



Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 83
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

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		
2.07.2012 PONIEDZIAŁEK							
4:30	CHN	PMI w przemyśle (pkt)	cze			48.4	48.2
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt)	cze	48.5	48.6	48.9	48.0
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt)	cze		44.7	44.7 (p)	45.0
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	cze		44.8	44.8 (p)	45.1
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	maj		11.1	11.0	11.1
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	cze		52.0	53.5	49.7
3.07.2012 WTOREK							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	maj		0.1	-0.7 (r)	0.7
4.07.2012 ŚRODA							
	POL	Decyzja RPP (%)	lip		4.75	4.75	4.8
9:55	GER	PMI w usługach	cze		50.3	50.3 (p)	49.9
10:00	EUR	PMI w usługach	cze		46.8	46.8 (p)	47.10
11:00	EUR	Sprzedż detaliczna m/m (%)			0.0	-1.4 (r)	0.6
5.07.2012 CZWARTEK							
13:00	UK	Decyzja BoE (%)	lip		0.5	0.5	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	lip		0.75	1.00	
14:15	USA	Wskaźnik ADP (tys)	cze		100	133	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	30.06.		385	386	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	cze		53.0	53.7	
6.07.2012 PIĄTEK							
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.1	-2.2	
14:30	USA	Non-farm payrolls (tys)	cze		90	69	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	cze		8.2	8.2	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Decyzja EBC zostanie ogłoszona o 13:45, zaś sama konferencja i runda pytań i odpowiedzi rozpocznie się o godzinie 14:30. Oczekiwania rynkowe ustawione są gdzieś pomiędzy 25 i 50 punktową obniżką, przy czym raczej większość inwestorów spodziewa się mniejszej skali poluzowania. Niemniej, na ostatnim posiedzeniu nadzwyczajnym, na którym rozszerzono listę instrumentów pod zastaw operacji refinansujących (prawdopodobnie ruch wyprzedzający wobec wyczerpywania się instrumentów zastawnych hiszpańskich banków), nie dyskutowano obniżek stóp procentowych, co może wydawać się co najmniej dziwne, zwłaszcza że obecne poziomy indeksów PMI z łatwością uzasadniają obniżkę stóp procentowych. Tym samym należałoby nawet również przyjąć opcję 0 za prawdopodobną... Większą uwagę rynków skupia los stopy depozytowej, która przy bieżącym spreadzie do stopy operacji refinansowych powinna znaleźć się na poziomie zerowym (obniżka o 25pb) lub ujemnym (obniżka o 50pb). Jako że stopa ta wyznacza najniższy poziom dla stawek na rynku międzybankowym, ustawienie jej na poziomie zero lub ujemnym mogłoby oznaczać dalsze wypaczenie rynków repo (już teraz udział transakcji między bankami jest znikomy, a głównym counterparty jest ECB), natomiast pozytywne efekty dot. zwiększenia skali wzajemnych pożyczek pomiędzy bankami czy nawet ekspansji kredytowej nie pojawią się (kredyty to obecnie przede wszystkim funkcja zaufania i linii kredytowych, których negatywne bodźce ze strony ECB nie zmieniają). Tym samym opcją obniżki stopy operacji refinansujących bez obniżki stopy depozytowej też może być opcją (zawężenie spreadu). W zakresie operacji płynnościowych raczej nie zapadną żadne decyzje.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- RPP na śródnym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, referencyjna stopa procentowa NBP wynosi nadal 4,75% w skali rocznej (więcej czytaj w sekcji analizy).
- komunikat RPP: Inflacja, po przejściowym wzroście w III kw. br., powinna się stopniowo obniżać i w 2013 r. będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP, co uzasadnia pozostawienie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Rada zastrzega, że gdyby perspektywy powrotu inflacji do celu uległy pogorszeniu, możliwe jest dalsze dostosowanie polityki pieniężnej.
- projekcja NBP: Inflacja w 2013 roku z 50% prawdopodobieństwem - przy założeniu, że stopy procentowe nie ulegną zmianie - znajdzie się w przedziale 2,0-3,4%, a dynamika wzrostu PKB w przedziale 1,0-3,2%.
- Belka: Widać silne symptomy spowolnienia koniunktury gospodarczej, co wpływa na postrzeganie sytuacji gospodarczej przez RPP, jednak nie należy tego uznawać za zmianę nastawienia Rady na neutralne. W czerwcu inflacja w ujęciu rocznym może znacznie wzrosnąć, jednak wzrost cen w ujęciu m/m pozostanie na dosyć niskim poziomie, jak to ma zazwyczaj miejsce w tym miesiącu. RPP nie sądzi, żeby prowadzona polityka pieniężna utrudniała realizację konsolidacji fiskalnej. Mam obecnie większe obawy o dynamikę wzrostu gospodarczego niż o inflację.
- Kaźmierczak: Jeżeli tendencja spadkowa inflacji będzie trwała, to obniżki stóp procentowych są możliwe.

Decyzja RPP (5.09.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.541	-0.007
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.602	-0.031
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.112	-0.008
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		



Stopy RPP bez zmian, niższa projekcja inflacyjna, RPP nieco łagodzi retorykę

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła na wczorajszym posiedzeniu poziomu stóp procentowych. Diagnoza stanu gospodarki przedstawiona w komunikacie uległa pogorszeniu. Przedstawione równoległe wyniki najnowszej projekcji zostały obniżone (wzrost i inflacja o 0,2-0,3 pp, inflacja wraca do celu NBP w połowie 2013). Mimo to RPP zdecydowała się na utrzymanie w komunikacie stwierdzenia o możliwości dalszego dostosowania polityki monetarnej w przypadku pogorszenia perspektyw powrotu inflacji do celu. Takie kontrastujące z treścią komunikatu i wynikami projekcji stwierdzenie to nic innego jak zabieg mający na celu wygładzić zmianę retoryki i obronić tym samym wiarygodność gremium, które jeszcze dwa miesiące temu podwyższało stopy.

Podobną wymowę miała konferencja po posiedzeniu - prezes Belka przyznał, że perspektywy dla wzrostu się pogarszają, presja inflacyjna maleje, a RPP normalizuje stopy, przy czym dalsze kroki w stronę normalizacji mogą być odłożone w czasie. To oczywiście kontrastowało ze stwierdzeniami Belki, że bardziej obawia się o wzrost niż inflację. Członkowie Rady (Każmierczak) w czasie konferencji kilkakrotnie deliberovali nad scenariuszami, w których mogą obniżyć stopy. Ogólny wydzźwięk konferencji nie był jednak łagodny i potwierdził, jak mocno (bo nawet prowadząc do dysonansu z diagnozą stanu gospodarki) zachowanie Rady może determinować kwestia obrony reputacji. Naszym zdaniem zmiana nastawienia Rady może nastąpić na jesieni, kiedy kolejne dane potwierdzą głębokość spowolnienia a inflacja wyraźnie się obniży. Co do oczekiwań na poluzowanie monetarne w Polsce te mogą dalej się pogłębiać wraz z obniżką stóp (albo przynajmniej stopy depozytowej) przez ECB i dalej po publikacji inflacji za czerwiec (efekt euro częściowo zneutralizowany będzie przez relatywnie niewielki wzrost cen żywności i maszynowe spadki cen odzieży).



EURUSD fundamentalnie

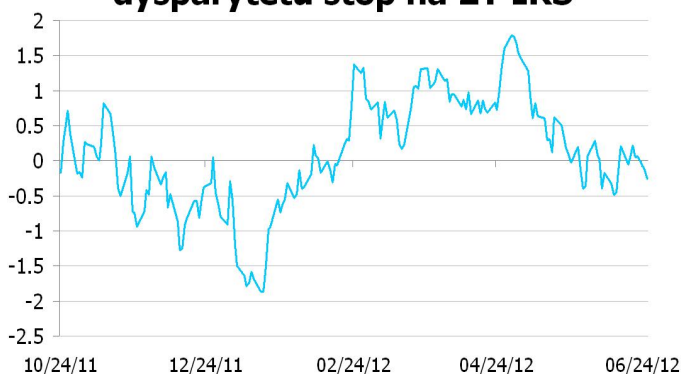
EURUSD słabł podczas wczorajszej sesji z okrojona liczbą uczestników (święto niepodległości). Przed 16 spadki nabrały na sile, gdy notowania przekroczyły 1,2546 (minimum z ostatnich kilku sesji) i uruchomione zostały (na płytkim rynku) zlecenia S/L. Dzięki temu kurs znalazł się przejściowo poniżej 1,2500 i od rana startuje z poziomu 1,2530. Dziś oczekujemy przede wszystkim na decyzję ECB (13:45 decyzja, 14:30 konferencja), wyniki ankiety o zatrudnieniu ADP oraz ISM w przemyśle. Oczekiwanie na ECB sugerują obniżkę stóp (25 czy 50pb?), jednak chyba nawet cięcie o 25 punktów nie jest sprawą przesadzoną biorąc pod uwagę ostatnie nadzwyczajne posiedzenie, na którym ECB NIE dyskutował o stopach (co wydaje się dziwne). Dane z USA - biorąc pod uwagę ciągle chyba zbyt duży optymizm inwestorów - mogą zaskoczyć negatywnie. Cięcie stóp przez ECB może przełożyć się na osłabienie EURUSD (raczej chyba nikt nie uwierzy, że cięcie stóp zmniejsza jakiegokolwiek ryzyka systemowe strefy euro), natomiast słabsze dane z USA powinny działać w przeciwnym kierunku.

EURUSD technicznie

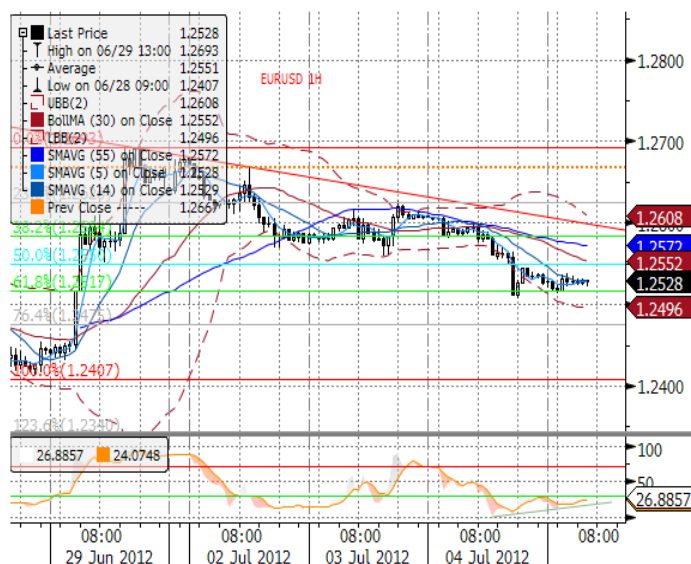
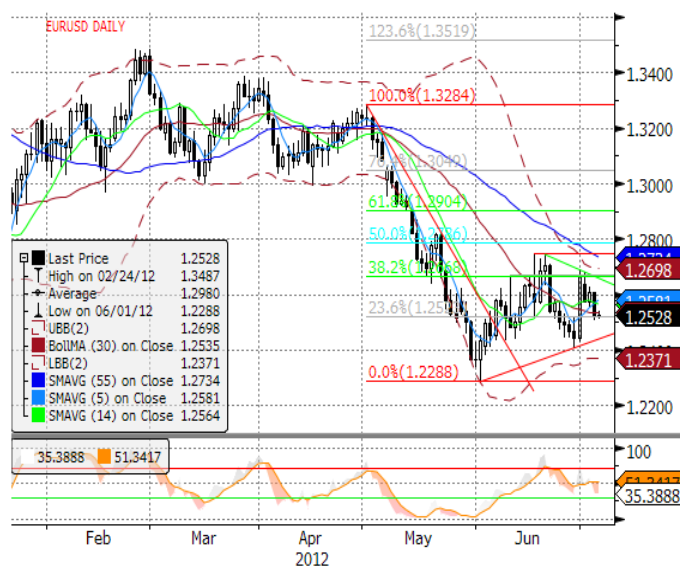
Ruch w dół w stronę dolnej krawędzi klina był kontynuowany i ostatecznie notowania zamknięte na 1,2527, tj. w okolicy 61,8% zniesienia Fibo dla zeszlotygodniowego umocnienia EUR. Sforsowanie tego poziomu wydaje się kwestią czasu, co wynikałoby również z kanału trendowego na 4H. Kluczowe poziomy wsparcia bez zmian. Dywergencja oscylatora na 1H (i wyłaniające się aktualnie przełamanie na 4H) podpowiadają jednak ostrożność - na krótką metę niewykluczone odbicie do 1,2560/80 (MA14 na 4H, a wyżej górny brzeg kanału trendowego).

Wsparcie	Opór
1,2517	1,2749
1,2480	1,2600
1,2440/50	1,2570/80

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



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





EURPLN fundamentalnie

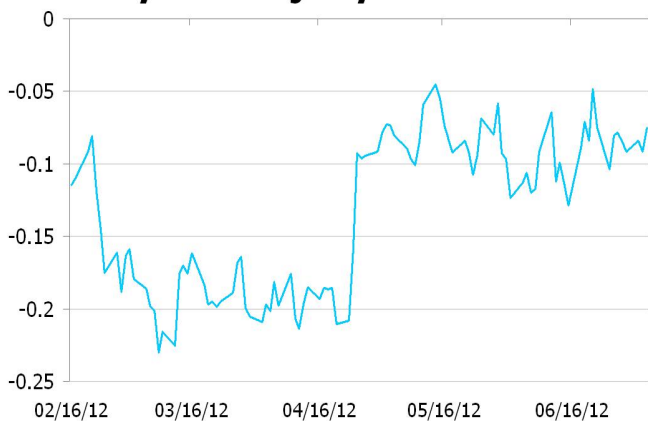
Złoty po wczorajszej sesji słabszy o ponad dwie figury w ślad za zmianami na EURUSD. Z globalnych czynników wzrastają oczekiwania na obniżkę stóp w strefie euro (decyzja dziś o 13:45, konferencja Draghi'ego o 14:30) oraz na piątkowe dane z rynku pracy USA. Wczorajsza decyzja RPP pozostała bez wpływu na złotego, choć komunikat i konferencja pozostały otrzymane w jastrzębim tonie (przerywanym kilkakrotnie przez Kaźmierczaka). Obok podwyższonej inflacji i skali spowolnienia czynnikiem decyzyjnym dla Rady jest kwestia wiarygodności po majowej podwyżce oraz poziom globalnych stóp procentowych (przez ten pryzmat może też odebrana dzisiejsza decyzja EBC). Dziś złoty pozostanie pod presją, choć nie jest oczywiste jak decyzje EBC odbiją na ruchach na rynku walutowym.

EURPLN technicznie

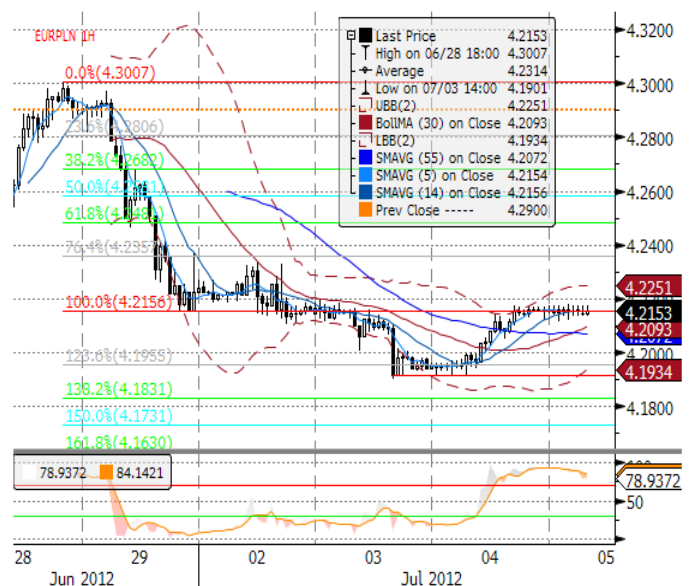
Notowania powróciły do bazy uformowanej w poprzednich dniach w okolicach 4,2150/60 (również 38,2% projekcji Fibo dla amplitudy „podwójnego szczytu” z 4H), niwelując tym samym wczorajsze umocnienie PLN. Niewiele jednak wskazuje na razie na to, że trend w dół mógłby na tym ucierpieć – wątpliwości pojawiły się dopiero przy 4,2314 (to było ważne czerwcowe wsparcie na dziennym). Cele dla aprecjacji złotego bez zmian, z wyjątkiem nowego, niepokonanego wczoraj/przedwczoraj wsparcia 4,1918.

Wsparcie	Opór
4,1918	4,2520/40
4,1800	4,2314
4,1500/30	4,2184

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. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.





IRS	BID	ASK
1Y	4.995	5.03
2Y	4.71	4.74
3Y	4.5999	4.64
4Y	4.575	4.61
5Y	4.57	4.61
6Y	4.594	4.62
7Y	4.615	4.65
8Y	4.64	4.67
9Y	4.66	4.69
10Y	4.6749	4.71

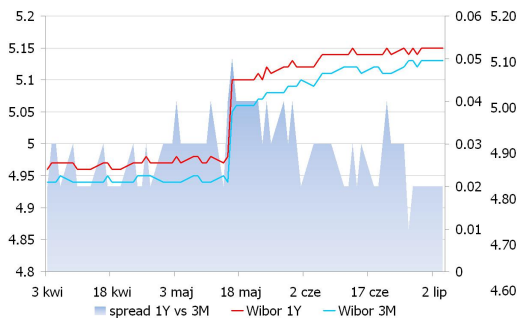
depo	BID	ASK
ON	4.8	4.9
1M	4.7	5.2
3M	4.9	5.3

FRA	BID	ASK
1x2	4.92	4.97
1x4	5.07	5.13
3x6	5.06	5.09
6x9	4.84	4.87
9x12	4.61	4.64

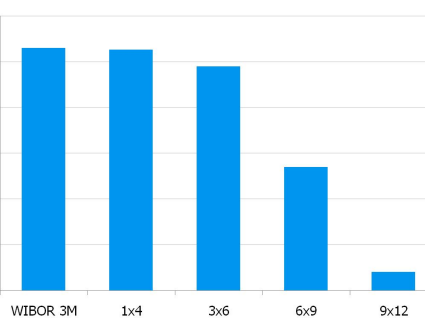
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2046
USD/PLN	3.3415
CHF/PLN	3.5005

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2526
EUR/JPY	100.04
EUR/PLN	4.2151
USD/PLN	3.3648
CHF/PLN	3.5067

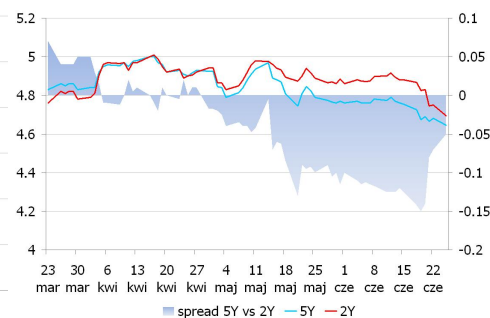
WIBOR 3M i 1Y



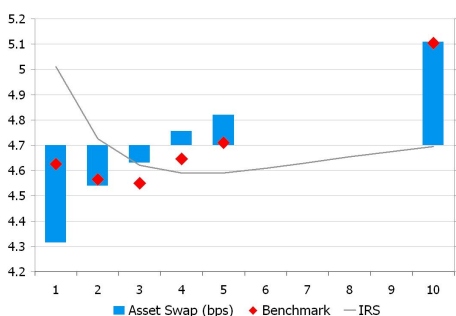
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



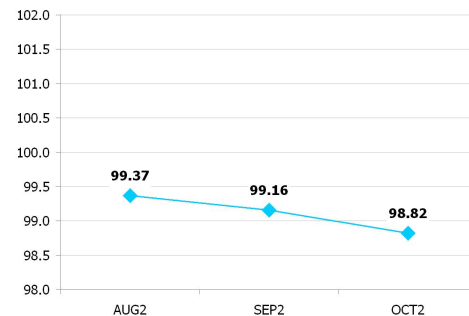
Asset swap i IRS



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.