



## Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 63  
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

Andrzej Torój  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
andrzej.toroj@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		
<b>4.06.2012 PONIEDZIAŁEK</b>							
10:30	EUR	Indeks koniunktury Sentix (pkt)	cze	-30.0		-24.5	-28.9
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	kwi	0.2		-1.9	-0.6
<b>5.06.2012 WTOREK</b>							
9:55	GER	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	maj	52.2		52.2 (p)	51.8
10:00	EUR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	maj	46.5		46.5 (p)	46.7
10:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	kwi	-0.1		0.3	-1.0
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	kwi	-1.1		3.2 (r)	-1.9
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	maj	53.5		53.5	53.7
<b>6.06.2012 ŚRODA</b>							
	POL	Decyzja RPP (%)	cze	4.75	4.75	4.75	
11:00	EUR	PKB kw/kw <i>szczegóły</i> (%)	Q1	0.0		0.0 (p)	
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi	-1.0		2.8	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	cze	1.00	1.00		
20:00	USA	Beżowa Księga					
<b>7.06.2012 CZWARTEK</b>							
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	cze	0.5		0.5	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	1.06.			383	
<b>8.06.2012 PIĄTEK</b>							
8:00	GER	Eksport m/m (%)	kwi	-0.7		0.8	
8:00	GER	Import m/m (%)	kwi	-0.1		1.2	
9:00	HUN	PKB kw/kw (%)	Q1			-1.3	
9:00	CZK	PKB kw/kw (%)	Q1			-1.0	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	kwi	-49.5		-51.8	

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** We wczesnych godzinach popołudniowych RPP ogłosi decyzję ws. stóp procentowych. Nie spodziewamy się zmiany parametrów polityki monetarnej. Naszym zdaniem wydźwięk komunikatu może być bardzo zbliżony do tego z poprzedniego miesiąca. Pojawić może się stwierdzenie podobne do: „Napływające dane pozwolą ocenić, czy uzasadnione może być ponowne dostosowanie stóp procentowych”. Niewielkie są szanse na to, aby RPP na dzisiejszym posiedzeniu zapowiedziała, tak jak to miało miejsce w kwietniu, kolejną podwyżkę stóp. Ostatnie tygodnie poza wzrostem obaw o stabilność strefy euro dostarczyły szereg informacji wskazujących na wyraźne osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce i krajach sąsiednich. RPP tych sygnałów, a po części i presji środowiska ekonomistów (chyba jednak wyłączając niżej podpisanych) oraz MFW ignorować nie będzie. Dodatkowym czynnikiem szachującym RPP może okazać się kolejne złagodzenie polityki ECB (zapowiedzenie na dzisiejszym spotkaniu poluzowania monetarnego w przyszłych miesiącach). Stąd najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na kolejne miesiące, w których inflacja oscylować będzie w okolicy 4% r/r, jest utrzymanie jastrzębiej retoryki Rady ale i pozostawienie stóp procentowych bez zmian. Stopy mogą pozostać na niezmiennym poziomie do końca roku - rynkowe oczekiwania na obniżki stóp NBP, choć wspierane publikacjami słabszych danych ze sfery realnej (rynek oczekuje pierwszej obniżki stóp na przełomie 2012/13), kontrastują z większym niż w przeszłości przywiązaniem Rady do wypełnienia mandatu inflacyjnego.

• **Gospodarka globalna.** O godz. 13.45 ECB ogłosi decyzję ws. stóp procentowych. Do obniżki stóp może nie dojść na dzisiejszym posiedzeniu, jednak szanse, że zostanie ona zapowiedziana na kolejny miesiąc są znaczne. Zasygnalizowana może również zostać kolejna runda LTRO. ECB na dzisiejszym posiedzeniu udostępni również nowe prognozy wzrostu i inflacji. W obu przypadkach należy spodziewać się rewizji w dół (obniżka na dzisiejszym posiedzeniu oznaczałaby literalne do nich nawiązanie).

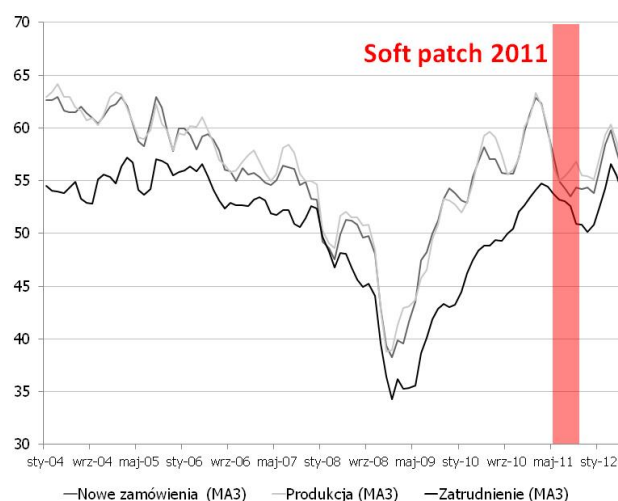
Decyzja RPP (6.06.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.229	0.004
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.574	0.024
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.379	-0.018
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## USA: ISM w usługach stabilny

Indeks ISM dla sektora usług wzrósł nieznacznie do 53,7pkt. z 53,5pkt. Kompozycja indeksu ma mieszany wydźwięk. Z jednej strony obserwujemy wzrosty oszacowania produkcji (z 54,6pkt. do 55,5pkt.) oraz nowych zamówień (wzrost z 53,5pkt. do 55,5pkt.), z drugiej znaczny spadek oszacowania zatrudnienia (z 54,2pkt. do 50,8pkt.) - pamiętajmy, że na sektorze usług opiera się kreacja zatrudnienia w amerykańskiej gospodarce; znacznie obniżyły się zamówienia eksportowe (na razie prawdopodobnie bardziej efekty słabego popytu za granicą niż mocnego dolara). Zdecydowanie pozytywnym elementem całej publikacji jest znaczne obniżenie oszacowania poziomu cen (z 53,6pkt. do 49,8pkt. a więc obecnie już ceny powinny spadać, głównie za sprawą niższych cen paliw) - identycznie komponent cenowy zachował się także we wskaźniku ISM dla przemysłu.

Porównując obecną ewolucję wskaźników (patrz wykres), ich hamowanie jest nawet bardziej gwałtowne niż w 2011 roku, kiedy gospodarka amerykańska przechodziła przez okres „soft patch”. Niemniej nie widać tego zjawiska w odpowiedziach respondentów. W szczególności coraz bardziej pozytywne nastroje panują w branży budowlanej, silna aktywność utrzymuje się też w handlu (z „pewnym” spowolnieniem od początku marca). Reasumując, w przekroju całej gospodarki przedsiębiorstwa nie widzą znacznego przyspieszenia, ale też praktycznie nie widzą spowolnienia. Taki obraz jest spójny z badaniami koniunktury Fed (Beżowa Księga).

Oprócz zamówień i zatrudnienia, pozostałe wskaźniki dla gospodarki amerykańskiej „trzymają” się w ostatnich miesiącach całkiem nieźle (choć są niższe niż na początku roku, spadki nie są gwałtowne). Pewnym wsparciem dla gospodarki amerykańskiej może być obniżenie presji cenowej (widać to już nie tylko w cenach benzyn, ale również w oszacowaniach kosztów przedsiębiorstw). Nie gwarantuje to jednak, że gospodarka amerykańska zacznie przyspieszać (bardziej możliwy jest scenariusz zahamowania spowolnienia). Tym samym o ile kolejne QE jest nadal jak najbardziej prawdopodobne w drugiej połowie roku, obecna konstelacja danych nie sugeruje, że nastąpi to już na bieżącym posiedzeniu. Dodatkowo Bernanke będzie chciał zachować amunicję na wypadek eskalacji kryzysu zadłużeniowego. Poza tym, Janet Yellen, która obecnie wydaje się odzwierciedlać konsensus na łonie FOMC, nie widzi naglej potrzeby uruchomienia QE. Czwartkowe przemówienie Bernanke to w obecnych okolicznościach lektura obowiązkowa.





### EURUSD fundamentalnie

Wczorajszą sesję EURUSD zaczął - wbrew naszym oczekiwaniom - od spadków, które zatrzymały się w okolicach 1,2410. W dalszej części dnia było już jednak lepiej (szczyt G7 był jak zwykle bezkonkluzywny), lecz najwyższy wzrost kursu nastąpił po północy, kiedy pojawiła się informacja, że Hiszpania może być udzielona prewencyjna linia kredytowa z EFSF. Choć na razie informacja ta nie jest potwierdzona, kurs w dalszym ciągu utrzymuje się relatywnie wysoko. Dziś decyzja ECB (tradycyjne postrzeganie wpływu polityki pieniężnej na kurs może być złudne, ruchy ECB łagodzą obecnie przede wszystkim prawdopodobieństwo skrajnie negatywnych szoków systemowych). Wydaje nam się, że większość tego, co może się wydarzyć na konferencji jest już wyceniona.

### EURUSD technicznie

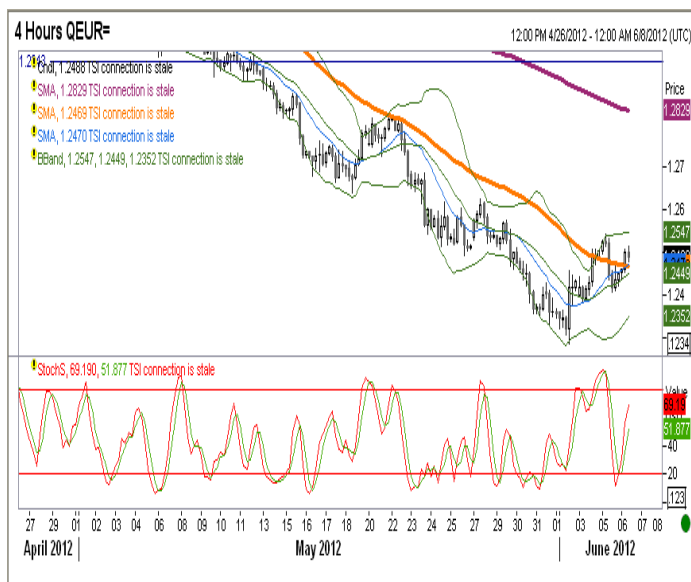
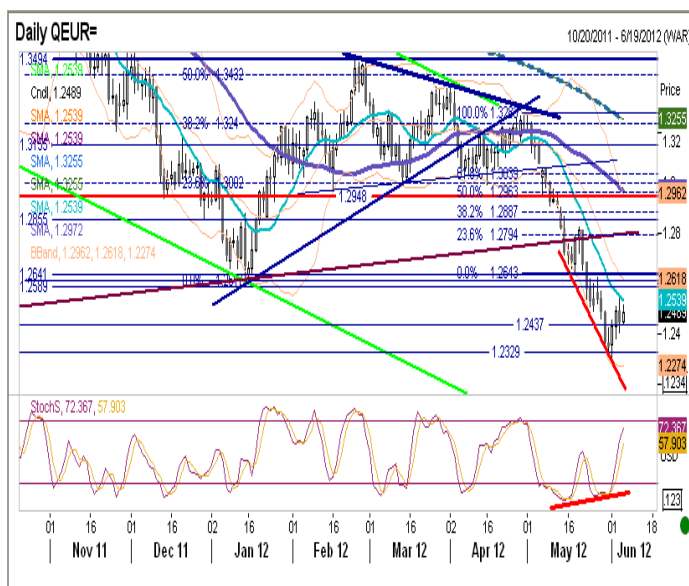
Wrażenie szybkiego powrotu do trendu spadkowego EUR, jakie pojawiło się po spadku do 1,2410, zostało chyba szybko zgaszone zamknięciem na 1,2452 (wczorajszy cel na górnej granicy Bollingera na godzinowym) oraz dalszym wzrostem dzisiaj. Najciekawiej będzie dziś przy 1,2510 (trend spadkowy na dziennym, a nieco powyżej tego poziomu MA14). Odbicie skieruje nas w rejon 1,2460-1,2470, gdzie przebiega kilka średnich ruchomych na godzinowym, a w przypadku ich przełamania - ku 1,2420, czyli do wczorajszego minimum. Na tygodniowym celu i trend spadkowy bez zmian (również bez załamania oscylatora).

Wsparcie	Opór
1,2460	1,2625
1,2420	1,2542
1,2288	1,2410

### 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

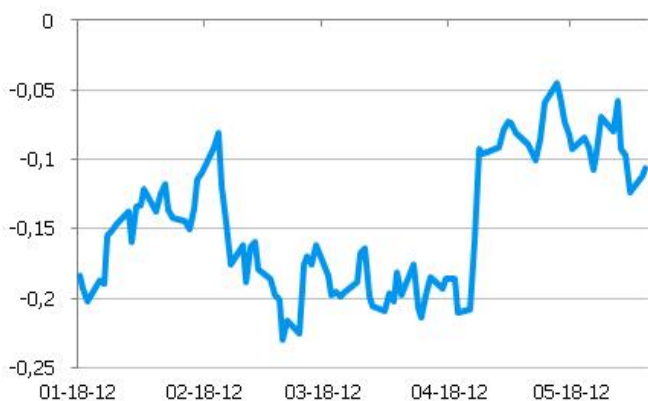
EURPLN ruszył wczoraj za globalnym sentymentem, umacniając się (choć nieznacznie) do 4,3700 przy niższej płynności rynku (święto w Wielkiej Brytanii). Złoty może ożywić się podczas konferencji RPP. Jeśli w komunikacie pojawi się stwierdzenie o spowolnieniu wzrostu PKB, zostanie to odczytane jako złagodzenie retoryki, koniec podwyżek i w konsekwencji stanie się przyczynkiem do osłabienia złotego (na razie obniżki stóp wyceniane są już od 6x9 FRA). Globalnie uwaga skupiona będzie na posiedzeniu EBC - zapowiedź luzowania także wywrze presję na złotego (właściwie oznaczać to będzie zamknięcie drogi do podwyżki w Polsce w lipcu).

### EURPLN technicznie

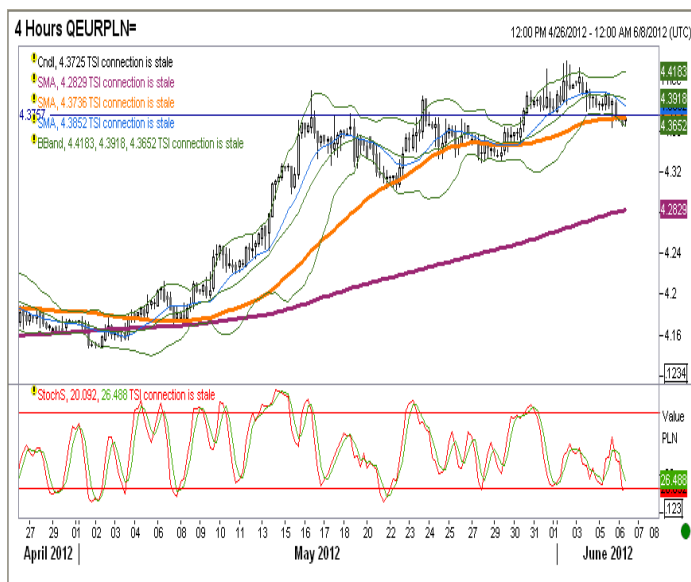
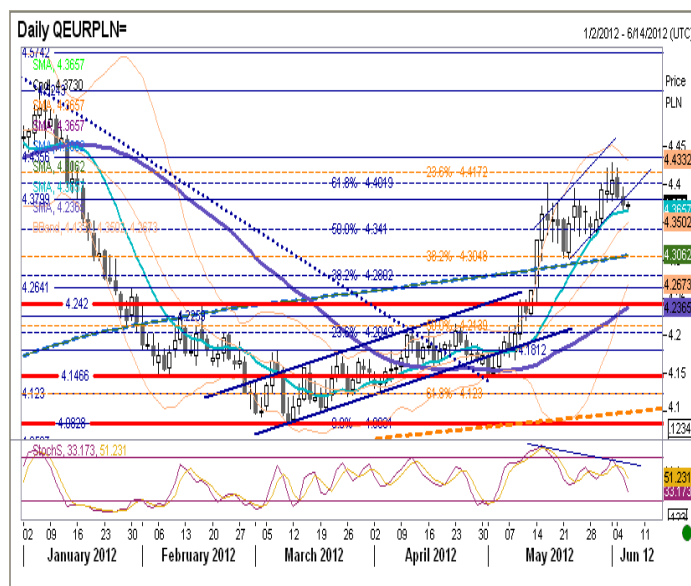
Kolejne zamknięcie z mocniejszym złotym na poziomie 4,3733, a w ciągu dnia gwałtowny, ale nieutrzymany ruch do 4,3670. Będzie to dziś ciekawy poziom wsparcia, zważywszy na przełamanie dolnej granicy kanału trendowego na dziennej. Solidne wsparcie w tych okolicach potwierdzają linia trendu wzrostowego na 4H (4,37) oraz 23,6% znieślenia Fibonacciego na poziomie 4,3625. Przy odbiciu w górę docelowo 4,43 (ostatnie max), a po drodze jeszcze MA55 na godzinowym (4,39).

Wsparcie	Opór
4,3700	4,4295
4,3660	4,4118
4,3625	4,3901

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



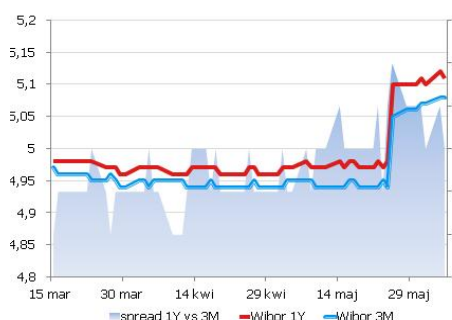
\* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniano kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działania specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe.



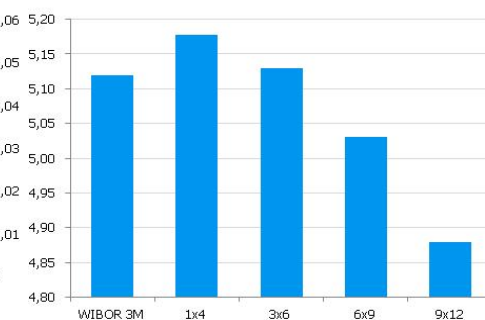


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	5.11	5.15	ON	4.8	5.0	EUR/PLN	4.3922
2Y	4.875	4.91	1M	4.9	5.0	USD/PLN	3.5359
3Y	4.78	4.82	3M	4.9	5.3	CHF/PLN	3.6570
4Y	4.77	4.80					
5Y	4.76	4.80	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.771	4.80	1x2	4.93	4.98	EUR/USD	1.2451
7Y	4.78	4.81	1x4	5.12	5.18	EUR/JPY	98.01
8Y	4.797	4.83	3x6	5.10	5.13	EUR/PLN	4.3715
9Y	4.811	4.84	6x9	5.00	5.03	USD/PLN	3.5110
10Y	4.81	4.85	9x12	4.85	4.88	CHF/PLN	3.6393

WIBOR 3M i 1Y



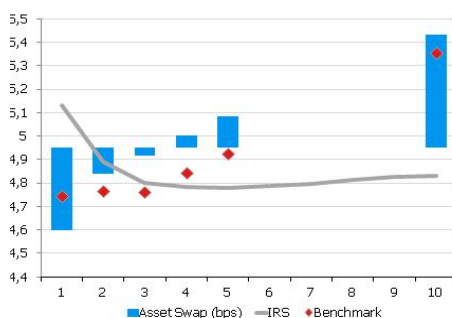
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



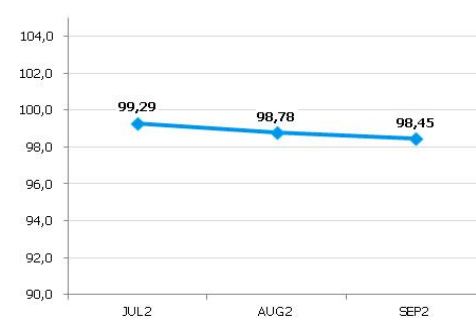
Asset swap i IRS



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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.