



## 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

Artur Pluska  
analityk  
tel. +48 22 829 90 34  
artur.pluska@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	Odczyt
				BRE	konsensus		
<b>01.08.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	lip	<b>50.5</b>	50.5	51.2	52.9
9:55	GER	PMI w przemyśle final (pkt.)	lip		52.1	52.1 (p)	52.0
10:00	EUR	PMI w przemyśle final (pkt.)	lip		50.4	50.4 (p)	50.4
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	lip		55.0	55.3	50.9
<b>02.08.2011 WTOREK</b>							
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	cze		0.2	0.2 (r)	0.1
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	cze		0.2	0.1 (r)	-0.2
14:30	USA	Bazowa inflacja PCE r/r (%)	cze		1.4	1.3 (r)	1.3
<b>03.08.2011 ŚRODA</b>							
9:55	GER	PMI w usługach final (pkt)			52.9	52.9 (p)	52.9
10:00	EUR	PMI w usługach final (pkt)	lip		51.4	51.4 (p)	51.6
14:15	USA	Wskaźnik ADP m/m (tys)	lip		100	145 (r)	114
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	lip		53.5	53.3	52.7
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	cze		-0.8	0.6 (r)	-0.8
<b>04.08.2011 CZWARTEK</b>							
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	cze		-0.2	1.8	
13:00	UK	Decyzja BoE (%)	sier		0.5	0.5	
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	sier		1.50	1.50	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys)	29.07.			398	
<b>05.08.2011 PIĄTEK</b>							
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.1	1.2	
14:30	USA	Non-farm payrolls m/m (tys)	lip		95	18	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lip		9.2	9.2	

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Uwaga dzisiejszego dnia skupiona na komunikacie EBC. Po piątkowym niższym (2,5% wobec oczekiwanych 2,7% r/r) wstępnym odczycie inflacyjnym oraz słabszej serii danych ze sfery realnej nikt nie spodziewa się podwyżki stóp procentowych w strefie euro; komunikacja będzie dryfować w kierunku podwyżki stóp w nieokreślonym terminie (closely monitoring, heightened alertness). Niektórzy członkowie EBC (m.in. Smaghi) wskazują jednak, że gospodarka europejska rozwija się w dobrym tempie, co zostawia otwartą furtkę dla kolejnych podwyżek, jednak w komunikacie uwaga będzie zwrócona przede wszystkim na ocenę sytuacji zadłużeniowej strefy euro i perspektywy wzrostu (a w tych kwestiach szczególnie na opcje wznowienia zakupów obligacji przez ECB, która została zawieszona 18 miesięcy temu).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- S&P potwierdziła rating dla Polski, wspierany konkurencyjną i silną gospodarką, oraz pozostawiła perspektywę ratingu stabilną.
- Szwajcarski Bank Narodowy nie będzie tolerował umacniającego się franka i obniżył w środę docelowy przedział stopy procentowej, aby ograniczyć gwałtowne umocnienie franka oraz poinformował, że podejmie dalsze działania jeśli okaże się to konieczne. Zdaniem SNB frank jest „ogromnie przewartościowany”, co pogarsza perspektywy szwajcarskiej gospodarki.
- Rząd Japonii interweniował w czwartek na międzynarodowych rynkach finansowych, aby powstrzymać wzrost kursu jena wobec amerykańskiego dolara. Interwencji dokonano, ponieważ zbyt silny jen przynosi szkody japońskiej gospodarce i spowalnia wysiłki mające na celu przewyciężenie skutków katastrofalnego trzęsienia ziemi z 11 marca.

Decyzja RPP (7 września 2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.36	0.020
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.625	0.014
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	-	-
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## ADP wskazuje na umiarkowany wzrost zatrudnienia

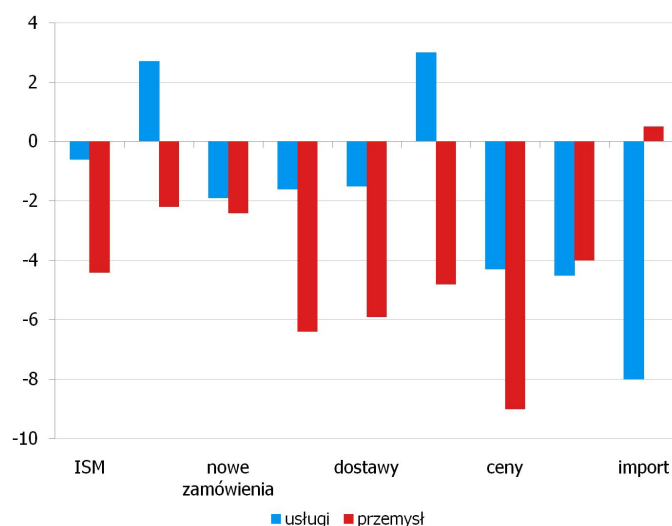
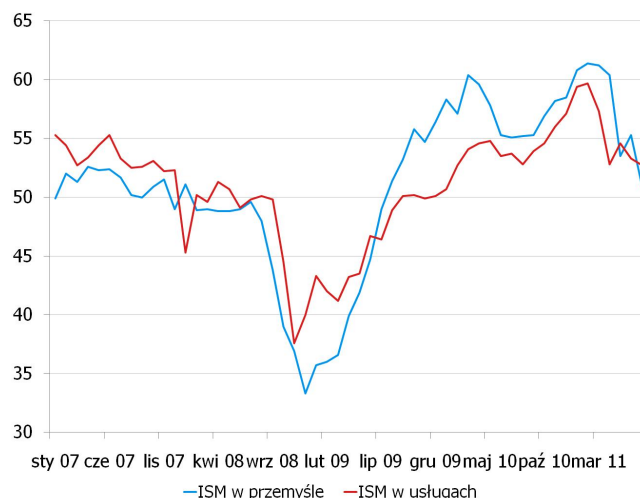
Opublikowany wczoraj nieco wyższy wskaźnik ADP (114 tys.) względem konsensusu (100 tys.) nie był zaskoczeniem dla rynku (nie tyle prawdopodobnie przez brak odchylenia od konsensusu, co przez niską predykcyjność tego wskaźnika dla oficjalnych NFP, która zintensyfikowała się w poprzednich miesiącach). Zatrudnienie w lipcu w sektorze usług po raz kolejny wzrosło o 121 tys., a w sektorze wytwórczym natomiast spadło o 7 tys. i był to drugi spadek w ciągu ostatnich 3 miesięcy.

Choć na podstawie samego ADP bardzo trudno „trafić” w oficjalny odczyt NFP, nasz model wskazuje że tym razem (publikacja w piątek o 14:30) zatrudnienie wzrosło o 97 tys. Bardziej należałoby się jednak skupić na trendach na rynku pracy (czy też punktach zwrotnych cyklu), z którymi ADP radzi sobie zdecydowanie lepiej. Patrząc pod tym kątem widać przede wszystkim znaczne osłabienie momentum w sektorze wytwórczym (można sobie nawet wyobrazić, że jest to punkt przegięcia...) oraz stabilny, niewielki wzrost w sektorze usług (nieznacznie niższy niż po recesji 2001). Gwałtowność pogorszenia w przemyśle wytwórczym sugeruje, że można je połączyć z zerwaniem łańcuchów dostaw - z tego powodu sytuacja powinna się wkrótce normalizować. Jeśli nie zobaczymy poprawy na przestrzeni najbliższych 2-3 miesięcy wskazywać to będzie na istotne problemy strukturalne oraz dłuższe hamowanie gospodarki amerykańskiej.

## Niższy ISM w usługach

Amerykański wskaźnik ISM w usługach spadł w lipcu o 0,6 pkt. do poziomu 52,7 pkt., co oznacza rozwój tego sektora 20-sy miesiąc z rzędu. Z komentarzy do ankiet wynika, że zdania przedsiębiorców są podzielone, jednak większość wskazuje, że warunki biznesowe się stabilizują. W ujęciu sektorowym 13 wskazało na poprawę sytuacji w stosunku do czerwca (m.in. nieruchomości i transport), zaś 5 na pogorszenie sytuacji (m.in. budownictwo, nauka i zdrowie). Największy spadek zanotował sub-indeks nowych zamówień eksportowych (-8 pkt., odwrócenie wcześniejszego trendu wzrostowego), cen (-4,3 pkt) oraz opóźnień w zamówieniach (-4,5 pkt, drugi miesiąc z rzędu spadków). Business Activity Index (czyli „stary” indeks ISM dla usług) wskazuje na istotną poprawę stopnia aktywności (wzrost z 53,4 do 56,1 pkt) ze względu m.in. na wyższą sprzedaż. Spadek aktywności notuje jednak sektor budowlany, co potwierdza tezę o braku odbicia na rynku nieruchomości, który w sytuacji ożywienia i niskich stóp procentowych powinien być ogniwem napędzającym gospodarkę (pewne wydaje się jednak przynajmniej twarde dno na tym rynku).

Zwrócono uwagę na spadek wydatków konsumenckich związany z niepewnością finansowania, co może mieć podłoże w niestabilnym rynku pracy (oraz wygasającej już presji kosztowej). Z drugiej jednak strony zatrudnienie rośnie, choć w wolniejszym tempie niż w czerwcu (spadek sub-indeksu do 52,5 pkt.).



Odczyt nie jest tak negatywny jak poniedziałkowy ISM w przemyśle, nie zmieniła się także struktura różnic między sektorem przemysłowym i usługowym - kierunek zmian jest inny dla produkcji i zapasów (jak w czerwcu) oraz dla nowych zamówień eksportowych (wykres). Słaby popyt znajduje także potwierdzenie w danych o wydatkach konsumenckich i o ile wpływ wysokiej inflacji będzie na razie wygasł, to niepewność (związana głównie z rynkiem pracy i zaufaniem - przynajmniej problemy z limitem zadłużenia zostały zażegnane) ciągle wpływa negatywnie na zachowania konsumentów. Zależność pomiędzy cenami a sferą realną jest jednak endogeniczna - niższa aktywność (wspomagana korektą na rynku surowców) prowadzi powoli do spadku presji cenowej (sub-indeks ISM zanotował istotny spadek z 60,9 pkt. do 56,6 pkt. - na razie większość ankiet wskazywała jednak na utrzymanie cen sprzed miesiąca, a nie spadek).



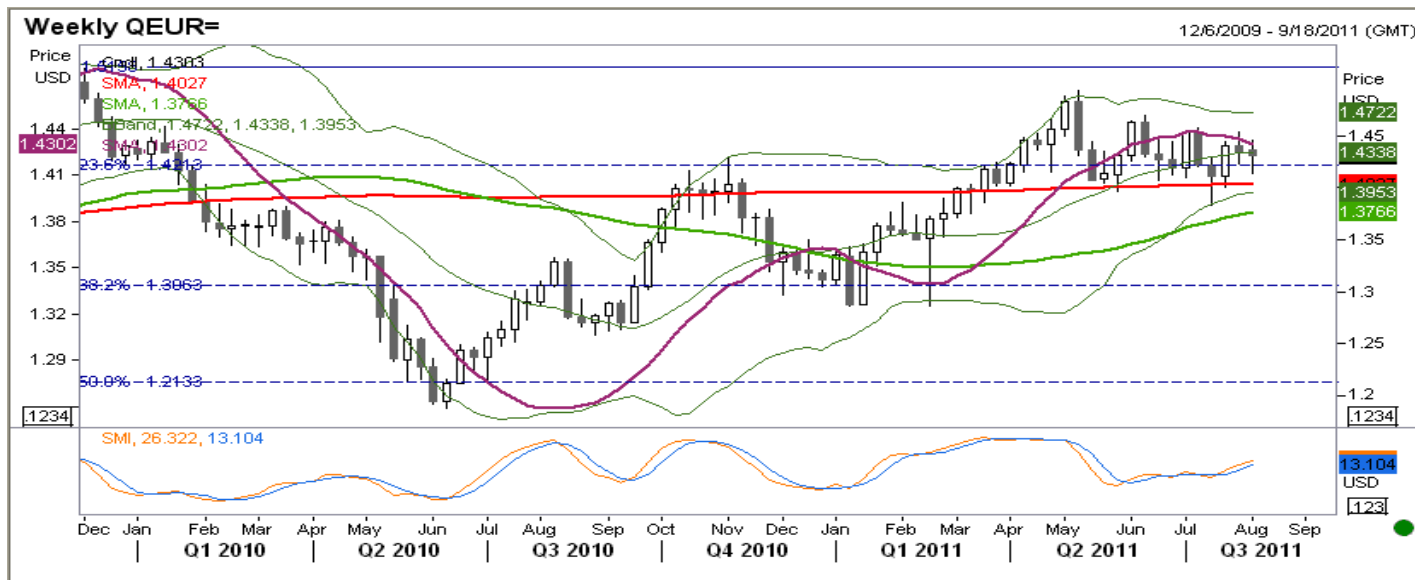
### EURUSD fundamentalnie

Dzień interwencji. Najpierw SNB zawęził korytarza dla LIBOR 3M do 0-0,25% i zobowiązał się utrzymywać stopy na rynku międzybankowym najbliżej zera jak się da (w tym celu zawieszono zostały operacje absorbujące płynność, nie zostaną również zrolowane wcześniejsze obligacje ściągające płynność), przy czym zagroził faktyczną interwencją walutową. W konsekwencji EURCHF znalazł się powyżej 1,10. Bank Japonii z kolei zwiększył fundusz na zakup aktywów (QE) z 10 do 15bn jenów i...zagroził dalszymi interwencjami (po interwencji USDJPY podniósł się do ponad 79). Interwencje - jakkolwiek bezsprzecznie skuteczne w krótkim okresie - mogą przynajmniej spowolnić tempo aprecjacji JPY i CHF. Na razie trudno mówić o odwróceniu trendów jako że napięcia w strefie euro (Hiszpania, Włochy) trwają w najlepsze a gospodarka globalna spowalnia. Mimo interwencji EURUSD znajduje się dziś wciąż w okolicach średniego otwarcia (nie udało się wybić ponad linię trendu deprecjacyjnego). Dziś inwestorzy będą uważnie śledzić decyzję ECB - nie tyle w sprawie samej polityki pieniężnej, co diagnozy sytuacji na peryferiach.

### EURUSD technicznie

Do czasu przekroczenia 1,4530 (górną granicą czarnej świecy) bearish reversal z poprzedniego tygodnia pozostaje w mocy. Kurs nie zdołał przekroczyć średnioterminowej linii trendu deprecjacyjnego co jest sygnałem negatywnym. Kluczowe dla utrzymania kursu w pobliżu obecnych poziomów może być utrzymanie 1,4157 (kilkukrotna linia wsparcia). Perspektywa negatywna.

Wsparcie	Opór
1,4157	1,4579
1,4007	1,4530
1,3932	1,4385





### EURPLN fundamentalnie

Złoty stabilny po interwencjach SNB i BoJ. Nasza diagnoza sztuczności poziomu kursu nie zmienia się. Bez groźny interwencji ze strony BGK kurs znajdowałby się zapewne dużo wyżej. Dzisiejsza decyzja ECB będzie miała wpływ na złotego głównie przez kanał awersji do ryzyka, generowanej bądź zmniejszanej słowami Tricheta.

### EURPLN technicznie

Erozja oporu na 4,0310 może sugerować przedłużenie ruchu w górę w kierunku 4,06. Od dołu solidnym wsparciem pozostaje Fibo na 3,9761 połączone ze średnią MA55.

Wsparcie	Opór
4,0107	4,0641
3,9761	4,0534
3,9616	4,0310





IRS	BID	ASK
1Y	4.89	4.92
2Y	4.915	4.95
3Y	4.96	5.00
4Y	5.02	5.05
5Y	5.05	5.09
6Y	5.079	5.12
7Y	5.1017	5.14
8Y	5.1167	5.16
9Y	5.1283	5.17
10Y	5.125	5.17

depo	BID	ASK
ON	4.2	4.5
1M	4.4	4.6
3M	4.5	4.7

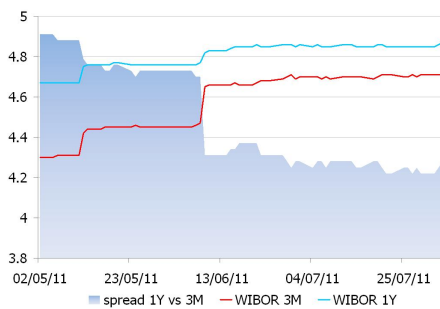
FRA	BID	ASK
1x2	4.64	4.69
1x4	4.72	4.77
3x6	4.80	4.83
6x9	4.86	4.89
9x12	4.87	4.92

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.0321
USD/PLN	2.8252
CHF/PLN	3.6383

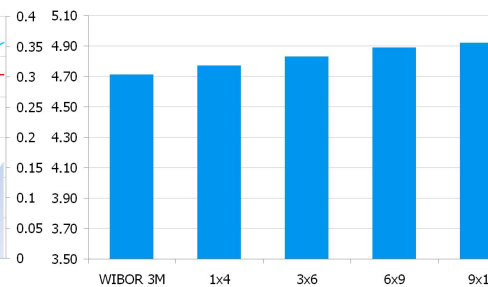
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.4330
EUR/JPY	110.41
EUR/PLN	4.0231
USD/PLN	2.8060
CHF/PLN	3.6487

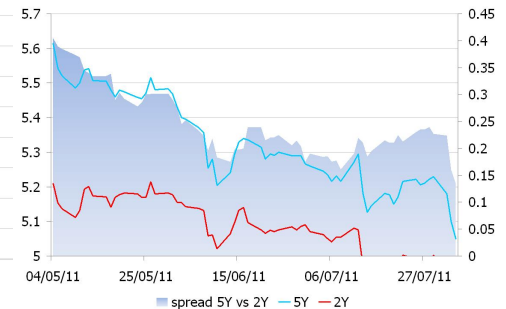
WIBOR 3M i 1Y



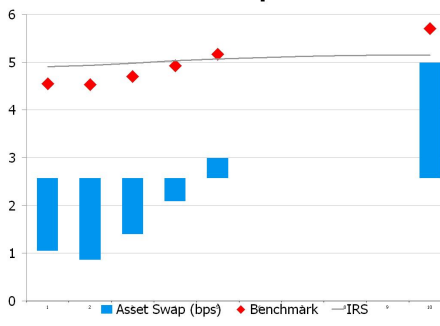
WIBOR 3M i stawki FRA



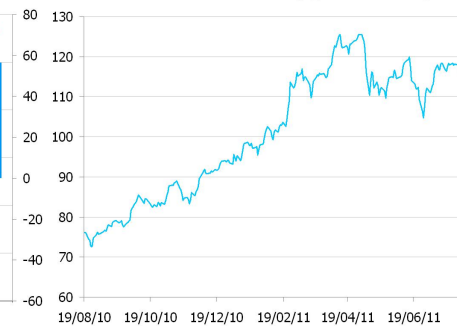
IRS 5Y i 2Y



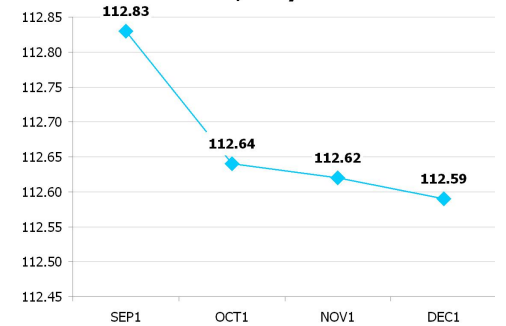
Asset swap i IRS



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.