



## 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 |            |        |
| 23.07.2012 PONIEDZIAŁEK |      |                                             |        |          |           |            |        |
| 16:00                   | EUR  | Wskaźnik nastrojów konsumentów              | lip    |          | -20.0     | -19.8      | -21.6  |
| 24.07.2012 WTOREK       |      |                                             |        |          |           |            |        |
| 9:30                    | NIE  | PMI w przetwórstwie przemysłowym            | lip    |          | 45.3      | 45.0       |        |
| 9:30                    | NIE  | PMI w usługach                              | lip    |          | 50.0      | 49.9       |        |
| 10:00                   | EUR  | PMI (wstępnie)                              | lip    |          | 46.4      | 46.4       |        |
| 10:00                   | EUR  | PMI w przetwórstwie przemysłowym (wstępnie) | lip    |          | 45.2      | 45.1       |        |
| 10:00                   | EUR  | PMI w usługach (wstępnie)                   | lip    |          | 47.3      | 47.1       |        |
| 16:00                   | USA  | Indeks cen domów m/m (%)                    | maj    |          | 0.5       | 0.8        |        |
| 25.07.2012 ŚRODA        |      |                                             |        |          |           |            |        |
| 10:00                   | NIE  | IFO Business Climate                        | lip    |          | 104.7     | 105.3      |        |
| 10:00                   | NIE  | IFO Current Assessment                      | lip    |          | 113.0     | 113.9      |        |
| 10:30                   | UK   | PKB r/r wstępnie (%)                        | q2     |          | -0.2      | -0.2       |        |
| 16:00                   | USA  | Sprzedaż nowych domów (tys.)                | cze    |          | 370       | 369        |        |
| 26.07.2012 CZWARTEK     |      |                                             |        |          |           |            |        |
| 10:00                   | POL  | Sprzedaż detaliczna r/r (%)                 | cze    | 8.0      | 9.0       | 7.7        |        |
| 10:00                   | POL  | Stopa bezrobocia (%)                        | cze    | 12.4     | 12.2      | 12.6       |        |
| 14:30                   | USA  | Zamówienia dóbr trwałego użytku m/m (%)     | cze    |          | 0.4       | 1.3 (r)    |        |
| 14:30                   | USA  | Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)         | 23.07. |          | 380       | 386        |        |
| 27.07.2012 PIĄTEK       |      |                                             |        |          |           |            |        |
| 10:00                   | EUR  | M3 r/r (%)                                  | cze    |          | 2.9       | 2.9        |        |
| 14:30                   | USA  | "PKB q/q annual., wstępnie (%)"             | q2     |          | 1.5       | 1.9        |        |
| 15:55                   | USA  | Wsk. nastrojów University of Michigan       | lip    |          | 73.0      | 72.0       |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Wiązka publikacji indeksów PMI w strefie euro. Oczekiwania i nastroje zdążyły się ustabilizować już na niskich, recesyjnych poziomach. Niewykluczone jednak rozczarowanie słabym jutrzejszym odczytem indeksu Ifo w Niemczech.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

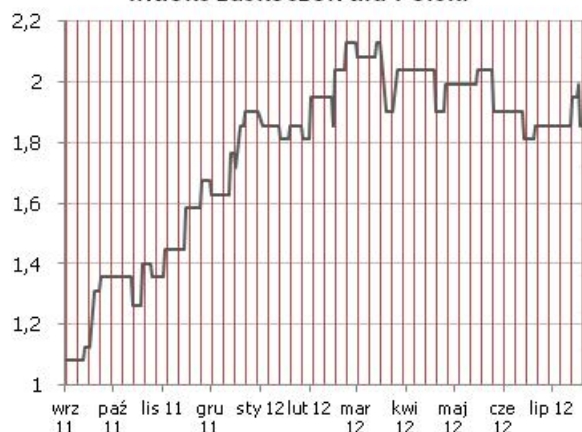
- Bratkowski (RPP): Majowa podwyżka stóp nie była potrzebna. Spadek tempa wzrostu PKB poniżej 2% może podważyć wiarę w stabilność polskiej gospodarki.
- Rostowski: nie przewiduje nowelizacji tegorocznego budżetu.
- Moody's nadał perspektywę negatywną ratingowi Niemiec, Luksemburga i Holandii (AAA). Schaeuble: „Niemcy nadal będą odgrywać rolę kotwicy stabilności strefy euro”.
- Na hiszpańskiej giełdzie wprowadzony został zakaz krótkiej sprzedaży. Zakaz potrwa 3 miesiące, może być jednak dodatkowo wydłużony.
- Rzecznik KE: Grecja musi zostać i pozostanie w strefie euro. Musi jednak nadgonić stracony czas i raczej nie dostanie kolejnej transzy pomocy przed wrześniem.
- Dobrindt (sekretarz generalny CSU): Pograżona w kryzysie Grecja powinna zacząć wypłacać część pensji urzędniczych i emerytur w drachmach, aby przygotować się do opuszczenia strefy euro.
- MFW: MFW wspiera Grecję w przezwyciężaniu jej trudności gospodarczych i będzie dyskutował z jej władzami nad sposobami, by program naprawczy wrócił na właściwe tory.
- Bank Hiszpanii szacuje, że hiszpański PKB w II kwartale 2012 r. skurczył się o 0,4% q/q i 1,0% r/r.

| 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                   | 1.188        | 0.015        |
| USAGB 10Y                   | 1.425        | -0.005       |
| POLGB 10Y                   | 4.923        | -0.019       |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

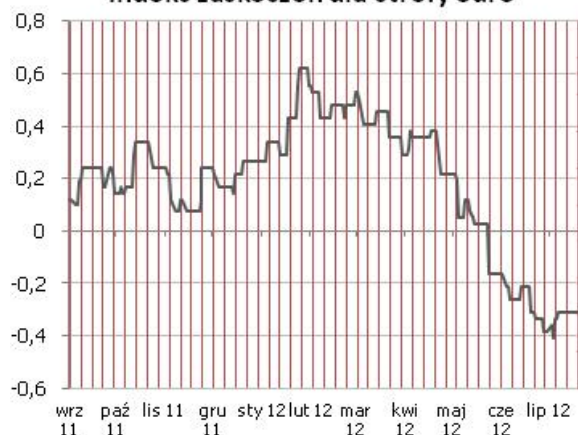
## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

### POLSKA

**Indeks zaskoczeń dla Polski**


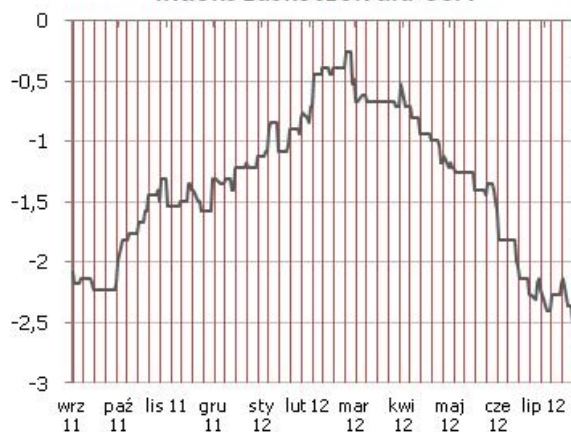
Nieznaczące zaskoczenia *in plus* (płace) oraz *in minus* (PPI) zniosły się nawzajem. W tej sytuacji indeks poszybował w dół głównie za sprawą bardzo słabego odczytu produkcji przemysłowej (o jedno odchylenie standardowe – niemałe w przypadku tej publikacji – poniżej oczekiwań). Zniwelowało to efekt niedawnego odczytu CPI, który mocno zaskoczył rynek w górę. Naszym zdaniem przestrzeń do zaskoczenia rynku *in minus* ciągle spora w najbliższych tygodniach i miesiącach, począwszy od odczytów sprzedaży detalicznej i stopy bezrobocia – już w tym tygodniu.

### STREFA EURO

**Indeks zaskoczeń dla strefy euro**


Za nami kolejny tydzień w strefie euro bez zaskakujących, istotnych odczytów. Rynek przyzwyczał się już do recesyjnego klimatu. W nadchodzącym tygodniu seria odczytów wskaźników koniunktury: wskaźnik nastrojów w strefie euro, PMI oraz Ifo w Niemczech.

### USA

**Indeks zaskoczeń dla USA**


Zakres wahań w trendzie bocznym, jakie trwały od kilku tygodni, został całkowicie zniesiony negatywnymi niespodziankami: liczbą nowych bezrobotnych (niespodzianka *in minus* o 1 odchylenie standardowe) oraz indeks nastrojów Philadelphia Fed (o ok. pół odchylenia standardowego). Wygląda na to, że wracamy do dominującego w średniej perspektywie trendu spadkowego, trwającego od miesięcy zimowych. Ciąg dalszy będzie zależał m.in. od danych z rynku nieruchomości, wstępnych szacunków PKB w II kw. oraz indeksu nastrojów Michigan.

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.



## Bratkowski – „moim zdaniem z obniżkami stóp już jesteśmy spóźnieni”

Zacznijmy od tego, że Bratkowski uważa iż majowa podwyżka nie była potrzebna. Jego zdaniem obecnie istnieje ryzyko prowadzenia zbyt restrykcyjnej polityki pieniężnej, stąd stopy należy obniżyć szybko. Członek RPP uważa poza tym, że "jeśli czynniki zewnętrzne, czyli ceny żywności i surowców na rynkach światowych, a także kurs złotego, który jest pod wpływem tendencji globalnych, działałyby na naszą korzyść, to już w czwartym kwartale tego roku inflacja byłaby u celu". Widać więc - nie tylko zresztą w tym fragmencie - że Bratkowski nie uważa czynników krajowych za inflacyjogenne. Niegdyśjszy jastrząb sądzi także, że na ogół opłaca się zaakceptować nieco niższy wzrost, by utrzymać niską inflację, ale na pewno nie opłaca się w imię szybkiego powrotu inflacji do celu narażać gospodarki na recesję. "Dodając do tego deklarację, aby raczej dążyć do utrzymania inflacji w zadanym przedziale wahań wokół celu inflacyjnego, a nie dokładnie w punkcie dochodzimy do wniosku, że obecne argumenty za obniżkami stóp płynące z gospodarki są liczne.

W wywiadzie Bratkowski boi się spowolnienia PKB (przedstawiając go czasem nawet jako ryzyko dla wzrostu gospodarczego a obniżki stóp jako narzędzie wspierania wzrostu w długim okresie. ... pozostawiamy to bez komentarza), jednak nie przedstawia diagnozy dot. natury tego spowolnienia. Można wręcz odnieść wrażenie, że spowolnienie jest według członka RPP indukowane głównie zewnątrznie. Dodając do tego oczekiwane przez nas (i chyba widoczne jak na dłoni) spowolnienie popytu wewnętrznego możemy chyba uzyskać prawdziwą katastrofę gospodarczą.

Oczywiście poglądy Bratkowskiego to nie jest mainstream w RPP, gdyż był on wśród 2 członków głosujących przeciw podwyżce stóp w maju. Niemniej jeśli diagnoza natury spowolnienia wśród obecnie bardziej jastrzębich członków jest zbieżna z poglądami Bratkowskiego, dalsze sygnały hamowania sfery realnej skłonią członków RPP do obniżek. Z uwagi na fakt, że najnowszy, pełny zestaw danych za III kw. będzie dostępny w listopadzie, to właśnie wtedy należałoby oczekiwać obniżki stóp (być może w niestandardowej skali) lub nawet w październiku, jeśli momentum danych miesięcznych będzie wyjątkowo negatywne.



## EURUSD fundamentalnie

EURUSD znalazł się wczoraj pod dalszą presją po przekroczeniu 1,2137. Wobec braku reakcji na opublikowane późno w nocy komentarze Moody's o obniżeniu perspektywy ratingu Niemiec, Holandii i Luksemburga do negatywnych (powód: rosnąca niepewność w związku z kryzysem, zwiększone ryzyko opuszczenia strefy euro przez Grecję), można sądzić że występujące w ciągu dnia spadki i notowań EUR i indeksów giełdowych poddyktowane były właśnie przeciekami odnośnie tej informacji. W konsekwencji EURUSD zakończył dzień w pobliżu otwarcia, dziś rano jest nieco mocniej. Wszyscy oczekują dziś na wyniki PMI dla strefy euro (dane zaczynają wychodzić od 8:00). Przy obecnych poziomach tych wskaźników spekulowanie na temat odczytu jest trudne, natomiast reakcja EURUSD na dane wydaje się raczej prosta do przewidzenia: gorsze dane spowodują dalszą wyprzedaż EURUSD, lepsze - pozostaną prawdopodobnie bez echa.

## EURUSD technicznie

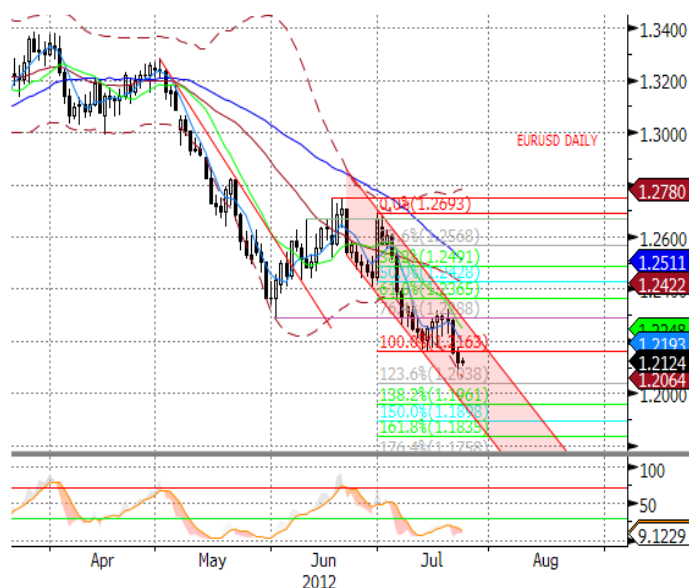
Kolejna czarna świeca w poniedziałek i utrzymane złamanie ważnego minimum 1,2163. To jak na razie realizacja naszego wczorajszego scenariusza: dalszy ruch w dół ku dolnej granicy kanału trendowego na dziennym. Tam też (1,1961) znajduje się przeciągnięcie 38,2% Fibo ostatniej fali spadków. Historyczne poziomy daleko – pierwszy to 1,1877 z pierwszej połowy 2010 r. Dywergencji na dziennym wciąż na razie brak.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,2000   | 1,2365 |
| 1,1961   | 1,2280 |
| 1,1877   | 1,2163 |

### 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. Ta sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.







## EURPLN fundamentalnie

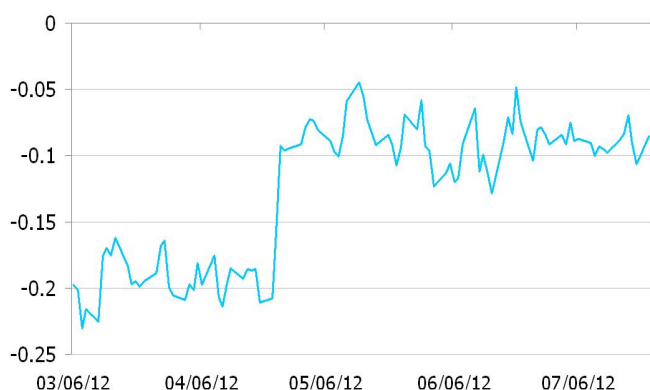
Złoty słabszy. Po otwarciu powyżej poziomu 4,1750 złoty już tylko osłabiał się. Powodem osłabiania złotego były przede wszystkim czynniki o charakterze globalnym i schodzenie EURUSD. Pod koniec sesji europejskiej EURPLN przebił psychologiczny poziom 4,20 i osiągnął poziom 4,2170. Dziś otwarcie na poziomie 4,2030. Brak publikacji lokalnych danych. W centrum uwagi wydarzenia w euro landzie, takie jak choćby zapowiedzi obniżenia ratingu Niemiec. W takiej sytuacji złoty może dalej się osłabiać.

## EURPLN technicznie

Wczoraj duża biała świeca – twardym sufitem dla osłabienia PLN okazał się dopiero ostatni z przewidywanych przez nas oporów. 4,2170 jako 38,2% zniesienia Fibo dla czerwcowo-lipcowego umocnienia złotego (dzienny) oraz 61,8% zniesienia jego ostatniej fali (od 6.07 – 4H) to poziom, który nie pozwala jeszcze ogłosić zakończenia trendu spadkowego. Na razie korygujemy kanał trendowy na dziennym, oczekując odbicia (dywergencja na 1H!). Wyraźne przebicie poniżej 4,2033 (50% Fibo i długa biała świeca na 4H) uaktywni z powrotem targety w dół.

| Wsparcie  | Opór   |
|-----------|--------|
| 4,1900/10 | 4,2595 |
| 4,1824    | 4,2577 |
| 4,1470    | 4,2172 |

## 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.

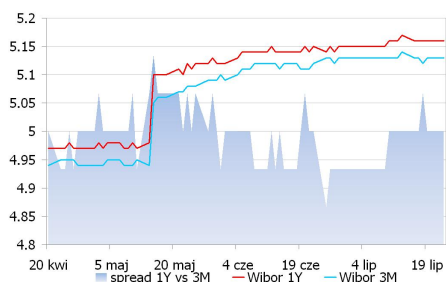




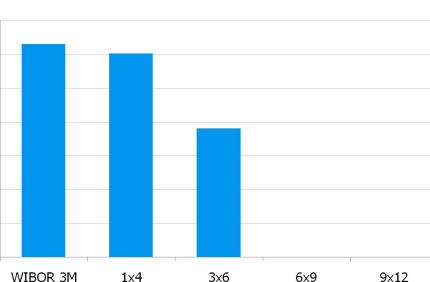
| IRS | BID    | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|--------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 4.74   | 4.78 | ON   | 4.7 | 4.8 | EUR/PLN    | 4.1800 |
| 2Y  | 4.5149 | 4.54 | 1M   | 4.9 | 5.0 | USD/PLN    | 3.4529 |
| 3Y  | 4.42   | 4.46 | 3M   | 5.0 | 5.2 | CHF/PLN    | 3.4809 |
| 4Y  | 4.4    | 4.44 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 4.41   | 4.45 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 4.4267 | 4.47 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 4.45   | 4.49 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 4.4767 | 4.52 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 4.4983 | 4.54 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 4.505  | 4.55 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 4.91 | 4.96 | EUR/USD          | 1.2115 |
| 1x4  | 5.04 | 5.10 | EUR/JPY          | 94.96  |
| 3x6  | 4.85 | 4.88 | EUR/PLN          | 4.2035 |
| 6x9  | 4.44 | 4.49 | USD/PLN          | 3.4697 |
| 9x12 | 4.21 | 4.26 | CHF/PLN          | 3.4933 |

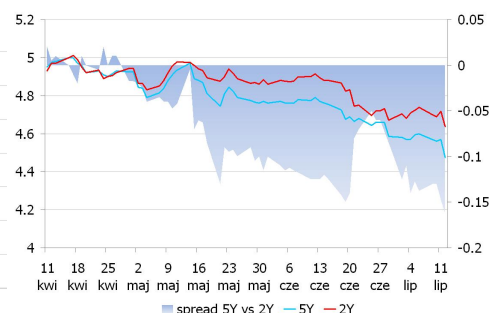
WIBOR 3M i 1Y



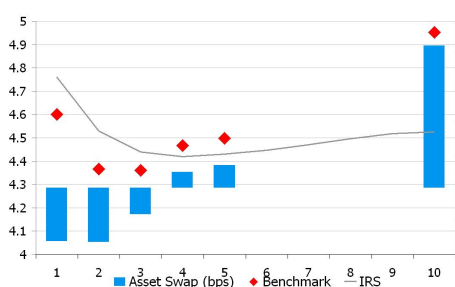
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



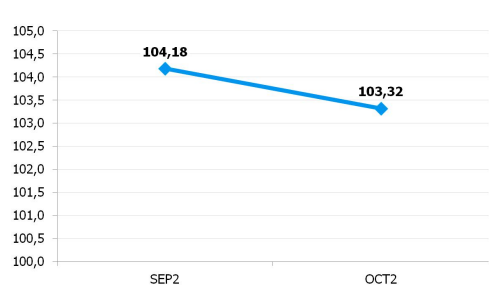
Asset swap i IRS



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 OBROcie 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 MIĘDZYPANOWEGO 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.