



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		
9.07.2012 PONIEDZIAŁEK							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	cze		2.3	3.0	
9:00	POL	Projekcja inflacyjna NBP	lip				
	EA	Spotkanie Eurogrupy w Brukseli					
10.07.2012 WTOREK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
11.07.2012 ŚRODA							
8:00	GER	ĆPI r/r (wstępnie, %)"	cze		1.7	1.7	
9:00	CZE	CPI r/r (%)	cze		3.5	3.2	
9:00	CZE	Stopa bezrobocia (%)	cze		8.1	8.2	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	maj		-48.4	-50.1	
20:00	USA	Minutes z posiedzenia Fed	cze				
12.07.2012 CZWARTEK							
11:00	EA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		-0.1	-1.1 (r)	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	7.07.			374	
13.07.2012 PIĄTEK							
4:00	CHN	PKB r/r (%)	q2		7.7	8.1	
14:00	POL	CPI r/r (%)	cze	3.9	4.1	3.6	
14:00	POL	M3 r/r (%)	cze	11.6	11.5	11.4	
14:00	POL	CA (M EUR)	maj	301	-258	-573	
14:30	USA	PPI r/r (%)	cze		-0.4	0.7	
14:30	USA	PPI r/r bez żywności i energii (%)	cze		2.6	2.7	
15:55	USA	Wskaźnik nastrojów U. of Michigan (wstępnie)	lip		73.5	73.2	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Na publikację sporego pakietu danych – CPI, CA i M3 – poczekamy do piątkowego popołudnia. Pod względem CPI nasza prognoza (3,9%) jest znacznie bardziej optymistyczna niż konsensus rynkowy na poziomie 4,1%. Oczekujemy inflacji bazowej 2,3% r/r, w połączeniu z niewielkimi spadkami cen paliw i żywności m/m (po 0,8%). W kategorii hotele i restauracje spory wzrost o 2-3%, ale jednocześnie duży spadek w koszyku ubrań i obuwiu przez masowe obniżki. Nasza prognoza nadwyżki na rachunku obrotów bieżących opiera się na dużej nadwyżce transferów z UE (1071 mln EUR!). Dodatni wpływ na ten wynik mają również dużo niższy „import bill” ropy naftowej, znikome dywidendy oraz zmniejszenie deficytu na rachunku dochodów. Utrzymuje się niski deficyt na rachunku handlowym (eksport 12100mln EUR, import 12480mln EUR) i podobna nadwyżka na rachunku usług. Oczekujemy, że trend spadkowy dla rocznej dynamiki M3 będzie kontynuowany mimo dalszego sezonowego wzrostu depozytów przedsiębiorstw w wolnym tempie. Więcej niepewności wiąże się z depozytami detalicznymi, które ostatnio wykazują spore wahania miesięczne. Oczekujemy sezonowego przyrostu depozytów gospodarstw domowych przy dynamice rocznej na poziomie z maja (ok. 12% r/r po wyłączeniu efektu umocnienia PLN).

• **Gospodarka globalna.** W świetle słabszych danych z amerykańskiego rynku pracy w ostatnich miesiącach rynek oczekuje odczytu indeksu nastrojów konsumentów University of Michigan na poziomie podobnym do zeszłego miesiąca i wciąż relatywnie niskim (konsensus 73,6 wobec średniej długookresowej 85). Sporo danych z Chin, w tym PKB za drugi kwartał. Oczekiwany jest spadek inflacji oraz wyhamowanie spadków dynamiki PKB. Dane mogą wzmocnić oczekiwania na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez PBoC.

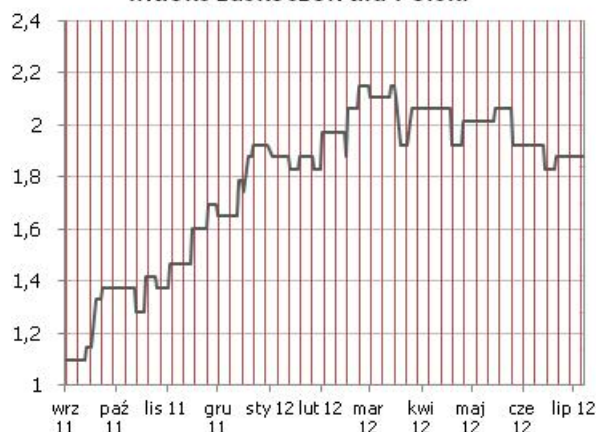
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Samar: w czerwcu 2012 roku liczba wyprodukowanych w Polsce samochodów osobowych i dostawczych wyniosła 57.623 sztuk i spadła w ujęciu rok do roku o 22,3% (więcej w sekcji komentarze).
- Oficjalne aktywa rezerwowe NBP wzrosły w czerwcu o 1.466,4 mln euro do 80.621,8 mln euro. Po raz pierwszy w historii wartość rezerw wyrażonych w euro przekroczyła 80 mld.
- KE wyraziła w piątek zadowolenie z przyjęcia przez parlament węgierski zmian gwarantujących niezależność Narodowego Banku Węgier i zapowiedziała misję do Budapesztu wraz z Międzynarodowym Funduszem Walutowym, aby wznowić negocjacje ws. 15 mld euro kredytu. W piątek węgierscy deputowani zatwierdzili niemal jednogłośnie wszystkie poprawki rządu do ustawy o banku centralnym uzgodnione z Komisją Europejską, Europejskim Bankiem Centralnym i MFW.
- Po planowanym na poniedziałek spotkaniu ministrów finansów strefy euro Eurogrupa po raz kolejny zbierze się 20 lipca, by kontynuować wprowadzanie w życie mechanizmów do walki z kryzysem - ogłosił w niedzielę francuski minister finansów Pierre Moscovici.

Decyzja RPP (5.09.2012)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.329	-0.005
stopy bez zmian		100%		USAGB 10Y	1.544	-0.014
obniżka 25 bps		0%		POLGB 10Y	5.188	0.016
PROGNOZA BRE		stopy bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

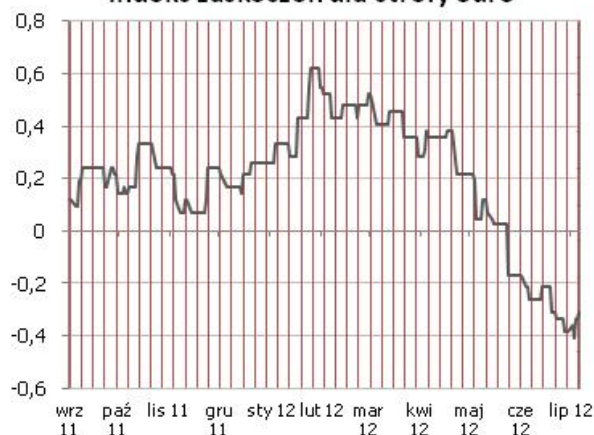
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


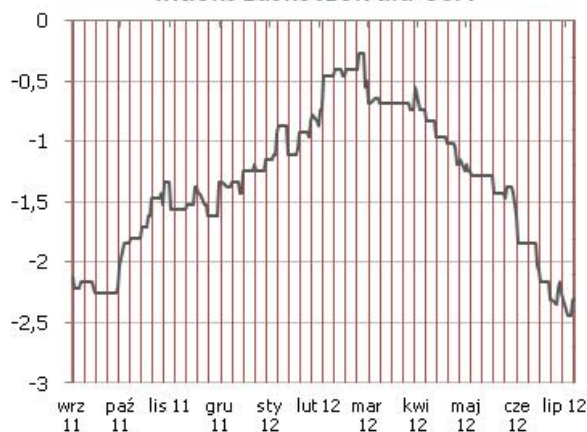
Po minionym tygodniu polski indeks zaskoczeń bez zmian - publikacja PMI (nieznacznie niżej od konsensusu, na poziomie 48,0 pkt.) oraz decyzja RPP nie zaskoczyły. W tym tygodniu uwaga skupiona na piątkowych publikacjach.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Indeks dla strefy euro nieznacznie wyżej po publikacjach finalnych odczytów indeksów PMI. Korekta w dół wynikała z niższego odczytu PPI. Pozytywne zaskoczenia właśnie na wyprzedzających indeksach koniunktury mogą być prognozą zatrzymania trendu spadkowego indeksu zaskoczeń.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


Po minionym tygodniu indeks pozostał na tym samym poziomie - w poniedziałek spadł po publikacji indeksu ISM (49,7 pkt wobec oczekiwanych 52,0 pkt), jednak dzięki czwartkowym lepszym danym z rynku pracy odrobił straty (ADP: 176 tys wobec oczekiwanych 100 tys, nowo zarejestrowani bezrobotni: 374 tys wobec oczekiwanych 385 tys). Skala negatywnego zaskoczenia piątkowymi payrollami była mniejsza i nie wpłynęła na indeks zaskoczeń. W tym tygodniu publikacje z USA w środę i piątek.

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.



Słabsze dane z amerykańskiego rynku pracy ale również kilka obiecujących hipotez

Zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło w czerwcu o 80 tys. osób, czyli poniżej oczekiwań ustanowionych na poziomie 100 tys. (a nawet wyżej po publikacji bardzo dobrego indeksu ADP). Nieznacznie w dół przeszacowano dane z poprzednich miesięcy. Stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie z maja, czyli 8,2%. Nie zmieniła się stopa długotrwałego bezrobocia oraz aktywność zawodowa. W szczegółach raportu brak danych, które wskazywałyby na nadzwyczajną naturę tak niskiego wzrostu zatrudnienia.

Nieco pozytywniej wypadają natomiast dodatkowe statystyki, takie jak średnie wynagrodzenie za godzinę (wzrost o 2%), czy długość tygodnia pracy (wzrost o 0,1 godziny) wskazujące na kontynuację wzrostu tzw. funduszu pracy.

Słabsze wyniki z raportu o zatrudnieniu BLS (Bureau of Labor Statistics) należałoby jednak zestawiać z alternatywnymi badaniami, takimi jak choćby mogący wykazywać pewne właściwości wyprzedzające raport o zatrudnieniu w sektorze prywatnym ADP (trzymając się „wyprzedzającej” interpretacji: po miesiącach podobnych wskazań w czerwcu ADP zasugerował obecnie przyspieszenie wzrostu zatrudnienia), czy solidna składowa zatrudnienia z indeksu ISM. Dodatkowo należy pamiętać o prawdopodobnej naturze przyspieszenia wzrostu zatrudnienia w pierwszym kwartale tego roku (wyjątkowo łagodna zima) a więc i braku dodatkowego elementu stymulującego wzrost zatrudnienia w II kwartale. Wybiegając w przyszłość spodziewamy się nieznacznego przyspieszenia wzrostu zatrudnienia, ale z odczytami NFP na poziomie poniżej 200 tys. w II połowie roku. Ożywienie w gospodarce amerykańskiej długo jednak nie będzie miało tak dynamicznego charakteru jak poprzednie epizody ożywienia.

Produkcja samochodów Samar – potwierdzenie wyższej dynamiki produkcji przemysłowej

Samar podał, że produkcja samochodów w czerwcu wyniosła 57 623 sztuk i spadła w ujęciu rok do roku o 22,3% (miesięczny wzrost wyniósł 7,6%). Posługując się podobną relacją jak w poprzednim miesiącu (korelacja miesięcznych przyrostów produkcji samochodów Samar w czerwcu i przyrostów produkcji przemysłowej w sekcji przetwórstwa) dochodzimy do wniosku, że spójna z publikacją dynamika przetwórstwa powinna być równa 3,9% m/m (dynamika roczna aż 8,2%, przy dodatkowych założeniach odnośnie dynamiki górnictwa i wytwarzania i dystrybucji mediów sugeruje to tempo wzrostu produkcji przemysłowej na poziomie 6,8%) - tym samym nasza prognoza całego agregatu produkcji na poziomie 5,4% r/r nie wydaje się wcale nadmiernie optymistyczna (konsensus rynkowy 4,1%).



EURUSD fundamentalnie

Piątek nie był dobrym dniem dla EURUSD. Po czwartkowych spadkach spowodowanych obniżką stopy depozytowej ECB kurs wyraźnie ciążył w dół i całkowicie zignorował (o niebo lepsze) dane o niemieckiej produkcji przemysłowej koncentrując się wyłącznie na raporcie z amerykańskiego rynku pracy. Ten z kolei okazał się znacznie gorszy od wcześniej opublikowanego odczytu ADP (więcej niż połowa miejsc pracy mniej w sektorze prywatnym) i - wbrew naszym oczekiwaniom - rozkręciło to spadki na EURUSD, które wyhamowały dopiero na 1,2258 (zamknięcie rynku nastąpiło powyżej minimum z przełomu maja i stycznia na 1,2279). Spadki na EURUSD po wygenerowaniu większych oczekiwań na QE w USA mogą oznaczać, że Fed może być znacznie mniej skuteczny w obniżaniu wartości dolara niż sądziliśmy. Alternatywna interpretacja głosi, że inwestorzy mogli pozamykać pozycje przed dzisiejszą eurogrupą, która miała pomyśleć ostatecznego szczytu przekuć w konkretne ustalenia. Na razie wypadła się trzymać drugiej interpretacji, niemniej poziomy atrakcyjne z punktu widzenia analizy technicznej (1,18) wydają się w zasięgu, zwłaszcza jeśli dziś eurogrupa stanie na wysokości zadania (czyli zaskoczy negatywnie, jak zwykle). W tym tygodniu (oprócz eurogrupy) czekamy na dane z Chin.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardow) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względnie poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

W piątek trzeci dzień z rzędu notowania EURUSD ostro w dół. Ostatnie istotne wsparcie (1,2288 – minimum z początku czerwca) pękło w ciągu dnia, ale zamknięcie (i bieżące notowania) wciąż nieznacznie powyżej. Na oscylatorze dziennym nadal przestrzeń do spadków. Trend na dziennym oraz dolne wstęgi Bollingera na 1H i 4H sugerowałyby kolejny (raczej słaby) target w okolicy 1,2220/30. W poszukiwaniach poważnego wsparcia należałoby chyba jednak wrócić w czasie aż do wiosny 2010 r. (1,1877).

Wsparcie	Opór
1,2288	1,2600
1,2220/30	1,2570/80
1,1877	1,2407





EURPLN fundamentalnie

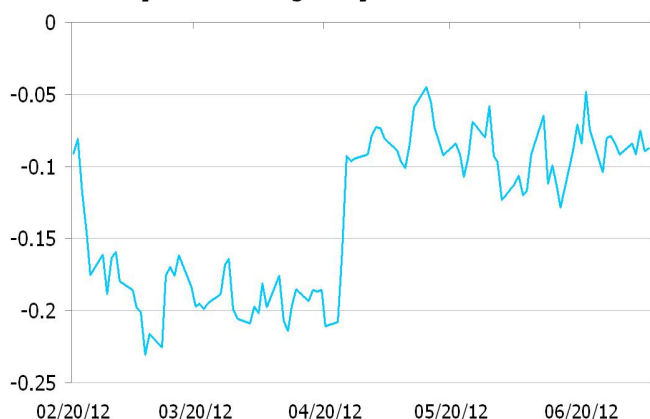
Nawiązując do poprzedniego (piątkowego) komentarza – nie było scenariusza „win-win”. EURPLN również znalazł się w opałach po publikacji danych o NFP (maksimum sesyjne 4,2588). Potwierdza to jednak raczej alternatywną interpretację spadków EURUSD tzn. związaną z zamykaniem pozycji na 2-dni karnawału europejskich polityków. Tym samym niepokoję związane ze strefą euro faktycznie mogą szkodzić złotemu. Wydaje nam się, że przestrzeń do dalszych wzrostów kursu jest z tych poziomów raczej ograniczona. W tym tygodniu opublikowane zostaną dane o inflacji (piątek) oraz (dziś) projekcja inflacyjna wraz z raportem o inflacji.

EURPLN technicznie

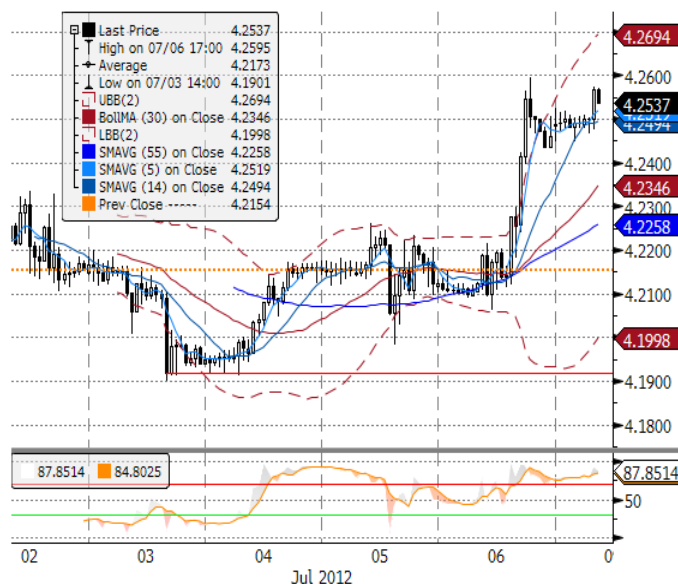
Ostatnie dni raczej odzwyczyły nas od dużych białych świec na wykresie EURPLN. Tymczasem rynek skutecznie sforsował opór 4,2314 (do niedawna ważne wsparcie na dolnej krawędzi trójkąta) i kurs zamknął się dopiero na MA14 (z dziennego). Potencjalny zasięg korekty wyznacza w pierwszym rzędzie 38,2% zniżenia Fibo dla czerwcowej aprecjacji (4,2816; w tej okolicy również MA55), a dalej połowa tej fali. Oscylatory na 1H i 4H na razie bez dywergencji.

Wsparcie	Opór
4,2314	4,3098
4,2120/30	4,2816
4,1500/30	4,2766

Czynnik krajowy* w EURPLN



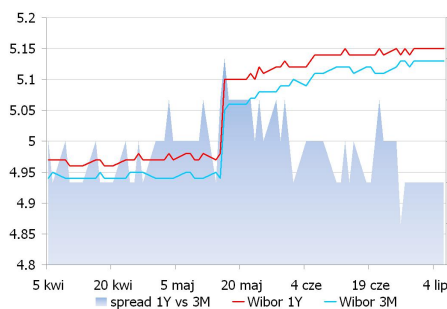
* Wykres przedstawia resztę z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.



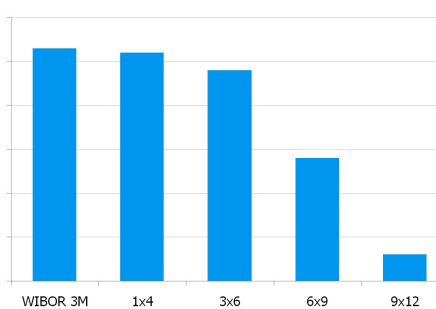


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	5.005	5.04	ON	4.4	4.9	EUR/PLN	4.2178
2Y	4.7375	4.77	1M	4.8	5.3	USD/PLN	3.4057
3Y	4.62	4.66	3M	5.1	5.6	CHF/PLN	3.5119
4Y	4.6	4.64					
5Y	4.59	4.65	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.61	4.67	1x2	4.90	4.95	EUR/USD	1.2270
7Y	4.6517	4.69	1x4	5.07	5.12	EUR/JPY	97.72
8Y	4.675	4.72	3x6	5.05	5.08	EUR/PLN	4.2430
9Y	4.6883	4.73	6x9	4.85	4.88	USD/PLN	3.4550
10Y	4.7	4.74	9x12	4.63	4.66	CHF/PLN	3.5286

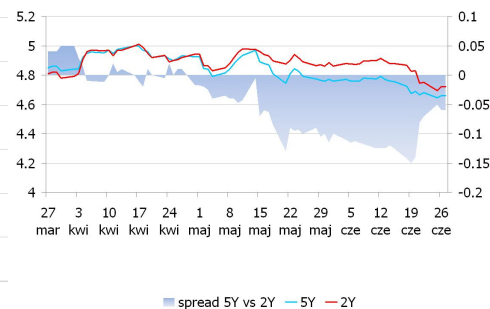
WIBOR 3M i 1Y



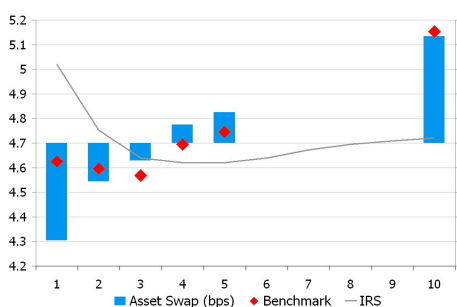
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



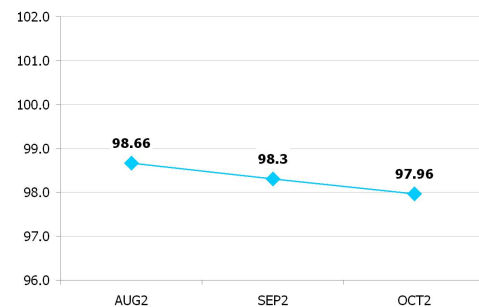
Asset swap i IRS



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, 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.