



## 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 |            |        |
| 2.07.2012 PONIEDZIAŁEK |      |                                     |        |          |           |            |        |
| 4:30                   | CHN  | PMI w przemyśle (pkt)               | cze    |          |           | 48.4       | 48.2   |
| 9:00                   | POL  | PMI w przemyśle (pkt)               | cze    | 48.5     | 48.6      | 48.9       | 48.0   |
| 9:55                   | GER  | PMI w przemyśle (pkt)               | cze    |          | 44.7      | 44.7 (p)   | 45.0   |
| 10:00                  | EUR  | PMI w przemyśle (pkt)               | cze    |          | 44.8      | 44.8 (p)   | 45.1   |
| 11:00                  | EUR  | Stopa bezrobocia (%)                | maj    |          | 11.1      | 11.0       | 11.1   |
| 16:00                  | USA  | ISM w przemyśle (pkt)               | cze    |          | 52.0      | 53.5       | 49.7   |
| 3.07.2012 WTOREK       |      |                                     |        |          |           |            |        |
| 16:00                  | USA  | Zamówienia w przemyśle m/m (%)      | maj    |          | 0.1       | -0.7 (r)   | 0.7    |
| 4.07.2012 ŚRODA        |      |                                     |        |          |           |            |        |
|                        | POL  | Decyzja RPP (%)                     | lip    |          | 4.75      | 4.75       | 4.8    |
| 9:55                   | GER  | PMI w usługach                      | cze    |          | 50.3      | 50.3 (p)   | 49.9   |
| 10:00                  | EUR  | PMI w usługach                      | cze    |          | 46.8      | 46.8 (p)   | 47.10  |
| 11:00                  | EUR  | Sprzedaż detaliczna m/m (%)         |        |          | 0.0       | -1.4 (r)   | 0.6    |
| 5.07.2012 CZWARTEK     |      |                                     |        |          |           |            |        |
| 13:00                  | UK   | Decyzja BoE (%)                     | lip    |          | 0.5       | 0.5        | 0.5    |
| 13:45                  | EUR  | Decyzja EBC (%)                     | lip    |          | 0.75      | 1.00       | 0.75   |
| 14:15                  | USA  | Wskaźnik ADP (tys)                  | cze    |          | 100       | 136 (r)    | 176    |
| 14:30                  | USA  | Nowozarejestrowani bezrobotni (tys) | 30.06. |          | 385       | 388 (r)    | 374    |
| 16:00                  | USA  | ISM w usługach (pkt)                | cze    |          | 53.0      | 53.7       | 52.1   |
| 6.07.2012 PIĄTEK       |      |                                     |        |          |           |            |        |
| 12:00                  | GER  | Produkcja przemysłowa m/m (%)       | maj    |          | 0.1       | -2.2       |        |
| 14:30                  | USA  | Non-farm payrolls (tys)             | cze    |          | 90        | 69         |        |
| 14:30                  | USA  | Stopa bezrobocia (%)                | cze    |          | 8.2       | 8.2        |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Po południu kolejne dane z rynku pracy USA – stopa bezrobocia i non-farm payrolls. Po skromnym wzroście tej drugiej wielkości w kwietniu i maju (baza związana z łagodną zimą w q1) dane powinny wpisywać się w scenariusz bardzo powolnego ożywienia. Jednak ostatni odczyt ADP przemawia za możliwością niespodzianki w górę.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Kotecki (MF): MF nie widzi obecnie przesłanek do zmiany założeń do budżetu na 2013 r. MF podtrzymuje prognozę, że wzrost PKB w 2012 r. wyniesie 2,5%.
- Męcina (MPiPS): szacunkowa stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w czerwcu 12,4% i w porównaniu do maja spadła o 0,2p.p. Przy założeniu, że jesienią dojdzie do interwencji na rynku pracy, bezrobocie na koniec 2012 roku może wynieść 12,5-12,8%.
- MPiPS: Fundusz Pracy na koniec maja zwiększył środki do 7,5 mld zł.
- Raczek (NBP): Fundamenty polskiej gospodarki dają przestrzeń do aprecjacji. Jego zdaniem jest możliwe osiągnięcie w tym roku wzrostu PKB na poziomie około 3%.
- Dominik (MF): w obecnej sytuacji ważniejsze jest utrzymanie wzrostu gospodarczego niż szybkie cięcie wydatków, aby zejść z deficytem sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB.
- MF na czwartkowej aukcji zamiany sprzedało obligacje za 4.908,031mln zł, a odkupiło papiery o wartości 5.168,855 mln zł.
- Hiszpania sprzedała 10-letnie obligacje o wartości 3 mld euro, osiągając tym samym zakładany target.
- Irlandia sprzedała 3-miesięczne bony skarbowe o wartości 500 mln EUR. Była to pierwsza aukcja irlandzkich papierów dłużnych od 2010 roku.

| Decyzja RPP (5.09.2012) | 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                   | 1.459        | -0.013       |
| USAGB 10Y                   | 1.602        | -0.014       |
| POLGB 10Y                   | 5.175        | -0.018       |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

**ECB: i bazowa i depozytowa w dół o 25pb.**

ECB zdecydował się wczoraj na dostarczenie programu minimum: obniżkę zwykłej stopy operacji refinansowych o 25pb oraz (dodatkowo) obniżkę stopy depozytowej o 25pb. Biorąc pod uwagę fakt, że obecnie to stopa depozytowa determinuje koszt pożyczania pieniądza na rynku międzybankowym (tam właśnie znajduje się EONIA) można śmiało powiedzieć, że ECB dołączył do grona banków prowadzących politykę zerowych stóp procentowych (obok USA, Japonii i Szwajcarii). Co ciekawe, decyzja o obniżeniu stopy depozytowej była jednogłośnie, czyli zgodził się nawet BuBa.

Powodem cięcia stóp jest obniżenie aktywności gospodarczej (właściwie materializacja ryzyk, o których wcześniej wspominał ECB), które powinno prowadzić również do obniżenia się inflacji (czynnikiem ryzyka są ceny surowców oraz możliwe podwyżki podatków pośrednich). Odnosnie perspektyw wzrostu nie ma większych pomysłów: powolne ożywienie lecz obecnie ze znaczną liczbą czynników negatywnych (kryzys zadłużeniowy, proces delewarowania instytucji finansowych, wysoka stopa bezrobocia).

Uważamy, że decyzja ECB jest bardziej wyrazem pokazania, że ECB robi po prostu co może, choć w obecnych warunkach koszt pieniądza nie determinuje popytu i podaży kredytu (przedsiębiorstwa nie chcą pożyczać przez niepewność, a banki nie chcą im pożyczać przez... niepewność). Oczywiście niższa stopa refinansowa obniża koszt finansowania w ramach repo z ECB, jednak trudno uznać to za kamień milowy w walce z recesją i de facto kryzysem zadłużeniowym. Choć działania niestandardowe nie były dyskutowane, są cały czas „w ofercie” ECB, podobnie jak dalsze obniżki stóp procentowych („ECB will act on firm and timely manner”). Jest to tym bardziej prawdopodobny scenariusz, że ECB zaczyna się ciepło wypowiadać o wynikach szczytu UE oraz zmianach w ESM, które wcześniej (jesteśmy tego bardziej niż pewni) byłyby piętnowane ze względu na ryzyko moral hazard. Tym samym chęć wynagradzania polityków przez ECB cały czas rośnie.



## EURUSD fundamentalnie

EURUSD odnotował wczoraj poważne straty (z poziomów bliskich 1,25 do 1,23-24). Najpierw cięcie stóp procentowych w Chinach (i stopa główna w dół i stopa depozytowa) oraz rozszerzenie programu zakupu aktywów wywołało chwilową (dosłownie) euforię na kursie, później obniżka stóp procentowych przez ECB oraz lepsze dane ADP i tygodniowe z rynku pracy posłały kurs monotonicznie w dół (minimum sesyjne wypadło na 1,2362). Dziś oczekiwania przede wszystkim na NFP (prawdopodobnie zostały nieco zrewidowane w górę po ADP). Jeśli okazałyby się sporo lepsze od 80-90tys. jest szansa na dalsze spadki na EURUSD, których zasięg raczej należałoby wyznaczyć już technicznie.

## EURUSD technicznie

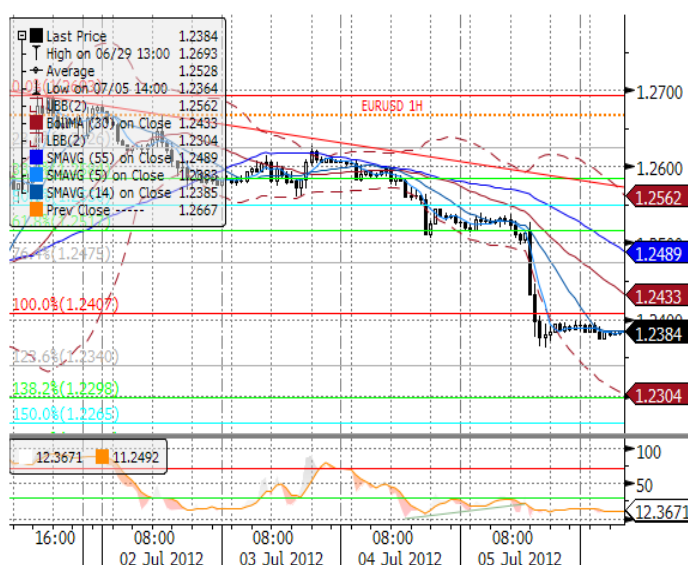
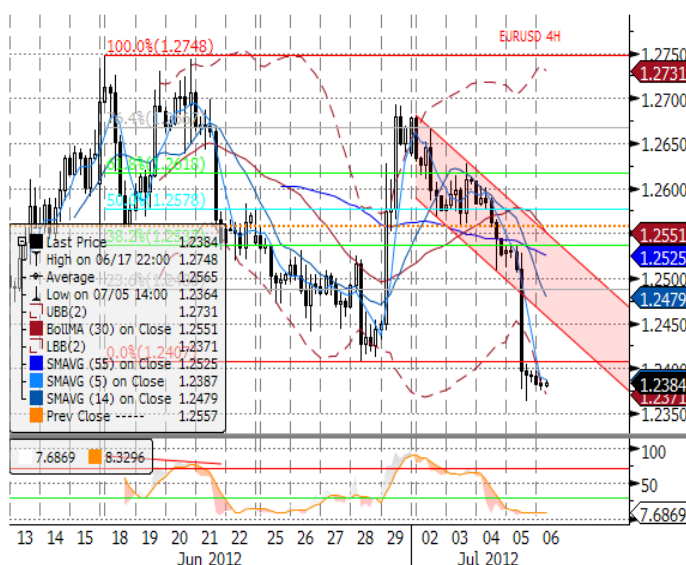
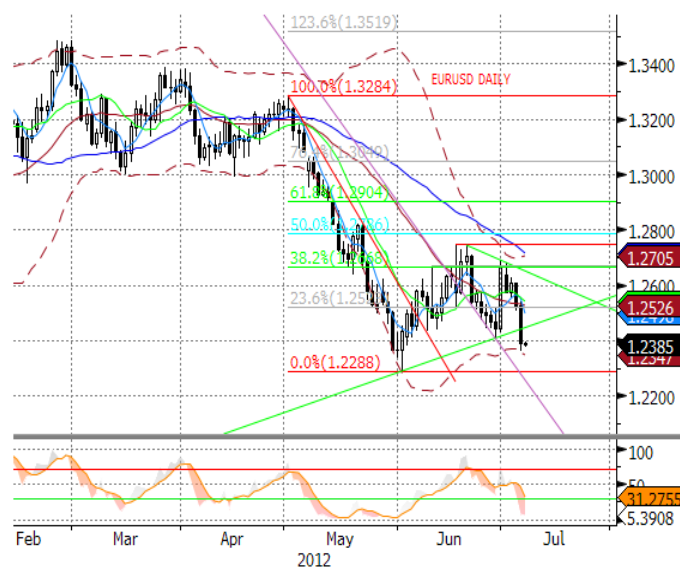
Wybiecie dołem z klina (dzienny) i krótszego kanału trendowego (4H) i zniesienie dużej białej świecy z piątku. Notowania zamknięte niewiele powyżej dolnej wstęgi Bollingera. Przebiec wszystkich istotnych poziomów wsparcia prowadzi kurs ku 1,2288 – minimum z początku czerwca i linia łącząca minima z drugiej połowy czerwca. Dzienny oscylator jeszcze nie jest wyraźnie w strefie wykupienia i testowanie tego poziomu jest niewykluczone w ciągu kilku dni. Przy jego przebicciu EURUSD wróciłby do poziomów nie widzianych od pierwszej połowy 2010...

| Wsparcie | Opór      |
|----------|-----------|
| 1,2373   | 1,2600    |
| 1,2288   | 1,2570/80 |
| 1,2112   | 1,2407    |

### Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



\* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardów) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względnie poziomu implikowanego przez dysparytet.





## EURPLN fundamentalnie

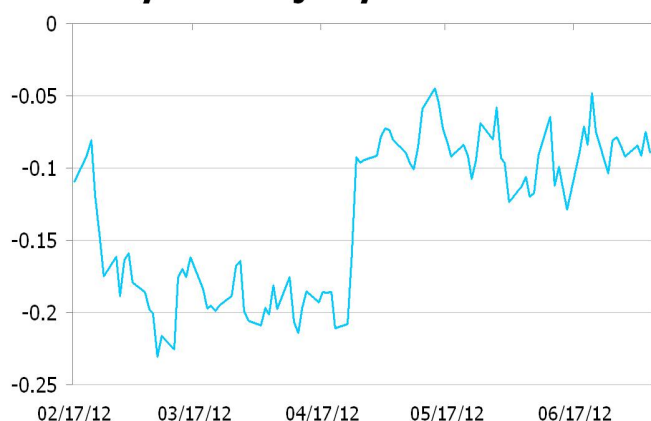
EURPLN pozytywnie zareagował wczoraj na decyzję ECB o obniżce stóp procentowych (relatywnie jastrzębia retoryka RPP wygląda na tle cięć stóp procentowych w Europie wciąż bardzo obiecująco dla inwestorów); najważniejsze że wytracił korelację z EURUSD. Wpływ dzisiejszych danych na EURPLN może być paradoksalnie jednokierunkowy na złotego - zwłaszcza, że waluta ma ostatnio tendencję do umacniania się. Z jednej strony po gorszych danych złoty może zyskiwać na fali oczekiwań na QE, z drugiej lepsze dane zwiększają szansę na szybsze osiągnięcie dołka koniunkturalnego w gospodarce polskiej i tym kanałem powinny wpływać na umocnienie waluty. Win-win?

## EURPLN technicznie

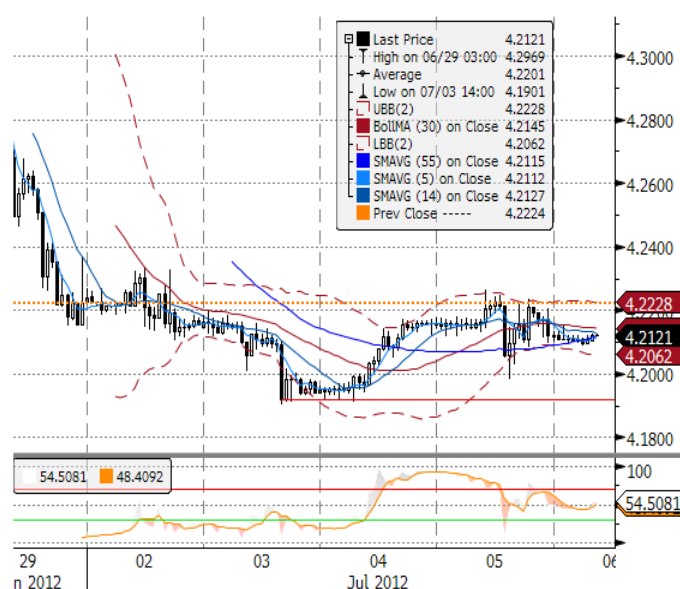
Zamknięcie (4,2123) nieznacznie poniżej otwarcia, a wczorajszy range wąski na tle wahań w poprzednich dniach. Na 4H widać aktualnie wsparcie na poziomie 50% projekcji Fibo dla amplitudy „podwójnego szczytu” (wczoraj było to 38%). Utrzymujemy pogląd, że trend w dół będzie kontynuowany – wątpliwości pojawiłyby się dopiero przy 4,2314 (to było ważne czerwcowe wsparcie na dziennym). Cele dla aprecjacji złotego bez zmian, z wyjątkiem nowego, niepokonanego w ostatnich dniach wsparcia 4,1918.

| Wsparcie  | Opór      |
|-----------|-----------|
| 4,1918    | 4,2520/40 |
| 4,1800    | 4,2314    |
| 4,1500/30 | 4,2184    |

## 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.

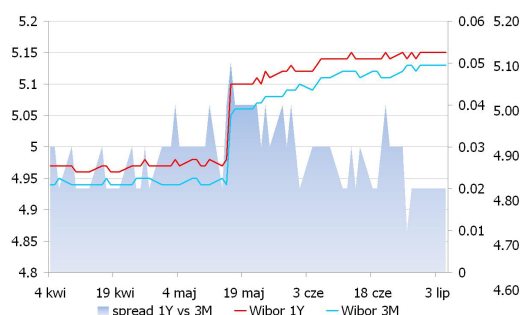




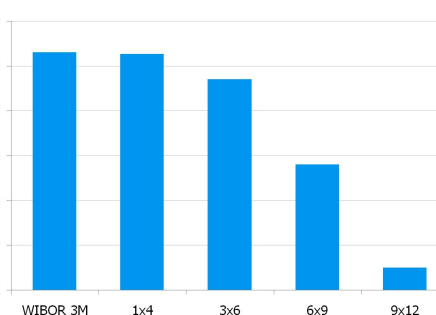
| IRS | BID    | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|--------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 4.995  | 5.03 | ON   | 4.8 | 4.9 | EUR/PLN    | 4.2221 |
| 2Y  | 4.7225 | 4.75 | 1M   | 4.7 | 5.2 | USD/PLN    | 3.3743 |
| 3Y  | 4.6149 | 4.65 | 3M   | 4.6 | 5.1 | CHF/PLN    | 3.5142 |
| 4Y  | 4.5949 | 4.63 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 4.595  | 4.64 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 4.616  | 4.65 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 4.64   | 4.67 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 4.667  | 4.70 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 4.689  | 4.72 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 4.695  | 4.74 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 4.91 | 4.96 | EUR/USD          | 1.2390 |
| 1x4  | 5.07 | 5.13 | EUR/JPY          | 99.00  |
| 3x6  | 5.04 | 5.07 | EUR/PLN          | 4.2108 |
| 6x9  | 4.85 | 4.88 | USD/PLN          | 3.3955 |
| 9x12 | 4.62 | 4.65 | CHF/PLN          | 3.5120 |

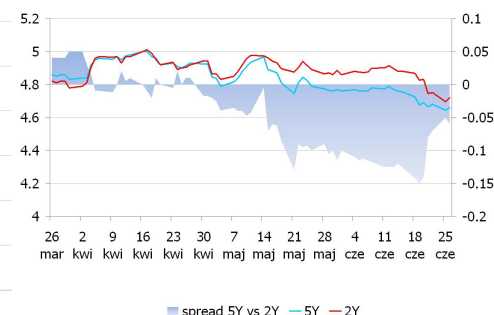
WIBOR 3M i 1Y



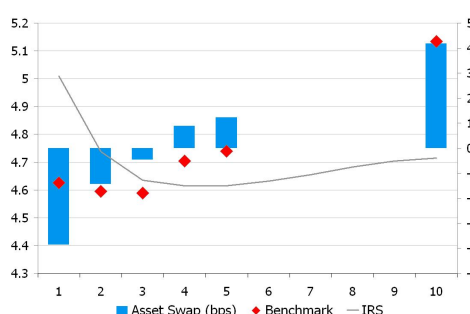
WIBOR 3M i stawki FRA



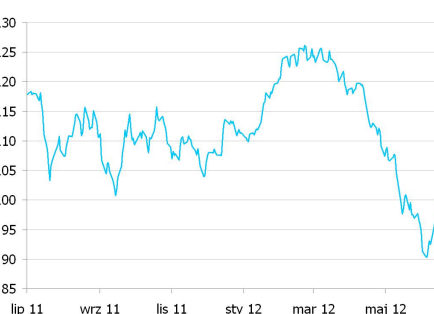
IRS 5Y i 2Y



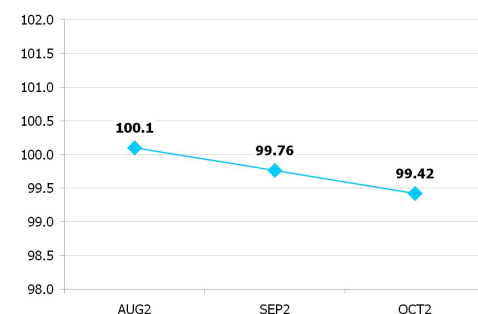
Asset swap i IRS



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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.