. Zgodnie z wcześniejszą komunikacją RPP nie zdecyduje się na zmianę parametrów polityki pieniężnej na czerwcowym posiedzeniu, natomiast komunikat może być dobrą okazją do promulgowania planowanych zmian polityki pieniężnej w lipcu. Uważamy, że szanse na lipcową podwyżkę pozostają spore, a dominującym czynnikiem ryzyka jest obecnie dalsze rozluźnianie polityki pieniężnej przez EBC (może zostać ogłoszone w czerwcu biorąc pod uwagę kolejne spadki indeksów PMI w strefie euro - patrz odpowiedni komentarz w dzisiejszym Raporcie Dziennym).

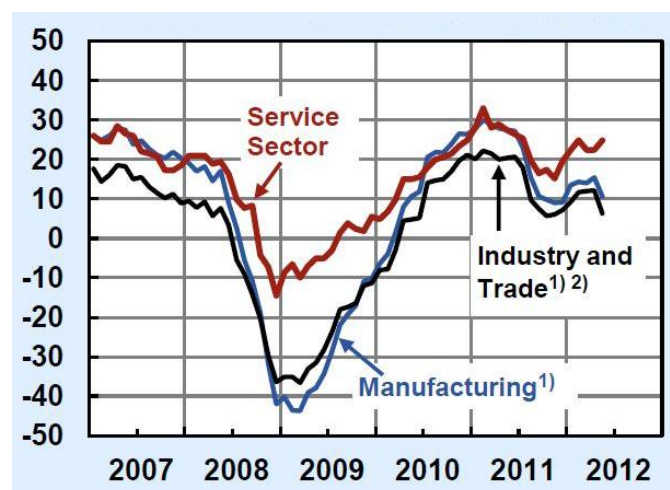
Seria negatywnych danych o koniunkturze w strefie euro

Wbrew stosunkowo optymistycznym oczekiwaniom indeksy PMI w strefie euro oraz niemieckie Ifo zanotowały istotne spadki, wskazując na duże ryzyko recesji w obszarze unii walutowej. Występująca od kilku miesięcy dywergencja między niemieckimi indeksami (Ifo i PMI) została przerwana wzmacniając wysłany przez nie sygnał. Indeksy koniunktury są bacznie obserwowane przez EBC, zatem tak niskie odczyty mogą przechylić szalę już coraz częściej przewidywanej przez analityków obniżki stóp procentowych w strefie euro. Taki krok niewątpliwie powstrzymałby dalsze zacieśnienie w Polsce w lipcu (w czerwcu RPP nie zdecyduje się na żadną zmianę). Jednocześnie tak niskie odczyty PMI i Ifo przy pogarszającej się sytuacji na polskim rynku pracy i słabych odczytach produkcji wskazuje, że indeks PMI określający koniunkturę w polskim sektorze przemysłowym także pozostanie w trendzie spadkowym.



Coraz słabszy przemysł i ciągle silne usługi w Niemczech

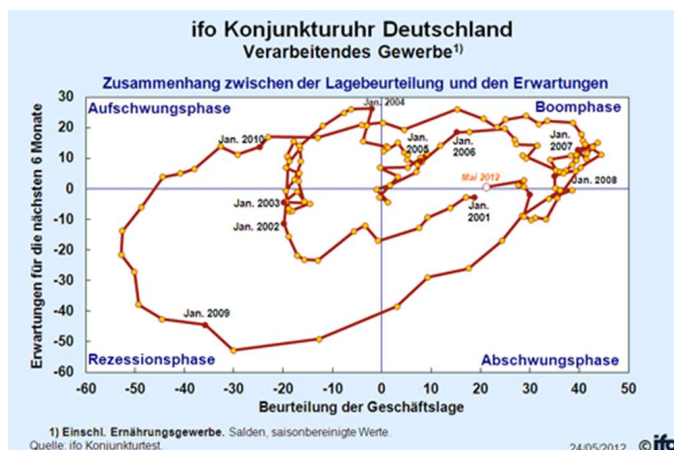
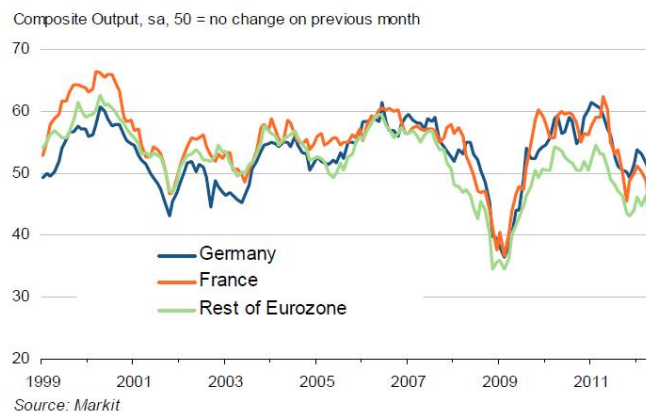
Indeks Ifo spadł w maju o 3 pkt. do poziomu 106,9pkt. za sprawą gorszych ocen sytuacji bieżącej (spadek o 4,2pkt. do 113,3pkt.) i niższych oczekiwań na kolejne 6 miesięcy (spadek o 1,8pkt. do 100,9pkt.). Spadki zanotowały wszystkie sektory poza usługami (tu wzrost ocen bieżących i oczekiwań przełożył się na 2,4pkt. wzrost indeksu) - przemysł, sprzedaż i budownictwo (choć oceny bieżące w budownictwie utrzymały się na poziomie zbliżonym do kwietnia - prawdopodobnie jest to efekt znacznej poprawy pogody). Co więcej, silny spadek ocen w sektorze przemysłowym (prawie o 5pkt.) przekłada się na plany redukcji zatrudnienia. Podobnie złe informacje z sektora przemysłowego płyną z analizy indeksu PMI (indeks spadł 4 miesiąc z rzędu do poziomu 45,0 pkt.) - spadek produkcji był najszybszy od czerwca 2009, spadek nowych zamówień krajowych i eksportowych przyspieszył, zatrudnienie zmniejszało się w maju najszybciej od lutego 2010, ceny wzrosły w tempie najwolniejszym od 4 miesięcy.



Z drugiej strony (także spójnie z odczytem Ifo) sektor usług utrzymał tempo wzrostu z kwietnia (na poziomie 52,2pkt.), co prawda przy nieznacznym spadku nowych zamówień, ale także utrzymanym wzroście produkcji, większym zatrudnieniu i szybko rosnących cenach. Pozytywny sentyment sektora usług odzwierciedla też wyprzedzający indeks oczekiwań na kolejne 12 miesięcy, który wzrósł do poziomu najwyższego od prawie roku. Tak duża dywergencja między sektorem przemysłowym i

usługowym (7,2pkt. w PMI) nie była obserwowana od dołka w czasie recesji 2009r., kiedy główną przyczyną spadku indeksu dot. przemysłu było ostre załamanie eksportu. W komentarzu Markit wskazano, że obecnie długość okresu spadku nowych zamówień (jednak nie ich siła) są porównywalne do spowolnienia 2008/09. Z drugiej jednak strony ówczesny poziom indeksu dot. usług był o 10 pkt. niższy niż obecnie, co sugeruje ciągle stosunkowo silny popyt wewnętrzny w Niemczech.

Taki obraz potwierdzony został także przez finalny odczyt niemieckiego PKB (0,5% kw/kw w I kw. 2012), choć ciągle silny eksport (w I kw. 2012 wzrost o 1,7% kw/kw wobec -1,5% w IV kw. 2011) wskazuje na małe prawdopodobieństwo powtórki negatywnego scenariusza dla sektora przemysłowego z 2009r. Drugim motorem wzrostu niemieckiej gospodarki pozostaje konsumpcja indywidualna (+0,4% kw/kw wobec -0,2% w IV kw. 2012) wspierana przez wzrost płac. Czarną owcą pozostają inwestycje wskazując na ciągle duże obawy firm związane z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro. Indeksy Ifo i PMI wskazują jednak, że przy obecnej niepewnej sytuacji ekonomicznej całej strefy euro utrzymanie nawet mizernego 0-1% wzrostu kw/kw (napędzanego przez popyt wewnętrzny i kraje spoza strefy euro) to stosunkowo optymistyczny scenariusz. Zegar koniunktury Ifo pokazuje, że w maju Niemcy zbliżyły się granicy między ożywieniem, a spowolnieniem (patrz wykres).



Spadki wszystkich kategorii PMI w strefie euro

Indeks PMI w sektorze przemysłowym całej strefy euro spadł 4 miesiąc z rzędu - o 0,9pkt. do poziomu 45,9pkt., zaś w sektorze usług o 0,4pkt. do 46,5pkt. Produkcja w gospodarce europejskiej obniżyła się w maju w tempie najszybszym od czerwca 2009r., podobnie jak wszystkie ujęte w ankietach kategorie (nowe zamówienia, zatrudnienie, ceny). Pomimo negatywnych danych z samych Niemiec ciągle pozostają one bodźcem hamującym drastyczne spadki indeksów koniunktury powodowane spowolnieniem w krajach peryferyjnych. Co więcej, majowe dane wskazują na znaczne pogorszenie koniunktury we Francji - indeksy obniżyły się do najniższych od ponad 3 lat poziomów i wskazują na ujemny wzrost francuskiego PKB w II kw. 2012r. Choć wzrost gospodarczy w strefie euro ustabilizował się w I kw. 2012 (0% kw/kw), to ryzyko recesji pozostaje wysokie - tym bardziej, że niepewność (po stronie zarówno producentów jak i konsumentów) utrzyma się na wysokim poziomie aż do rozwiązania sprawy greckiej (co wcale nie oznacza daty wyborów 17 czerwca, choć utworzenie nowego rządu popierającego reformy fiskalne może wywołać lekkie odreagowanie).



EURUSD fundamentalnie

Wczorajsze notowania EURUSD zamknęły się w relatywnie wąskim range (1,2514-1,2619). Mocne dołowanie kursu jeszcze przed publikacją indeksów PMI w zasadzie zapobiegło negatywnej reakcji na te dane, a także gorszy od oczekiwań indeks Ifo (zdecydowanie większą reakcją obserwowaliśmy na bundach, które ustaliły nowe minima w rentowności). We wczorajszym handlu wygenerował się także lekki „short squeeze”, kiedy po plotkach o wprowadzeniu podatku od depozytów w Szwajcarii zarówno EURUSD jak i EURCHF zaczęły unisono i szybko rosnąć (po południu). Przemówienie Draghie’go (głos w sprawie szybszego utworzenia unii fiskalnej, a więc niejako postawienie granicy pomiędzy oczekiwanymi a obecnymi działaniami ECB) odbiło się negatywnie na kursie. Nie zmieniamy naszego fundamentalnego poglądu, że pozycjonowanie jest ekstremalne, jednak w dalszym ciągu bardziej atrakcyjna wydaje się gra z trendem na osłabienie EUR, która może zdecydowanie nabrać tempa, jeśli zarządzający rezerwami z banków centralnych zmniejszą (a w skrajnym przypadku odwrócą) swoje zakupy.

EURUSD technicznie

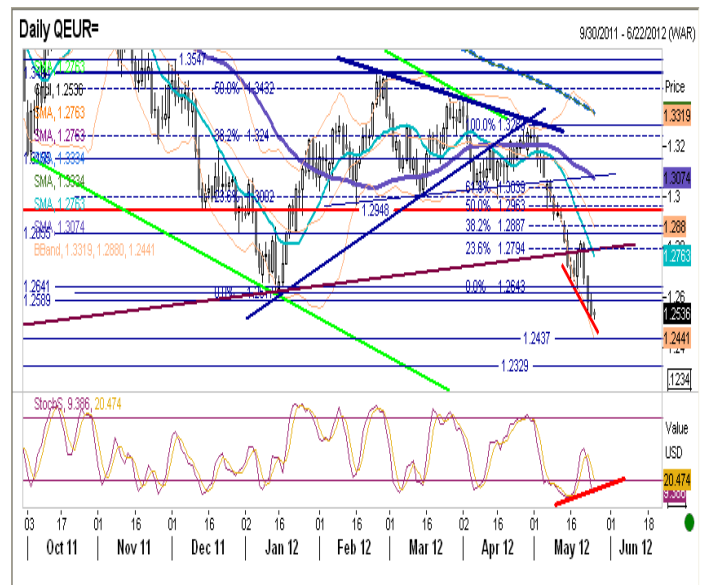
Sugerując się trendem, cel należałoby wyznaczyć na 1,2437. Natomiast od dobrych kilku dni na wykresie dziennym rysuje się pozytywna dywergencja ze Stochastic (po wczorajszym dniu nieco osłabła); podobnie na wykresie 4h. Biorąc pod uwagę pozycjonowanie, notowania muszą być solidnie wykupione i powoli rynkowi może brakować siły na parcie w dół. Sygnały odwrócenia są jednak na razie dość skromne, przydałoby się objęcie hossy, aby mówić o zmianie sentymentu.

Wsparcie	Opór
1,2530/45	1,2824
1,2437	1,2746
1,2330	1,2643

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

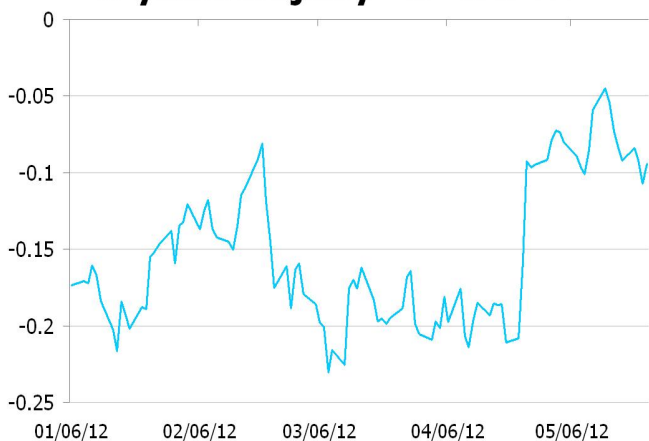
Interwencje słowne NBP i MF były w stanie znacznie ustabilizować złotego. Wczorajsze „Minutes” nie przyniosły żadnych zmian w kursie walutowym. W związku z powyższym korelacja złotego z EURUSD może słabnąć. Dziś publikacja danych o sprzedaży detalicznej, do której członkowie RPP przywiązują dużą wagę. Przydałaby się jednak duża niespodzianka in plus, gdyż przy obecnym sentymencie na rynku krótkiej stopy procentowej ciężko będzie wygenerować oczekiwania na podwyżki stóp procentowych.

EURPLN technicznie

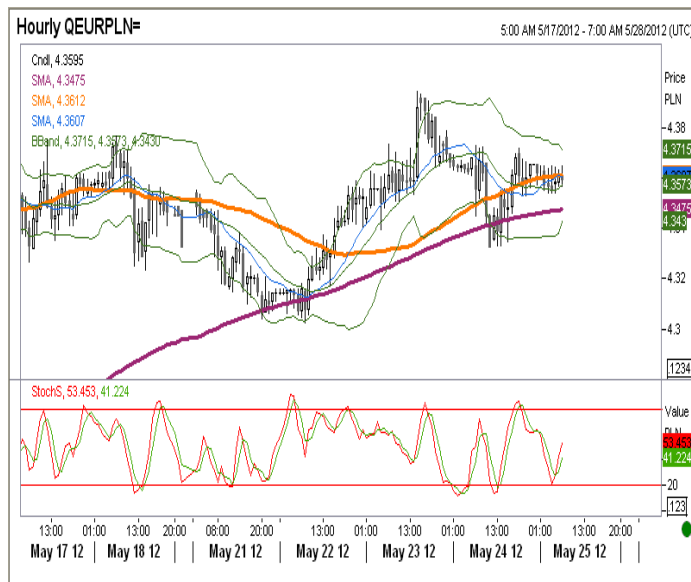
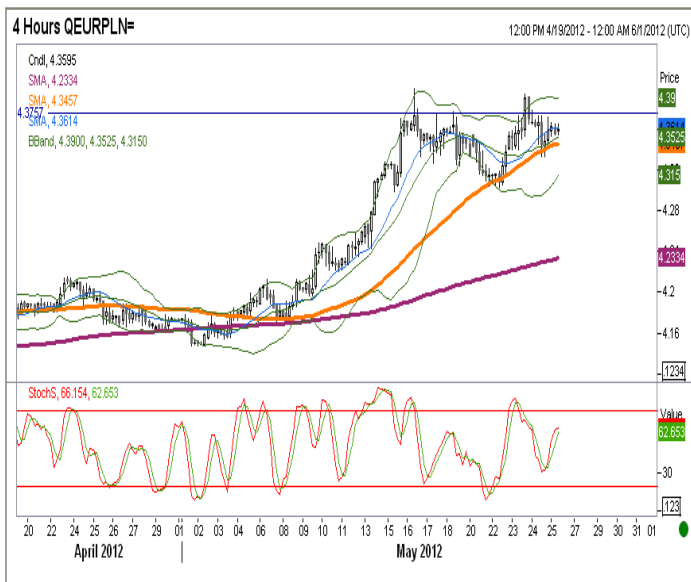
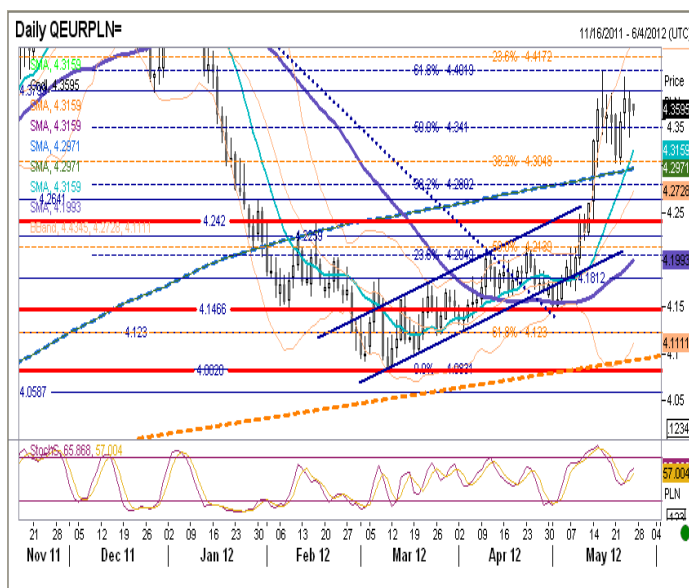
Wczoraj notowania skorygowały się tuż poniżej średniej MA200 na wykresie 1h i do średniej MA55 na 4h. Takie sytuacje zdarzały się już w obecnym krótkoterminowym trendzie wzrostowym i raczej świadczą o sile tego trendu. Z uwagi na aktywność MF i interwencje słowne NBP scenariuszem na najbliższe dni jest range (4,2900-4,3050), który będzie wyglądał jak flaga z perspektywy wykresu dziennego, z tym że wsparcie powinno być zdecydowanie silniejsze niż opór na 4,4020.

Wsparcie	Opór
4,3400	4,4172
4,3200	4,4020
4,2900-3050	4,3800

Czynnik krajowy* w EURPLN



* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniano 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	5.13	5.17
2Y	4.9175	4.95
3Y	4.84	4.88
4Y	4.83	4.86
5Y	4.825	4.87
6Y	4.831	4.86
7Y	4.84	4.87
8Y	4.855	4.89
9Y	4.867	4.90
10Y	4.865	4.91

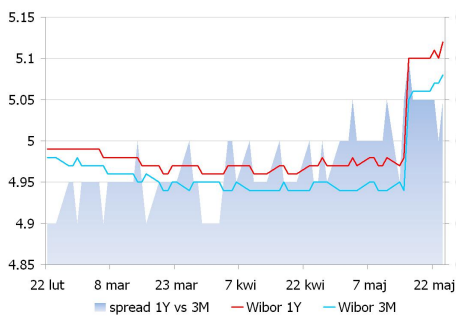
depo	BID	ASK
ON	4.5	4.8
1M	4.6	5.0
3M	4.9	5.1

FRA	BID	ASK
1x2	4.93	4.98
1x4	5.08	5.14
3x6	5.13	5.18
6x9	5.06	5.09
9x12	4.93	4.96

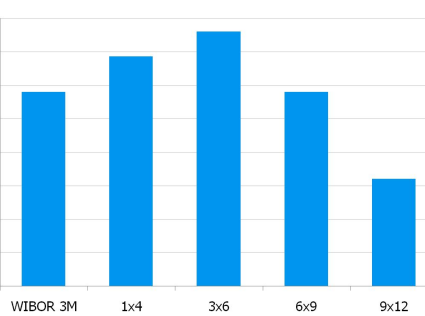
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3665
USD/PLN	3.4779
CHF/PLN	3.6357

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2539
EUR/JPY	99.80
EUR/PLN	4.3653
USD/PLN	3.4732
CHF/PLN	3.6248

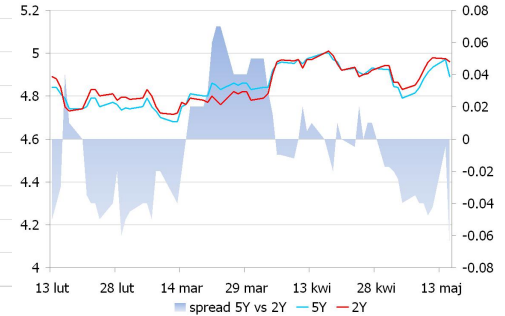
WIBOR 3M i 1Y



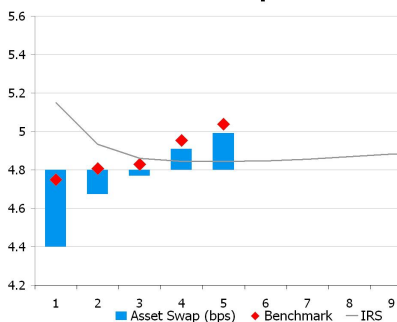
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



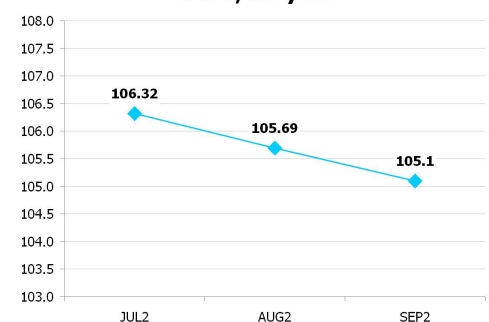
Asset swap i IRS



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. DYSTRYBUJCA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.