



## 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		
<b>25.06.2012 PONIEDZIAŁEK</b>							
8:00	GER	Wskaźnik nastrojów konsumentów GfK	lip		5.6	5.7	
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (K)	maj		346	343	
<b>26.06.2012 WTOREK</b>							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	maj	6.0	7.3	5.5	
10:00	POL	Stopa bezrobocia	maj	12.6	12.6	12.9	
16:00	USA	Nastroje konsumentów	cze		64.0	64.9	
<b>27.06.2012 ŚRODA</b>							
14:30	USA	Zamówienia dóbr trwałego użytku m/m (%)	maj		0.5	0.0 (r)	
<b>28.06.2012 CZWARTEK</b>							
	EUR	Początek dwudniowego szczytu Rady Europejskiej					
9:55	GER	Stopa bezrobocia (s.a.)	cze		6.7	6.7	
10:00	EUR	Wskaźnik nastrojów gospodarczych (ESI)	cze		90.0	90.6	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (K)	23.06.			387	
<b>29.06.2012 PIĄTEK</b>							
8:00	GER	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	maj		0.2	-0.2 (r)	
10:00	EUR	M3 r/r (%)	maj		2.2	2.5	
11:00	EUR	CPI (wstępny szacunek) r/r (%)	cze		2.4	2.4	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (NBP) r/r (%)	cze			4.3	
15:45	USA	Chicago PMI	cze		53.7	52.7	
15:55	USA	Wskaźnik nastrojów U. of Michigan	cze		74.5	74.1	

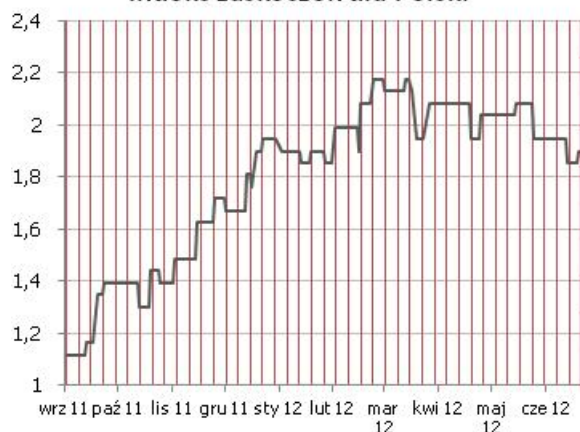
## W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** Oczekujemy wzrostu sprzedaży detalicznej o 6,0% r/r – taka jego skala potwierdziłaby słabość koniunktury konsumenckiej, będącej ważnym wskaźnikiem dla dynamiki konsumpcji. Odbicie kwietniowego efektu na żywności doda do powyższego prawdopodobnie ok. 2 p.p. W ujęciu bazowym spodziewamy się obniżenia dynamiki do ok. 5,5%. Natomiast efekt dni roboczych r/r powinien być zerowy. Spadek stopy bezrobocia za maj będzie naszym zdaniem niższy niż wynikałoby to ze wzorca sezonowego, co powinno potwierdzić słabość rynku pracy. Nasze i rynkowe oczekiwania są zgodne z ostatnimi szacunkami MPIPS.
- **Gospodarka globalna.** Pod koniec tygodnia ważny szczyt Rady Europejskiej, na którym oczekuje się ważnych decyzji ws. zmian w strefie euro: unii fiskalnej, unii bankowej i miejsca wzrostu gospodarczego w konstrukcji pakietu fiskalnego. Przy niejednoznacznych deklaracjach liderów politycznych poszczególnych państw, brak jasnych celów i harmonogramu ich realizacji rodzi ryzyko kolejnego rozczarowania dla rynku. Publikacja wskaźnika ESI na niskim poziomie prawdopodobnie potwierdzi recesyjny klimat w strefie euro. Spadki ESI zazwyczaj z miesięcznym opóźnieniem odzwierciedlają zachowanie indeksów PMI, a tym razem mogą uprawdopodobnić spadek PKB strefy euro w q2. W USA kluczowe będą majowe zamówienia dóbr trwałego użytku. Odczyt jest ważny z punktu widzenia prywatnych inwestycji. Były one głównym motorem (wątkiem na razie) ożywienia gospodarczego, więc negatywna niespodzianka silnie zmąciłaby obraz sytuacji.

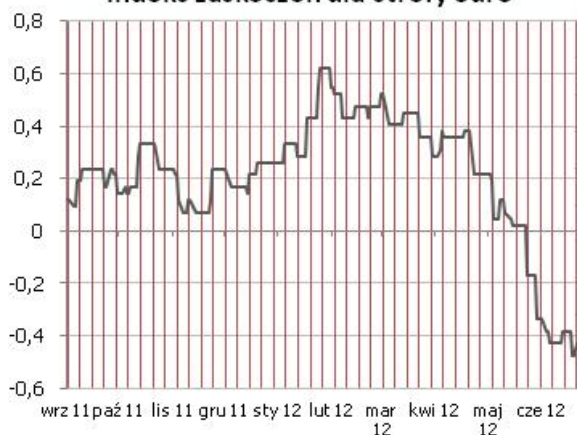
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Kaźmierczak (RPP): „Jeśli najnowsza projekcja wskaże na dalszy wzrost inflacji i oddalającą się perspektywę osiągnięcia celu NBP, uzasadnione będzie rozważenie podniesienia stóp proc. już na lipcowym posiedzeniu RPP. Taka decyzja miałaby swoją logikę, ale nie oznacza to, że graniczy z pewnością.”
- Grabowski (MF): Ministerstwo Finansów spodziewa się, że z powodu opóźnienia wejścia w życie podatku od wydobycia niektórych kopaliny, wpływy z tego tytułu będą o około 20 proc. niższe niż zapisane w budżecie państwa na 2012 rok 1,8 mld zł.
- Nowy grecki rząd koalicyjny przedstawił w sobotę swe stanowisko w sprawie renegotjacji warunków międzynarodowej pomocy finansowej. Ateny będą zabiegać o zgodę na złagodzenie polityki podatkowej, wstrzymanie redukcji zatrudnienia w sektorze publicznym i dalszych cięć płacowych, chcą też odsunąć o dwa lata termin realizacji restrykcyjnych przedsięwzięć oszczędnościowych, narzuconych przez międzynarodowych kredytodawców.
- W piątek Unia Europejska (UE) zniosła sankcje finansowe nałożone na Węgry i odmroziła fundusze unijne dla kraju na 2013 rok ze względu na perspektywę utrzymania wydatków pod kontrolą zgodnie z wytycznymi UE.
- Rostowski: Polska nie będzie się sprzeciwiała tworzeniu unii bankowej eurolandu, ale o ewentualnym przystąpieniu zdecyduje później, gdy będzie wiadomo, jak ta unia wygląda i czy jest to zgodne z polskim interesem.

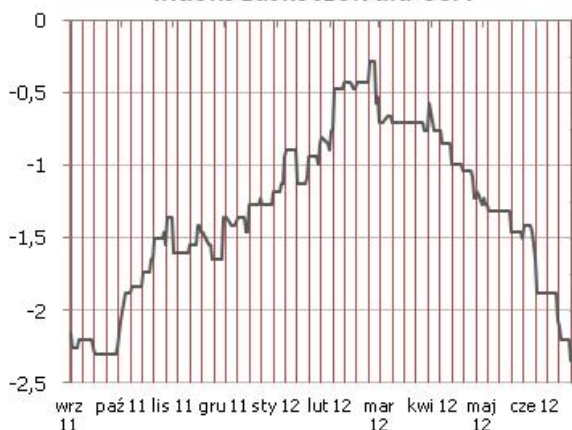
Decyzja RPP (4.07.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.572	-0.010
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.662	-0.024
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.156	-0.003
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

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


Produkcja sprzedana przemysłu zaskoczyła in plus: 4,6% r/r wobec oczekiwań na poziomie 2,7%. Stąd nieznaczny wzrost indeksu w ostatnim tygodniu. W bieżącym oczekujemy na dane nt. sprzedaży detalicznej i bezrobocia – negatywna niespodzianka w tym pierwszym przypadku może sprawić, że indeks powróci do trendu spadkowego.

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


Słabe odczyty w strefie euro i poszczególnych krajach powoli przestają zaskakiwać. O ile publikacja indeksu ZEW wyraźnie obniżyła indeks, to nieznaczne niespodzianki w odczytach Ifo i PMI w drugiej części tygodnia w całej unii walutowej i w Niemczech w zasadzie się zniwelowały. Nadchodzący tydzień przyniesie kolejny wskaźnik nastrojów (GfK, Niemcy), jak również dane o stopie bezrobocia w Niemczech i M3 oraz CPI w strefie euro.

**USA**
**Indeks zaskoczeń dla USA**


Indeks zaskoczeń w USA od kilku miesięcy niezmiennie w trendzie spadkowym. W minionym tygodniu w dół za sprawą gorszego od oczekiwań odczytu wskaźnika Philadelphia Fed Business Outlook. W tym tygodniu ryzyko in minus głównie ze strony środowych danych nt. zamówień dóbr trwałego użytku. Poza tym kilka wskaźników nastrojów: konsumentów, University of Michigan i Chicago PMI.

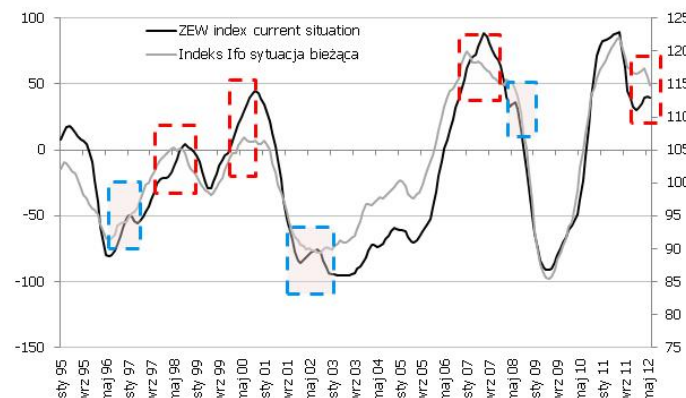
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną 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.

## Dalsze spadki wskaźników koniunktury w Niemczech i strefie euro

Indeks Ifo spadł w czerwcu o 4,6pkt. do poziomu 105,3pkt. na fali spadku oczekiwania do poziomu 97,3pkt. Indeks określający sytuację bieżącą wzrósł w czerwcu o 0,7pkt. do poziomu 113,9pkt. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami niespodzianka odczytem Ifo nie była tak istotna jak dla wcześniej podanego indeksu ZEW (prawdopodobnie ze względu na różnice w ankietowanych podmiotach – analitycy i inwestorzy są znacznie bardziej podatni na zmienność sentymentu na rynkach finansowych). To oraz kompozycja tzn. zaskoczenie in minus oczekiwaniami (odczyt -2,5pkt. poniżej prognoz) oraz lepsza ocena sytuacji bieżącej (+1,9pkt. powyżej prognoz) wskazuje na znaczną rolę czynników jednorazowych determinujących sentyment na rynkach w odpowiedziach ankietowych. W czerwcu kluczową rolę mogło odegrać oczekiwanie na wybory w Grecji oraz kwestia pomocy dla Hiszpanii. W komentarzu wprost napisano, że „niemiecka gospodarka obawia się wzrastającego oddziaływania kryzysu w strefie euro”. Pomimo braku negatywnej niespodzianki indeks Ifo kontynuuje trend spadkowy co nie jest dobrym prognostykiem – podobnie jak opublikowane dzień wcześniej indeksy PMI dla Niemiec i całej strefy euro.



się perspektywy dla Niemiec na drugą połowę roku. Szok niepewności nadal wpływa na przedsiębiorców obniżając ich plany produkcyjne, inwestycyjne i zatrudnieniowe. W pewnym stopniu dane za czerwiec są zaburzone wspomnianymi wyżej czynnikami politycznymi, jednak uważamy, że trend jasno wskazuje na silne oddziaływanie nierozwiązanych problemów europejskich na aktywność gospodarczą, co odbije się w kolejnych miesiącach na realnych danych. Jak silne będzie to oddziaływanie wskażą jednak dopiero lipcowe odczyty niezaburzone przez jednorazowe czynniki. Na razie poniżej średniej z obecnego cyklu znajdują się indeksy PMI oraz Ifo i ZEW dotyczące oczekiwań – kluczowe zatem będzie siła dalszych spadków indeksu Ifo dotyczącego sytuacji bieżącej, który najlepiej wylapuje zmiany trendu na spadkowy (patrz wykres) oraz nie jest tak silnie zaburzony przez trudne do skwantyfikowania i niewystępujące dotąd ryzyka jak np. rozpad strefy euro.



Na wykresie zaznaczono momenty rozbieżności trendów wskazywanych przez indeksy:  
**czerwone** - Ifo ma charakter wyprzedzający względem ZEW w punktach zwrotnych rozpoczynających trend spadkowy  
**niebieskie** - krótki sygnał w przeciwnym kierunku wysłany przez ZEW

Przechodząc do szczegółów – indeks Ifo w sektorze przemysłowym spadł o 5,5pkt. do poziomu 5pkt (przez spadek oczekiwań – ocena sytuacji bieżącej nieznacznie wzrosła), podobnie jak indeks sprzedaży hurtowej i usług. Nieznacznie wzrosły natomiast indeksy w budownictwie i sprzedaży detalicznej. W przemyśle wskazywano na wstrzymywanie się w dalszym zatrudnianiu, podczas gdy w usługach ciągle rejestrowany jest plan nieznacznego wzrostu liczby pracowników. Na podobne tendencje wskazuje indeks PMI (wg odczytów wstępnych) - dla sektora przemysłowego spadł o czerwcu do 44,9pkt. wskazując na silniejszą kontrakcję, zaś w usługach do 50,3pkt. utrzymując się jedynie marginalnie ponad poziomem recesyjnym. Jednak pomimo względnie lepszego odczytu w sektorze usług oczekiwania na kolejne 12 miesięcy (uważane za wskaźnik wyprzedzający) spadły po raz pierwszy w 2012 roku i najsilniej w historii badania (od ponad 15 lat) – odpowiedzi wskazywały na podwyższoną niepewność związaną z rozprzestrzenianiem się kryzysu w strefie euro. Takie nastroje odbiły się także na indeksie PMI dla całej strefy euro, który w sektorze przemysłowym obniżył się poniżej 3-letniego minimum do poziomu 44,8pkt., zaś w sektorze usług wzrósł o 0,1pkt. do poziomu 46,8pkt. Takie ruchy są jednak pomijalne – indeksy PMI znajdują się na poziomach recesyjnych i wskazują (wg komentarza do danych) na 0,6% spadek PKB w strefie euro w II kwartale 2012. Komentarz wskazuje na podobnie pogarszające



### EURUSD fundamentalnie

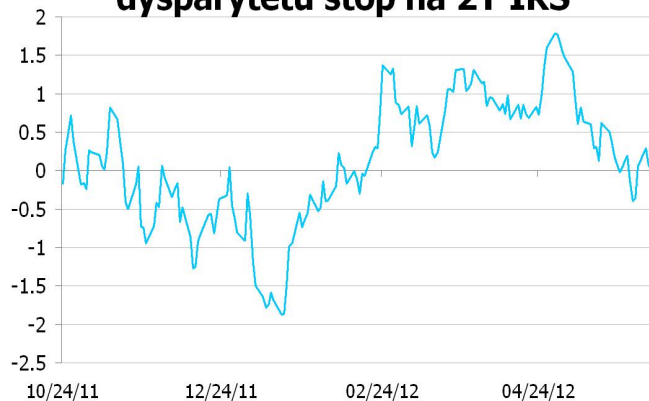
W piątek EURUSD stabilny - poruszał się w przedziale 1,252-1,258. Utworzenie rządu w Grecji oraz audyt hiszpańskich banków uspokoiły na razie sytuację, zaś dane makro pozostają zdecydowanie w cieniu wydarzeń politycznych (piątkowo gorszy indeks Ifo bez wpływu na FX - więcej czytaj w sekcji analizy). W tym tygodniu może jednak być nerwowo - jutro odbędą się aukcje włoskich i hiszpańskich papierów (których rentowności w zeszłym tygodniu przekroczyły kluczowe 7%), w czwartek rozpoczyna się w Brukseli dwudniowy szczyt UE, na którym ze względów zdrowotnych nie pojawią się ani nowy premier ani nowy minister finansów Grecji (z tych względów została też przełożona wizyta Trojki zaplanowana na poniedziałek). Reprezentujący Grecję na szczycie ministrowie będą renegocjować termin realizacji planów oszczędnościowych aż o 2 lata. Informacje prasowe (FT) podają, że dziś Hiszpania oficjalnie poprosi o 100 mld euro pomocy dla banków. Dane makro pozostaną zatem w cieniu, jedynie negatywne niespodzianki z USA (większość istotnych publikacji makro jest w tym tygodniu zza oceanu - przede wszystkim wtorkowe zamówienia na dobra trwałe i piątkowe dane konsumenckie oraz Chicago PMI) mogą rozbudzić oczekiwania na QE3.

### EURUSD technicznie

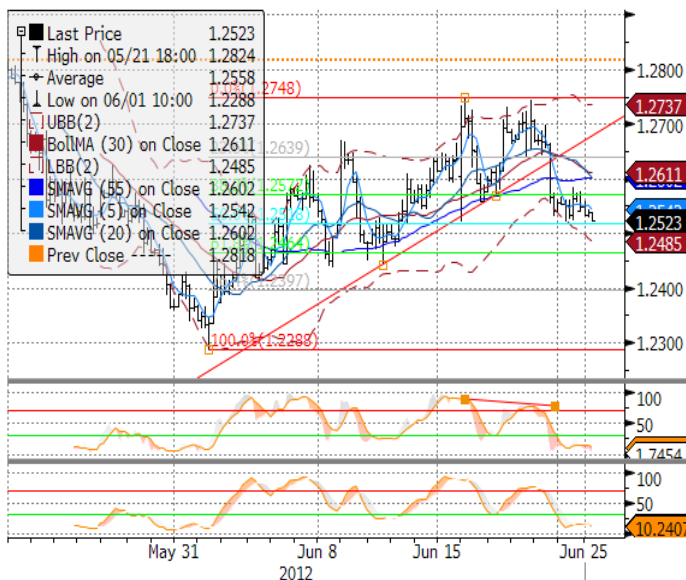
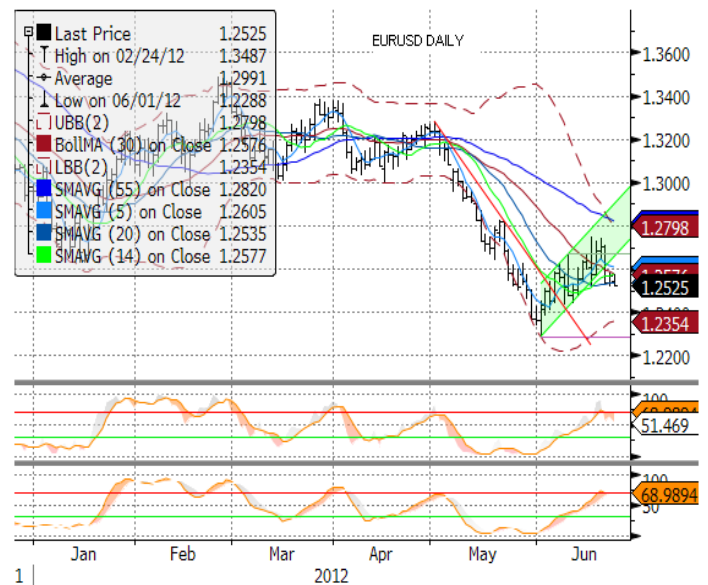
W okolicach 50% zniesienia Fibo formowała się w piątek solidna baza po czwartkowym spadku. Tam też jest teraz wsparcie z MA20 na dziennym i dolnej wstędze Bollingera na godzinowym (okolicie 1,2520/30). Utrzymywanie bieżących poziomów sprawa, że nabierają znaczenia jako potencjalne wsparcie w perspektywie kolejnych dni – utrzymujemy jednak pogląd, że po wybięciu z kanału trendowego na dziennym bardziej prawdopodobne są dalsze spadki (w pełni uformowana dywergencja na 4H). Pozostajemy również przy pozostałych poziomach wsparcia i oporach wytyczonych wcześniej (MA55 i złamany trend u góry, poprzednie minimum u dołu).

Wsparcie	Opór
1,2533	1,2830
1,2518	1,2730
1,2440	1,2646

### 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

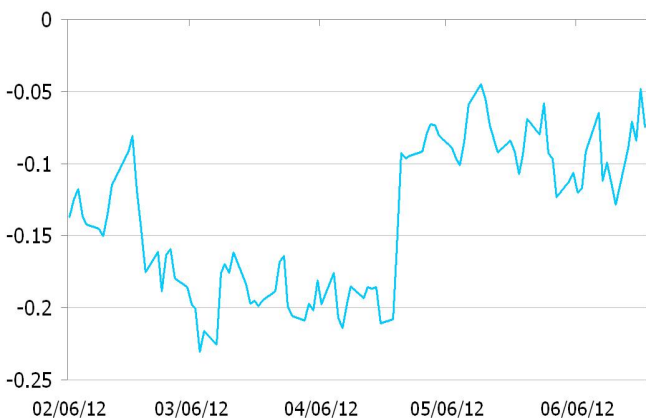
Złoty odrabia straty. W piątek złoty odrobił większość strat z czwartkowej sesji, kiedy to polska waluta traciła w ślad za spadkami światowych indeksów giełdowych. Umocnienie złotego po dużej części wiązać należałoby z dużymi napływami na rynek obligacji. Pod koniec piątkowej sesji złotemu nie udało się jednak powrócić do dołu ostatniego przedziału zmienności. Rozczarowujący wynik Philly Fed spowodował korektę na ryzykownych aktywach i walutach EM. Dziś otwarcie na poziomie 4,2701. Inwestorzy czekają na wynik szczytu euro grupy (28-29 czerwca), stąd wybiecie złotego z obecnego rangeu wydaje się mniej prawdopodobne.

### EURPLN technicznie

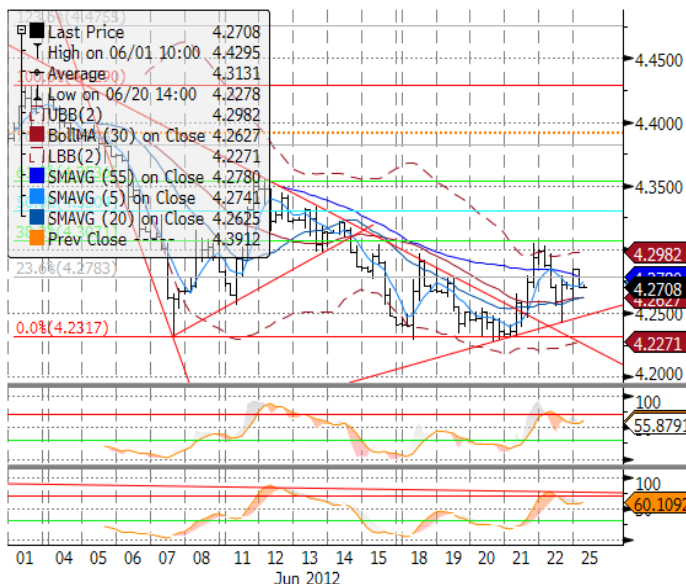
Odbicie od oporu na poziomie 4,30 spowodowało, że do końca piątku obserwowaliśmy stopniowe umocnienie PLN aż do okolic 4,27 na zamknięciu. Potwierdzony zarys trójkąta zniżującego na dziennym, co może zwiastować kolejną próbę sforsowania od góry poziomu 4,23. Podejrzenia w tym kierunku wspiera zachowanie oscylatora na 4H, choć trudno tu mówić o wyraźnej dywergencji. W perspektywie dzisiejszego dnia ważnym wsparciem powinno być 4,2480 (linia trendu 4H/1H) oraz – znacznie bliżej dzisiejszego otwarcia – 4,2680 (MA55 na godzinowym). Listę potencjalnych oporów uzupełnia dziś 4,2850 (górną krawędź trójkąta na dziennym).

Wsparcie	Opór
4,2680	4,3000
4,2480	4,2930
4,2300	4,2850

### 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	5.02	5.05
2Y	4.75	4.79
3Y	4.67	4.72
4Y	4.67	4.72
5Y	4.68	4.73
6Y	4.7	4.75
7Y	4.71	4.76
8Y	4.72	4.77
9Y	4.72	4.78
10Y	4.72	4.78

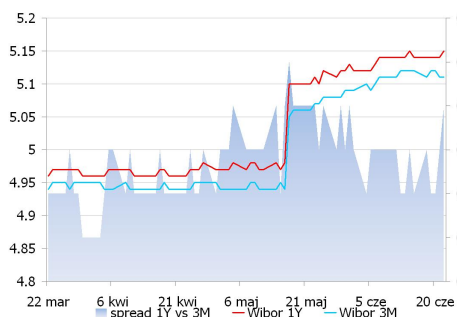
depo	BID	ASK
ON	4.7	5.2
1M	4.7	5.1
3M	5.2	5.7

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2710
USD/PLN	3.4025
CHF/PLN	3.5564

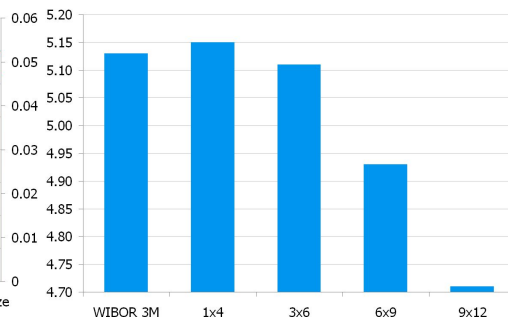
FRA	BID	ASK
1x2	4.93	4.98
1x4	5.09	5.15
3x6	5.08	5.11
6x9	4.90	4.93
9x12	4.68	4.71

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2551
EUR/JPY	100.99
EUR/PLN	4.2629
USD/PLN	3.3960
CHF/PLN	3.5309

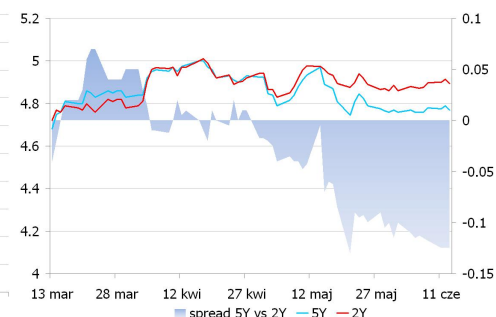
WIBOR 3M i 1Y



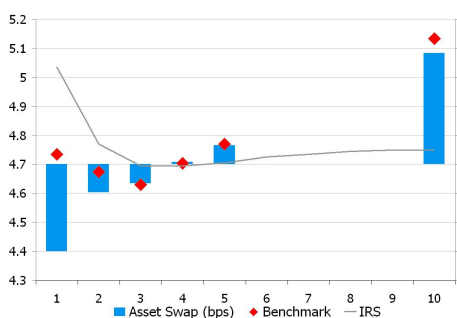
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



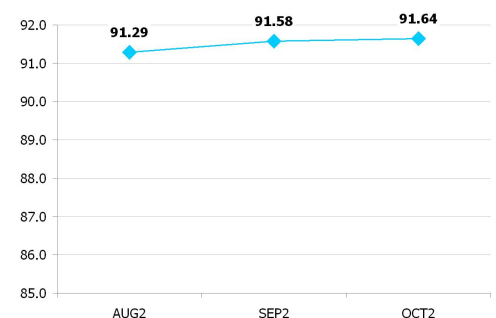
Asset swap i IRS



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. DYSTRYBUJCA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.