



## 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

**BRE Bank SA**  
18 Senatorska St.  
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	
				BRE	konsensus		
<b>27.06.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	maj		0.4	0.4	0.3
14:30	USA	Bazowy wskaźnik cen PCE r/r (%)	maj		1.1	1.0	1.2
<b>28.06.2011 WTOREK</b>							
8:00	GER	Indeks zaufania konsumentów Gfk (pkt)	lip		5.3	5.5	5.7
10:00	GER	CPI preliminary r/r (%)	cze		2.3	2.3	2.3
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller r/r (%)	kwi		-4.0	-3.6	-3.96
16:00	USA	Indeks zaufania Conf. Board (pkt)	cze		61.5	60.8	58.5
<b>29.06.2011 ŚRODA</b>							
11:00	EUR	Indeks koniunktury ESI	cze		105.1	105.5	105.1
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt.)	cze		-10	-10	-9.8
14:00	POL	Bilans płatniczy (mld euro)	Q1	<b>-4.5</b>	-3.9	-5.3	-3.36
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	maj		-1.0	-11.6	8.2
<b>30.06.2011 CZWARTEK</b>							
11:00	EUR	HICP preliminary r/r (%)	cze		2.8	2.7	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne NBP (%)	cze			4.3	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys. sa)	25.06.		421	429	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt.)	cze		54.0	56.6	
<b>01.07.2011 PIĄTEK</b>							
9:00	POL	PMI (pkt.)	cze	<b>52.6</b>		52.6	
9:55	GER	PMI w przemyśle final (pkt.)	cze		54.9	54.9(p)	
10:00	EUR	PMI w przemyśle final (pkt.)	cze		52.0	52.0(p)	
15:55	USA	Indeks Univ.Michigan final (pkt.)	cze		72.0	71.8	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	cze		52.0	53.5	

## Dziś zostaną opublikowane...

- Gospodarka polska. Dziś NBP opublikuje wskaźnik oczekiwań inflacyjnych. Metodologia badania implikuje, że konsumenci poznają wskaźnik niewiele tylko większy niż podczas poprzedniego badania (ryzyko to nagłośnienie medialne wzrostów cen); spodziewamy się niewielkiego wzrostu oczekiwań.
- Gospodarka globalna. Uwaga skupiona na drugim głosowaniu w ateńskim parlamencie dotyczącym szczegółów pakietu oszczędnościowego. Z danych poznamy wstępny odczyt inflacji HICP dla strefy euro (spodziewane utrzymanie poziomów 2,7-2,8% r/r) oraz indeks koniunktury Chicago PMI dla USA.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Hausner: Politykę monetarną, jaką prowadzi obecnie RPP można określić jako łagodną, ponieważ mimo czterech już podwyżek stóp procentowych w tym roku stopa referencyjna NBP jest niższa od stopy inflacji.
- Rostowski: Jest realistycznym założeniem, że w 2011 roku polska gospodarka wzrośnie o 4,2% i o 4,0% w 2012 roku.
- W wyniku rewizji danych deficyt na rachunku obrotów bieżących w 2010 r. zwiększył się do 4,5% PKB z 3,4% PKB.
- Grecy parlamentarzyści przyjęli w środę rządowy program oszczędnościowy, który jest warunkiem otrzymania przez ten pogrążony w kryzysie kraj pomocy międzynarodowej. Za projektem głosowało 155 z 300 członków parlamentu. Dziś kolejne głosowanie.

Decyzja RPP (6 lipca 2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.954	-0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	3.102	-0.020
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	-	-
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Rewizja danych o bilansie płatniczym - pozytywna niespodzianka

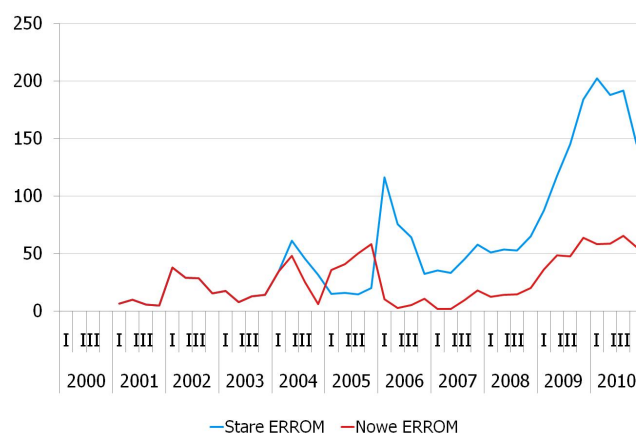
Rewizja danych o bilansie płatniczym okazała się pozytywną niespodzianką. Zamiast oczekiwanych 5% deficytu na rachunku obrotów bieżących w 2010 roku ostateczny wynik uplasował się na 4,5% (porównanie wartości absolutnych deficytu na rachunku obrotów bieżących prezentujemy na rysunku). Istotnie zmniejszyło się saldo błędów i opuszczeń, z rekordowych 4,4% PKB w 2009 roku zostało ono obniżone do 2,3%.

W zakresie obszarów korekty obyło się bez niespodzianek. Korekta bilansu płatniczego z tytułu importu samochodów waha się od 0,1 do 0,9% PKB (najwyższa wartość w 2008 roku). Zrewidowano również (w dół) transfery prywatne, gdzie skala korekty waha się od 0,5% do 1,0% PKB. W przypadku innych pozycji rachunku bieżącego różnice pomiędzy nowo- opublikowanymi i starymi danymi występują, jednak nie są aż tak znaczące jak w przypadku wcześniej opisanych pozycji. Po stronie finansowej skorygowano inwestycje portfelowe o transakcje repo (wyłączono je ze statystyki jako że nie występuje w ich przypadku ekonomiczna zmiana własności papierów wartościowych); maksymalna korekta z tego tytułu to 2,3 mld zł. Marginalną korektę odnotowano także w przypadku niektórych inwestycji zagranicznych sektora niefinansowego - włączono do analizy te transakcje, które do tej pory nie były ujęte w sprawozdawczości (korekta z tego tytułu wynosi maksymalnie 5mld zł).

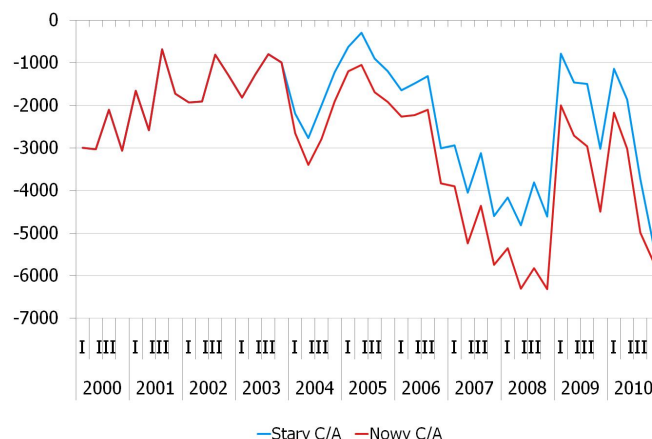
Pozytywna informacja to również przeszacowanie w dół deficytu na rachunku bieżącym odnotowanego w pierwszym kwartale (składanie danych miesięcznych przyniosło nieco wyższy deficyt). Jakkolwiek przy publikacji danych miesięcznych wspominaliśmy o możliwości przygotowania ostatecznych, miesięcznych serii danych na podstawie nowej metodologii, dane kwartalne raczej falsyfikują tę hipotezę - pozytywna niespodzianka to przede wszystkim wynik przeszacowania w dół salda dochodów; deficyt handlowy okazał się prawie dwukrotnie wyższy niż podany poprzednio. Stwarza to pewien problem prognostyczny dla miesięcznych danych (dodatkowo ze strony NBP zniknęła informacja o miesięcznym bilansie płatniczym - można mieć nadzieję, że zniknęła ona tylko po to, aby pojawić się w wersji spójnej ze statystykami kwartalnymi).

Rewizja została pozytywnie odebrana przez rynek (bepośrednio po publikacji EURPLN spadł z 4,0050 do 3,9950). Co więcej, została ona również bardzo pozytywnie oceniona przez MFW (pean pochwalny ze stron MFW można przeczytać tutaj <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr11263.htm>). Choć dane wskazują, że deficyt na rachunku obrotów bieżących może sięgnąć około 5% w 2011 roku, dominuje przekonanie o jego bezpiecznym finansowaniu. Jakkolwiek nie powinno to pociągać za sobą presji na deprecjację waluty uważamy, że kursem sprzyjającym równoważeniu rachunku obrotów bieżących (zwłaszcza po zmniejszeniu strumienia środków z UE) będą poziomy bardziej zbliżone do obecnych notowań (a więc okolice 4zł za euro) niż okolice 3,80. Choć saldo błędów i opuszczeń nie jest wciąż małe, rewizja istotnie zbliżyła polską statystykę do standardów europejskich (patrz rysunek) - z pariasa z błędami w bilansie płatniczym sięgającymi nawet 150% deficytu na rachunku bieżącym Polska wkroczyła w terytoria bliskie poziomów gospodarki czeskiej, czy słowackiej, czyli w okolice 50% (warto jednocześnie zwrócić uwagę, że sporo brakuje do precyzji niemieckiej).

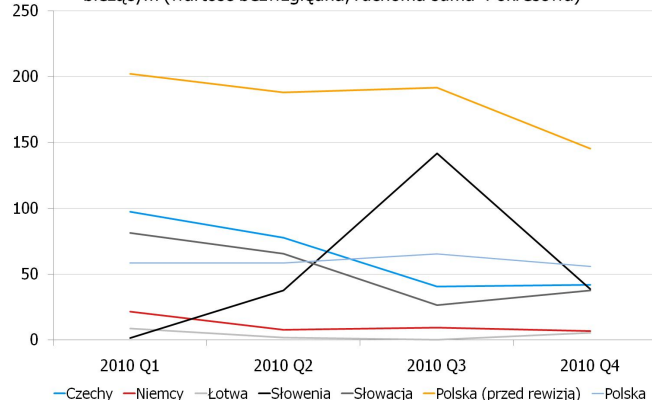
Saldo błędów i opuszczeń (ERROM) jako odsetek rachunku bieżącego (C/A), ruchoma suma 4-ro okresowa



Porównanie deficytu na rachunku bieżącym (C/A) przed i po rewizji



Saldo błędów i opuszczeń jako odsetek salda na rachunku bieżącym (wartość bezwzględna, ruchoma suma 4 okresowa)





### EURUSD fundamentalnie

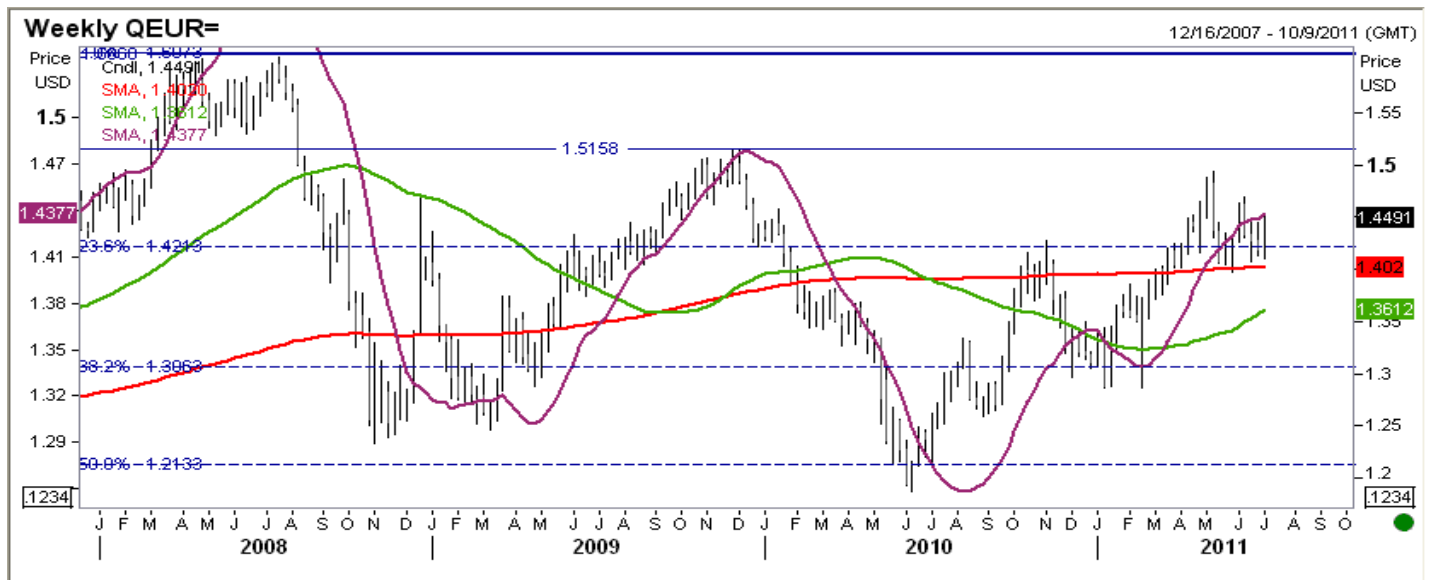
Mimo sporej zmienności wygenerowanej przez wczorajsze głosowanie w parlamencie greckim (podczas transmisji na żywo z liczenia głosów amplituda wahań na EURUSD wyniosła ponad pół figury), ostatecznie EURUSD został wsparty przez pozytywny wynik głosowania (w międzyczasie zaobserwowaliśmy dość głęboką realizację zysków z wcześniejszych pozycji). Dziś kolejny etap głosowania, który powinien być formalnością... Uważamy, że jest szansa na kontynuację relief rally, przynajmniej do czasu jutrzejszej publikacji indeksu ISM. Jeśli jutro dane okażą się pozytywną niespodzianką, rally będzie prawdopodobnie kontynuowane w przyszłym tygodniu, aż do NFP. Gorszy jutrzejszy odczyt stwarza poważne ryzyko korekty. Z dzisiejszych danych makro interesujące będzie przede wszystkim Chicago PMI, które ustawi oczekiwania na jutrzejsze dane o ISM w przemyśle.

### EURUSD technicznie

Przekorzone średnie ruchome i oparcie na górnej granicy klina. Do czasu przełamania 1,4520 (1,4699) ruch pozostaje na razie korektą. W górę celem jest 1,4699 (wcześniej istotny opór może stawić MA55 z wykresu tygodniowego w okolicach 1,4500) od dołu silne ograniczenie będzie stanowić MA200 z wykresu tygodniowego (1,4014).

23,6% Fibo (liczone jako *retracement* od fali wzrostowej od 2000 roku) złamane w dół. Przełamania tego poziomu (patrz 2008 i 2009) łączyły się z kontynuacją korekty o zasięgu 15-20 figur. Dodatkowo, kurs poniżej 1,5158 (oraz z uformowanym niższym szczytem na 1,4946) cały czas bardziej przypomina kontynuację korekty zapoczątkowanej w 2008 roku niż próbę wybicia na nowe maksima (do przebicia pozostaje globalne maksimum 1,6068).

Wsparcie	Opór
1,4403	1,4938
1,4318	1,4699
1,4013/73	1,4500/10





### EURPLN fundamentalnie

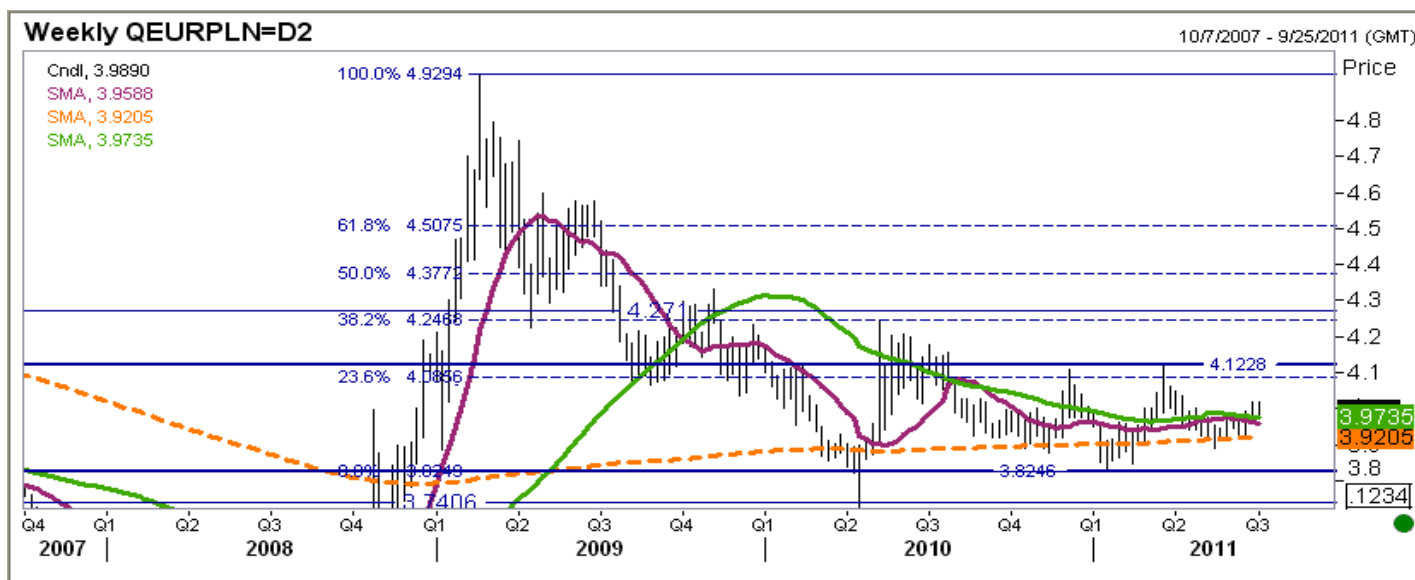
Złoty mocniejszy po pozytywnym głosowaniu w Grecji oraz udanej rewizji bilansu płatniczego (saldo błędów i opuszczeń zostało istotnie zmniejszone, zaś sam deficyt zmniejszył się o mniej niż wskazywał na to konsensus rynkowy), bardzo chwalonej przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Dzisiejsze otwarcie na poziomie 3,9880. Dziś Hausner z relatywnie jastrzębią wypowiedzią („polityka pieniężna jest nadal łagodna”); brzmi ona jastrzębio jedynie jak wyrwany z kontekstu headline - jest to odpowiedź Hasunera na zarzut restrykcyjnej polityki monetarnej, a nie wskazanie na szybką potrzebę ruchów dostrajających. Na deser pozytywne zapewnienia Rostowskiego, że 4,2% wzrostu w 2011 roku i 4,0% w 2012 są realistyczne. Dzisiejsze oczekiwania inflacyjne (oczekujemy wzrostu, lecz nie spektakularnego) mogą obudzić część oczekiwań na podwyżki stóp i umocnić złotego - z uwagi jednak na ostatnią retorykę RPP niespodzianka musiałaby być znaczna.

### EURPLN technicznie

Zerodowana linia średnioterminowego trendu. Nowy kanał deprecjacyjny - notowania na razie zawróciły przed górnym ograniczeniem (zwykle jest to jedna z przesłanek odwrócenia trendu - wymaga jednak potwierdzenia). Brak przełamania kluczowych poziomów wsparcia. Perspektywa neutralna z możliwością ponowienia ataku na Fibo 4,01.

W dłuższej perspektywie (wykres tygodniowy) złoty po wypadnięciu z kanału aprecjacyjnego skonsolidował w przedziale 3,83-4,12 (czarna świeca w II kw. 2010 to błąd systemu).

Wsparcie	Opór
3,9865	4,0272
3,9753	4,0175
3,9406	4,0100





IRS	BID	ASK
1Y	4.9813	5.03
2Y	5.0913	5.14
3Y	5.1812	5.23
4Y	5.2462	5.30
5Y	5.2862	5.34
6Y	5.3162	5.37
7Y	5.3362	5.39
8Y	5.3462	5.40
9Y	5.3562	5.41
10Y	5.3612	5.41

depo	BID	ASK
ON	4.0	4.2
1M	4.1	4.2
3M	4.5	4.7

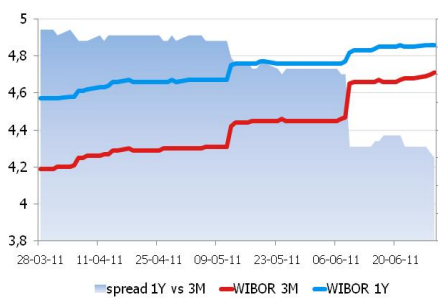
FRA	BID	ASK
1x2	4.66	4.71
1x4	4.75	4.80
3x6	4.87	4.90
6x9	4.98	5.01
9x12	5.04	5.09

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.0095
USD/PLN	2.7877
CHF/PLN	3.3520

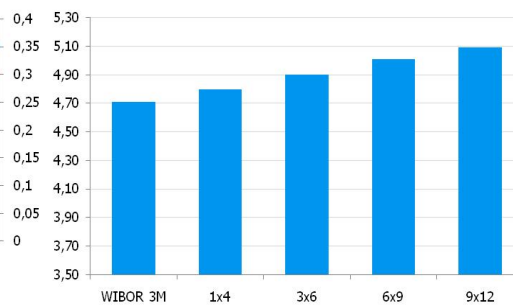
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.4431
EUR/JPY	116.56
EUR/PLN	3.9842
USD/PLN	2.7608
CHF/PLN	3.3062

WIBOR 3M i 1Y



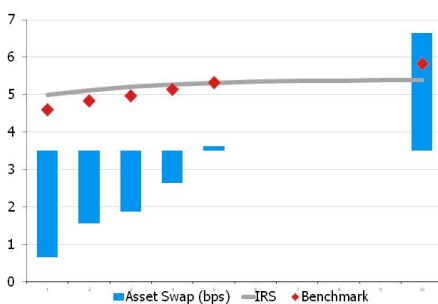
WIBOR 3M i stawki FRA



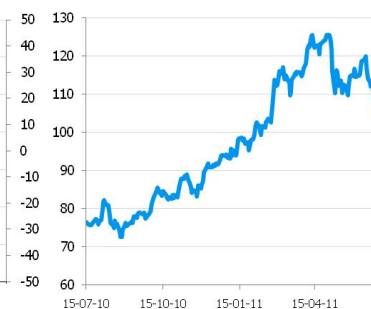
IRS 5Y i 2Y



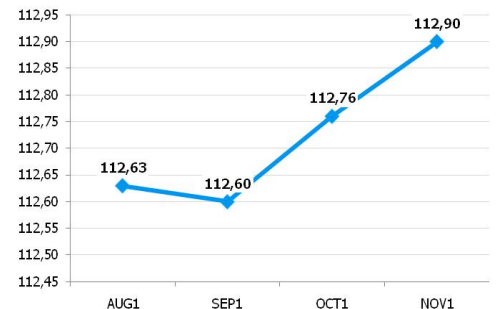
Asset swap i IRS



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.