



## 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       | 43.3   |
| 9:30                    | NIE  | PMI w usługach                              | lip    |          | 50.0      | 49.9       | 49.7   |
| 10:00                   | EUR  | PMI (wstępnie)                              | lip    |          | 46.4      | 46.4       | 46.4   |
| 10:00                   | EUR  | PMI w przetwórstwie przemysłowym (wstępnie) | lip    |          | 45.2      | 45.1       | 44.1   |
| 10:00                   | EUR  | PMI w usługach (wstępnie)                   | lip    |          | 47.3      | 47.1       | 47.6   |
| 16:00                   | USA  | Indeks cen domów m/m (%)                    | maj    |          | 0.5       | 0.7 (r)    | 0.8    |
| 25.07.2012 ŚRODA        |      |                                             |        |          |           |            |        |
| 10:00                   | NIE  | IFO Business Climate                        | lip    |          | 104.7     | 105.2 (r)  | 103.3  |
| 10:00                   | NIE  | IFO Current Assessment                      | lip    |          | 113.0     | 113.9      | 111.6  |
| 10:30                   | UK   | PKB r/r wstępnie (%)                        | q2     |          | -0.2      | -0.2       | -0.8   |
| 16:00                   | USA  | Sprzedaż nowych domów (tys.)                | cze    |          | 370       | 382 (r)    | 350    |
| 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 polska.** Dziś publikacja czerwcowych danych o sprzedaży detalicznej – oczekujemy 8,0% (konsensus 9,0%). Brak widocznych i kwantyfikowalnych efektów EURO 2012. Wprowadzie historycznie obserwowano w niektórych krajach wzrosty, ale w maju a nie w czerwcu, więc jeśli faktycznie to się powtórzyło, mamy je już i tak za sobą. Dodatkowo o jeden dzień roboczy mniej niż przed rokiem. Można się spodziewać przyspieszenia sprzedaży żywności i sprzedaży w niewyspecjalizowanych sklepach kosztem dóbr trwałych. Słabszy odczyt potwierdzany przez słabe wykonanie dochodów z VAT. Równolegle publikacja czerwcowej stopy bezrobocia – zgadzamy się z rządową prognozą 12,4%. Historycznie nie zobaczymy żadnego „efektu EURO 2012” wśród państw-gospodarzy poprzednich takich imprez, ale uwaga – celujemy w inną definicję stopy bezrobocia.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka: Wzrost PKB w II kwartale spowolnił do około 3 proc. Inflacja na koniec tego roku zbliży się do górnej granicy celu, a w przyszłym spadnie w okolice celu. NBP może sobie pozwolić jeszcze na „normalną” politykę pieniężną.
- Belka: Umocnienie złotego w dłuższym okresie jest nieuchronne. NBP może zanotować stratę w przypadku aprecjacji złotego wobec dolara amerykańskiego i euro przewyższającej 20%. Bank centralny może podjąć szereg działań, żeby uchronić się przed poniesieniem straty.
- Chojna-Duch (RPP) wsparłaby wrześniowy wniosek o obniżkę stóp procentowych. Dodała też, że ewentualna obniżka stóp nie zaszkodziłaby notowaniom złotego oraz że byłaby skłonna poprzeć wniosek o obniżkę o 25 pb we wrześniu. Jej zdaniem, w 2012 r. polska gospodarka wzrośnie o 2,5-3,0%.
- Fitch: Wartość papierów dłużnych wyemitowanych przez banki, przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego na koniec II kwartału 2012 roku przekroczyła 108 mld PLN, a więc zwiększyła się w ciągu roku o 37,7 proc. W ciągu ostatniego kwartału wzrosła o 6,6 proc.
- Deficyt Funduszu Ubezpieczeń społecznych w 2014 roku może wynieść od 51,05 mld zł do 67,35 mld zł - wynika z opublikowanej w środę przez ZUS prognozy wpływów i wydatków FUS na lata 2014-2018.
- Egan-Jones obniżył rating Włoch do CCC-plusz "B-plusz perspektywą negatywną.
- Agencja Moody's Investors Service obniżyła ze stabilnej na negatywną perspektywę ratingu Europejskiego Funduszu Stabilizacji Finansowej.

| 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                   | 1.224        | -0.003       |
| USAGB 10Y                   | 1.408        | 0.015        |
| POLGB 10Y                   | 5.023        | -0.072       |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

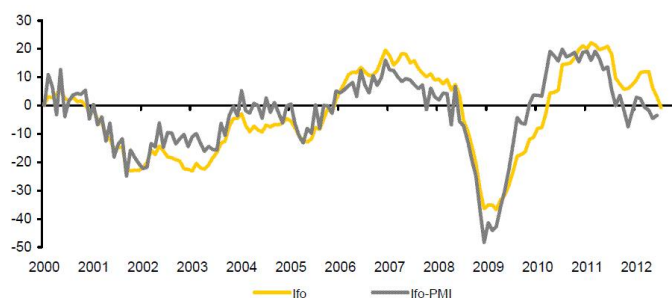
## Ifo - bez niespodzianek

Indeks Ifo obniżył się w lipcu do 103,3pkt. z 105,2pkt. w poprzednim miesiącu. Indeks opisujący sytuację bieżącą obniżył się do 111,6pkt. z 113,9pkt. zaś indeks oczekiwań spadł z 97,2pkt. do 95,6pkt. W przekroju sektorowym, najlepsze oceny formułowane są w sektorze detalicznym (zwiększenie ocen zarówno sytuacji bieżącej jak i przyszłej - predykcyjność tego wskaźnika stawiają pod znakiem zapytania niemal ciągle ujemne wyniki sprzedaży detalicznej...), następnie w sektorze hurtowym (podwyższenie ocen związanych z sytuacją bieżącą, większy pesymizm odnośnie przeszłości). Sektor przemysłowy ocenia swoją sytuację ewidentnie źle (obie składowe indeksu Ifo w dół), dodatkowo obniża się wykorzystanie mocy wytwórczych; na pocieszenie pozostaje tylko niewielki spadek oczekiwań eksportowych.



Dane potwierdzają wcześniejsze wskazania indeksów PMI (patrz wczorajszy Raport dzienny BRE). Mianowicie, możliwość dalszego wyhamowania gospodarki niemieckiej w III kwartale (kolejny minus) oraz połączoną z tym dużą skłonność ECB do obniżek stóp procentowych.

Na koniec warto pochylić się nad ostatnią rozbieżnością indeksu Ifo z indeksem PMI dla gospodarki niemieckiej (ten pierwszy spadał zdecydowanie wolniej). Aby lepiej porównać oba indeksy warto je zestawić stosując w indeksie Ifo wagi z indeksu PMI (przynajmniej dla tych kategorii, które jednoznacznie pasują) - z uwagi na brak własnych danych przytaczamy poniżej wykres z CoBa. Z tej prostej analizy wynika, że indeks Ifo również znajduje się wyraźnie na terytoriach recesyjnych już od 2-3 miesięcy, oraz że rozbieżność pomiędzy indeksami PMI i Ifo wynika czysto z kwestii technicznych - de facto po odpowiednim przeważeniu spadają one unisono.





## EURUSD fundamentalnie

Korekcyjne umocnienie euro wobec dolara. Przez chwilę obawy o stan amerykańskiej gospodarki, czy wyczekiwanie kolejnych wydarzeń w strefie euro odeszło na dalszy plan. Inwestorzy albo realizowali zyski po ostatnim rally na dolarze albo uwierzyli w kolejną rundę poluzowania ilościowego w USA z jednej strony i wymuszone reakcją rynków działania europejskich polityków z drugiej. Wraz ze zbliżaniem się pary do kolejnych minimów rosną obawy o wznowienie polityki osłabiania dolara w USA. Dziś dane o zamówieniach na dobra trwałe. Dane te mogą nieco ostudzić apetyt na ryzyko i przyhamować odbicie EURUSD.

## EURUSD technicznie

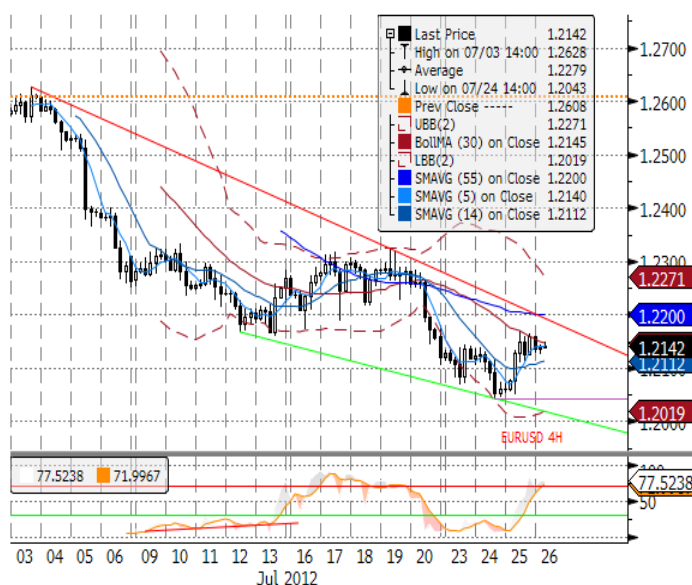
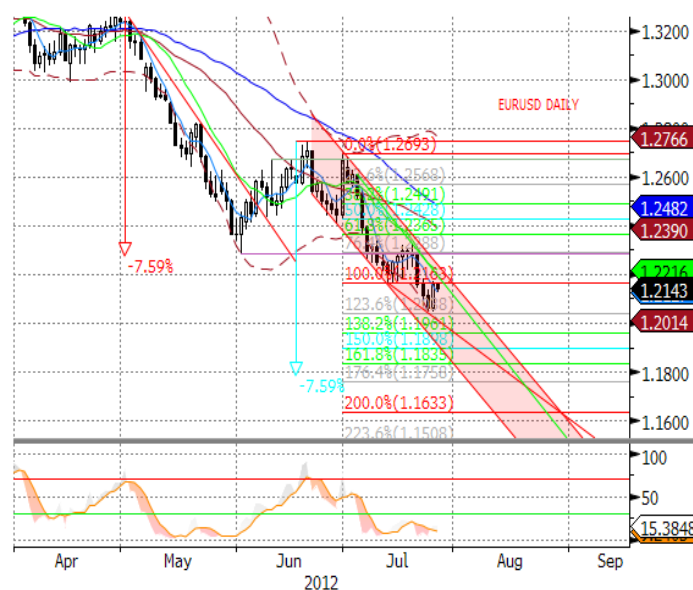
Nieco zaskakująca biała świeca ze sporym korpusem na dziennym i powrót do ważnego poziomu (tym razem oporu) 1,2163 – za dużo, by mówić tylko o utracie impetu trendu, ale też skromnie jak na korektę. Brak wyraźnej dywergencji na 1H/4H, ale należy pod tym kątem obserwować dzienny. Eksplorujemy od dawna nie widziane terytorium, więc utrzymanie poniżej lipcowych (dwuletnich!) skażeń nas na ponowne testowanie 1,2043 i ruch w stronę targetów poniżej, ale w tej sytuacji któryś z poziomów technicznych (przeciągnięcie Fibo 38,2%, psychologiczny 1,1900, stare minimum 1,1877) okaże się dla rynku wystarczający. 1,2043 to chyba jeszcze nie ten poziom.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,2043   | 1,2210 |
| 1,1961   | 1,2163 |
| 1,1877   | 1,2113 |

### 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

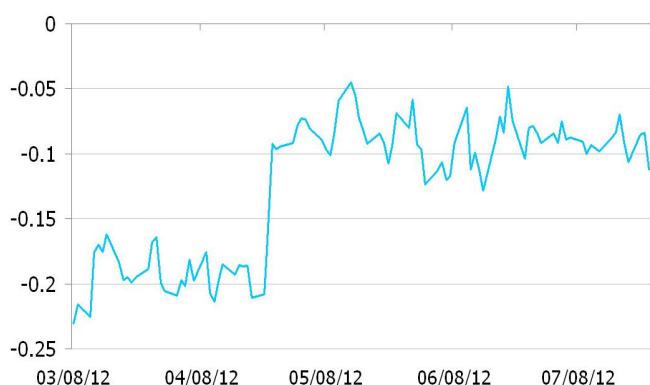
Złoty mocniejszy. Wczorajsza sesja przyniosła odreagowanie ryzykownych aktywów, w tym polskich obligacji oraz złotego. Po raz kolejny dowiedzieliśmy się, że percepcja krajów z grupy EM ciągle jest pozytywna i każde uspokojenie sytuacji na rynkach bazowych powinno wspierać aktywa tych krajów. Złoty po otwarciu na poziomie 4,2155 przez pierwszą część sesji ostrożnie zbliżał się do poziomu 4,2000, by potem, już na amerykańskiej sesji już za EURUSD przebić poziom 4,1800. Dziś dane o sprzedaży detalicznej. Jedynie duże zaskoczenie może wpłynąć na kurs złotego. Oczekujemy delikatnego umocnienia waluty na fali globalnej poprawy sentymentu.

## EURPLN technicznie

Przy pewnej dozie tolerancji można byłoby mówić o niedokładnym odbiciu od górnej granicy kanału trendowego na dziennym i powrocie do trendu. Jest jednak kilka powodów do wątpliwości: dywergencja na 4H (i – subtelniejsza – 1H), zatrzymanie spadków w okolicach średnich kroczących na 4H (MA55, Bol MA) który nie wydawał się bardzo mocnym wsparciem (ostatnio raczej skuteczne były poziomy Fibo – spadek mniejszy niż zniesienie 61,8% korekty z 1H), a odbicie w górę od średnio-terminowego trendu na tygodniowym też mobilibyśmy uznać za zrealizowane w przybliżeniu. W tej sytuacji oczekujemy na najbliższe dni najniższego oporu 4,1470 i wahań w range do 4,2226 lub w trójkącie (dzienny).

| Wsparcie  | Opór      |
|-----------|-----------|
| 4,1821/24 | 4,2226    |
| 4,1759    | 4,2167/72 |
| 4,1470    | 4,1900    |

## 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.



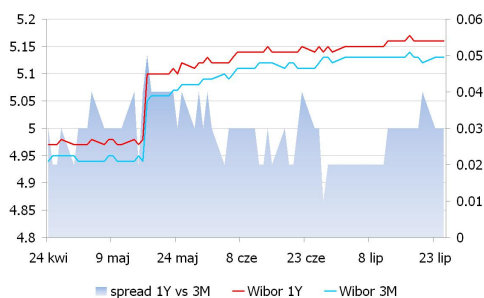




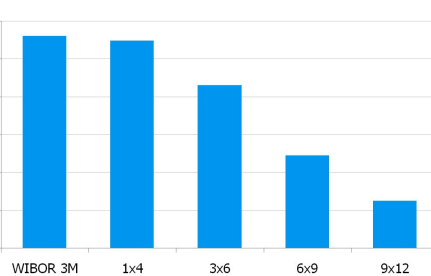
| IRS | BID    | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|--------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 4.74   | 4.78 | ON   | 4.5 | 4.7 | EUR/PLN    | 4.2087 |
| 2Y  | 4.5    | 4.53 | 1M   | 4.8 | 5.0 | USD/PLN    | 3.4719 |
| 3Y  | 4.42   | 4.46 | 3M   | 4.9 | 5.1 | CHF/PLN    | 3.5043 |
| 4Y  | 4.4049 | 4.44 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 4.4275 | 4.47 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 4.439  | 4.47 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 4.468  | 4.50 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 4.505  | 4.54 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 4.54   | 4.57 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 4.5549 | 4.59 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 4.91 | 4.96 | EUR/USD          | 1.2157 |
| 1x4  | 5.04 | 5.10 | EUR/JPY          | 94.99  |
| 3x6  | 4.83 | 4.86 | EUR/PLN          | 4.1792 |
| 6x9  | 4.44 | 4.49 | USD/PLN          | 3.4363 |
| 9x12 | 4.20 | 4.25 | CHF/PLN          | 3.4788 |

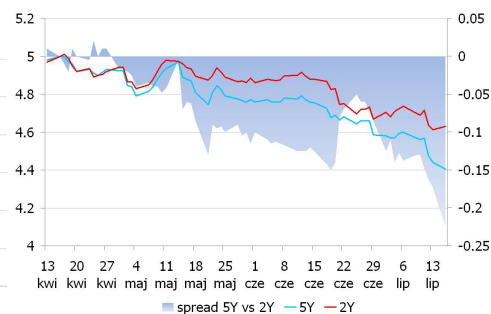
WIBOR 3M i 1Y



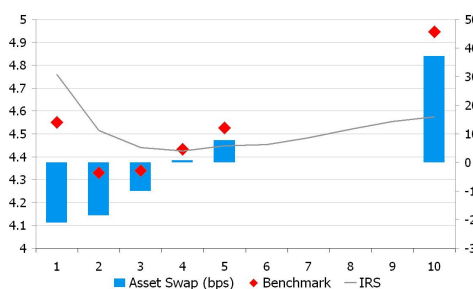
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



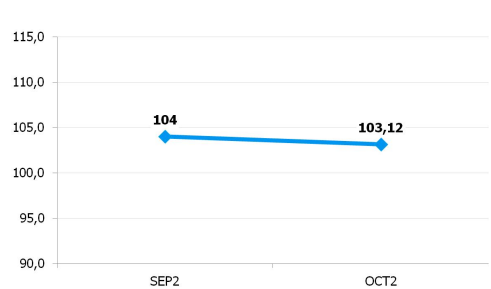
Asset swap i IRS



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