



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		
16.07.2012 PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	HICP r/r (%)	cze		2.4	2.4 (p)	2.4
14:30	USA	Empire State Index NY (pkt)	lip		3.8	2.3	7.4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	cze		0.2	-0.2	-0.5
17.07.2012 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	lip		-15.0	-16.9	-19.6
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	cze	0.2	0.2	0.3	0.1
14:00	POL	Place r/r (%)	cze	1.8	3.5	3.8	4.3
14:30	USA	CPI m/m (%)	cze		0.0	-0.3	0.0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.4	-0.1	0.4
16:00	USA	Przemówienie Bernanke przed senatem dot. polityki monetarnej					
18.07.2012 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze	5.4	3.8	4.6	
14:00	POL	PPI r/r (%)	cze	4.4	4.7	5.0	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys SAAR)	cze		743	708	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów (tys SAAR)	cze		765	784	
20:00	USA	Beżowa Księga					
19.07.2012 CZWARTEK							
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	14.07.			350	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	lip		-8.0	-16.6	
16:00	USA	Indeks CB m/m (%)	cze		-0.1	0.3	
16:00	USA	Sprzedaż istniejących domów (tys SAAR)	cze		4.62	4.55	
20.07.2012 PIĄTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	cze	2.3	2.5	2.3	
14:00	POL	Raport o koniunkturze GUS					

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Nasza prognoza produkcji przemysłowej (5,4% r/r) jest bardziej optymistyczna niż konsensus ze względu na silny efekt bazy statystycznej (dodający ok. 4-5pp). Faktem jest jednak jeden dzień roboczy mniej (-1,5pp) i duża możliwość niepowtórzenia się wzrostów zanotowanych w maju przez kategorię żywność i napoje (-2,3pp). Wyższą prognozę wspiera wczorajszy, wysoki odczyt dynamiki wynagrodzeń. Niższy wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu to efekt znacznej korekty na cenach surowców przy niewielkich zmianach kursu walutowego. Ceny bazowe w przetwórstwie pozostają stabilne.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

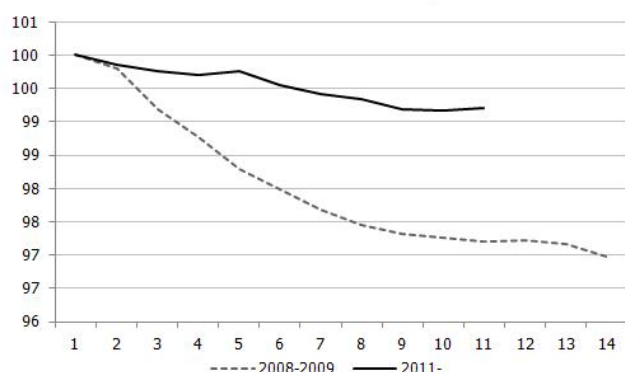
- Minister rolnictwa Marek Sawicki złoży w środę dymisję na ręce premiera.
- Bratkowski (RPP): nie należy się spodziewać, by w 2013 r. wzrost gospodarczy wzmacniał. Jego zdaniem bardziej należy się obawiać, że dynamika PKB będzie o 2-3 punkty procentowe poniżej wzrostu potencjalnego, niż inflacji obniżającej się wolniej od oczekiwań.
- Ministerstwo Finansów na czwartkowym przetargu 19 lipca zaoferuje obligacje OK0714 za 3,0-5,0 mld zł.
- Fiński rząd poinformował we wtorek, że osiągnął porozumienie z rządem Hiszpanii w sprawie gwarancji, jakich udzieli Madryt w zamian za udział Finlandii w europejskim planie ratowania hiszpańskich banków.
- Po ośmiu miesiącach węgierski rząd wznowił we wtorek w Budapeszcie negocjacje z przedstawicielami Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Unii Europejskiej w sprawie otwarcia nowej linii kredytowej dla Węgier w wysokości 15 mld euro.

Decyzja RPP (5.09.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.247	0.007
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.508	-0.017
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.890	0.004
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

Mizerne zatrudnienie, dynamika płac wciąż przyzwoita

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w czerwcu o 0,1% r/r (nasza prognoza i konsensus rynkowy na poziomie 0,2%). W ujęciu miesięcznym zatrudnienie wzrosło zaledwie o 1,6tys. osób. Biorąc pod uwagę fakt (do potwierdzenia w momencie publikacji Biuletynu Statystycznego), że organizacja EURO2012 doprowadziła prawdopodobnie do niesezonowego wzrostu zatrudnienia w kategoriach usługowych, dynamika zatrudnienia przedstawia się mizerne i sugeruje, że trendy zapoczątkowane w poprzednich miesiącach, a więc gradualne likwidowanie miejsc pracy w sektorze przedsiębiorstw są kontynuowane i będą w przyszłości. Biorąc pod uwagę fakt, że spowolnienie jeszcze de facto nie osiągnęło dna (spodziewamy się go dopiero na przełomie 2012 i 2013 roku), spadki zatrudnienia w kolejnych miesiącach będą bardziej widoczne (nie możemy wykluczyć ujemnych zmian zatrudnienia w ujęciu rocznym), można spodziewać się także coraz szybszego wzrostu stopy bezrobocia (trudno nam zgodzić się z prognozami wysnuwanymi na poziomie MPiPS, że stopa bezrobocia nie przekroczy 13% do końca roku).

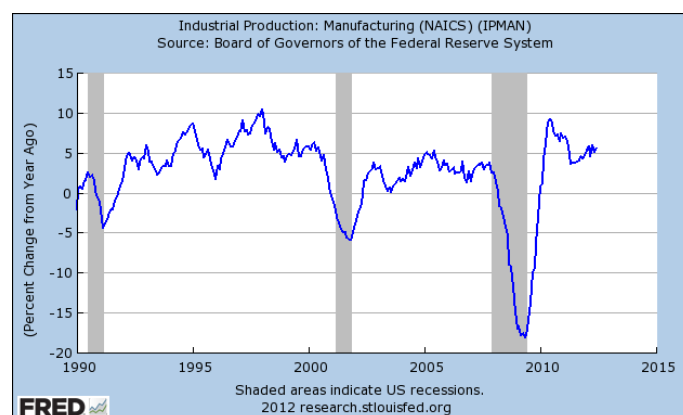
Wzrost zatrudnienia po szczycie (2008.10=100, 2011.7=100)



Czwarty z rzędu spadek r/r dochodów z podatków pośrednich bez akcyzy przełożył się na ich spadek w całym drugim kwartale o 6,2%. O ile nie wystąpiły znaczące odchylenia od wzorca sezonowego w realizacji dochodów (np. EURO 2012) - na co na razie nic nie wskazuje - można to uznać za niekorzystny prognostyk dla dynamiki konsumpcji w drugim kwartale.

USA: nieco lepsza produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w czerwcu o 0,4% m/m (konsensus 0,3%), natomiast można ją poznać za zgodną z konsensusem, gdyż poprzedni odczyt został zrewidowany z -0,1% do -0,2%. Wzrost wygenerowało praktycznie przetwórstwo przemysłowe (+0,7%), podczas gdy zaopatrywanie w media odnotowało znaczny spadek (-1,9% - oczekiwania były ustawione na wzrosty z uwagi na fale upałów). Kompozycja jest tym samym istotnie lepsza od oczekiwań. Wykorzystanie mocy wytwórczych podniosło się (ze zrewidowanych w dół) 78,7% do 78,9%. Dynamikę przetwórstwa przemysłowego w ujęciu rocznym prezentujemy na wykresie (IPMAN).



W przekroju przedmiotowym widzimy pewne pozytywne symptomy w postaci znacznego przyspieszenia produkcji business equipment do +1,6% z 0,1% (być może oznaka przynajmniej stabilizacji popytu inwestycyjnego); jest to jednocześnie najszybciej rosnąca - i obecnie przyspieszająca - kategoria w ujęciu rocznym (12,8%). Brakuje jednak przesłanek ekonomicznych do przyspieszenia inwestycji: popyt konsumpcyjny słabnie a niepewność odnośnie nie tylko nowej ordynacji podatkowej, ale także jej wpływu na wzrost w 2013 roku, utrzymuje się.

Patrząc na momentum przetwórstwa przemysłowego (3-miesięczna średnia miesięcznych dynamik), po ostatnim odczycie obserwujemy pewną poprawę. Niemniej potrzebne będzie kilka kolejnych miesięcy dodatniej dynamiki przetwórstwa, aby wymazać ostatnio ugruntowany spadkowy trend.

Przetwórstwo przemysłowe 3mma (%)



Gospodarka amerykańska zwalnia w kontekście ugruntowującego się globalnego spowolnienia. To sprawia, że wygenerowanie impulsów do wzrostu będzie trudniejsze niż w poprzednich epizodach ożywienia. Wczorajsze przemówienie Bernanke (a właściwie sekcja pytań i odpowiedzi) sugeruje, że Fed jest zaniepokojony spowolnieniem gospodarki, brakiem postępów w realizacji mandatu maksymalizacji zatrudnienia oraz - co chyba najważniejsze - niewielkimi, ale niezaprzecznymi, ryzykami deflacyjnymi. W tym kontekście podtrzymujemy, że QE jest bardzo prawdopodobnym scenariuszem w najbliższych miesiącach. W obecnym momencie timing jest prawdopodobnie podyktowany wyborem opcji poluzowania (QE ukierunkowane na rynek nieruchomości, wydłużenie oczekiwanego okresu niskich stóp procentowych do 2015/2016 roku, bardziej aktywne wykorzystanie okienka dyskontowanego w celu pobudzenia reakcji kredytu w gospodarce), a właściwie wyborem opcji najmniej kontrowersyjnej politycznie i o najlepszym stosunku



korzyści do kosztów. Na chwilę obecną najmniej kontrowersyjną (ale także najbardziej uzależnioną od wiarygodności Fed) wydaje się opcja wydłużenia przewidywanego okresu niskich stóp procentowych i nią właśnie w pierwszej kolejności (w zasadzie nie można wykluczyć sierpniowego posiedzenia) zainteresuje się FOMC.

EURUSD fundamentalnie

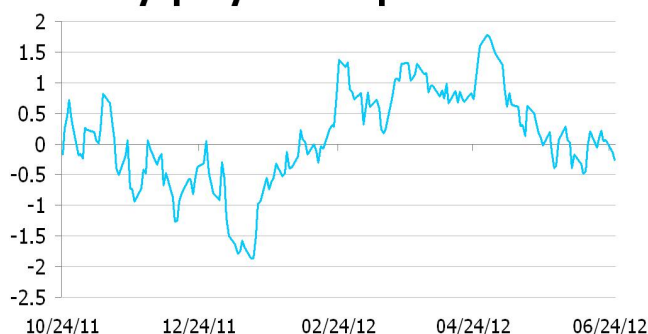
EURUSD porusza się w trakcie sesji na kształt zębów pily, jednak kończy sesję w pobliżu otwarcia (widoczna jest bardzo niewielka tendencja wzrostowa, choć na razie skłonni bylibyśmy uznać, że cały czas poruszamy się tylko w obrębie range 1,2137-1,2329. Podczas wczorajszej sesji skok kursu w dół (umocnienie USD) wygenerowało się podczas na początku przemówienia Bernanke (sam tekst nie miał nic nowego do zaoferowania inwestorom), jednak większość strat została odrobiona podczas sesji Q&A i później, kiedy Bernanke wyraził zaniepokojenie tempem wzrostu gospodarki, brakiem postępów w redukcji stopy bezrobocia oraz ryzykami deflacyjnymi. Te stwierdzenia pozwoliły na utrzymanie oczekiwań na QE, jednak prawdopodobnie nie doprowadziły do ich istotnego wzmocnienia. Zarówno przed jak i po przemówieniu dane makro były nieistotne dla kursu walutowego. Dziś seria danych z nieruchomości (pozwolenia budowlane i rozpoczęte budowy domów) - jako że rynek nieruchomości jest celem ewentualnych działań Fed, wszelkie zaskoczenie w dół będzie prowadzić do osłabienia USD.

EURUSD technicznie

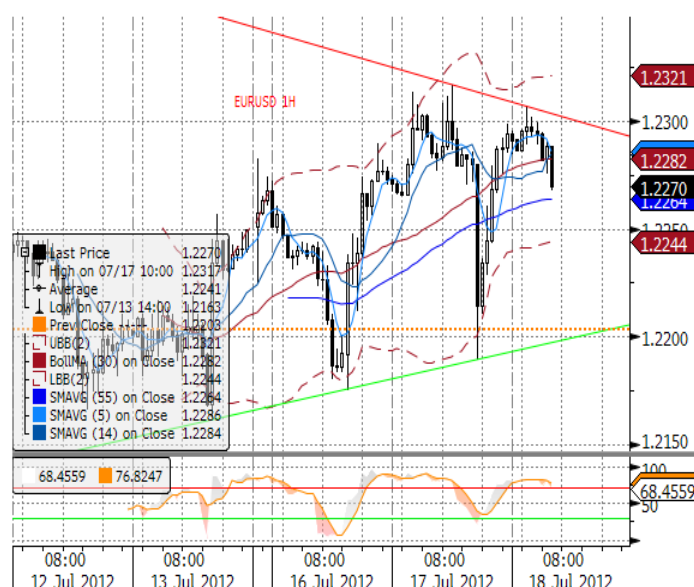
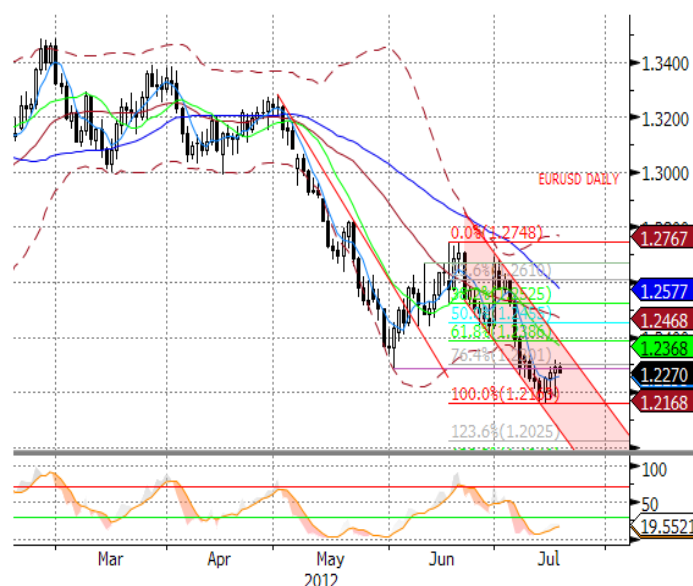
Powtórzył się schemat z poniedziałku: spory spadek w ciągu dnia (duża czarna świeca na 1H) szybko odrobiony. Kolejne maksimum jednak już poniżej poprzedniego, a do tego pojawia się dywergencja w strefie wykupienia na 4H, co w okolicy poniżej ważnego oporu (1,2280 - min. z początku czerwca) sugeruje powrót do ruchu w dół. W nim targety bez zmian: ostatnie minimum + poziom z wiosny 2010 r. (1,1877) oraz - nieco wcześniej - 61,8% przedłużenia Fibo (około 1,20). W górze okolica 1,2307/17 (ostatnie max. lokalne) może stawiać opór korektom.

Wsparcie	Opór
1,2183	1,2386
1,2000	1,2307/17
1,1877	1,2280

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.





EURPLN fundamentalnie

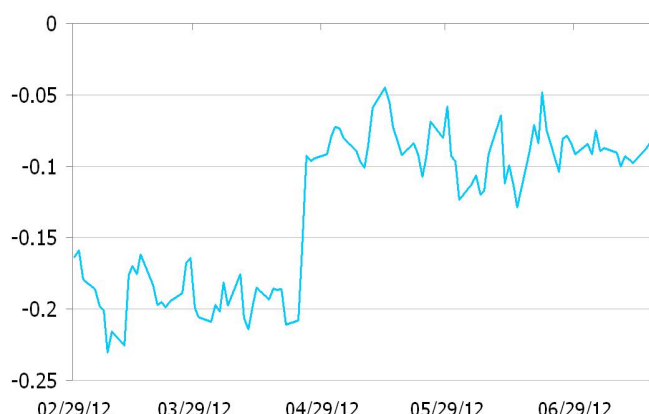
Przez pierwszą część sesji EURPLN nie mógł odnaleźć kierunku, jednak już w dalszej części dnia umacniał się na fali oczekiwań na poluzowanie ilościowe w USA. Wypowiedzi członków RPP (gołębi Bratkowski) nie miały wpływu na kurs, natomiast do umocnienia krajowej waluty mógł przyczynić się wyższy odczyt płac (tuż po publikacji stawki rynkowe podniosły się o 2pb.). Dziś długo oczekiwana produkcja przemysłowa - jeśli okaże się wyższa od konsensusu (nasza prognoza 5,4%) może być przesłanką do ponownego podniesienia stóp rynkowych i tym samym do umocnienia złotego. Wydaje nam się, że jest szansa na asymetryczną reakcję: lepsza produkcja - mocniejszy złoty, słabsza produkcja - neutralnie (bo wciąż pozostaje perspektywa QE w USA także wciąż trwa yield hunting, którego beneficjentem jest polski dług).

EURPLN technicznie

Duża czarna świeca całkowicie zniosła ostatnią korektę, łamiąc przejściowo wsparcie na 4,1644 wynikające z minimum przed tygodniem. Dziś na razie powyżej tego poziomu, ale kontynuacja ruchu w dół wydaje się bardzo prawdopodobna (trójkąt na 4H). Target 4,1580 (trend deprecyjny PLN na tygodniowym) oraz 4,1460/4,1510 (okolice majowego minimum i dolnej krawędzi klina zniżającego z dziennego). Dla ewentualnej korekty wciąż najpewniejszym oporem wydaje się 4,1900.

Wsparcie	Opór
4,1580	4,2000
4,1510	4,1900
4,1460	4,1840

Czynnik krajowy* w EURPLN



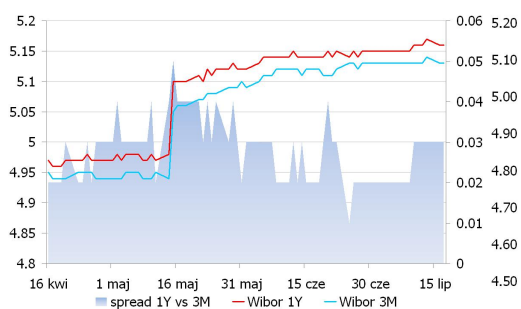
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



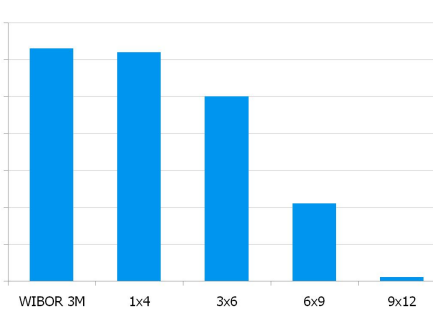


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.895	4.93	ON	4.7	4.8	EUR/PLN	4.1782
2Y	4.6649	4.69	1M	4.9	5.0	USD/PLN	3.3973
3Y	4.5249	4.56	3M	4.9	5.1	CHF/PLN	3.4791
4Y	4.46	4.50					
5Y	4.44	4.48	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.435	4.50	1x2	4.90	4.95	EUR/USD	1.2295
7Y	4.445	4.51	1x4	5.07	5.12	EUR/JPY	97.17
8Y	4.465	4.53	3x6	4.97	5.00	EUR/PLN	4.1625
9Y	4.48	4.54	6x9	4.68	4.71	USD/PLN	3.3825
10Y	4.5	4.54	9x12	4.48	4.51	CHF/PLN	3.4641

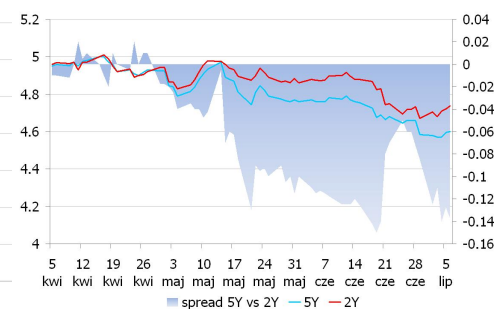
WIBOR 3M i 1Y



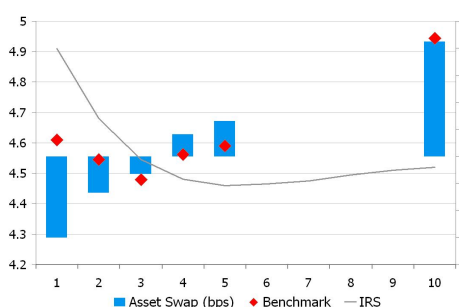
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



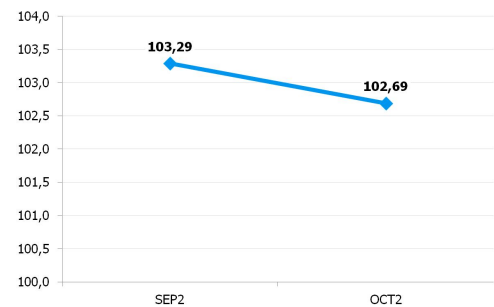
Asset swap i IRS



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 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.