



## 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.ziemińska@brebank.pl

Andrzej Torój  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
andrzej.torój@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	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	6.75
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller r/r (%)	czer		-0.3	-0.7	0.5
16:00	USA	Indeks Conference Board (pkt)	sier		65.0	65.9	60.6
<b>29.08.2012 ŚRODA</b>							
14:00	GER	CPI (wstępnie) r/r (%)	sier		1.9	1.7	2.0
14:30	USA	PKB kw/kw (%)	II kw.		1.7	1.5	1.7
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	lip		1.3	-1.4	2.4
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	2.9	3.5	2.4
10:00	POL	Konsumpcja r/r (%)	II kw.	1.5	1.9	2.1	1.5
10:00	POL	Inwestycje r/r (%)	II kw.	4.7	5.5	6.7	1.9
11:00	EUR	Economic Sentiment Indicator (pkt)	sier		87.5	87.9	86.1
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	25.08.		370	374 (r)	374
14:30	USA	Dochody gosp. dom. m/m (%)	lip		0.3	0.3 (r)	0.3
14:30	USA	Wydatki gosp. dom. m/m (%)	lip		0.5	0.0	0.4
<b>31.08.2012 PIĄTEK</b>							
1:30	JPN	Stopa bezrobocia (%)	lip		4.3	4.3	4.3
1:50	JPN	Produkcja przem. (wstępnie) r/r (%)	cze		1.8	-1.5	-1.0
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.** NBP poda o 14 oczekiwania inflacyjne - oczekujemy umiarkowanego odbicia do poziomu 3,7% (dana ta jest zwykle opóźniona w stosunku do bieżącej inflacji o miesiąc). Jednak wartość badana została niedawno podkopana z powodu zmian jakie NBP wprowadziło w jego metodologii przerywając dotychczasową zależność z faktyczną inflacją.
- **Gospodarka globalna.** Dziś uwaga skupiona na rynku amerykańskim - indeksy koniunktury: Chicago PMI z sektora przemysłowego i konsumencki indeks uniwersytetu Michigan oraz zamówienia w przemyśle mają szansę wpisać się w ostatnie pozytywne sygnały z amerykańskiej gospodarki. O 16 odbędzie się planowane jest przemówienie Bena Bernanke w Jackson Hole. Analitycy rynkowi są mocno podzieleni odnośnie deklaracji ze strony Fed przed zbliżającym się posiedzeniem FOMC.

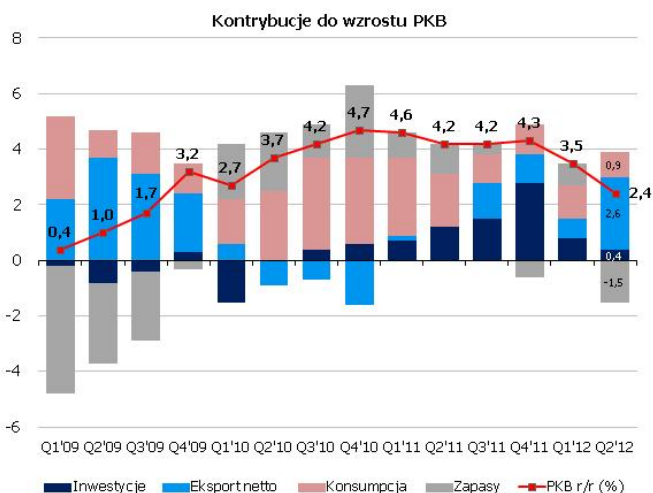
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- W drugim kwartale 2012 roku tempo wzrostu polskiej gospodarki zwolniło dużo silniej niż oczekiwano, bo do 2,4% r/r z 3,5% w pierwszym kwartale. Konsumpcja spowolniła do 1,5%, zaś inwestycje do 1,9% (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Chojna-Duch: Po publikacji danych o wzroście PKB za drugi kwartał dyskusja nad obniżkami stóp proc. wydaje się być jeszcze bardziej zasadna.
- Koziński: W 2013 i 2014 nie będzie recesji, w 2013 roku wzrost PKB będzie powyżej 1,5%, a inwestorzy zagraniczni dobrze postrzegają Polskę, mimo spowolnienia tempa wzrostu w II kwartale.
- Rostowski: Sytuacja gospodarcza skomplikowała się na tyle, że MF, które planowało od 2014 roku obniżkę VAT, musi brać pod uwagę wszystkie opcje. W trzecim kwartale 2012 roku tempo wzrostu PKB Polski nie powinno dalej wyhamowywać. Nie widzę powodów, aby zmieniać prognozę tegorocznego tempa wzrostu polskiej gospodarki, które założono na poziomie 2,5%.

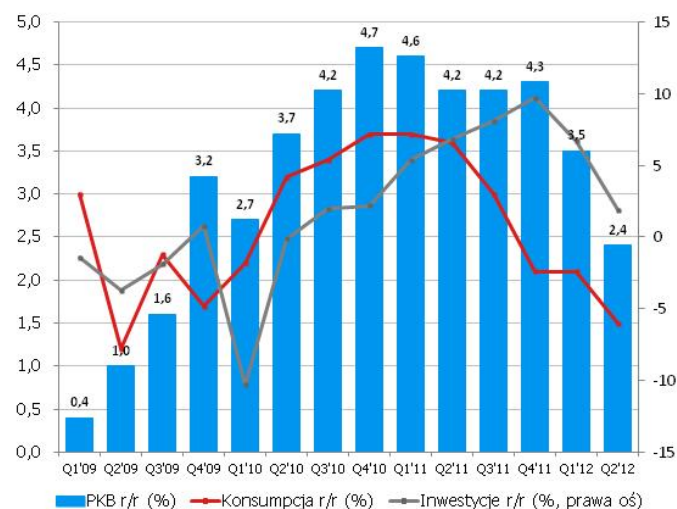
Decyzja RPP (5.09.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.349	0.004
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.627	-0.002
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.906	0.009
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Bardzo słabe dane o PKB za II kw.

W II kw. 2012 dynamika PKB obniżyła się do 2,4% r/r z 3,5% zanotowanych w I kw. Oczekiwania i prognoza prezesa NBP zbliżone były do 2,9%.



W oczy rzuca się przede wszystkim brak jakichkolwiek pozytywnych efektów związanych z organizacją EURO 2012. Konsumpcja w odróżnieniu od wzorca obserwowanego w innych krajach organizujących tę imprezę zanotowała w Polsce dalszy spadek dynamiki z 2,1% r/r do zaledwie 1,5% r/r. W ujęciu odsezonowanym konsumpcja wzrosła zaledwie o 0,4% kw./kw. Mocnym negatywnym zaskoczeniem była również dynamika inwestycji, która obniżyła się z 6,7% do zaledwie 1,9% r/r w II kw. Jako że wartość dodana w budownictwie obniżyła się z 9,6% do 1,4% r/r spadek dynamiki inwestycji należy utożsamiać z wyraźnym wyhamowaniem inwestycji infrastrukturalnych. Po odsezonowaniu dynamika kwartalna inwestycji wyniosła zaledwie 0,3% kw./kw.



Przerażające jest również to, że dynamika popytu krajowego spadła do -0,2 z 2,7% zanotowanych w I kw., a dodatni wzrost PKB udało się utrzymać jedynie dzięki dużej dodatniej kontrybucji ze strony eksportu netto. Dane o eksporcie netto sugerują również znaczne przyspieszenie bilansowania nierównowagi zewnętrznej w polskiej gospodarce i sugerują istotną rewizję

danych o deficycie na rachunku obrotów bieżących (w kierunku znacznie niższego z prawdopodobną nadwyżką na rachunku towarów i usług). Za zawężenie deficytu na rachunku obrotów bieżących odpowiedzialne jest znów wyhamowanie importochłonnych inwestycji infrastrukturalnych.

W kolejnych kwartałach spodziewamy się dalszego wyhamowania gospodarki. Otoczenie (głównie strefa euro) zewnątrz pozostaje negatywne dla polskiej gospodarki, jednak zasadniczą przyczyną spowolnienia są czynniki krajowe (konieczność odbudowy oszczędności gosp. domowych oraz wyhamowanie infrastruktury, a także brak pola do istotnej stymulacji fiskalnej). W II kw. dynamika PKB spadnie do poniżej 2%. Na IV kw. podtrzymujemy naszą prognozę 1,4%. W 2013 roku dynamika PKB może wynieść około 2% (ryzyko przesunięte jest w stronę jeszcze niższego wzrostu). Oczekujemy, że niebawem konsensus prognoz rynkowych zdryfuje do naszych prognoz.

Rynek zareagował spadkiem stóp procentowych o 7-8 pb (dwuletni IRS). Fakt głębszego spowolnienia, zawężenia deficytu handlowego, postępującego wzrostu stopy oszczędzania to istotne argumenty za szybszą obniżą stóp NBP. Oczekujemy, że dojdzie do niej już w październiku (wrzesień ciągle mniej prawdopodobny - ale nie niemożliwy - ze względu na ostatnie deklaracje prezesa Belki). Spodziewamy się wzrostu premii za ryzyko, a więc wystromienia krzywej obligacyjnej (presja na wzrost rentowności na długim końcu, spadek na krótkim końcu).



### EURUSD fundamentalnie

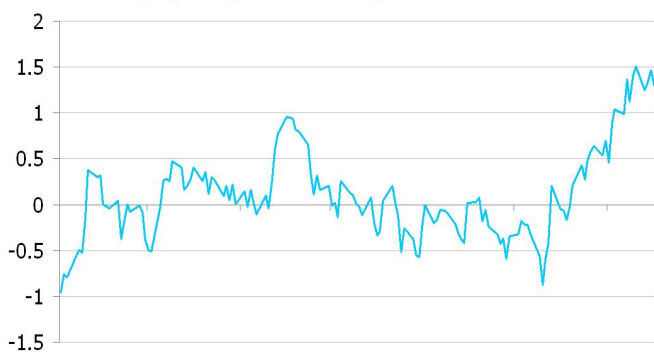
EURUSD złamał wczoraj trzydniowy range (1,2517-1,2573), choć trzeba przyznać, że złamanie to jest w dalszym ciągu mało przekonujące, gdyż notowania po prostu utknęły nieco niżej i nie ma prób wykształtowania żadnego nowego trendu w krótkim terminie. Spadki na EURUSD zostały wyidukowane przez indeksy giełdowe (gros osłabienia przypadło na otwarcie giełd amerykańskich). Dane o wydatkach konsumentów oraz tygodniowe szacunki z rynku pracy nie miały przełożenia na kurs. Dziś przemówienie Bernanke otwierające konferencję w Jackson Hole. Nawet jeden z najlepiej poinformowanych dziennikarzy, J. Hilsenrath, nie wieszcy na dziś niczego pewnego poza wciąż dużą determinacją Bernanke do wprowadzenia nowych instrumentów stymulujących gospodarkę (jednak żadnych konkretnych, zwłaszcza w kontekście zapowiedzenia kolejnego QE). Jeśli Bernanke nie będzie bardziej gołębi niż „Minutes” oraz ostatni komunikat FOMC (a pewnie nie będzie, ani też niczego nie zapowie przed posiedzeniem), EURUSD prawdopodobnie skoryguje się w kierunku niższych poziomów; obecnie coraz trudniej stwierdzić jak wiele oczekiwać na QE znajduje się w kursie EURUSD.

### EURUSD technicznie

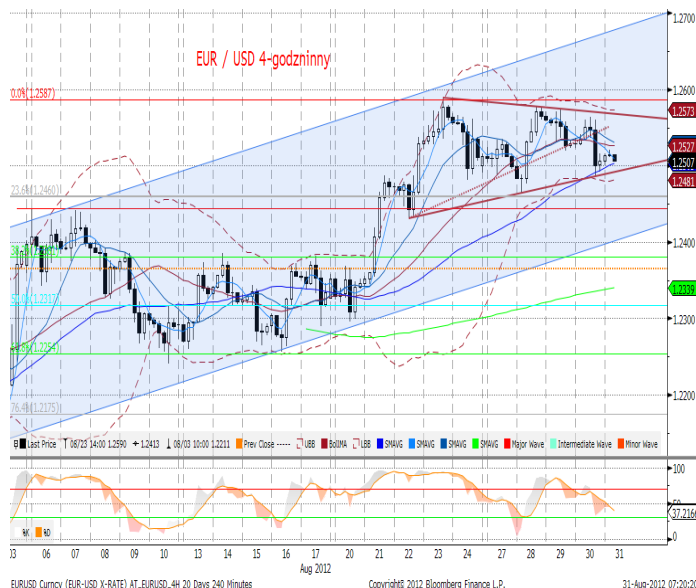
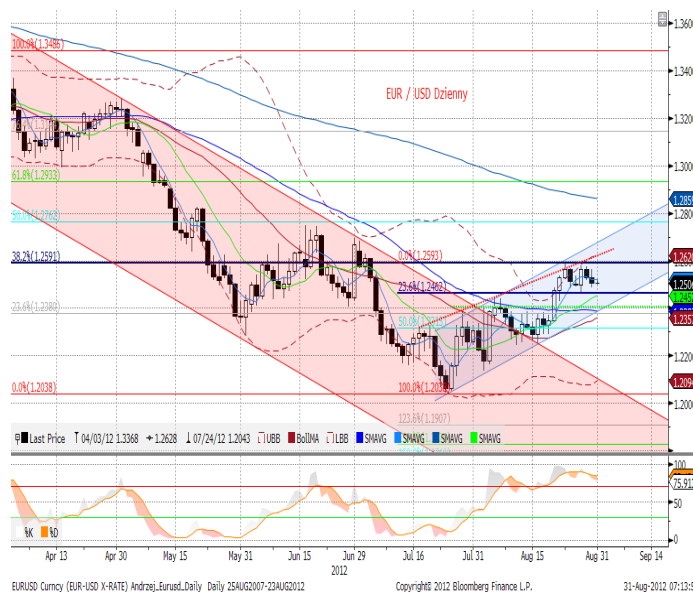
Na wykresie dziennym widać konsolidację po nieudanym ataku na 1,2590. Kurs pozostaje w trendzie bocznym w przedziale 1,2590 – 1,2460. Spadek poniżej tego wsparcia będzie zapowiedzią dalszego umocnienia dolara, natomiast pokonanie wspomnianych oporów będzie stanowić silny sygnał kupna. Rysującą się na wykresie o 4-godzinny interwale formację można interpretować jako trójkąt. Wybicie górą zwiastować będzie dalszą falę osłabienia dolara. Wykres godzinny ma wyraźnie neagatywną wymowę. Pokonanie wsparcia na poziomie 1,2492 będzie zapowiedzią testowania ostatnich minimów oraz pokonanie niedawno górnego ograniczenia kanału spadkowego. W przypadku pokonania lokalnych minimów zasięg impulsu to poziom 1,2400. Wydaje się, że scenariusz umocnienia dolara jest na chwilę obecną bardziej prawdopodobny.

Wsparcie	Opór
1,2481	1,2762
1,2460	1,2670
1,2400	1,2590

### 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 przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dywanet





### EURPLN fundamentalnie

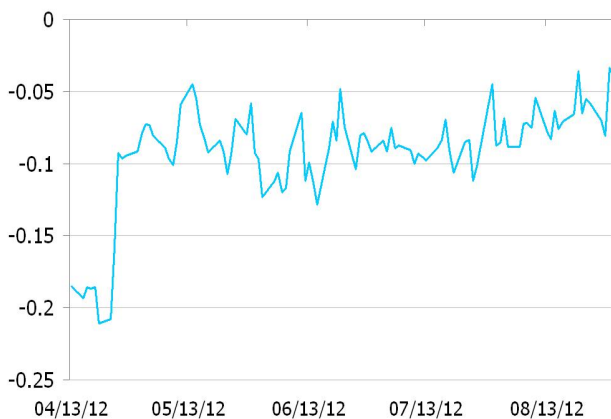
EURPLN stracił wczoraj nieco animuszu do deprecjacji. Niemniej nie zapobiegło to wyrysowaniu kolejnego zamknięcia wyżej (4,1968 po maksimum intraday na poziomie 4,2060). Po wczorajszych danych o PKB złoty kontynuował deprecjację, niemniej patrząc na nasz model wyceny EURPLN, znaczenie czynników stricte krajowych dla obecnej deprecjacji jest nadal stosunkowo niewielkie (można nawet powiedzieć, że 3-4 grosze mieści się w błędzie pomiaru modelu). Jedno jest pewne - cykliczność oraz coraz większe oczekiwania na obniżki stóp procentowych będą w najbliższym czasie negatywnie oddziaływać na złotego.

### EURPLN technicznie

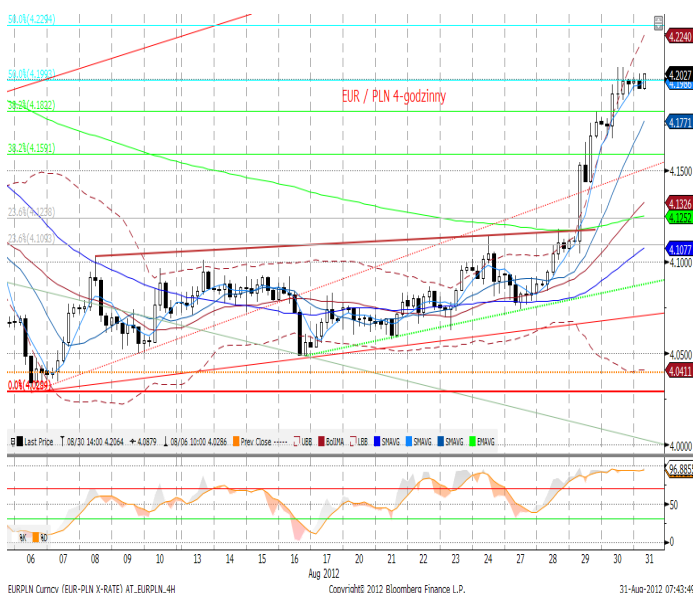
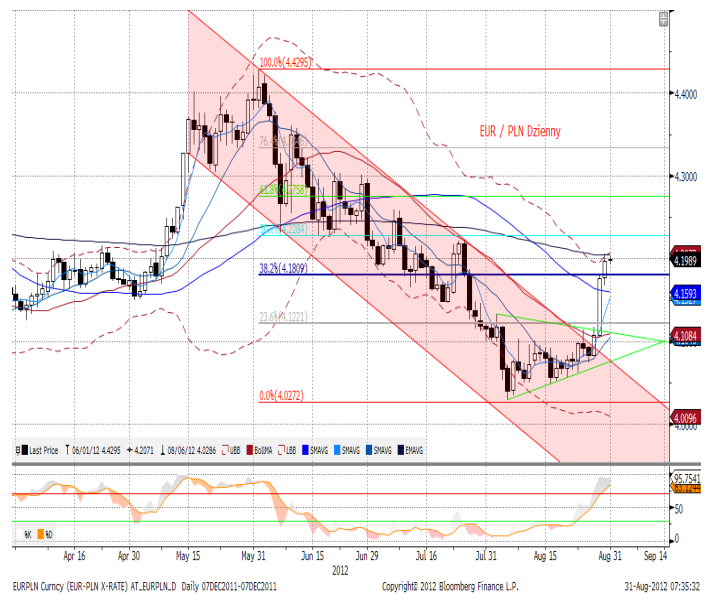
Na wykresie dziennym możemy obserwować zmagania kursu z poziomem MA200. Jego przebicie będzie zapowiedzią kontynuacji dynamicznego ruchu deprecjacyjnego złotego. Wczoraj udało się pokonać poziom 38,2% znieśienia fibo (4,1809). Kolejnym ważnym oporem będzie poziom 50% znieśienia (4,2284). Na razie kurs został zatrzymany w okolicach poziomu 4,2. Spodziewamy się, że po krótkiej konsolidacji nastąpi kolejny impuls osłabienia złotego. Potencjalnym zasięgiem kolejnego ruchu będzie przedział 4,2284 – 4,2300. Natomiast spadek poniżej poziomu 4,1800 będzie zapowiedzią nieco dłuższej (choć zasłużonej) korekty.

Wsparcie	Opór
4,1822	4,3000
4,1802	4,2274
4,1656	4,2284

### 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
1Y	4.565	4.62
2Y	4.37	4.43
3Y	4.3	4.36
4Y	4.28	4.34
5Y	4.28	4.34
6Y	4.3	4.36
7Y	4.33	4.39
8Y	4.37	4.43
9Y	4.4	4.46
10Y	4.41	4.47

depo	BID	ASK
ON	4.9	5.1
1M	4.9	5.0
3M	4.8	5.0

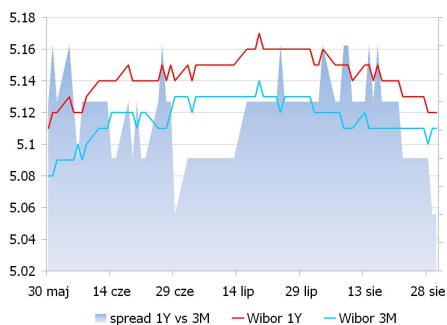
FRA	BID	ASK
1x2	4.87	4.92
1x4	4.92	4.97
3x6	4.62	4.67
6x9	4.27	4.32
9x12	4.05	4.10

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1919
USD/PLN	3.3397
CHF/PLN	3.4911

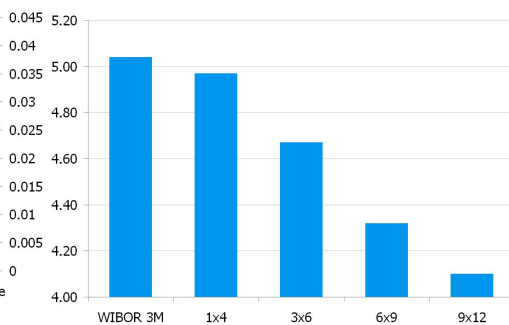
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2504
EUR/JPY	98.30
EUR/PLN	4.1968
USD/PLN	3.3557
CHF/PLN	3.4944

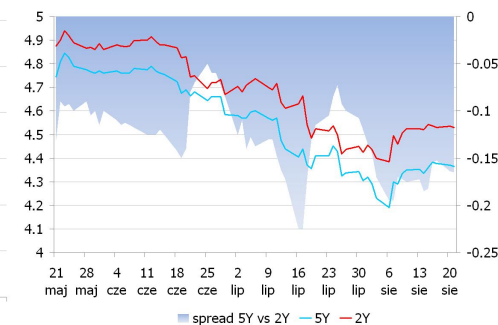
WIBOR 3M i 1Y



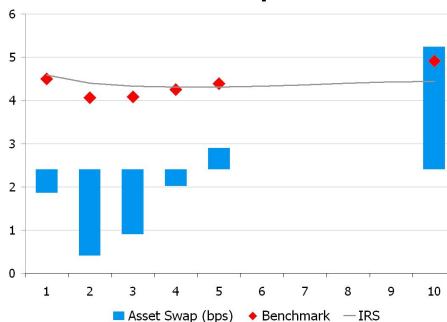
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



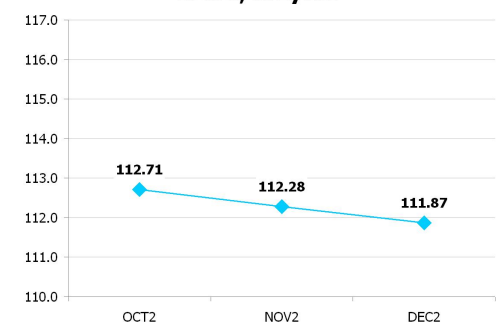
Asset swap i IRS



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.