



## 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

**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 |            |        |
| 3.09.2012 PONIEDZIAŁEK |      |                                             |        |          |           |            |        |
| 4:30                   | CHN  | PMI (pkt)                                   | sier   |          | 47.8      | 49.3       | 47.6   |
| 9:00                   | POL  | Indeks PMI dla przemysłu (pkt)              | sier   | 48.8     | 49.0      | 49.7       | 48.3   |
| 9:50                   | FR   | Indeks PMI dla przemysłu <i>final</i> (pkt) | sier   |          | 46.2      | 46.2       | 46.0   |
| 9:55                   | GER  | Indeks PMI dla przemysłu <i>final</i> (pkt) | sier   |          | 45.1      | 45.1 (p)   | 44.7   |
| 10:00                  | EUR  | Indeks PMI dla przemysłu <i>final</i> (pkt) | sier   |          | 45.3      | 45.3 (p)   | 45.1   |
| 4.09.2012 WTOREK       |      |                                             |        |          |           |            |        |
| 16:00                  | USA  | Indeks ISM dla przemysłu (pkt)              | sier   |          | 50.0      | 49.8       | 49.6   |
| 05.09.2012 ŚRODA       |      |                                             |        |          |           |            |        |
| 9:50                   | FR   | Indeks PMI dla usług <i>final</i> (pkt)     | sier   |          | 50.2      | 50.2 (p)   | 49.2   |
| 9:55                   | GER  | Indeks PMI dla usług <i>final</i> (pkt)     | sier   |          | 48.3      | 48.3 (p)   | 48.3   |
| 10:00                  | EUR  | Indeks PMI dla usług <i>final</i> (pkt)     | sier   |          | 47.5      | 47.5 (p)   | 47.2   |
|                        | POL  | Decyzja RPP (%)                             |        | 4.75     | 4.75      | 4.75       | 4.75   |
| 06.09.2012 CZWARTEK    |      |                                             |        |          |           |            |        |
| 11:00                  | EUR  | Realny PKB kw/kw (%)                        | II kw. |          | -0.2      | -0.2       | -0.2   |
| 12:00                  | GER  | Zamówienia przemysłowe m/m (%)              | lip    |          | 0.5       | -1.6 (r)   | 0.5    |
| 13:45                  | EUR  | Decyzja ECB (%)                             |        |          | 0.75      | 0.75       | 0.75   |
| 14:15                  | USA  | Wskaźnik ADP (tys)                          | sier   |          | 140       | 173 (r)    | 201    |
| 14:30                  | USA  | Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)         | 01.09  |          | 370       | 377 (r)    | 365    |
| 16:00                  | USA  | Indeks ISM dla usług (pkt)                  | sier   |          | 52.5      | 52.6       | 53.7   |
| 07.09.2012 PIĄTEK      |      |                                             |        |          |           |            |        |
| 8:00                   | GER  | Export m/m(%)                               | lip    |          | -0.5      | -1.5       | 0.5    |
| 12:00                  | GER  | Produkcja przemysłowa m/m (%)               | lip    |          | 0.0       | -0.9       |        |
| 14:30                  | USA  | Non-farm payrolls m/m (tys)                 | sier   |          | 120       | 163        |        |
| 14:30                  | USA  | Stopa bezrobocia (%)                        | sier   |          | 8.3       | 8.3        |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś kluczowe (poza dalszymi reakcjami na ogłoszoną wczoraj decyzję EBC o nowym programie skupu obligacji) będą dane z amerykańskiego rynku pracy, które uważane są za istotny determinant działań Fed. Lipcowy odczyt NFP (163 tys.) oraz wczorajsze lepsze od oczekiwań dane o ADP wskazują, że ograniczony wzrost zatrudnienia w II kwartale był outlierem i oczekiwania na dzisiejsze payrolle ustawione są zapewne wyżej niż 120 tys., co przemawiałoby za odroczeniem wprowadzenia dodatkowej stymulacji przez Fed. Nastroje i retoryka członków FOMC wskazują jednak, że obecne tempo wzrostu gospodarki jest w ich ocenie zbyt wolne i jakkolwiek negatywny sygnał na pewno rozbudzi oczekiwania na QE3.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Rostowski: Deficyt sektora finansów w tym roku wyniesie poniżej 3,5% PKB, co pozwoli wyjść z procedury nadmiernego deficytu, a w przyszłym roku powinien być jeszcze niższy.
- ECB nie zmienił stóp procentowych, pozostawiając główną z nich na poziomie 0,75%.
- Draghi: ECB podjął decyzję w sprawie wprowadzenia programu skupu obligacji, zakładającego nieograniczony, sterylizowany skup aktywów. Celem programu jest przywrócenie prawidłowego funkcjonowania polityki monetarnej w strefie euro.
- Niemiecki minister gospodarki powiedział w czwartek, że zapowiedziany przez ECB program skupu obligacji nie jest trwałym rozwiązaniem problemów regionu, oraz pokreślił, że priorytetem muszą być reformy strukturalne.
- Merkel: Kryzys strefy euro zostanie przezwyciężony wtedy, gdy rynki odzyskają zaufanie do wspólnej waluty i w tym celu politycy muszą wykonać to, co do nich należy.
- Premier Węgier Viktor Orban odrzucił w czwartek warunki stawiane przez MFW i UE w zamian za międzynarodową pomoc finansową oraz powiedział, że rząd opracuje własne, alternatywne propozycje.

| Decyzja RPP (3.10.2012) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------|
| podwyżka 25 bps         | 0%                                                               |
| stopy bez zmian         | 0%                                                               |
| obniżka 25 bps          | 100%                                                             |
| <b>PROGNOZA BRE</b>     |                                                                  |
| <b>obniżka 25 bps</b>   |                                                                  |

| Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-----------------------------|--------------|--------------|
| GERGB 10Y                   | 1.491        | 0.009        |
| USAGB 10Y                   | 1.685        | 0.015        |
| POLGB 10Y                   | 4.836        | 0.013        |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |



## ECB - oczekiwanie spełnione co do joty

Środowe przecieki odnośnie nowych programów ECB pozwalały sądzić, że będą to programy, które niekoniecznie zyskają poparcie Rady Gubernatorów. Tak też się stało - nie wszyscy głosowali za (jedna osoba przeciw - nie ma żadnych wątpliwości, że to Weideman z BuBa), lecz program zakupu aktywów (Monetary Outright Transactions) został przegłosowany w pełniej formie: sterylizowanych, nieograniczonych zakupów papierów skarbowych krajów strefy euro (do 3 lat włącznie). ECB zapowiedział też, że będzie uczestniczył w przyszłych restrukturyzacjach pari passu z innymi inwestorami - tym samym zrzekł się statusu wierzyciela uprzywilejowanego.

Warunkiem zakupów jest objęcie danego kraju programem pomocowym uzgodnionym z EFSF/ESM (mowa tu zarówno o pełnym programie, jak i programowo z rodzaju precautionary). ECB może się w każdej chwili wycofać z zakupów, gdy kraj nie będzie spełniał uzgodnionych wcześniej warunków. MOT będzie podlegał ścisłym regułom jawności (skala interwencji oraz przekrój kupowanych papierów będą cotygodniowo publikowane).

Oprócz ogłoszenia programu zakupu aktywów, ECB dodatkowo rozluźnił kryteria zastawu dla papierów przyjmowanych w operacjach repo. Obecnie nie muszą być one denominowane tylko w euro, lecz również w dolarze amerykańskim oraz jenie (liczy się waluta denominacji, a nie miejsce emisji - wszelkie emisje krajów peryferyjnych w tych walutach będą również przyjmowane).

Przechodząc do bardziej tradycyjnej polityki pieniężnej, ECB nie zdecydował się na obniżkę stóp procentowych. Nieformalnym powodem był prawdopodobnie nawał nowych niestandardowych instrumentów, dzięki któremu obniżka mogłaby pozostać niezauważona. Formalnego powodu można poszukiwać w projekcjach ECB. Tempo wzrostu zostało obniżone do przedziału -0.6%, -0.2% w 2012 roku oraz do przedziału -0.4%, 1.4% w roku 2012. W obydwu przypadkach dokonano rewizji w dół. Nieoczekiwanie natomiast podniesiono natomiast projekcję inflacji do 2.4%, 2.6% w 2012 roku oraz 1.3%, 2.5% w 2013 roku. Liczne odniesienia do wysokich cen surowców sugerują, że pomimo zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych to właśnie ryzyka cenowe były główną przesłanką ekonomiczną do utrzymania stóp procentowych.

Decyzja ECB była wsparciem dla fazy risk-on na rynkach finansowych. Skala dodatkowe zaangażowania ECB powinna zadowolić najbardziej wybrednych inwestorów (przynajmniej w krótkim terminie) oraz gwarantować integralność strefy euro w najbliższym czasie, nawet w przypadku konieczności wydalenia niektórych krajów ze strefy euro. Uwaga inwestorów skierowana jest obecnie na decyzję niemieckiego sądu konstytucyjnego ws. legalności ESM. Naszym zdaniem, szanse na negatywne zaskoczenie są tu minimalne.



## EURUSD fundamentalnie

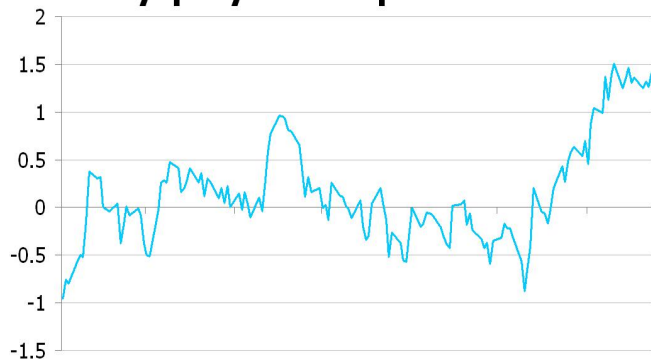
Wczorajsze przemówienie M. Draghiego nie ominęło w zasadzie nic ze szczegółów, które wyciekły wcześniej do prasy. Tym samym o negatywnej niespodziance nie mogło być mowy. Niemniej EURUSD osłabiał się podczas konferencji, a także po niej. Prawdopodobnie część inwestorów zamknęła długie pozycje, prawdopodobnie też, że do umocnienia dolara doprowadziły znacznie lepsze dane ADP z rynku pracy (201tys. wobec 140tys. konsensusu rynkowego). Po konferencji i lepszych danych z sektora usług USD rozpoczęła się regularna faza risk-on, w której wzrosty indeksów giełdowych pociągnęły w górę także notowania EURUSD, które powróciły do poziomów sprzed posiedzenia ECB (1,2633). Dziś NFP o 14:30 - ze względu na wysokie ADP niekoniecznie musimy zobaczyć dziś podobną niespodziankę na NFP. Niemniej trend na rynku pracy znacząco się poprawia, co powinno podtrzymywać fazę risk-on i wzrosty na EURUSD.

## EURUSD technicznie

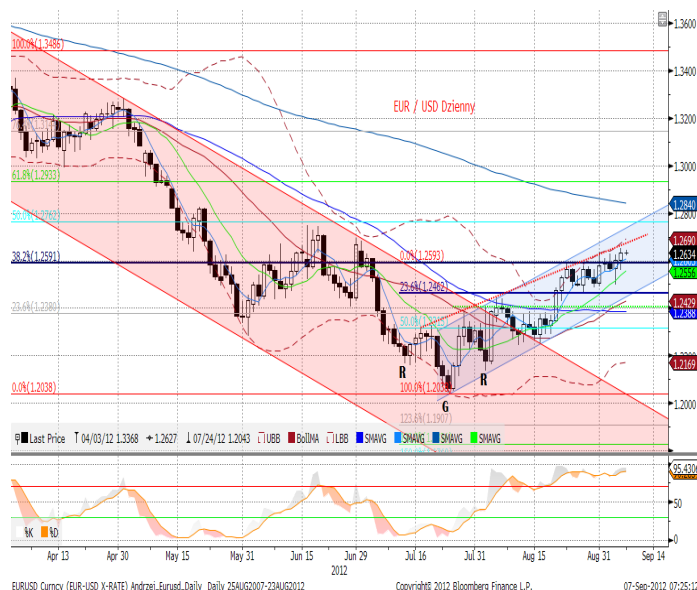
Wczorajsze zamknięcie nastąpiło powyżej poziomu 1,2591. Czekamy na potwierdzenie tego dobrego dla byków sygnału poprzez przebicie linii szyi oraz niedawnego szczytu na poziomie 1,2638. Ich przebicie będzie zapowiedzią ruchu w stronę poziomów 1,2684 lub 1,2762. W przypadku słabości popytu, najbliższym wsparciem pozostaje przedział 1,2580 - 1,2560. Udatne wybiecie z obecnego kanału trendu może być początkiem ruchu o zasięgu 300 pkt. Jednak oscylatory przebywają w obszarze wykupienia, obecny atak na maksima może więc być już ostatnim podczas obecnej fali. W przypadku niepowodzenia silnym wsparciem pozostaje obszar 1,2490-1,2500, a dalej dolne ograniczenie kanału trendu.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,2580   | 1,2762 |
| 1,2487   | 1,2684 |
| 1,2460   | 1,2638 |

## 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 dysparytet.





## EURPLN fundamentalnie

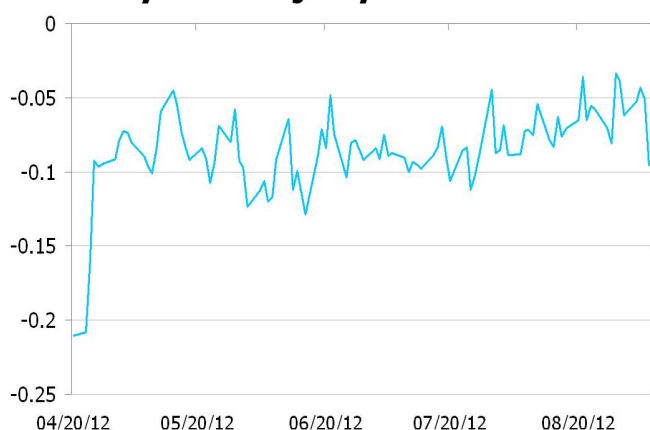
EURPLN umocnił się wczoraj. Pierwsza faza umocnienia przebiegała jeszcze przed południem, lecz była relatywnie niewielka. Dopiero popołudniowe risk-on zepchnęło notowania do poziomu 4,12 (dzisiejsze otwarcie 4,13). Co ciekawe, umocnienie złotego przebiegało początkowo równoległe z osłabieniem forinta (szczególnie programu MFW nie do zaakceptowania dla Orbana). Domykanie spekulacyjnych pozycji short HUF okazało się tylko wsparciem dla polskiej waluty (części pozycji mogła być domknięta poprzez zakupy złotego, agresywnie sprzedawany były także cross HUFPLN). Powody osłabienia forinta są obecnie inne niż jeszcze tydzień wcześniej (nieoczekiwana obniżka stóp), stąd też mogą pozostać w perspektywie kilkudniowej obojętne dla złotego (lub czasem nawet pozytywne w momentach realizacji zysków). Gdy dodamy do tego niechętną do obniżek stóp Radę, złoty ma szansę uczestniczyć w globalnym risk-on.

## EURPLN technicznie

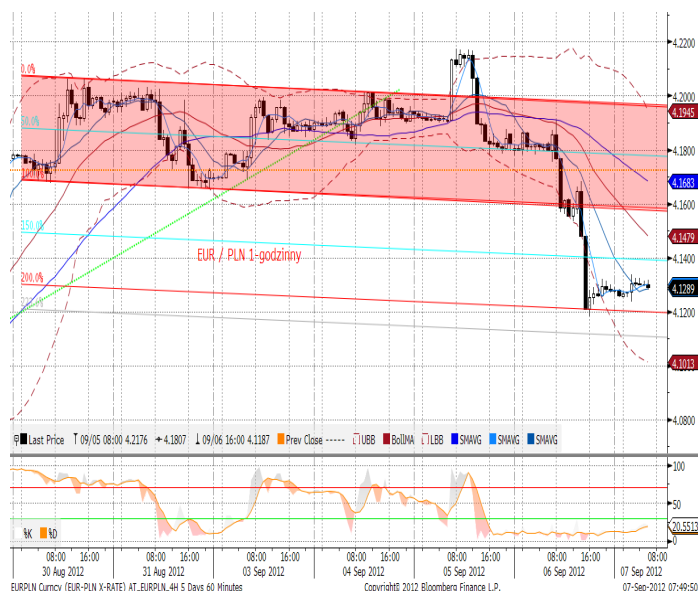
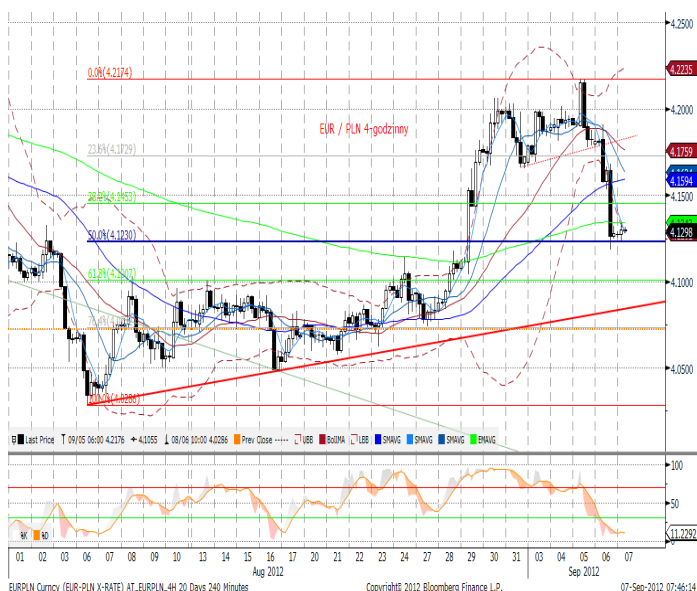
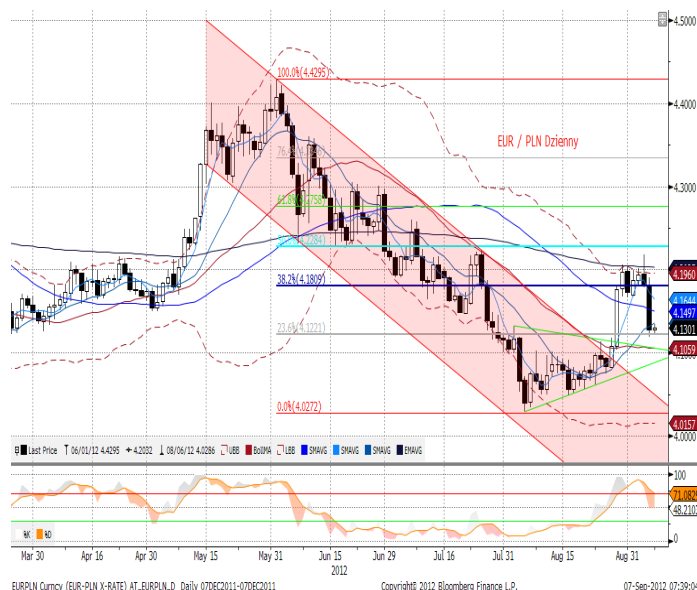
Długi czarny korpus uformowany na wykresie dziennym jest potwierdzeniem wczorajszej spadającej gwiazdy. Ruch zatrzymał się na poziomie 4,1187, przebijając MA14 i MA55. Korektę zatrzymał poziom 50% zniesienia. Kontynuacja tak dynamicznego ruchu aprecjacyjnego złotego może zwiastować test ostatnich minimów (4,0286). Ponieważ bezpośredni zasięg ruchu (400 punktów) został zrealizowany, oczekujemy krótkoterminowej korekty wokół obecnych poziomów. Kierunek wybicia z konsolidacji wskaże kierunek kolejnych ruchów kursu.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,1644   | 4,2284 |
| 4,1600   | 4,2170 |
| 4,1385   | 4,2064 |

### 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.

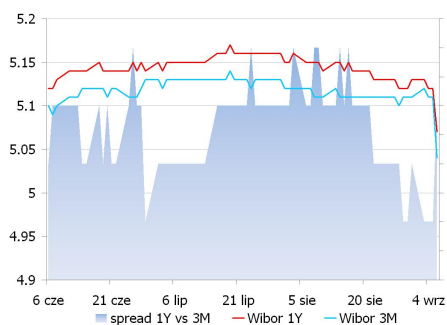




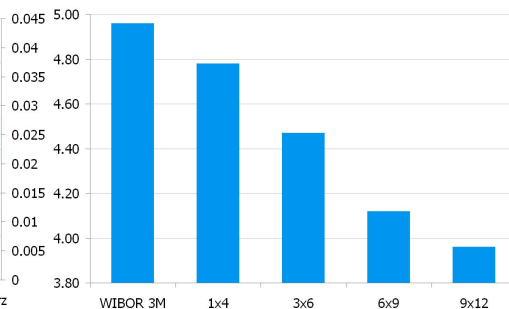
| IRS | BID   | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|-------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 4.4   | 4.43 | ON   | 4.6 | 4.9 | EUR/PLN    | 4.1580 |
| 2Y  | 4.25  | 4.28 | 1M   | 4.6 | 5.0 | USD/PLN    | 3.2955 |
| 3Y  | 4.2   | 4.24 | 3M   | 4.7 | 5.0 | CHF/PLN    | 3.4508 |
| 4Y  | 4.19  | 4.23 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 4.225 | 4.27 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 4.23  | 4.29 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 4.27  | 4.33 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 4.31  | 4.37 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 4.34  | 4.40 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 4.36  | 4.40 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 4.65 | 4.70 | EUR/USD          | 1.2630 |
| 1x4  | 4.73 | 4.78 | EUR/JPY          | 99.59  |
| 3x6  | 4.42 | 4.47 | EUR/PLN          | 4.1268 |
| 6x9  | 4.07 | 4.12 | USD/PLN          | 3.2649 |
| 9x12 | 3.91 | 3.96 | CHF/PLN          | 3.4237 |

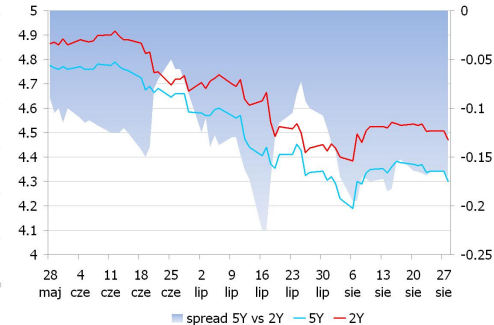
WIBOR 3M i 1Y



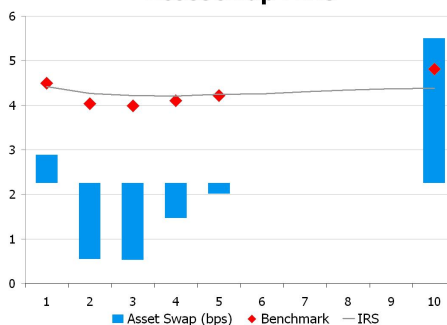
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



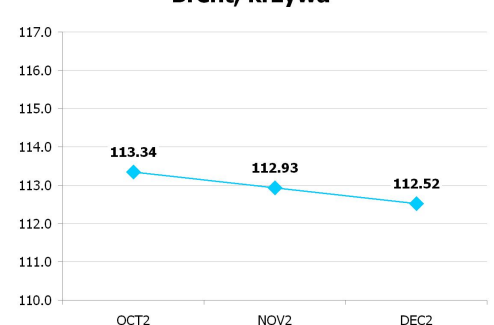
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYPANKOWEGO 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.