



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

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@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		
20.05.2013 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Place r/r (%)	kwi	2.2	2.2	1.6	3.0
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	kwi	-0.7	-0.9	-0.9	-1.0
21.05.2013 WTOREK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	kwi	4.0	2.9	-2.9	2.7
14:00	POL	PPI r/r (%)	kwi	-1.7	-1.4	-0.6	-2.0
22.05.2013 ŚRODA							
14:00	POL	Koniunktura gospodarcza GUS	maj				
16:00	USA	Sprzedaż domów na r. wtórnym (mln)	kwi		4.99	4.94	4.97
20:00	USA	Minutes Fed	maj				
23.05.2013 CZWARTEK							
3:45	CHN	PMI w przemyśle <i>wstępny</i> (pkt)	maj		50.3	50.4	49.6
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>wstępny</i> (pkt)	maj			44.4	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>wstępny</i> (pkt)	maj			44.3	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>wstępny</i> (pkt)	maj		48.5	48.1	
9:30	GER	PMI w usługach <i>wstępny</i> (pkt)	maj		50.0	49.6	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>wstępny</i> (pkt)	maj		47.0	46.7	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>wstępny</i> (pkt)	maj		47.1	47.0	
14:00	POL	Minutes RPP	maj				
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni	18.05		346	360	
16:00	USA	Sprzedaż domów na r. pierwotnym (tys.)	kwi		425	417	
16:00	EUR	Wsk. koniunktury konsumenckiej (pkt)	maj		-21.9	-22.3	
24.05.2013 PIĄTEK							
8:00	GER	PKB q/q <i>final</i> (%)	Q1		0.1	0.1	
8:00	GER	Wsk. koniunktury kons. GfK (pkt)	cze		6.2	6.2	
10:00	GER	Wskaźnik IFO - oczekiwania (pkt)	maj		107.0	107.2	
10:00	GER	Wskaźnik IFO - sytuacja bieżąca (pkt)	maj		101.5	101.6	
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	kwi	-0.5	1.0	0.1	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	kwi	13.9	13.9	14.3	
14:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS (pkt)	maj				
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	kwi		1.7	-5.8 (r)	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś opublikowane zostaną „Minutes” RPP. Nie przywiązywaliśmy do nich zbyt wielkiej wagi, gdyż pochodzą z okresu, kiedy RPP była mocno niechętna do zobowiązania się do wejścia w kolejny cykl obniżek stóp procentowych, a prezes Belka był skłonny mówić o korekcyjnej obniżce stóp. Ciekawy będzie rozkład akcentów pomiędzy zaniepokojeniem niską inflacją i niskim wzrostem (wciąż uważamy, że ta pierwsza będzie przysłać nawet nieco lepsze dane ze sfery realnej, pozwalając tym samym na dalsze obniżki stóp). Ostatnie wypowiedzi członków RPP pokazują, że komunikat nie do końca chyba odzwierciedlił nastroje w RPP, które są dużo bardziej gołębie. Przykładowo, wczoraj Zielińska-Głębocka wspomniała o możliwości cięcia w czerwcu i w lipcu, za każdym razem w skali od 25 do 50 punktów. Takiej RPP „Minutes” nie pokażą, stąd też radzimy potraktować je z dystansem.

• **Gospodarka globalna.** Globalnie dzień pod znakiem europejskich indeksów koniunktury. Oczekiwania rynku ustawione są dość konserwatywnie (konsensus prognoz ma coraz wyraźniej charakter adaptacyjny) i wskazują na stabilizację koniunktury na niskich poziomach, sygnalizujących kontrakcję aktywności gospodarczej. Uwaga także skupi się na cotygodniowych danych z rynku pracy w USA - wypowiedzi członków FOMC (oraz wczorajsze Minutes) wskazują, że właśnie dane z rynku pracy pozostają kluczowe dla decyzji w sprawie ograniczenia QE3, a zatem mają największą moc poruszania rynkiem.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Zielińska-Głębocka: Spowolnienie gospodarcze wciąż trwa, więc istnieje pole do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Stopy trzeba obciąć w ciągu najbliższych dwóch miesięcy, a potem poczekać na rozwój sytuacji.
- Minutes Fed: Wielu członków FOMC w trakcie ostatniego posiedzenia było zdania, że aby możliwe było zmniejszenie skali realizowanego QE3, konieczna jest dalsza poprawa na amerykańskim rynku pracy. Jednocześnie jednak kilku z nich oświadczyło, że może rozważyć ograniczenie QE już w czerwcu (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Bernanke: Fed musi dostrzec trwałą poprawę gospodarki USA, zanim ograniczy swój program skupu aktywów. Utrzymanie stóp procentowych na zbyt niskim poziomie przez zbyt długi okres niesie ze sobą zagrożenia. Przedwczesne zacieśnienie polityki monetarnej może spowolnić lub zakończyć proces odbicia w gospodarce, co spowoduje dalszy spadek inflacji.
- Thomas Jordan (prezes SNB) nie wykluczył wprowadzenia ujemnych stóp procentowych.

Decyzja RPP (5.06.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.382	0.014
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	2.047	-0.014
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	3.328	0.148
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 25 bps				



Fed: wysoki bilans ciąży coraz bardziej, ale to bieżące dane zdecydują o zmianach tempa zakupu aktywów

O ile komunikat po poprzednim posiedzeniu FOMC przypomniał inwestorom, że zmiany tempa zakupów papierów rządowych i hipotecznych mogą przebiegać w dwie strony (zmniejszać się, ale także w razie potrzeby zwiększać), zapis dyskusji na posiedzeniu nie wskazuje, aby ten nowy element komunikacji zdominował dyskusję. Wręcz przeciwnie: większość członków odnotowała postęp w redukcji stopy bezrobocia odkąd program został uruchomiony. Członkowie ci jednak pozostają ostrożni odnośnie zmniejszenia tempa zakupów obligacji. Aby to nastąpiło, konieczne jest głębsze przekonanie o poprawie koniunktury oraz wiara w redukcję towarzyszących jej ryzyk. Ostrzeżenie wystosowywane w komunikacie i odebrane przez rynki finansowe dość gołębio okazało się w dużej mierze ostrzeżeniem pro forma.

W podobnym duchu utrzymane było wczorajsze przemówienie Bernanke. Mimo że z jednej strony grzmiał przed kongresmenami, że rynek pracy jest wciąż słaby (ogromne koszty wysokiego odsetka długotrwale bezrobotnych), a Fed potrzebuje przekonujących dowodów poprawy koniunktury, aby myśleć o zmianach tempa zakupu aktywów, z drugiej (w odpowiedzi na pytanie) stwierdził wyraźnie, że do zmniejszenia zakupów może dojść już w ciągu najbliższych kilku spotkań, a więc potencjalnie nawet sporo przed końcem roku.

Reakcja rynkowa na wczorajsze publikacje ze strony Fed była znaczna i negatywna. Indeksy giełdowe spadły a rentowności długu wzrosły. Inwestorzy spodziewali się, że tak jak w przypadku poprzednich przemówień Bernanke, prezes będzie bardziej łagodny. Okazało się jednak, że problemy wysokiego bilansu tak samo ciążył prezesowi, jak i bardziej szeregowym członkom FOMC.

Na kwestię kosztów i korzyści utrzymywania dodatkowych programów stymulacyjnych nakładają się prawdopodobnie prognozy przygotowywane przez zespoły analityczne Fed. Mimo zacieśnienia fiskalnego (nawet IMF twierdzi, że zbyt gwałtownego), gospodarka radzi sobie całkiem nieźle, co prawdopodobnie nie pozostaje bez wpływu na wyniki modeli prognostycznych. W obecnej chwili prognozowanie punktów zwrotnych w tak zmiennej gospodarce jest bardzo trudne i wydaje nam się, że Fed koniecznie potrzebuje podbudowy ze strony realnych danych, pewności że po raz kolejny gospodarka nie wejdzie w fazę letniego spowolnienia (soft patch) lub że będzie ono stosunkowo łagodne. Uważamy, że faza obserwacji będzie maksymalnie wydłużana, zwłaszcza w obliczu kolejnej fazy spowolnienia koniunktury w strefie euro oraz w Azji. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że ryzyka związane z przestymulowaniem gospodarki są obecnie naszym zdaniem mniejsze niż ryzyka związane z zbyt szybkim zmniejszeniem programu zakupu aktywów. Z tego też względu i niejako wbrew wczorajszej reakcji rynkowej uważamy, że - tak jak już obserwowaliśmy co najmniej dwukrotnie w tym roku - oczekiwania na zmniejszenie programu zakupu aktywów zostaną w najbliższym czasie i tak nieco utemperowane.

EURUSD fundamentalnie

Bernanke mniej gołębi. Z tego powodu zamiast wzrostów na EURUSD zaobserwowaliśmy gwałtowne spadki w okolicach 1,2840. Widać wyraźnie, że wysoki bilans ciąży nie tylko szeregowym członkom Fed, ale także samemu prezesowi. Niemniej prognozowanie bezwarunkowego wzrostu gospodarki amerykańskiej jest w obecnych warunkach bardzo trudne, co sprawia że FOMC będzie nadzwyczaj wrażliwy na bieżące dane. Te z kolei mogą być nienajlepsze z uwagi na kolejną fazę spowolnienia w Europie, czy w Azji. Spodziewamy się zatem, że o ile gra na wycofanie QE oraz obniżki stóp w strefie euro może być kontynuowana jeszcze przez kilka dni (szybkie spadki kursu EURUSD), jest ona wewnętrznie sprzeczna. Tym samym o ile w obecnych warunkach nie powróci obawa o stan globalnej gospodarki, EURUSD powinien w krótkim terminie zmniejszać swobodny spadek a dółka poszukiwalibyśmy w okolicach 1,25-26, gdyż właśnie tam znajduje się prawdopodobnie kurs równowagi spójny z dalszymi obniżkami stóp ECB, ale nie ze zmniejszeniem QE. Dziś dane o PMI ze strefy euro - gorszy odczyt przypieczętuje spadki EURUSD, lepszy zostanie pewnie potraktowany asymetrycznie, gdyż inwestorzy są wciąż jeszcze pod wpływem nowych oczekiwań na zmniejszenie tempa QE.

**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

Niespodzianka! Wynikający z czynników fundamentalnych (wystąpienie Bernanke w Kongresie) skok EURUSD w górę (maksimum to 1,2998) dał nam pozycję short (wejście po 1,2967, nasz zarobek to jak dotąd ponad 100 pipsów). Wygląda na to, że to koniec korekty... Dzisiaj startujemy z okolic 1,2850 (poziom otwarcia w tym tygodniu) i oczekujemy zaatakowania 1,2746 (lokalne minimum), a wcześniej - 1,2797 (minimum tego miesiąca). S/L dla obecnej wypada ustawić na 1,3 (względy psychologiczne). Jeżeli S/L zostanie uruchomiony, kolejne wsparcia wyznaczamy na przecięciu dziennego i czterogodzinnego MA200 (1.3020/30).

Wsparcie	Opór
1,2797	1,3020/30
1,2727	1,2967
1,2663	1,2900/4





EURPLN fundamentalnie

Środową sesję złoty zakończył powyżej poziomu 4,18 i dziś otworzył się z małą luką blisko 4,19. Gra czynników krajowych (m.in. właściwie zdyskontowane już oczekiwania na obniżki stóp - wczoraj wzmocnione wypowiedzią prof. Zielińskiej-Głębockiej; słabe wyniki badań koniunktury GUS) oraz globalnych (brak jednoznaczności w wypowiedziach Bernanke i dość jastrzębie Minutes FOMC wzmacniają tylko spekulację odnośnie terminu rozpoczęcia wycofywania QE3) powodują, że złoty pozostaje w przedziale wahań 4,10-4,20. Dzisiejsze Minutes z majowego posiedzenia RPP nie wniosą raczej wiele nowego do istniejącego już obrazka, zaś piątkowe dane z biuletynu statystycznego (wg naszych prognoz gorsze) mogą wywoływać tylko chwilową reakcję rynkową graczy spekulacyjnych, natomiast nie są w stanie w sposób znaczny i trwały osłabić złotego.

EURPLN technicznie

Już był w ogródku, już witał się z gąską... W połowie dnia nasz zarobek sięgnął 200 pipsów (minimum intraday - 4,1717), ale odbicie od czterogodzinnego MA55 przyniosło powrót w okolice punktu wejścia w pozycję short. Do S/L zabrakło ledwie 15 pipsów, ale zamykanie pozycji w panice nie ma sensu. Na wszelki wypadek przesuwamy S/L do 4,20 (maksimum ostatnich 3 miesięcy). W końcu od wczoraj sytuacja techniczna nie zmieniła się znacząco: oscylator solidnie wykupiony na obydwu wykresach (ale jeszcze bez zawrotek i bez dywergencji). Doradzamy cierpliwość i ewentualnie dokupienie, jeżeli znów znajdziemy się blisko dawnego S/L.

Wsparcie	Opór
4,1740	4,2142
4,1583	4,1987/2000
4,1334	4,1920

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.





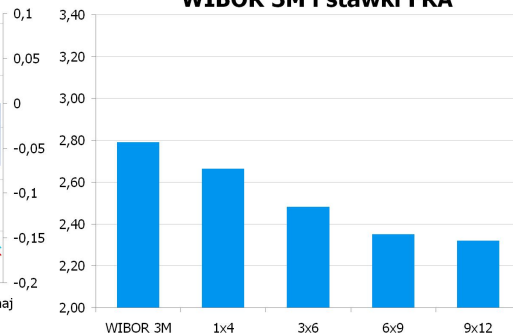
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.46	2.50	ON	2.8	3.1	EUR/PLN	4.1813
2Y	2.4851	2.54	1M	2.8	3.1	USD/PLN	3.2322
3Y	2.5451	2.60	3M	2.6	2.9	CHF/PLN	3.3337
4Y	2.615	2.67					
5Y	2.6951	2.75					
6Y	2.785	2.85					
7Y	2.865	2.93					
8Y	2.945	3.01					
9Y	3.015	3.08					
10Y	3.085	3.14					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.79	2.84	EUR/USD	1.2856
1x4	2.60	2.66	EUR/JPY	132.62
3x6	2.42	2.48	EUR/PLN	4.1825
6x9	2.29	2.35	USD/PLN	3.2526
9x12	2.26	2.32	CHF/PLN	3.3219

WIBOR 3M i 1Y



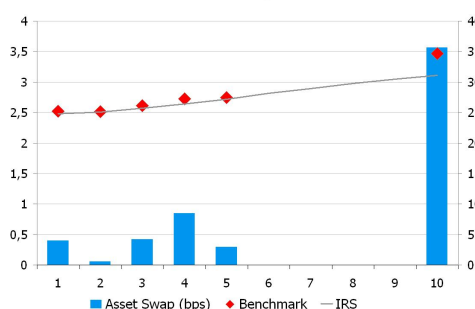
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



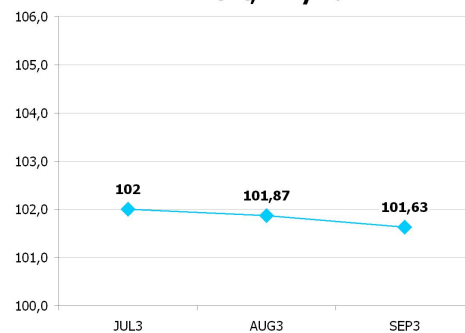
Asset swap i IRS



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 OBROcie 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, KOOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.