



Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 86
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.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	consensus		
9.07.2012 PONIEDZIAŁEK							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	cze		2.3	3.0	2.2
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	1.7
9:00	CZE	CPI r/r (%)	cze		3.5	3.2	3.5
9:00	CZE	Stopa bezrobocia (%)	cze		8.1	8.2	8.1
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	maj		-48.4	-50.6 (r)	-48.7
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)	0.6
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	7.07.		372	376 (r)	350
13.07.2012 PIĄTEK							
4:00	CHN	PKB r/r (%)	q2		7.7	8.1	7.6
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	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** Dziś o 14:00 CPI, CA i M3. Pod względem CPI nasza prognoza (4,0%) jest 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 (odpowiednio o 0,8% i 0,4%). W kategorii hotele i restauracje spory wzrost o 2-3%, ale jednocześnie duży spadek w koszyku ubrań i obuwia 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).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Agencja Moody's obniżyła rating Włoch z A3 do Baa2 z dalszą negatywną perspektywą.
- Radziwiłł (MF): resort finansów w III kwartale może zakończyć finansowanie potrzeb pożyczkowych na 2012 rok. Dodał, że w IV kwartale niewykluczone jest prefinansowanie potrzeb na 2013 r., jednak jego skala będzie mniejsza niż prefinansowanie na 2012 r.
- Majszczyk (MF): deficyt budżetowy po czerwcu 2012 r. wyniósł niecałe 21,2 mld zł. Przy obecnym poziomie dochodów z tytułu podatku VAT plan całoroczny dochodów z VAT może nie zostać wykonany. Nie zagraża to całorocznym planom dotyczącym deficytu dzięki wpłacie z zysku NBP.
- Belka: Polska gospodarka może spowolnić do 2,0% w jednym lub dwóch kwartałach. NBP może użyć stóp procentowych w celu stymulacji gospodarki, jeśli zajdzie taka potrzeba. Polska jest zadowolona z płynnego kursu złotego, który pomaga w stabilizowaniu gospodarki.
- Bratkowski (RPP): obniżka stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu RPP byłaby uzasadniona.
- MG: odczyt inflacji za czerwiec może być wyższy niż dotychczasowe oczekiwania MG na poziomie 3,7% r/r. MG szacuje też, że produkcja przemysłowa w czerwcu wzrosła o 4,6-5,0% r/r po wzroście w maju o 4,6%.

Decyzja RPP (5.09.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.267	0.005
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.471	0.000
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.107	-0.094
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Koniunktura NBP – powoli, ale do dołu

Najnowsze badania koniunktury NBP potwierdzają, że gospodarka polska pogłębia zapoczątkowane w ostatnich miesiącach spowolnienie. Niemniej jednak o ile poprzednie badanie mogło w dużej mierze przyczynić się do podwyżki stóp procentowych w maju (wyjątkowo optymistyczny obraz koniunktury, wyraźnie kontrastujący z sygnałami ze sfery realnej, a przede wszystkim nieubłagalnością kanałów transmisji negatywnych impulsów koniunkturalnych z strefy euro), można śmiało stwierdzić, że obecny raport utwierdził niektórych członków o konieczności obniżek, zwiększając tym samym wagę pozytywnej dla inflacji projekcji inflacyjnej - niewykluczone, że nawiązania do badań koniunktury pojawią się w zapisie dyskusji na posiedzeniu.

Przechodząc do szczegółów, widzimy przede wszystkim ograniczenie aktywności inwestycyjnej, polega na odkładaniu nowych projektów inwestycyjnych na przyszłość. Warto wspomnieć, że już perspektywie kolejnego (a więc III kwartału) spodziewane jest znaczne wyhamowanie (patrz rysunek - jest to nowy aspekt badań NBP). Oczywiście dotyczy to prywatnej aktywności inwestycyjnej - siłą rozpędu dodatnia, roczna dynamika inwestycyjnych prawdopodobnie utrzyma jeszcze całkowite nakłady brutto na środki trwałe na plusie.

Planowane nakłady inwestycyjne w perspektywie kwartału



Ograniczeniu aktywności inwestycyjnej sprzyja niepewność, ale również spadki oczekiwań w kontekście przyszłego popytu i zamówień (znaczne ograniczenie pojawia się - co raczej nie dziwi - w budownictwie). Inwestycje kurczą się wraz ze spadkiem wykorzystania mocy produkcyjnych. Tym razem jednak oczekiwania na słabszy popyt i ograniczenie aktywności inwestycyjnej nie przekładają się w znaczny sposób na redukcję zatrudnienia (wskaźnik wskazuje na spadki, jednak wciąż w łagodnym wydaniu), natomiast już widoczne są w mniejszej skłonności do podwyżek płac, która jednak wynika także z mniejszej siły przetargowej pracowników (żądania płacowe są największe w firmach, które są gotowe płace podnieść). *Summa summarum* brak presji płacowej wskazuje 53,3% przedsiębiorstw - ostatnio odsetek w tej skali pojawił się w 2008 roku.

W zakresie wskaźników cenowych obserwujemy znaczny spadek bieżących oszacowań wzrostów cen (tylko 19,5% firm wskazuje, że podniosło ostatnio ceny swoich towarów - w porównaniu do poprzedniego kwartału spadek wynosi prawie 10pp.) oraz oczekiwań wzrostów cen w przyszłości. Spadają marże na sprzedaży krajowej (od 2011 roku jest to już niemal

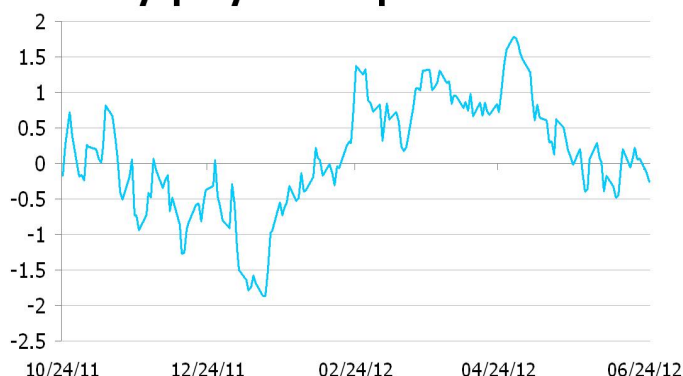
trwały trend), podniosły się one jednak dla eksporterów - jest to wynikiem wzniesienia się kursu walutowego znacznie powyżej poziomów uznawanych za graniczne dla opłacalności eksportu (dla EURPLN około 3,85, dla USDPLN około 2,95).



EURUSD fundamentalnie

EURUSD wyznaczył wczoraj nowe minima lokalne (1,2165), po części jako efekt śródogodzinnych „Minutes”, po części w reakcji na tygodniowe dane z rynku pracy, które okazały się znacznie lepsze od oczekiwań, potwierdzając tym samym wyczekującą postawę FOMC w sprawie poluzowania ilościowego. Dziś jedynie dane o amerykańskim PPI (niemniej gdy dane publikowane są wcześniej od inflacji stają się równie ważne) oraz optymizm konsumentów U. Michigan. Wydaje nam się, że EURUSD bardziej rozgrywany jest przez czynniki techniczne (i stop loss hunting) aniżeli przez nowe dane z grupy fundamentalnych, gdyż te przyćmiewane są przez protezy rozwiązań kryzysu zadłużeniowego w strefie euro.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

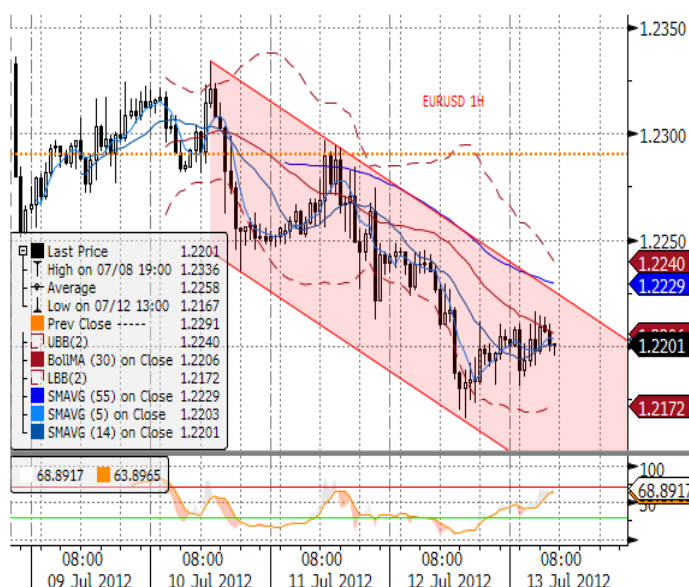
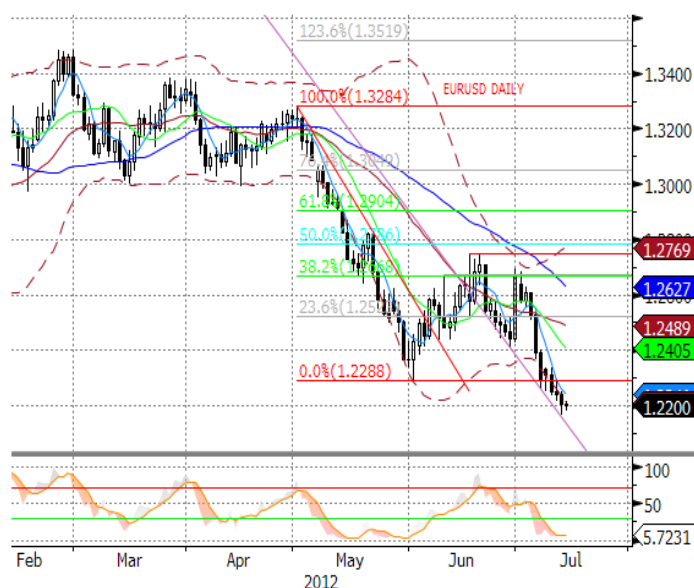


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Ta sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Siódma z rzędu czarna świeca na dziennym, choć na 4H w strefie wyprzedania pojawiły się dywergencje. Kanał trendowy na 1H podpowiada nieznaczną korektę w okolice 1,2220. Wciąż jednak brak dowodów na zmianę trendu w dół. Wczorajsze minimum może być nowym potencjalnym wsparciem (1,2167). Kolejnego targety w dół bez zmian: poziom z wiosny 2010 r. (1,1877), a nieco wcześniej do 61,8% przedłużenia Fibo (około 1,20 - wygląda nieźle także jako poziom psychologiczny).

Wsparcie	Opór
1,2183	1,2327
1,2000	1,2280
1,1877	1,2220





EURPLN fundamentalnie

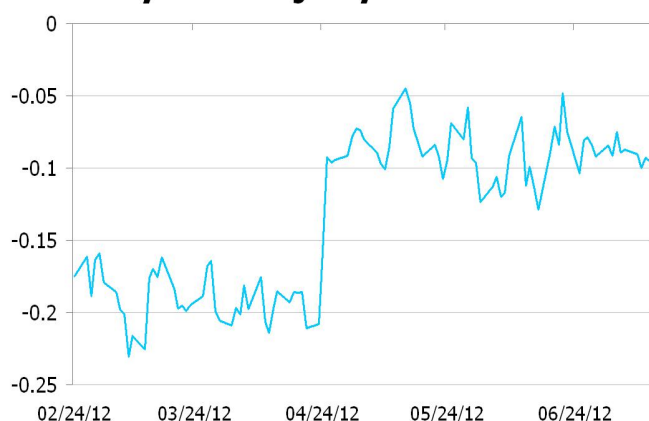
Złoty wczoraj nie pozostał dłużny notowaniom EURUSD osłabił się wraz ze słabnącym (niemal całą sesję) euro. Obecna korekta mogła być także wymuszona technicznie (patrz odpowiednia sekcja), gdyż wielu inwestorów zdecydowało się prawdopodobnie na zamknięcie pozycji w okolicach 4,16, gdzie przebiega bardzo ważna linia trendu deprecyjnego, trwającego od 2008 roku. Dzisiejszy kierunek na kursie walutowym wskażą dane o inflacji (spodziewamy się - nawet po rewizji związanej z publikacją inflacji czeskiej i węgierskiej) oraz bilansie płatniczym (spodziewamy się nadwyżki na rachunku obrotów bieżących). Jeśli nasze oczekiwania się sprawdzą, obie dane będą potwierdzały oczekiwania na obniżki stóp - biorąc jednak pod uwagę skalę wycenionych obniżek, skala ruchu na walucie nie musi być wcale duża, a nawet przeważać może efekt oczekiwań na równowagę się polskiej gospodarki (podejście strumienia płatności w walutach) i złoty równie dobrze może się umocnić (zwłaszcza że nadwyżka na C/A zdarza się w Polsce niezwykle rzadko).

EURPLN technicznie

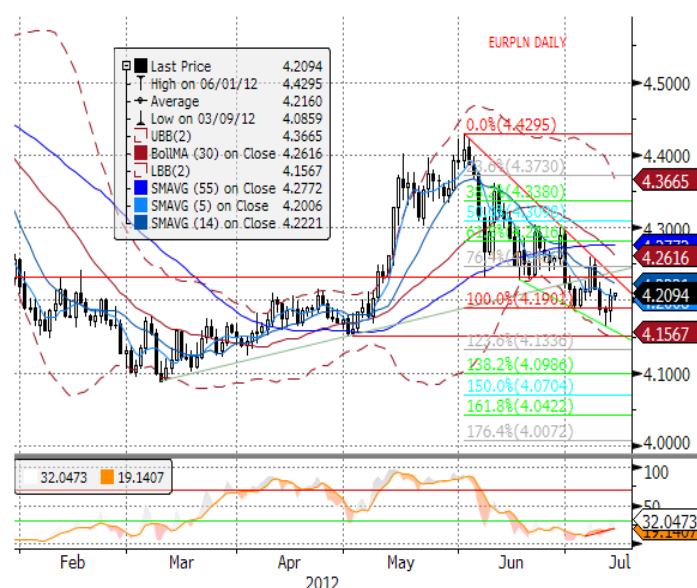
Dywergencja na dziennym i ruch w górę do 4,2063 na zamknięciu. Jeżeli złamany zostanie poziom 50% zniesienia Fibo aprecjacji PLN na 1H (tam wykupienie i dywergencja w drugą stronę...), to cele dla korekty z dziennego: 4,2219 (MA14) i 4,2314 (linia trendu spadkowego). Przy utrzymaniu 50% Fibo cele w dół bez zmian: ponowny atak na 4,1644 otwiera drogę do 4,1541 (linia średniookresowego trendu deprecyjnego PLN na tygodniowym) i 4,1512 (minimum z początku maja).

Wsparcie	Opór
4,1979	4,2314
4,1644	4,2219
4,1541	4,21499

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.

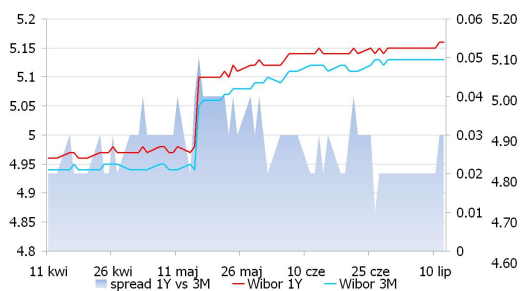




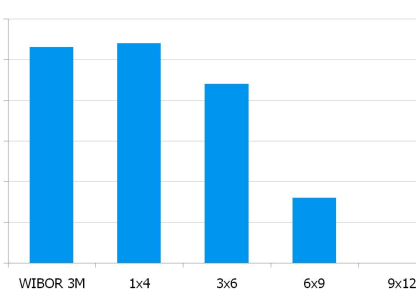
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.9101	4.94	ON	4.5	4.7	EUR/PLN	4.2008
2Y	4.6375	4.67	1M	4.9	5.0	USD/PLN	3.4383
3Y	4.5149	4.55	3M	4.9	5.3	CHF/PLN	3.4979
4Y	4.4849	4.52					
5Y	4.475	4.52					
6Y	4.486	4.52					
7Y	4.5	4.53					
8Y	4.516	4.55					
9Y	4.529	4.56					
10Y	4.535	4.58					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.90	4.94	EUR/USD	1.2196
1x4	5.09	5.14	EUR/JPY	96.71
3x6	5.01	5.04	EUR/PLN	4.2000
6x9	4.73	4.76	USD/PLN	3.4430
9x12	4.52	4.55	CHF/PLN	3.5009

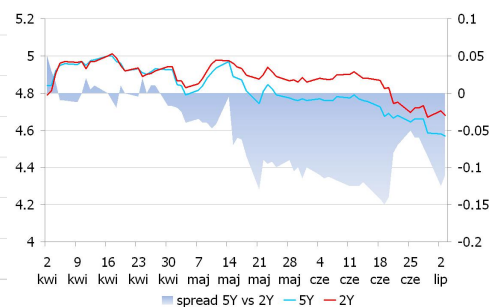
WIBOR 3M i 1Y



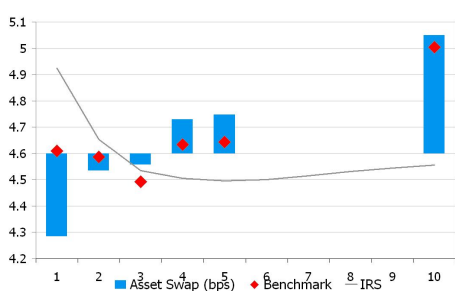
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



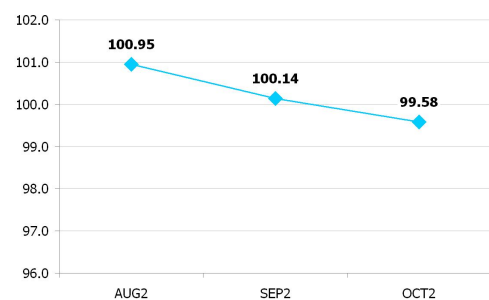
Asset swap i IRS



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 OBROcie 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. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.