



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

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		
18.06.2012 PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Indeks NAHB	cze		28	28 (r)	29
19.06.2012 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	cze		2.3	10.8	-16.9
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	maj	0.2	0.3	0.3	0.3
14:00	POL	Średnia płaca brutto r/r (%)	maj	4.2	3.9	3.4	3.8
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (K)	maj		730	723	780
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (K)	maj		723	717	708
20.06.2012 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	maj	-0.2	2.7	2.9	4.6
14:00	POL	PPI r/r (%)	maj	4.9	5.0	4.3	5.0
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	maj	2.3	2.7	2.7	2.3
18:30	USA	Decyzja FOMC ws. stóp (%)	cze		0.25	0.25	0.25
21.06.2012 CZWARTEK							
	EUR	Spotkanie EcoFin					
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	cze		45.4	45.2	
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	cze		51.8	51.8	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	cze		45.0	45.1	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	cze		46.5	46.7	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (K)	16.06.		385	386	
16:00	USA	Indeks Philadelphia Fed (pkt)	cze		0.0	-5.8	
22.06.2012 PIĄTEK							
10:00	GER	Ifo Business Climate (pkt)	cze		105.6	106.9	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka globalna.** Przy braku istotnych danych w Polsce, uwaga będzie dziś skupiona na PMI z Niemiec i strefy euro oraz – po południu – danych z USA (nowozarejestrowani bezrobotni i indeks Philadelphia Fed).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Zielińska-Głębocka: Na lipcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej bardziej prawdopodobne jest pozostawienie stóp procentowych bez zmian niż ich podniesienie.
- Zwycięzca niedzielnych wyborów parlamentarnych w Grecji konserwatywna Nowa Demokracja razem z lewicowymi partiami PASOK i Demokratyczną Lewicą utworzyły nowy rząd koalicyjny.
- Nowy premier Grecji, Antonis Samaras, w swoim pierwszym wystąpieniu po zaprzysiężeniu zobowiązał się, że nie dopuści do bankructwa kraju borykającego się z kryzysem.
- Fed podjął decyzję o wydłużeniu do końca 2012 roku operacji twist, a jej wartość zostanie zwiększona o 267 mld dolarów. Bernanke: Jeśli będzie to konieczne, Fed jest przygotowany do podjęcia dalszych kroków wspierających wzrost gospodarczy i rynek pracy (por. komentarz).
- Na szczycie G20 w Meksyku Włochy przedstawiły propozycję, by rozpocząć proces zakupu papierów dłużnych państw, które znalazły się w trudnej sytuacji finansowej z funduszy pomocowych strefy euro.
- Po danych o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w maju, Ministerstwo Finansów podtrzymuje zapisaną w budżecie prognozę wzrostu PKB na poziomie 2,5 proc.

Decyzja RPP (4.07.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.614	-0.022
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.654	-0.014
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.213	-0.030
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

Wydłużenie „operation twist” czyli Fed realizuje scenariusz minimum

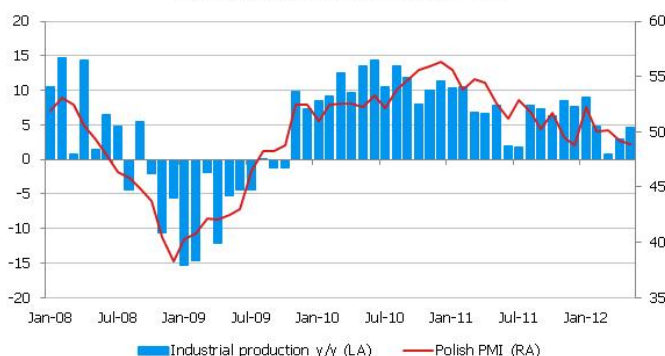
Fed rozczerował wczoraj inwestorów ogłaszając jedynie wydłużenie (wygasającego w czerwcu) operations twist, czyli zamiany aktywów z krótkim terminem zapadalności na długie obligacje (skala operacji do końca roku ma wynieść 267 mld USD) nie zaś jak wielu oczekiwało kolejną rundę niesterylizowanego poluzowania ilościowego, w tym poluzowania obejmującego zakup MBSów. Stąd reakcja rynków była powściągliwa a nawet negatywna na decyzję Fed. Należy podkreślić, że skala operacji jest zbliżona do absolutnej wartości obligacji o zapadalności do 3 lat posiadanych przez Fed, czyli ten sposób luzowania polityki monetarnej został już wyczerpany przy okazji wczorajszej decyzji.

Na wczorajszym posiedzeniu Fed przedstawiono również nowe prognozy inflacji, bezrobocia i wzrostu gospodarczego. Te okazały się mniej optymistyczne niż poprzednio (prognozy wzrostu gosp. na 2013 obniżone o 0,5pp do 2,2-2,8%). Złagodzone zostały również prognozy stopy Fed na kolejne lata (nawet najwięksi jastrzębie obniżyli swoje oczekiwania co do zacieśnienia w tym roku o 50pb). Podkreślono problemy transmisji monetarnej oraz wagę sytuacji w Europie na dalszą politykę Fed, która naszym zdaniem ciągle jest czynnikiem warunkującym ewentualne dalsze poluzowanie monetarne w USA. Wczorajsza decyzja sugeruje jednak, że opozycja w Fed przed dalszymi niekonwencjonalnymi krokami jest znaczna i kolejna runda QE jest możliwa jedynie w sytuacji pojawienia się dalszych negatywnych sygnałów z gospodarki. Zbliżające się wybory prezydenckie (listopad) z pewnością będą czynnikiem zmniejszającym skłonność Fed do niestandardowych działań.

Zaskakujący wzrost produkcji przemysłowej

Produkcja. W maju produkcja przemysłowa wbrew oczekiwaniom wzrosła aż o 4,6% r/r (4,5% m/m), zaś po wyeliminowaniu czynników sezonowych o 3,1% r/r (0,1% m/m). Choć jest to zaskakujący odczyt, to dane o produkcji samochodów publikowane przez Samar wskazywały w maju na odczyt rocznej stopy wzrostu produkcji w przetwórstwie przemysłowym na poziomie bliskim 5%, co wydawało się nam nierealne z punktu widzenia scenariusza spowalnijacej gospodarki oraz (bardzo słabego) trendu produkcji w ujęciu odsezonowanym. Faktyczny odczyt okazał się jednak zbliżony z indykatorem Samar - przetwórstwo przemysłowe odnotowało wzrost na poziomie 5,2% r/r.

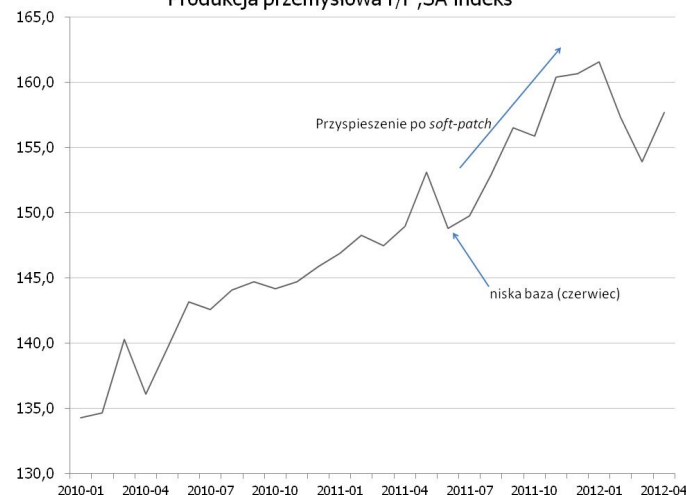
Industrial production vs PMI



Kompozycja w przekroju przedmiotowym jest podobna do poprzedniego miesiąca - wzrost odnotowały 23 kategorie (w kwietniu 22) z 34. Największe spadki odnotowały sekcje ekspor-

towe - produkcja mebli (-10,3% r/r) oraz produkcja samochodów (-7,2% r/r), zaś największe wzrosty produkcja chemikaliów (+15,3% r/r) i także eksportowy sektor urządzeń elektrycznych (+12,5% r/r). Trudno w takim wypadku wyciągać daleko idące wnioski. Widoczne jest jednak, że słabszy złoty nie wpływa istotnie na produkcję eksportową. Silny wzrost nastąpił także w produkcji artykułów spożywczych, co wskazywać może na efekt EURO2012, choć akurat dla produkcji przemysłowej w porównaniu do innych zmiennych makroekonomicznych efekt ten nie powinien mieć istotnego znaczenia. W czerwcu i lipcu odczuwalny będzie jeszcze efekt bazowy działający in plus (oraz ewentualny pozytywny wpływ EURO), jednak koniec wakacji przyniesie trend spadkowy na produkcji przemysłowej nie tylko ze względu na postępujące spowolnienie (indeksy koniunktury utrzymują trend spadkowy), ale także efekty bazowe z 2011 roku (solidna ścieżka żywienia po soft patch).

Produkcja przemysłowa r/r, SA indeks



Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w maju 23,7% m/m, co przełożyło się na 6,2% w ujęciu rocznym (wobec 8,1% zanotowanych w kwietniu). Po wyeliminowaniu czynników sezonowych wzrost był wyższy: 7,2% r/r (wobec 1,9% r/r zanotowanych w kwietniu). W porównaniu z kwietniem wzrost nastąpił we wszystkich kategoriach: budowa obiektów inżynierii lądowej (27,8%), wznoszenie budynków (27,4%) oraz roboty specjalistyczne (11,3%), jednak w tej ostatniej kategorii nastąpił spadek w stosunku do maja 2011. Uważamy, że taka struktura wzrostów wskazuje na kontynuację projektów infrastrukturalnych - efekt ten może przeciągać się jeszcze 1-2 miesiące, potem zaś powoli będzie wygasł. Tym samym od III kw. spodziewamy się wyraźnego wyhamowania inwestycji w gospodarce.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły o 5,0% w ujęciu rocznym, czyli biorąc pod uwagę rewizję poprzednich danych w górę - zgodnie z naszą prognozą. Kompozycja wzrostów nie jest zaskakująca. Motorem wzrostów cen w ujęciu miesięcznym (+0,2%) było przetwórstwo przemysłowe (+0,3%). Natomiast ceny w ujęciu bazowym wzrosły w przetwórstwie o 0,5% w ujęciu miesięcznym (dynamika przewyższa tę zarejestrowaną dla całego agregatu przetwórstwa, gdyż ceny w produkcji koksu i rafinacji ropy naftowej spadły o 2% m/m). Godny podkreślenia jest fakt dużej indeksacji krajowych cen względem EUR, który ujawnia się (historycznie nie pierwszy już raz) nawet w momencie spowolnienia gospodarki. W związku z umocnieniem złotego i średnio niższymi cenami surowców w czerwcu ceny producentów powinny odnotować w czerwcu zbliżoną lub nieco niższą dynamikę.

Po publikacji stawki rynkowe wzrosły o około 2-3pb. Złoty



natomiast nie zareagował na dane. Produkcja przemysłowa nieco mąci (wydawałoby się już) wyklarowany obraz sytuacji odnośnie lipcowej decyzji RPP, gdyż może utwierdzać niektórych członków RPP w przekonaniu o braku zagrożenia bardziej widocznym spowolnieniem aktywności gospodarczej. Niemniej jednak, dojście na podstawie tej jednej danej (przy spadającym CPI, zarówno headline, jak i bazowym, niższej dynamice płac oraz wyraźnie widocznym spowolnieniu koniunktury za granicą) do konkluzji o konieczności podwyżek stóp procentowych może być ryzykownym posunięciem. Po pierwsze, produkcja może być zaburzana przez efekt EURO2012 (co potwierdzają dobre wyniki osiągnięte przede wszystkim przez sekcje przetwórstwa produkujące na rynek krajowy), a zatem powróci do wyraźnego trendu spadkowego w drugiej połowie roku odzwierciedlając obniżającą się dynamikę inwestycji i konsumpcji. Po drugie, sekcje eksportowe radzą sobie już słabo i sytuacja nie odwróci się szybko w związku ze wspomnianym już osłabieniem koniunktury za granicą. Po trzecie, oczekiwania (oraz w niektórych przypadkach zapowiedzi) dalszej stymulacji monetarnej a także zmniejszenie bezpośredniego zagrożenia niekonkluzywnymi wyborami w Grecji zmniejsza też presję na złotego, co już w krótkim terminie może wspomagać tendencję dezinflacyjną. Argumenty te wydaje się podzielać A. Zielińska-Głębocka (ostatnio była dość jastrzębia) sugerując, że w lipcu stopy powinny pozostać bez zmian.



EURUSD fundamentalnie

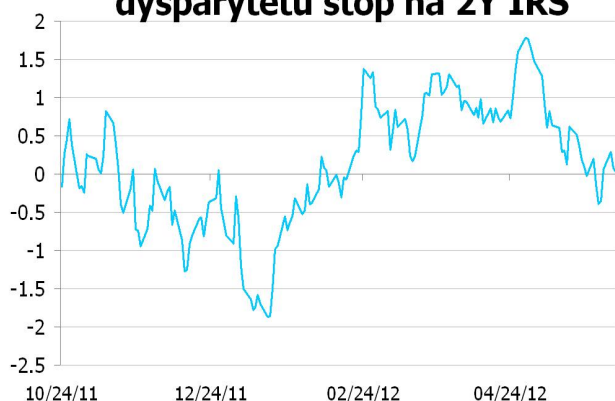
Po zachodniej stronie Atlantyku ton wyznaczały wczoraj oczekiwania i reakcje w związku z Fed (zob. komentarz). W Europie uwaga koncentruje się na dzisiejszym spotkaniu Eurogrupy oraz jutrzejszym szczycie w Rzymie (Merkel, Hollande, Monti i Rajoy) i ustaleniach ws. strefy euro. Rynek oczekuje skupu obligacji przez EFSF/ESM i emisji "Eurobills". Najbardziej prawdopodobne pozostaje jednak powtórzenie schematu "nadzieje przed szczytem, rozczarowanie po szczycie", o ile nie zostaną przedstawione konkretne kroki z harmonogramem ich realizacji.

EURUSD technicznie

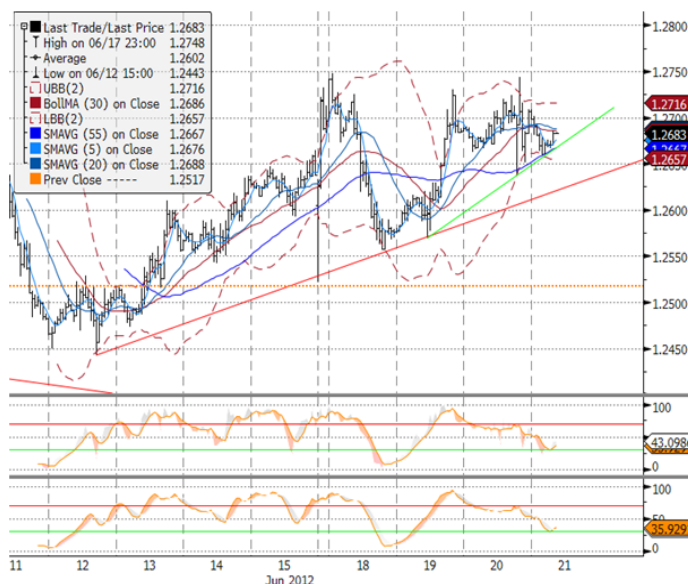
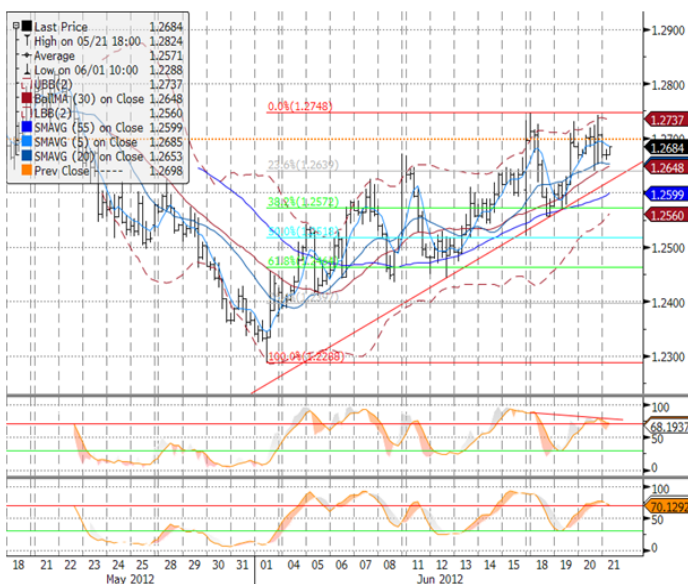
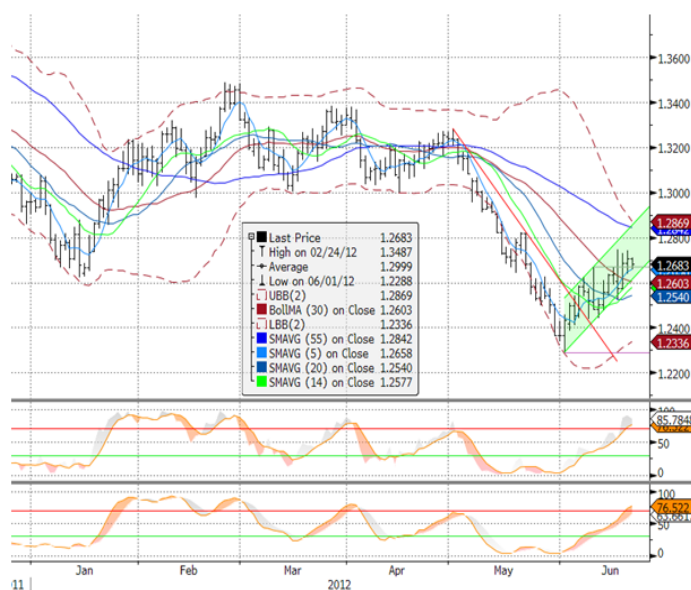
Notowania na dziennym utrzymują się w środku wzrostowego kanału trendowego, wsparte przez MA5. Ostrzeżeniem może jednak być dywergencja oscylatora, która pojawiła się na wykresie 4H. Nie możemy więc wykluczyć jednak płytkiej korekty (1,2650 - okolice dolnej wstęgi Bollingera na godzinowym, a nawet 1,2620/30 – trend), po której notowania mają szansę na zaatakowanie 1,2740 (opór potwierdzony wczoraj). Silne wsparcie wciąż na poziomie 1,2550.

Wsparcie	Opór
1,2650	1,2830
1,2630	1,2748
1,2550	1,2730

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.





EURPLN fundamentalnie

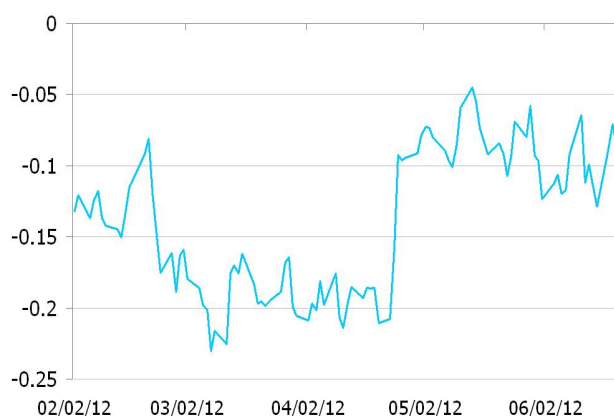
Złoty mocniejszy na fali wzrostu globalnego apetytu na ryzyko oraz fali kupowania polskich obligacji przez inwestorów zagranicznych (choć ten ostatni czynnik mógłby w większym stopniu prowadzić do umocnienia złotego). Dobra końcówka sesji zneutralizowana została jednak decyzją Fed (absolutne minimum oczekiwane przez rynek). Złot ciągle wspierany napływami środków na rynek obligacji i nadziejami na ustalenia Eurogrupy.

EURPLN technicznie

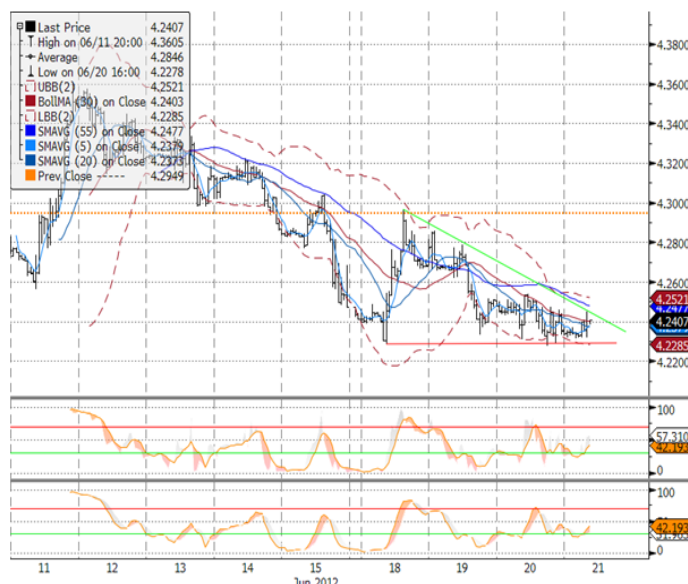
Kolejny dzień aprecjacji PLN z zamknięciem 4,2355 i odbiciem od dolnej wstęgi Bollingera w ciągu dnia. Wykresy 1H i 4H pokazują, że jest tam twarde wsparcie, potwierdzone przez poniedziałkowe minimum i dołek z początku czerwca. Jego złamanie jest kluczowe dla utrzymania młodego i dość mocnego trendu aprecjacyjnego na dziennym, który wyznacza dziś opór na 4,2633. Jeżeli taka próba zakończy się powodzeniem, to droga do 4,21 (linia "starszego" i łagodniejszego trendu wzrostowego na 1D) stanie otworem. Nadal ostrzeżeniem pozostają dywergencje na 4h i 1h.

Wsparcie	Opór
4,2300	4,3050
4,2260	4,2930
4,2114	4,2633

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.

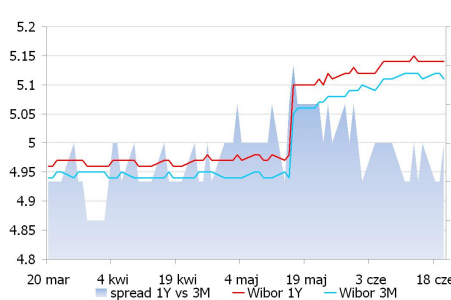




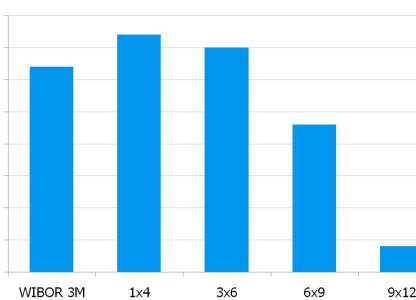
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	5.085	5.12	ON	4.6	4.9	EUR/PLN	4.2503
2Y	4.81	4.87	1M	4.7	4.9	USD/PLN	3.3471
3Y	4.71	4.77	3M	4.9	5.1	CHF/PLN	3.5397
4Y	4.7	4.76					
5Y	4.705	4.75					
6Y	4.71	4.77					
7Y	4.72	4.78					
8Y	4.72	4.79					
9Y	4.72	4.79					
10Y	4.72	4.78					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.95	4.99	EUR/USD	1.2703
1x4	5.12	5.17	EUR/JPY	100.97
3x6	5.10	5.15	EUR/PLN	4.2263
6x9	4.98	5.03	USD/PLN	3.3268
9x12	4.79	4.84	CHF/PLN	3.5190

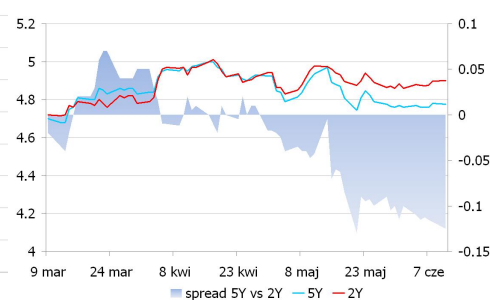
WIBOR 3M i 1Y



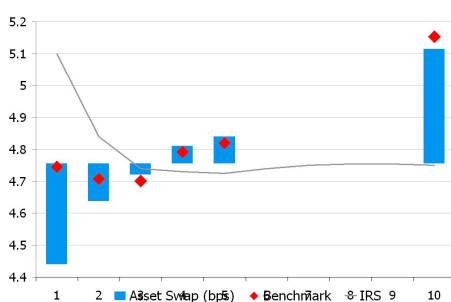
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



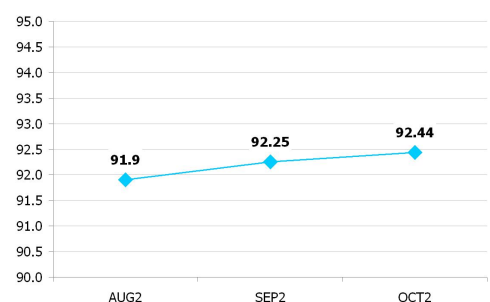
Asset swap i IRS



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 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 S.A., 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.