



## Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 86  
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		
<b>11.06.2012 PONIEDZIAŁEK</b>							
9:00	CZE	CPI r/r (%)	maj		3.1	3.5	
<b>12.06.2012 WTOREK</b>							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
<b>13.06.2012 ŚRODA</b>							
14:00	POL	CPI r/r (%)	maj	3.8	3.9	4.0	
10:30	HUN	CPI r/r (%)	maj		5.7	5.7	
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		-1.0	-0.3	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	maj		-0.1	0.1	
<b>14.06.2012 CZWARTEK</b>							
9:30	SUI	Decyzja SNB ws. stóp procentowych			0.13	0.13	
11:00	EUR	CPI r/r (%)	maj		2.4	2.4	
14:00	POL	M3 r/r (%)	maj	10.4	10.2	10.3	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (K)	9. cze			377	
14:30	USA	CPI r/r (%)	maj		1.9	2.3	
<b>15.06.2012 PIĄTEK</b>							
11:00	EUR	Zatrudnienie r/r (%)	q1			-0.2	
14:00	POL	CA (mln EUR)	kwi	-800	-923.5	-228	
15:00	POL	Wykonanie deficytu budż. (%)	I-V			70.9	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.1	1.1	
	JPN	Decyzja BoJ ws. stóp procentowych			0.1	0.1	

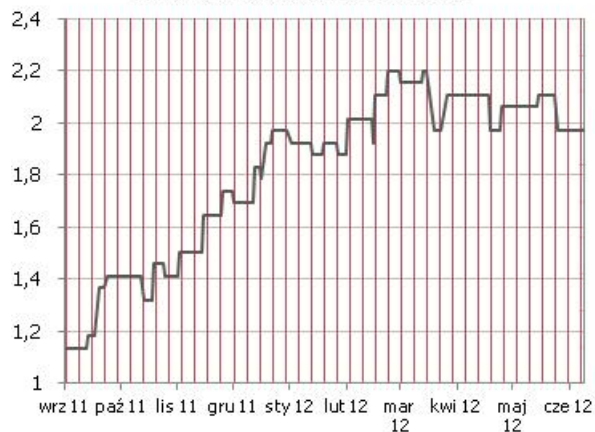
## W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** W środę publikacja danych o CPI za maj. Spodziewamy się obniżenia dynamiki cen do 3,8% r/r, przy utrzymaniu inflacji bazowej na poziomie 2,7% oraz niewielkim spadku cen paliw i relatywnie niskim (jak na maj) wzroście cen żywności. W czwartek spodziewamy się odczytu dynamiki M3 r/r za maj na poziomie 10,4%. Naszym zdaniem w dalszym ciągu spada wolumen depozytów gospodarstw domowych, nie bez znaczenia pozostaje też osłabienie złotego (2-3 p.p. kontrybucji). W piątek dane o bilansie płatniczym za kwiecień. Spodziewamy się pogłębienia deficytu CA do 800 mln EUR przy sporym odpływie dochodów z uwagi na płatności odsetkowe od długu oraz niższym poziomie transferu netto z UE.
- **Gospodarka globalna.** W USA i strefie euro tydzień z CPI (maj) i produkcją przemysłową (kwiecień). Po słabych wskaźnikach nastrojów, rynkowy konsensus przewiduje dalszy spadek produkcji przemysłowej w strefie euro. W USA prognozy przewidują z kolei bardzo powolny wzrost (0,1% m/m). W czwartek i piątek decyzje banków centralnych Szwajcarii i Japonii – w obu przypadkach oczekiwane utrzymanie dotychczasowych poziomów stóp, a w Szwajcarii dodatkowo granicy 1,20 dla EURCHF. Nie mniej istotne od publikacji makro będą wyniki niedzielnych, powtórných wyborów parlamentarnych w Grecji.

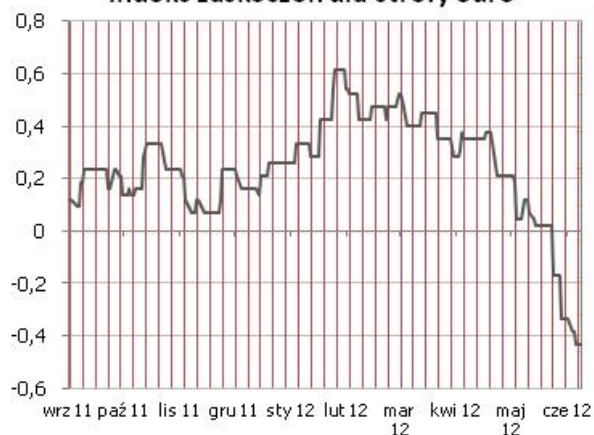
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Głapiński (RPP): Decyzja NBP o podniesieniu stóp procentowych w lipcu jest „bardzo prawdopodobna”; inflacja jest wysoka, a spowolnienie gospodarcze łagodne.
- Ministrowie gospodarki i finansów strefy euro zaakceptowali w sobotę podczas telekonferencji eurogrupy wnioski Hiszpanii o przyznanie jej sektorowi bankowemu pomocy w wysokości do 100 miliardów euro.
- Premier Hiszpanii Mariano Rajoy wyraził, w niedzielę zadowolony z sobotniej decyzji. Zastrzegł, jednak, że pomimo tego kryzys gospodarczy w Hiszpanii jeszcze w tym roku się pogłębi. Zadowolone są też państwa G7.
- Nowojorski ekonomista Nouriel Roubini i harwardzki historyk Niall Ferguson sądzą, że plan ratunkowy dla eurostrefy powinien obejmować trzy elementy: bankowość, reformy strukturalne i wspólną odpowiedzialność za dług.
- Yves Lemay (dyrektor zarządzający Moody's): Wyjście Grecji ze strefy euro mogłoby mieć wpływ na ratingi państw UE poza strefą euro, ze względu na ich powiązania z krajami unii walutowej. Gdyby Grecja opuściła strefę euro, postawiłoby to pod znakiem zapytania dalsze istnienie unii walutowej.
- Agencja ratingowa Standard & Poor's poinformowała po piątkowym zamknięciu giełdy w Nowym Jorku, że może ponownie obniżyć rating USA w perspektywie 2014 roku.
- W kwietniu wartość wyrównanego sezonowo niemieckiego eksportu spadła o 1,7% m/m, zaś import skurczył się o 4,8%.

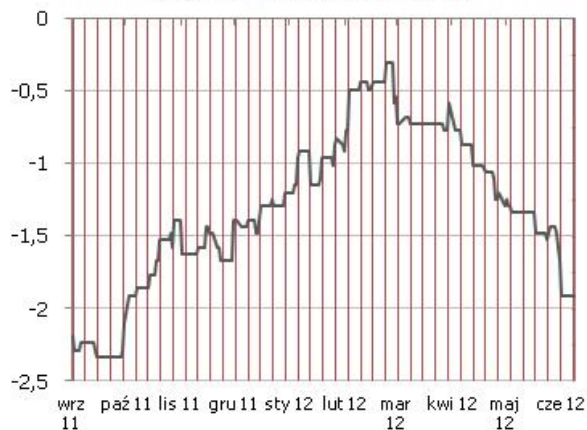
Decyzja RPP (4.07.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.338	0.021
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.714	0.080
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.412	0.018
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

**Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia**
**POLSKA**
**Indeks zaskoczeń dla Polski**


Indeks zaskoczeń płaski (RPP w zgodzie z oczekiwaniami). W tym tygodniu CPI oraz bilans płatniczy, ale odczyty powinny być w sumie neutralne (spodziewamy się nieznacznie poniżej rynku dla CPI oraz nieznacznie powyżej dla CA).

**STREFA EURO**
**Indeks zaskoczeń dla strefy euro**


Obniżenie indeksu o 4 punkty. Dwa równoważne, negatywne zaskoczenia – ze strony niemieckiej produkcji przemysłowej i PPI w przemyśle strefy euro.

**USA**
**Indeks zaskoczeń dla USA**


Indeks zaskoczeń płaski ze względu na brak nowych danych. W nadchodzącym tygodniu ważne CPI i produkcja przemysłowa.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.



## Kolejny bailout – Hiszpania.

W sobotę hiszpański rząd poinformował, że będzie ubiegał się o pomoc ze strefy euro w wysokości 100mld EUR ukierunkowaną na restrukturyzację sektora bankowego. Prośba została szybko zaakceptowana na zorganizowanej w doraźnym trybie konferencji pomiędzy państwami strefy euro.

Kwota 100mld EUR mieści się we wcześniejszych szacunkach MFW (75-100mld EUR), choć już teraz pojawiają się głosy, że może być zbyt niska (pomysłem na zwiększenie marginesu bezpieczeństwa w zakresie przydzielonych środków jest wcześniejsza restrukturyzacja niektórych instytucji bankowych i „wymuszenie” poniesienia strat na wierzycielach prywatnych, co zmniejszyłoby niezbędną kwotę pomocy o 10-20mld EUR). Jak dotąd nie wiadomo jeszcze, która z instytucji (EFSF czy ESM) udzieli pożyczki; wiadomo natomiast, że jeśli będzie to EFSF Finlandia będzie domagać się dodatkowego zabezpieczenia pożyczki (w przypadku ESM z częściowo wpłaconym kapitałem tego problemu nie ma). Spekuluje się o oprocentowaniu w wysokości 3% (a więc grubo poniżej bieżących kosztów finansowania hi hiszpańskiego rządu przy podobnym terminie zapadalności). Choć pożyczka będzie w całości przeznaczona (jako linia kredytowa) dla sektora bankowego i rząd hiszpański twierdzi, że nie ma związku z przeprowadzaną konsolidacją fiskalną, postępy w jej zakresie będą z pewnością warunkiem koniecznym wypłat kolejnych transz (zwłaszcza że postępów w konsolidacji nie ma).

Środki z pomocy będą dystrybuowane i zarządzane przez hiszpański FROB (Fund For Orderly Bank Restructuring). Wśród warunków, które muszą spełnić instytucje ubiegające się o pomoc znajdują się cięcia w dywidendach, pensjach, zamykanie oddziałów, redukcje zatrudnienia, wyzbywanie się pakietów akcji związanych z przemysłem, sektorem ubezpieczeniowym. Niewykluczone jest przyspieszenie fuzji w sektorze, a także zamknięcie nierentownych instytucji.

Decyzja hiszpańskiego rządu na krótką metę wesprze apetyt na ryzyko (luki na otwarciu na większości instrumentów finansowych będą dziś normą, a nie wyjątkiem). Gdyby warunki pomocy udało się ostatecznie ustalić w tym tygodniu i przed wyborami w Grecji, pozwoliłoby to na zbudowanie przynajmniej doraźnego muru wokół Hiszpanii, która stała się w ostatnim czasie ostatnim bastionem przez rozlewaniem się paniki (w tym bankowej) do innych krajów. Restrukturyzacje banków – o ile przeprowadzane w sposób metodyczny i surowy – mogą być skutecznym narzędziem w celu przywrócenia przepływu kredytu do sektora bankowego, co pokazuje na przykład przypadek szwedzki, czy ostatni Irlandzki. Należy jednak pamiętać, że gospodarka Hiszpanii jest obecnie w ciężkiej recesji, z wysokim strukturalnym bezrobociem i wciąż nie do końca rozładowaną bańką na rynku nieruchomości. To właśnie te elementy (abstrahując od samej kwoty pomocy) będą w najbliższym czasie kontestowane przez inwestorów, którzy w Hiszpanii mogą wkrótce zobaczyć drugą, tylko znacznie większą Grecję.



### EURUSD fundamentalnie

Po piątkowym osłabieniu (napływające słabe dane z Chin, obniżka ratingu Hiszpanii przez Fitch) euro powróciło do poziomów niewidzianych od ponad 2 tygodni po tym jak europejskie rządy zgodziły się na 100 mld EUR pożyczkę dla hiszpańskich banków, o którą poprosił premier Rajoy (wstępne ustalenia wskazują, że pożyczka oprocentowana będzie na 3% i związana ze zobowiązaniem do ograniczenia deficytu budżetowego do 5,3% PKB w 2012). Tym samym temat hiszpańskich banków może na razie zniknąć ustępując miejsca oczekiwaniu na wyniki wyborów w Grecji, które odbędą się w najbliższą niedzielę - tym bardziej, że kalendarz danych makro jest w tym tygodniu raczej ubogi.

### EURUSD technicznie

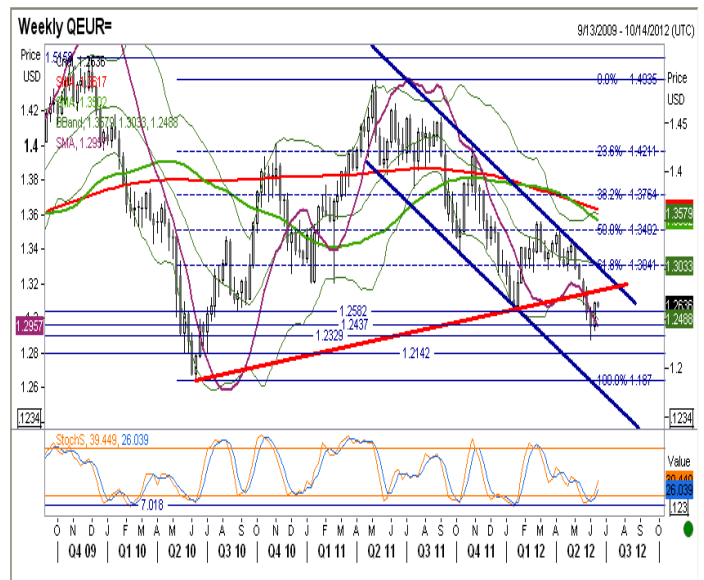
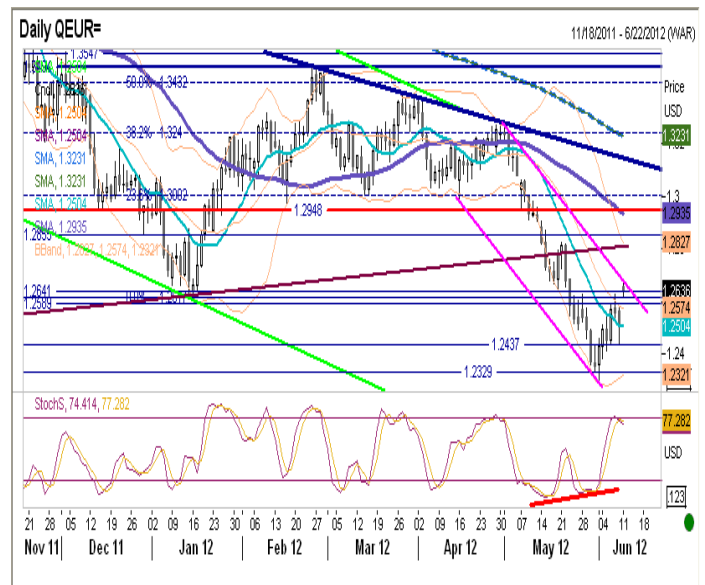
Bullish reversal na tygodniowym podparte odwróceniem oscylatora z poziomów wykupienia. Szansa na przetestowanie linii trendu (1,2800) a następnie góry kanału (1,2950). Na dziennym luka (jej dolna granica 1,2609, otwarcie powyżej poziomów oporu wyznaczonych w okolicach styczniowego minimum. Na 4-h może się rysować dywergencja, przy korekcie celujemy w 1,2523 (38,2% zniesienie ostatniej aprecjacji, doł luki otwarcia). W przeciwnym wypadku dobrym celem jest 1,28000.

Wsparcie	Opór
1,2609	1,2800
1,2523	1,2767
1,2285	1,2671

### 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

W piątek złoty poruszał się w ślad za EURUSD w kierunku północnym, zaś decyzja o wsparciu hiszpańskich banków odwróciła trend i złoty zaczął się umacniać. W tym tygodniu publikacja CPI i bilansu płatniczego, jednak nie spodziewamy się, aby polskie dane miały wpływ na notowania złotego (potwierdza to także nasz model wyceniający czynnik lokalny), który pozostaje głównie pod wpływem wydarzeń globalnych i oczekiwania na niedzielne wybory w Grecji. Zatem w tym tygodniu przestrzeń do umocnienia PLN pozostaje ograniczona.

### EURPLN technicznie

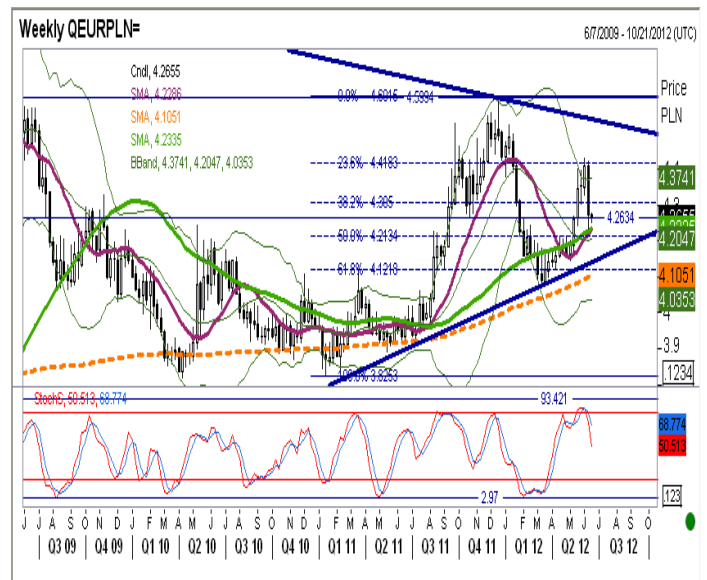
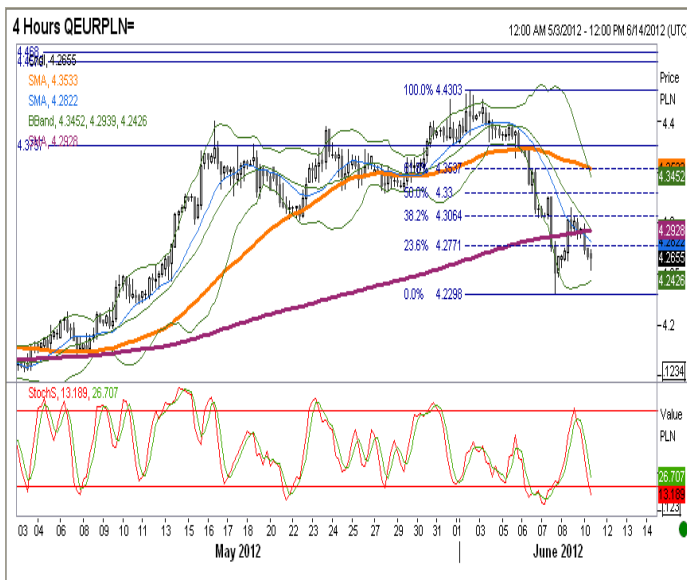
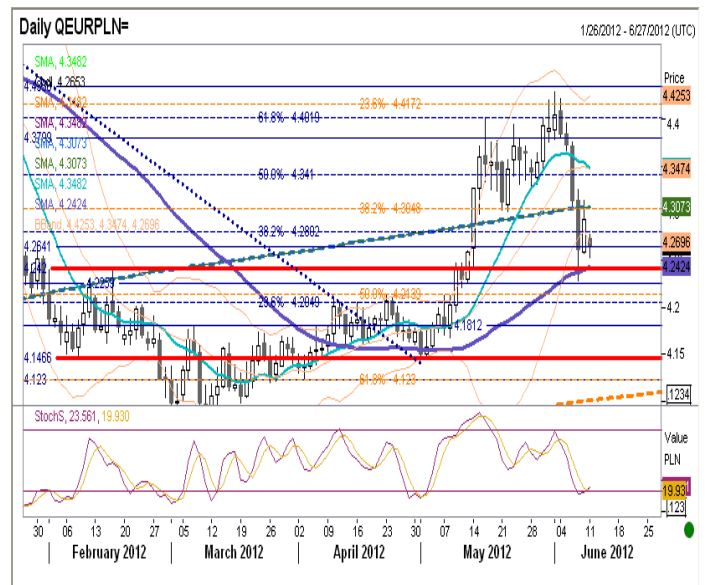
Na tygodniowym bearish reversal z odwróconym oscylatorem. W takim układzie cel najpierw na średnich (już raz wytestowany), potem na linii trendu deprecyjnego PLN (obecnie 4,15). Na dziennym EURPLN blisko górnej granicy „starej” konsolidacji, odwrócona flaga. Naturalny cel to 4,2300 (ostatnie minima), korekty powinny na razie znaleźć opór na 4,2930.

Wsparcie	Opór
4,2430	4,3300
4,2300	4,3050
4,2050	4,2930

### 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
1Y	5.1	5.14
2Y	4.8975	4.93
3Y	4.8	4.84
4Y	4.77	4.80
5Y	4.78	4.82
6Y	4.771	4.80
7Y	4.78	4.81
8Y	4.797	4.83
9Y	4.811	4.84
10Y	4.82	4.86

depo	BID	ASK
ON	4.7	5.2
1M	5.0	5.5
3M	5.1	5.6

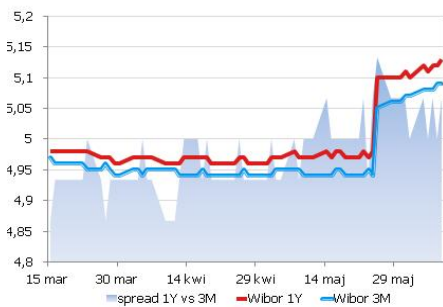
FRA	BID	ASK
1x2	4.93	4.98
1x4	5.13	5.16
3x6	5.10	5.13
6x9	5.00	5.03
9x12	4.85	4.88

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3078
USD/PLN	3.4566
CHF/PLN	3.5870

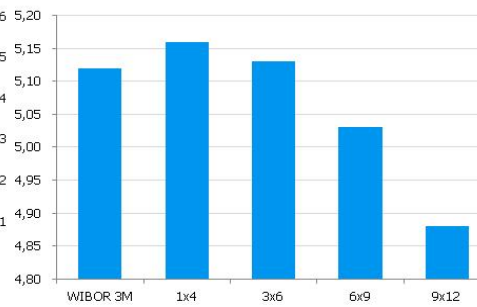
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2657
EUR/JPY	100.66
EUR/PLN	4.2730
USD/PLN	3.3754
CHF/PLN	3.5581

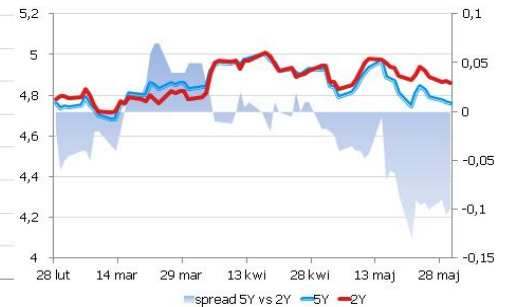
WIBOR 3M i 1Y



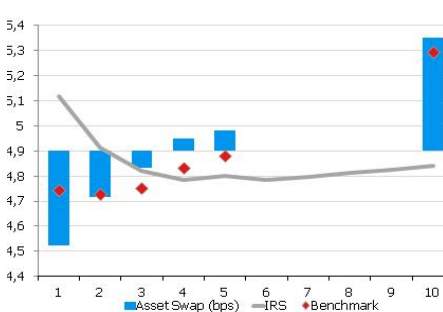
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



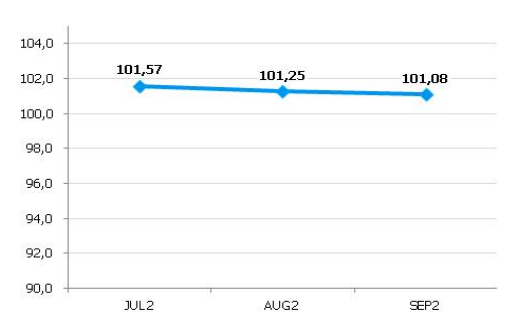
Asset swap i IRS



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.