



## 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		
<b>27.08.2012 PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	GER	Indeks IFO (pkt)	sier	102.6		103.3	102.3
<b>28.08.2012 WTOREK</b>							
8:00	GER	Indeks GfK (pkt)	wrz	5.9		5.9	
9:00	SPA	PKB r/r (%)	II kw.	-1.0		-0.4 (p)	
14:00	HUN	Decyzja ws. stóp procentowych (%)	sier	7.00		7.00	
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller r/r (%)	czer	-0.3		-0.7	
16:00	USA	Indeks Conference Board (pkt)	sier	65.0		65.9	
<b>29.08.2012 ŚRODA</b>							
14:00	GER	CPI (wstępnie) r/r (%)	sier	1.9		1.7	
14:30	USA	PKB kw/kw (%)	II kw.	1.7		1.5	
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	lip	1.3		-1.4	
20:00	USA	Beżowa księga Fed					
<b>30.08.2012 CZWARTEK</b>							
10:00	POL	PKB (wstępnie) r/r (%)	II kw.	2.7	2.9	3.5	
10:00	POL	Konsumpcja r/r (%)	II kw.	1.5	1.9	2.1	
10:00	POL	Inwestycje r/r (%)	II kw.	4.7	5.5	6.7	
11:00	EUR	Economic Sentiment Indicator (pkt)	sier	87.5		87.9	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	25.08.	370		372	
14:30	USA	Dochody gosp. dom. m/m (%)	lip	0.3		0.5	
14:30	USA	Wydatki gosp. dom. m/m (%)	lip	0.5		0.0	
<b>31.08.2012 PIĄTEK</b>							
1:30	JPN	Inflacja r/r (%)	lip	-0.3		-0.3	
1:30	JPN	Stopa bezrobocia (%)	lip	4.3		4.3	
1:50	JPN	Produkcja przem. (wstępnie) r/r (%)	cze	1.8		-1.5	
11:00	EUR	HICP (wstępnie) r/r (%)	sier	2.4		2.4	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne NBP r/r (%)	sier	3.7		3.5	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	sier	53.5		53.7	
15:55	USA	Indeks Uni. Michigan (pkt)	sier	73.6		72.3 (p)	
16:00	USA	Zamówienia przemysłowe m/m (%)	lip	1.0		-0.5	
16:00	USA	Przemówienie B.Bernanke w Jackson Hole					

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Brak danych.

• **Gospodarka globalna.** Dane z rynku nieruchomości USA (Case-Shiller) oraz zaufanie konsumentów (Conference Board). Publikacje prawdopodobnie bez większego wpływu na rynek, gdyż rosnące ceny amerykańskich nieruchomości są już faktem (dane REALTOR, Census Bureau) natomiast probierzem zaufania konsumentów był indeks Michigan (poprzedni tydzień). Interesujące w zakresie Conference Board będą wskazania odnośnie rynku pracy („jobs plentiful” i „jobs hard to get”).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka: w II kwartale wzrost PKB może wynieść 2,9% r/r.
- Kaźmierczak: Obecnie jest zbyt wcześnie, by rozważać obniżkę stóp procentowych. Ich cięcie nie przyczyniłoby się do przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego, a poza tym, choć inflacja spowalnia, to wciąż nie jest pewne, czy spadek ten ma trwały charakter.
- Elżbieta Chojna-Duch z Rady Polityki Pieniężnej poinformowała w poniedziałek, że Rada powinna podjąć dyskusję odnośnie podniesienia celu inflacyjnego, aby dostosować go do uporczywie wysokiej inflacji, na którą RPP nie ma wpływu.
- Sławiński: Inflacja jest podwyższona z powodów, na które RPP nie ma wpływu, a „niedługo”, tzn. w przyszłym roku, wróci w pobliże celu. Nie ma powodu, by zmieniać poziom celu inflacyjnego RPP. W ocenie Sławińskiego scenariusz wzrostu polskiego PKB w 2013 r. o 2,0-2,5 proc. jest „najbardziej prawdopodobny”.
- Indeks Ifo, obrazujący nastroje wśród przedsiębiorców niemieckich, spadł w sierpniu 2012 r. do 102,3 pkt. ze 103,2 pkt. w poprzednim miesiącu, po korekcie (więcej w sekcji analizy).

Decyzja RPP (5.09.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.000	0.000
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.652	-0.009
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.878	0.001
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		



## Ifo kontynuuje spadki

Indeks Ifo spadł czwarty miesiąc z rzędu do poziomu 102,3 pkt. przy czym spadki zanotowały obie składowe - określające sytuację bieżącą (spadek o 0,3pkt. do poziomu 111,2 pkt.) oraz oczekiwania (spadek o 1,3pkt. do poziomu 94,2pkt). Trzeba jednak podkreślić, że w stosunku do konsensusu negatywnie zaskoczył przede wszystkim komponent oczekiwań, co jest spójne z wcześniejszą publikacją indeksów ZEW. Taki odczyt Ifo przy innej próbie względem indeksów PMI z sektora przemysłowego, które nieoczekiwanie wzrosły wg wstępnych sierpniowych obliczeń, wskazuje na ograniczony udział oczekiwań w tych wzrostach, a raczej na korektę PMI względem wcześniejszych silniejszych spadków. Trzeba tutaj wspomnieć, że proggi recesyjne dla PMI zostały przekroczone jeszcze w trzecim kwartale 2011 roku, podczas gdy Ifo ciągle znajduje się powyżej wyznaczonych regresyjnie progów (ok. 97,3 pkt. dla ocen sytuacji bieżącej i ok. 98,6 pkt. dla oczekiwań).

Przechodząc do sektorowego rozbicia indeksu jedyny pozytywny sygnał płynie z przetwórstwa i sektora budowlanego, gdzie polepszyły się oceny sytuacji bieżącej, jednak w budownictwie ciągle więcej jest negatywnych ocen niż pozytywnych (indeks dyfuzji dla sytuacji bieżącej pozostaje ujemny). W sprzedaży detalicznej, hurtowej oraz w usługach wskaźnik ten się pogorszył, zaś oczekiwania spadły we wszystkich sektorach. Taki odczyt nie może być zatem odebrany pozytywnie - gospodarka niemiecka znajduje się w fazie spowolnienia i choć bieżące oceny oddalają jej pozycję na zegarze koniunktury od recesji (patrz wykres), to jedynie nieznacznie. Zaś porównanie poziomów indeksów Ifo i PMI wskazuje, że to te pierwsze mają ciągle sporą przestrzeń do spadków.



### EURUSD fundamentalnie

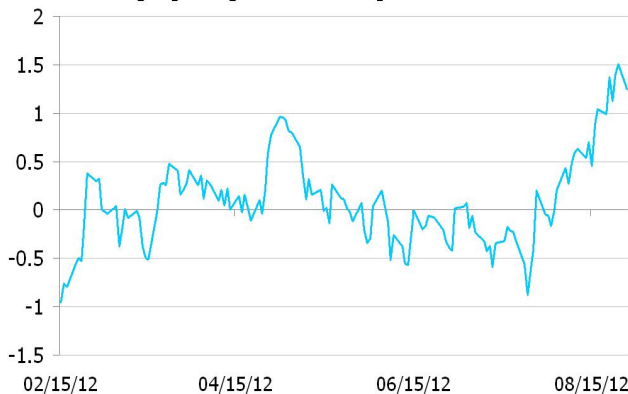
Spodziewana przez nas konsolidacja na EURUSD zamieniła się w niewielkie spadki a dziś po otwarciu kurs wyznaczył nowe minima lokalne na poziomie 1,2464, jednak rano powrócił w okolice 1,25. Publikacja Ifo - choć gorsza od oczekiwań rynkowych - przyniosła nawet tymczasowe umocnienie EUR. Naszym zdaniem może być to związane z faktem, że inwestorzy wierzą w przygotowanie skutecznych rozwiązań antykrzysowych w strefie euro, jednak zdają sobie również sprawę, że tylko gorsze dane mogą przyspieszyć faktyczne działania (dotyczy to w szczególności gospodarki niemieckiej, gdzie wyborcy i politycy muszą sobie uświadomić, że gospodarka niemiecka nie jest całkowicie odporna na kryzys na peryferiach). Dziś nie spodziewamy się żadnych gwałtownych ruchów na EURUSD, kontynuowany jest scenariusz oczekiwania na słowa B. Bernanke z Jackson Hole. Z twardych danych tylko indeks Case-Shiller dla USA i optymizm konsumentów. Obie dane są już pewnie w cenach, gdyż wcześniej opublikowane były już ich lustrzane odbicia (tylko przygotowane przez inne instytucje).

### EURUSD technicznie

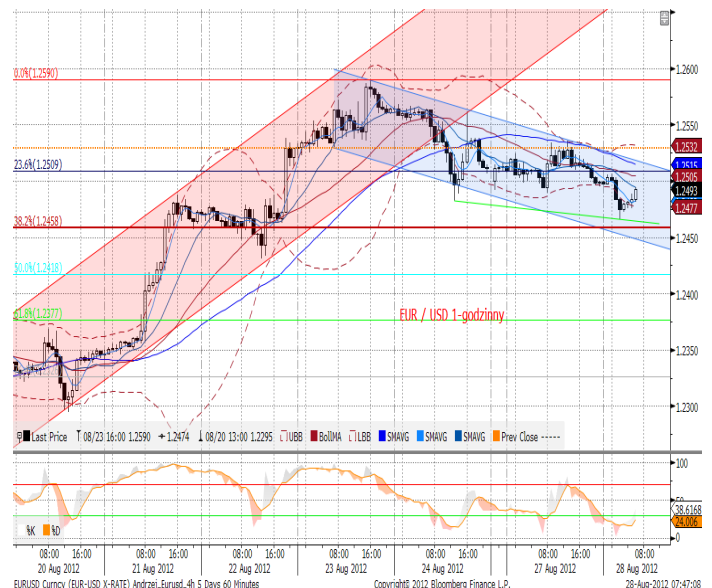
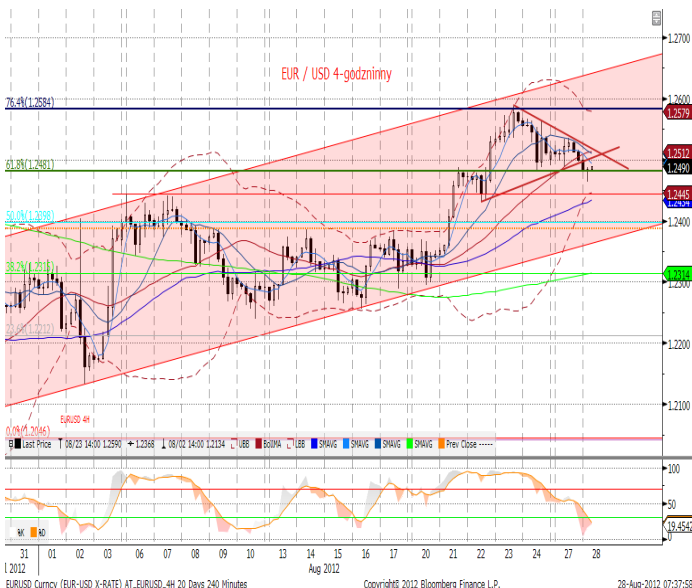
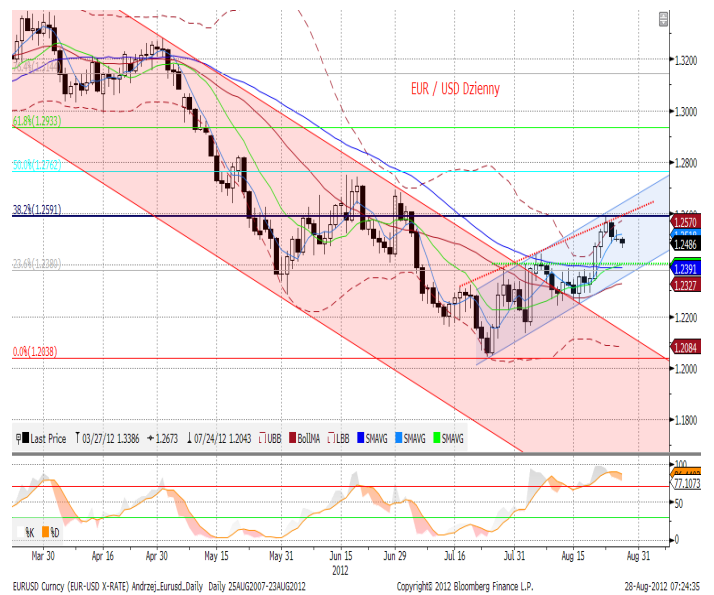
Na interwale dziennym widzimy kontynuację rozpoczętej 24 sierpnia korekty. Powodem do zmartwień dla posiadających długie pozycje może być przebiecie poziomu 1,2401 stanowiącego środek korpusu długiej białej świecy z 21 sierpnia oraz niedawne maksimum w cenach zamknięcia. Oporem natomiast pozostaje poziom 1.2591 i linia szyi formacji RGR z przełomu lipca i sierpnia. Na wykresie o 4-godzinny interwale przebite zostały zarówno poziomy krótkoterminowej linii trendu jak i MA30. Na razie skutecznie przeciwstawia się jednak spadkom poziom 1,248, czyli 61,8 % zniesienia poprzedniego ruchu. Przebiecie tego poziomu będzie wyraźnie negatywnym sygnałem i początkiem ruchu w kierunku poziom 1,2444. Na wykresie godzinowym po przebiciu dolnego ograniczenia kanału trendu oraz MA55 kurs wkroczył w trend boczny,

Wsparcie	Opór
1,2464	1,2762
1,2444	1,2586
1,2241	1,2520

### 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





### EURPLN fundamentalnie

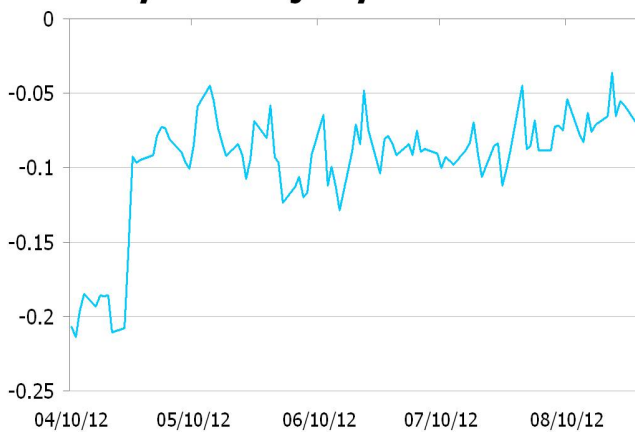
Złoty nieznacznie mocniejszy - perspektywy luzowania monetarnego w strefie euro powinny wspierać polską walutę. W tym samym kierunku działają także relatywnie jastrzębie komentarze niektórych członków RPP (Każmierczak). Natomiast komentarze o dostosowaniu celu inflacyjnego do bieżącej wysokiej inflacji pozostającej poza kontrolą RPP (Chojna-Duch) w dłuższej perspektywie zaszkodzą polskiej walucie; na razie wpływ tych informacji jest neutralny, gdyż dyskusja tak naprawdę nie nabrała jeszcze w RPP rozmachu. Dziś nie ma żadnych publikacji lokalnych.

### EURPLN technicznie

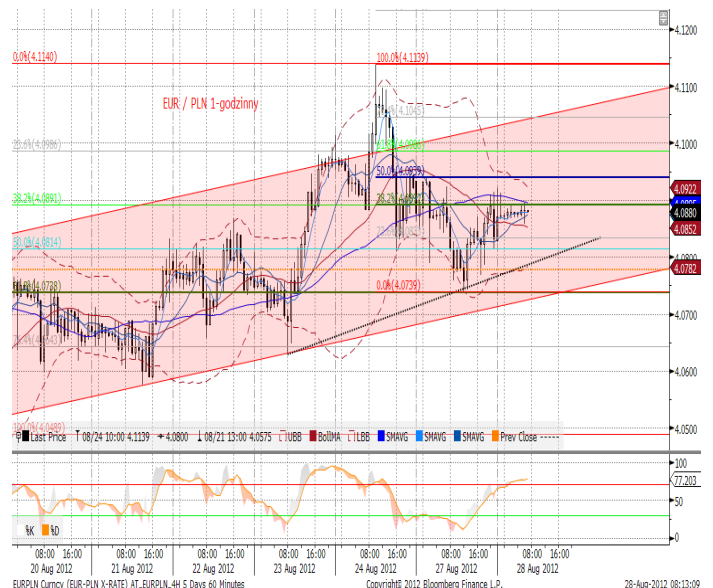
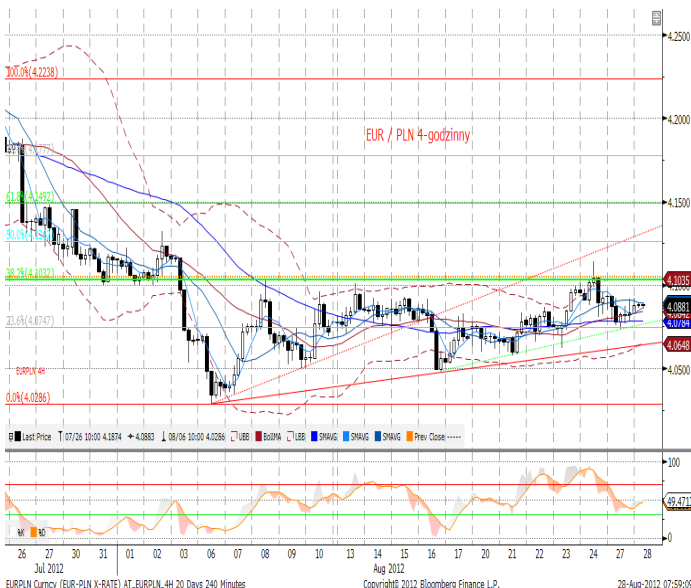
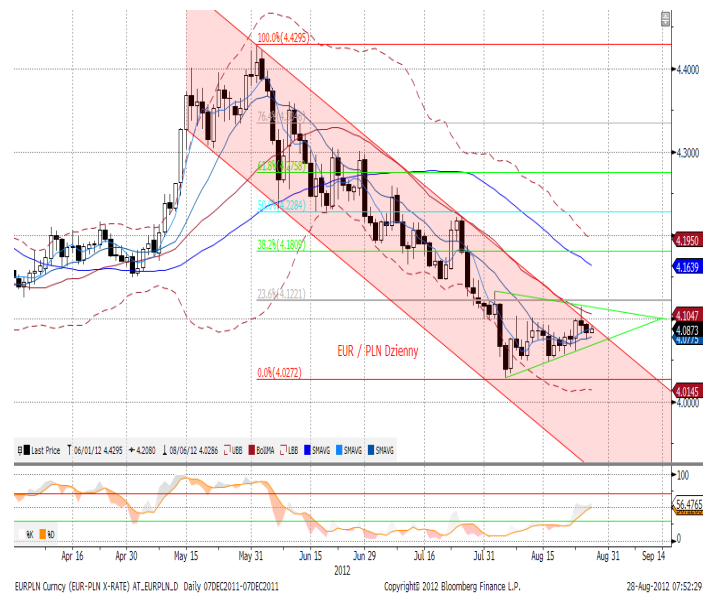
Na wykresie dziennym widzimy dalszy ciąg walki byków z górnym ograniczeniem kanału trendu, na razie bez spektakularnych sukcesów. Negatywny wydziewek może mieć wczorajsze zamknięcie poniżej MA14, brak jednak wyraźnych sygnałów inwestycyjnych. Wykres 4-godzinny również niewiele pomoże w podjęciu decyzji. Konsolidacja w przedziale między MA5 i MA14 i mała zmienność w horyzontalnym kanale trendu bocznego nakazuje zamknąć pozycje i czekać na dalszy przebieg wydarzeń. Wykres o godzinny interwale porusza się wewnątrz kanału trendu. Po krótkim odbiciu impuls wzrostowy został powstrzymany przez poziom 38.2% fibo, jego pokonanie będzie zapowiedzią kontynuacji marszu na północ. W przypadku odrotu najbliższym wsparciem pozostają poziomy fibo (najbliższy na 4.0833) oraz przyspieszona linia trendu, w okolicach 4,0810.

Wsparcie	Opór
4,0870	4,1221
4,0727	4,1045
4,0108	4,0939

### 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.





IRS	BID	ASK
1Y	4.7	4.73
2Y	4.5075	4.54
3Y	4.385	4.43
4Y	4.34	4.38
5Y	4.3425	4.38
6Y	4.3567	4.40
7Y	4.3817	4.42
8Y	4.4133	4.45
9Y	4.4317	4.47
10Y	4.44	4.48

depo	BID	ASK
ON	4.7	4.8
1M	4.9	5.1
3M	4.9	5.1

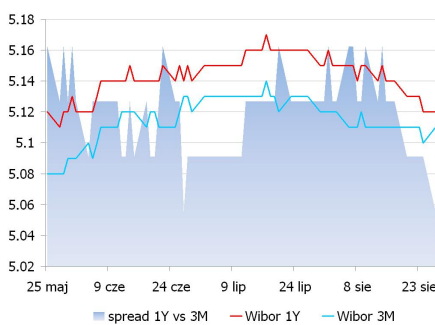
FRA	BID	ASK
1x2	4.87	4.92
1x4	5.01	5.06
3x6	4.76	4.80
6x9	4.42	4.47
9x12	4.23	4.28

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.0783
USD/PLN	3.2570
CHF/PLN	3.3959

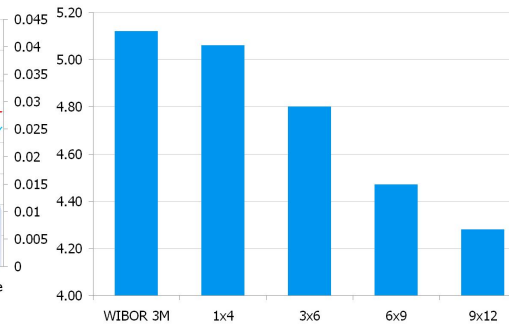
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2497
EUR/JPY	98.41
EUR/PLN	4.0820
USD/PLN	3.2661
CHF/PLN	3.3976

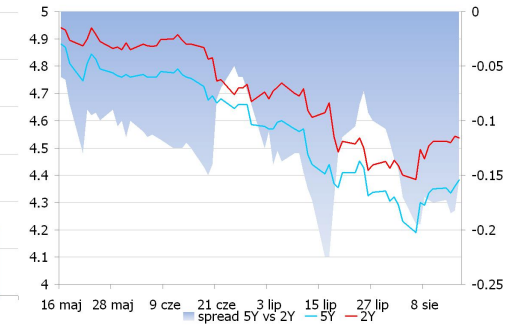
WIBOR 3M i 1Y



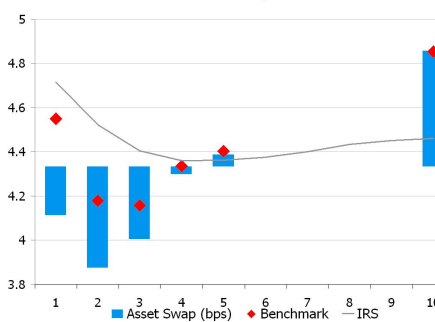
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



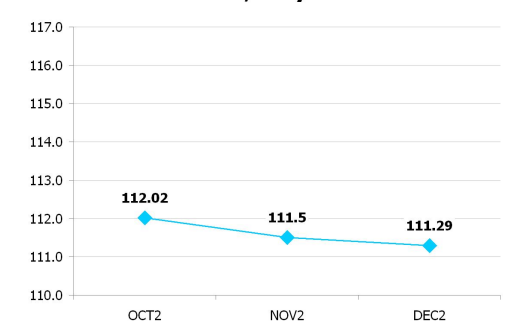
Asset swap i IRS



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