



## 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

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 |            |        |
| 25.06.2012 PONIEDZIAŁEK |      |                                                |        |          |           |            |        |
| 16:00                   | USA  | Sprzedaż nowych domów (K)                      | maj    |          | 346       | 343        | 369    |
| 26.06.2012 WTOREK       |      |                                                |        |          |           |            |        |
| 8:00                    | GER  | Wskaźnik nastrojów konsumentów GfK             | lip    |          | 5.6       | 5.7        | 5.8    |
| 10:00                   | POL  | Sprzedaż detaliczna r/r (%)                    | maj    | 6.0      | 7.3       | 5.5        | 7.7    |
| 10:00                   | POL  | Stopa bezrobocia                               | maj    | 12.6     | 12.6      | 12.9       | 12.6   |
| 16:00                   | USA  | Nastroje konsumentów                           | cze    |          | 63.0      | 64.4 (r)   | 62.0   |
| 27.06.2012 ŚRODA        |      |                                                |        |          |           |            |        |
| 14:30                   | USA  | Zamówienia dóbr trwałego użytku m/m (%)        | maj    |          | 0.5       | -0.2 (r)   | 1.1    |
| 28.06.2012 CZWARTEK     |      |                                                |        |          |           |            |        |
|                         | EUR  | Początek dwudniowego szczytu Rady Europejskiej |        |          |           |            |        |
| 9:55                    | GER  | Stopa bezrobocia (s.a.)                        | cze    |          | 6.7       | 6.8 (r)    | 6.8    |
| 10:00                   | EUR  | Wskaźnik nastrojów gospodarczych (ESI)         | cze    |          | 90.0      | 90.5 (r)   | 89.9   |
| 14:30                   | USA  | Nowo zarejestrowani bezrobotni (K)             | 23.06. |          | 385       | 392 (r)    | 386    |
| 29.06.2012 PIĄTEK       |      |                                                |        |          |           |            |        |
| 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       |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Rynek oczekują na końcowy komunikat ze szczytu Rady Europejskiej pod kątem zmian w strefie euro: unii fiskalnej, unii bankowej i miejsca wzrostu gospodarczego w konstrukcji paktu fiskalnego (por. komentarz). Odczyty makro dziś raczej na drugim planie.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Na posiedzeniu RPP w maju przeciwko podwyższeniu stóp procentowych o 25 pb głosowali A. Bratkowski i E. Chojna-Duch. Pozostali członkowie Rady głosowali za tym wnioskiem.
- Lewandowski (KE): osiągnięcie porozumienia w sprawie nowego budżetu Unii Europejskiej na lata 2014-2020 w grudniu tego roku pozwoli uniknąć spowolnienia inwestycji w Polsce w latach 2014 i 2015.
- Tusk: podatek od transakcji finansowych byłby do przyjęcia, gdyby dochód z niego zasilał budżet UE. Tusk nie odpowiedział jednak, czy Polska przystąpiłaby wtedy do wzmocnionej współpracy państw UE ws. podatku.
- KE: inspektorzy „trojki” wrócą na początku przyszłego tygodnia do Grecji, by ocenić stan reform, które są warunkiem pomocy dla tego kraju.
- Tusk: za wcześnie jest na deklaracje, czy Polska wejdzie do tzw. unii bankowej. Nasz kraj chce mieć udział w jej kształtowaniu.
- Niewykluczone, iż 15 lipca odbędzie się kolejny szczyt UE, by zająć się pilnymi problemami strefy euro, w tym Włoch i Hiszpanii, którym bardzo rosną koszty obsługi zadłużenia (PAP).
- Węgry mają nadzieję, że podpiszą z międzynarodowymi pożyczkodawcami umowę w sprawie dofinansowania w wysokości około 15 miliardów euro najpóźniej do końca października - powiedział minister odpowiedzialny za negocjacje.

| Decyzja RPP (4.07.2012) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------|
| podwyżka 25 bps         | 0%                                                               |
| stopy bez zmian         | 100%                                                             |
| obniżka 25 bps          | 0%                                                               |
| <b>PROGNOZA BRE</b>     | <b>stopy bez zmian</b>                                           |

| Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-----------------------------|--------------|--------------|
| GERGB 10Y                   | 1.551        | 0.022        |
| USAGB 10Y                   | 1.572        | 0.036        |
| POLGB 10Y                   | 5.207        | 0.000        |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |



## Postanowienia szczytu UE „warte” 1,5 figury umocnienia EURUSD

Kancelarz Merkel opuściła szczyt bez komentarza, a pojawiające się komentarze pozwalają uznać go za zakończony. Po pierwsze powtórzono zostało, że EMS będzie mógł rekapitalizować banki (przypominamy, że było to już zawarte w pierwotnych planach statutu tej instytucji, lecz w międzyczasie zostało zapomniane/rozwodnione). Po drugie to ESM będzie instytucją, która obsłuży pożyczkę dla Hiszpanii, jednak (odmiennie od powszechnej praktyki) pożyczka nie będzie miała statusu senior wobec wierzycieli prywatnych, wbrew wcześniejszym ustaleniom. Po trzecie, ustalono przyspieszenie prac nad jednolitym nadzorem nad bankami, które mają zostać ukończone do końca 2012 roku. Po czwarte, zwiększona ma zostać „elastyczność” ESM/EFSF w zakresie stabilizowania rynków, co w praktyce oznacza ciche przyzwoleństwo na skupowanie długu krajów przez te fundusze (agentem będzie ECB). Po piąte (co prawdopodobnie łączy się z elementem czwartym) dyskutowano nad instrumentami mającymi na celu redukcję kosztów pożyczania środków dla Hiszpanii i Włoch, jednak szczegóły mają być ustalone dopiero na lipcowym szczycie (9-go lipca).

Jak wspomniano w tytule, powyższe informacje spowodowały umocnienie EURUSD z poziomów w okolicach 1,2440 do 1,2620. Osłabiły się również obligacje uznawane za safe haven (treasuries, bunds). Skala ruchu nie jest jednak przygniatająca - podobnie zresztą jak same ustalenia szczytu. Uważamy, że to kolejna proteza, która sprawi, że w najbliższych miesiącach strefa euro będzie w stanie przetrwać. Pierwszym i podstawowym problemem wszystkich nowych remediów na choroby strefy euro jest to, że nie leczą one przyczyn obecnego stanu rzeczy, a więc znacznych różnic w konkurencyjności. Dokładają natomiast kolejny problem - ryzyko nadużycia, które wysuwa się na pierwszy plan i dodatkowo komplikuje dostosowania fiskalne i niepopularne dostosowania prawne. Wydaje się nam zatem, że relief rally będzie stosunkowo krótkie i raczej płytkie, a jego kontynuacja zależeć będzie przede wszystkim od zaangażowania EBC (bezwarunkowego, a nie uzależnionego od kolejnych szczytów i kolejnych targów pomiędzy politykami).



## EURUSD fundamentalnie

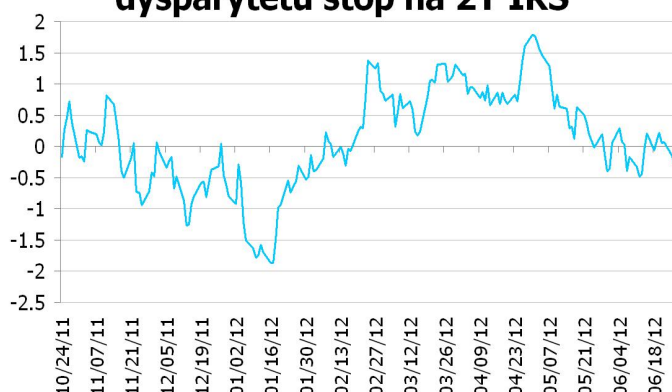
Oczekiwanie na decyzje popołudniowego szczytu wywołały wczorajszy poranny ruch na EURUSD, który przesunął przedział zmian o prawie figurę niżej. Ogłoszone w nocy postanowienia o 120 mld euro przeznaczonych na prorowthrowe inwestycje zostały jednak przyćmione poranną wypowiedzią przewodniczącego Rady Europejskiej Hermana Van Rompuy'a i EURUSD poszybował powyżej 1,2600. Przywódcy państw UE postanowili wprowadzić wspólny nadzór bankowy do końca 2012 roku (przy udziale EBC) oraz uzgodnili, że pożyczki dokapitalizowujące hiszpańskie banki nie będą senior (co wcześniej wpłynęło na negatywną ocenę przyznanego niedawno Hiszpanii pakietu 100 mld euro). Pomoc dla Hiszpanii i Włoch ma być uregulowana do 9 lipca. Oczekiwania rynków odnośnie szczytu zostały zaspokojone, dziś możliwe są jeszcze ruchy w reakcji na dalsze komentarze (rynek może też sobie przypomnieć o danych makro - dziś indeksy koniunktury przemysłowej i konsumpcyjnej z USA), zaś w przyszłym tygodniu uwaga przesunie się z powrotem na Grecję, do której zawita Trojka. EUR ma krótkoterminowy potencjał aprecyacyjny.

## EURUSD technicznie

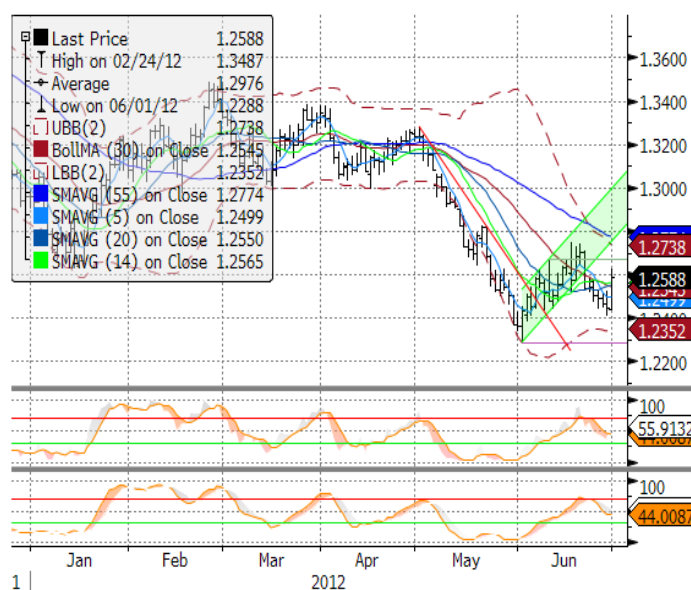
Wczoraj EURUSD odbił się od górnej i dolnej wstęgi Bollingera na 1H, zamykając w okolicach 1,2444; dziś rano jednak ostro w górę do 1,2585. Znosi to 61,8% aprecjacji USD z ostatnich 2 tygodni i – jeżeli ruch ten zostanie dziś utrzymany – otwiera drogę do powrotu w okolice 1,2750 (max z połowy czerwca, a jednocześnie złamana linia trendu z pierwszej połowy miesiąca oraz MA55 i górna wstęga Bollingera na dziennym). Ważnym wsparciem dla dalszych ruchów w dół będzie wczorajszy dołek.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,2466   | 1,2746 |
| 1,2437   | 1,2656 |
| 1,2407   | 1,2620 |

## 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.



1 |





## EURPLN fundamentalnie

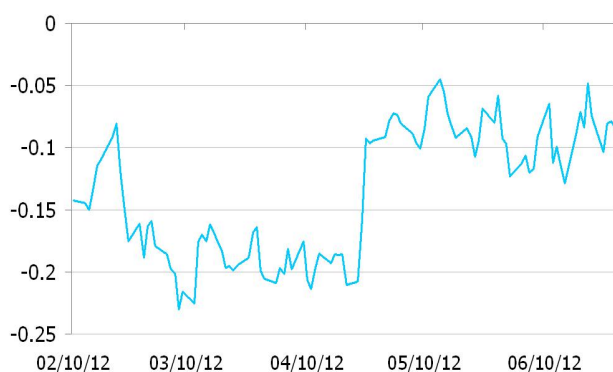
Przy braku danych lokalnych złoty pozostał silnie skorelowany z EURUSD. Dzisiejsza publikacja oczekiwań inflacyjnych (oraz kwartalnych szacunków bilansu płatniczego) pozostanie w cieniu komentarzy po szczycie Rady Europejskiej. Złoty pozostanie pod wpływem czynników globalnych, tym bardziej że z przyszłotygodniowych decyzji RPP i EBC tylko ta druga może zaskoczyć.

## EURPLN technicznie

Zaskakujące wybiecie z trójkąta w górę – zamknięcie na 4,29. Zniesione zostało tym samym 38,2% ostatniej aprecjacji PLN. Na wykresie 4H wszystkie ważne średnie kroczące skoncentrowane w okolicy 4,2630 – poziom ten powinien teraz stanowić twarde wsparcie. Bardziej prawdopodobny wydaje się teraz ruch w górę – ważniejsze opory przy górnej wstędze Bollingera (4H) i wczorajszym maksimum.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,2630   | 4,3000 |
| 4,2530   | 4,2900 |
| 4,2270   | 4,2766 |

## Czynnik krajowy\* w EURPLN



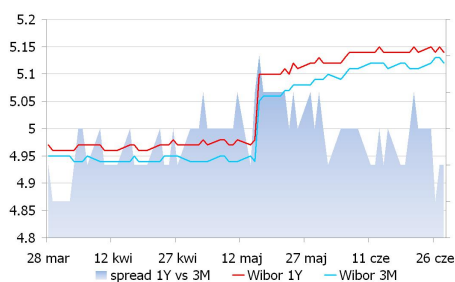
\* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.



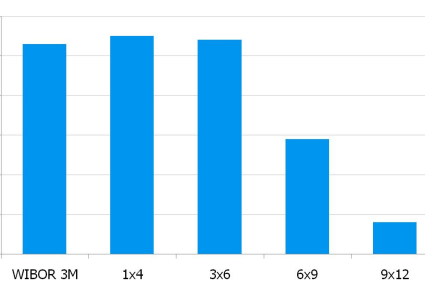


| IRS | BID    | ASK  | depo | BID  | ASK  | Fixing NBP       |        |
|-----|--------|------|------|------|------|------------------|--------|
| 1Y  | 5      | 5.03 | ON   | 4.8  | 4.9  | EUR/PLN          | 4.2760 |
| 2Y  | 4.7325 | 4.76 | 1M   | 5.0  | 5.2  | USD/PLN          | 3.4408 |
| 3Y  | 4.645  | 4.69 | 3M   | 5.0  | 5.2  | CHF/PLN          | 3.5605 |
| 4Y  | 4.63   | 4.69 |      |      |      |                  |        |
| 5Y  | 4.66   | 4.70 | FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
| 6Y  | 4.68   | 4.74 | 1x2  | 4.93 | 4.98 | EUR/USD          | 1.2439 |
| 7Y  | 4.7    | 4.76 | 1x4  | 5.09 | 5.15 | EUR/JPY          | 98.80  |
| 8Y  | 4.72   | 4.78 | 3x6  | 5.09 | 5.14 | EUR/PLN          | 4.2860 |
| 9Y  | 4.74   | 4.80 | 6x9  | 4.86 | 4.89 | USD/PLN          | 3.4469 |
| 10Y | 4.75   | 4.79 | 9x12 | 4.65 | 4.68 | CHF/PLN          | 3.5655 |

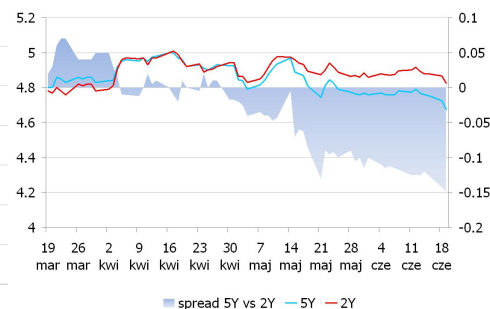
WIBOR 3M i 1Y



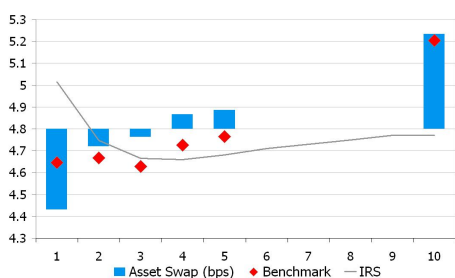
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



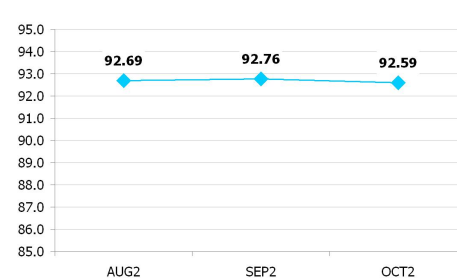
Asset swap i IRS



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, KOOOPERANTÓW, 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.