



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

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@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 zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				BRE	konsensus		
08.07.2013 PONIEDZIAŁEK							
8:00	GER	Eksport r/r (%)	maj		0.1	1.4 (r)	-2.4
8:00	GER	Import r/r (%)	maj		-0.5	2.3 (r)	1.2
9:00	POL	Publikacja Raportu o inflacji NBP	lip				
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		-0.5	2.0 (r)	-1.0
09.07.2013 WTOREK							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	cze		2.5	2.1	2.7
9:00	CZE	CPI r/r (%)	cze		1.3	1.3	
10.07.2013 ŚRODA							
20:00	USA	Minutes Fed	cze				
11.07.2013 CZWARTEK							
1:50	JAP	Zamówienia na maszyny m/m (%)	maj		1.4	-8.8	
	JAP	Decyzja BoJ (%)	lip		0.10	0.10	
9:00	HUN	CPI r/r (%)	cze		1.8	1.8	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni	6.07		335	343	
12.07.2013 PIĄTEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		-0.2	0.4	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	maj	0	-193	468	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	maj	12920	12930	13279	
14:00	POL	Import (mln EUR)	maj	12709	12725	12678	
14:00	POL	M3 r/r (%)	cze	7.1	6.7	6.5	
14:40	USA	PPI r/r (%)	cze		2.0	1.7	
15:55	USA	Wskaźnik koniunktury konsumenckiej U.Michigan (pkt)	lip		85.0	84.1	

W tym tygodniu...

● **Gospodarka globalna.** Dziś warto odnotować jedynie publikację inflacji w Czechach (za czerwiec). Jak co miesiąc, pozwoli ona zweryfikować i doprecyzować naszą prognozę cen żywności, a co za tym idzie - wskaźnika CPI ogółem.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

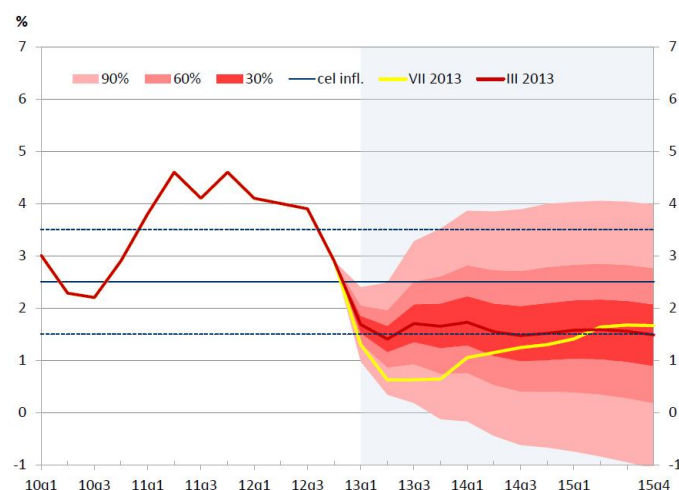
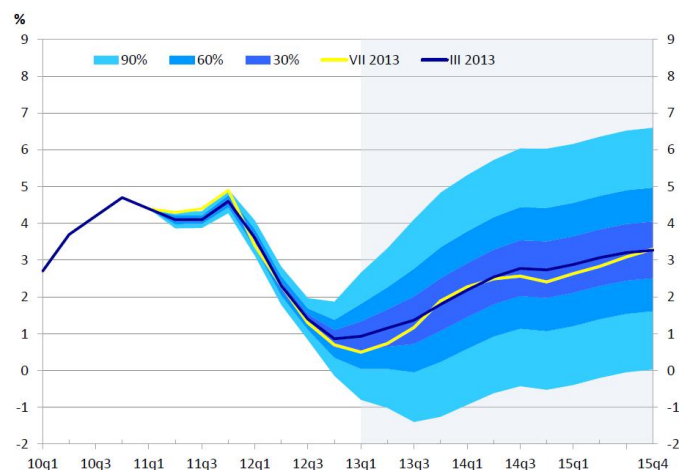
- Zielińska-Głębocka: Do końca bieżącego roku raczej nie należy przewidywać kolejnej zmiany poziomu stóp procentowych. W kolejnym cyklu, nie trzeba będzie już dalej obniżać stóp.
- Zgodnie ze scenariuszem centralnym w kolejnych kwartałach oczekiwana jest jedynie umiarkowana poprawa koniunktury - wynika z lipcowej projekcji Narodowego Banku Polskiego. (**więcej w sekcji analizy**)
- Sławiński (NBP): Realna stopa procentowa na poziomie nieco przewyższającym 1 proc. to nie jest poziom, który wpływałby negatywnie na wzrost gospodarczy.
- OECD: Wskaźnik Composite Leading Indicator (CLI) dla Polski w maju 2013 r. wyniósł 100,34 pkt. wobec 100,23 pkt. miesiąc wcześniej po rewizji w górę o 0,11 pkt.
- Strefa euro: W Niemczech w maju 2013 r. produkcja przemysłowa spadła o 1,0 proc. mdm, podczas gdy w miesiąc wcześniej wzrosła o 2,0 proc., po korekcie. To pierwszy spadek tego wskaźnika od stycznia. (**więcej w sekcji analizy**)

Decyzja RPP (4.09.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.707	0.001
USAGB 10Y	2.641	0.011
POLGB 10Y	4.028	-0.024
Dotyczy benchmarków Reuters		

Projekcja inflacji praktycznie bez zmian

Już sam wstęp prof. Sławińskiego na prezentacji najnowszej projekcji inflacyjnej mówił wszystko. Projekcja jest w zasadzie kalką poprzedniej, a wprowadzone zmiany są wręcz kosmetyczne. Dynamika PKB została w dużej mierze dopasowana do realiów bieżącego cyklu (Instytut Ekonomiczny musiał przyznać, że za wcześnie wytypował moment odbicia gospodarczego), inflacja zaś – pomimo lekko wzrostowej trajektorii – nadal plasuje się w horyzoncie projekcji poniżej celu inflacyjnego.



Słaba dynamika PKB to przede wszystkim wynik kontynuacji słabości popytu wewnętrznego (według NBP jest to w dużej mierze wynik faktu, że podmioty gospodarcze dopasowały swoje oczekiwania do dłuższego spowolnienia gospodarczego, co skutkuje automatycznie dostosowaniami o większej skali) oraz powolnego odbicia produkcji za granicą. Niska inflacja to pochodna bardzo dużej luki popytowej, która nie zamyka się nawet pod koniec horyzontu projekcji inflacyjnej. Skutkiem otwartej luki jest bardzo niska inflacja bazowa (nie przekracza 1,1% w całym horyzoncie projekcji), co przy niskich cenach

żywności i energii skutkuje bardzo umiarkowaną ścieżką inflacji headline.

Ścieżka PKB zaprezentowana przez NBP to w zasadzie konsensus rynkowy i jest ona zbliżona do naszych prognoz przedstawianych mniej więcej od początku roku. Choć w przypadku ryzyk przedstawionych przez NBP dominują te negatywne, naszym zdaniem można doszukiwać się także pewnych optymistycznych akcentów: gospodarka USA radzi sobie zdecydowanie lepiej od oczekiwań, widoczne stają się efekty zmian stóp procentowych („mała polska rotacja” czyli przenoszenie środków z lokat terminowych na rachunki bieżące w celu poszukiwania lepszych możliwości inwestycyjnych, ewentualnie w celu wydania tych środków – wydaje nam się, że ten aspekt mógł zgubić się gdzieś w równaniach NECMOD), naszym zdaniem mało prawdopodobna jest konsolidacja fiskalna w latach 2014-2015 idealnie zgodna ze ścieżką konwergencji, gdyż przy obecnych sondażach cykl polityczny implikuje wydatki publiczne raczej wyższe niż niższe.

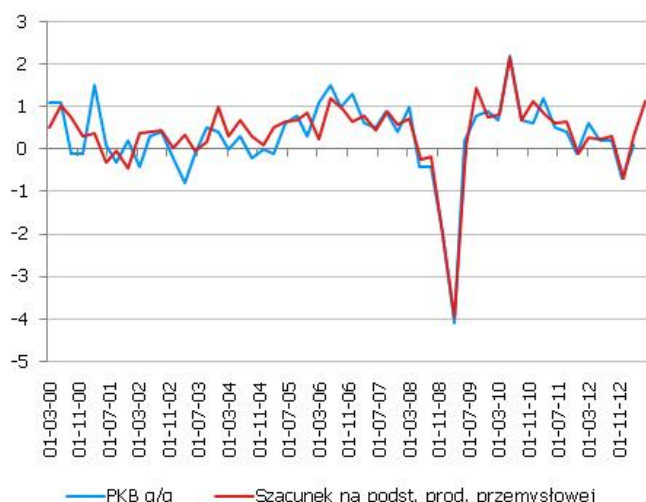
Pewne zastrzeżenia mamy także do przebiegu dynamiki produktu potencjalnego, która utrzymuje się na nadzwyczaj stabilnym poziomie około 2,6-2,8%). Pogarszająca się demografia implikuje, że od strony czynnika pracy wkład w generowanie produktu potencjalnego będzie mały. Nie do końca mamy ochotę także wierzyć, że produktywność krańcowa kapitału będzie plasować się w Polsce na odpowiednim poziomie (część „słomianych” inwestycji finansowych środkami unijnymi, ogólna przestarzałość kapitału). Na koniec trudno nam także się zgodzić z poglądem, że wkład „całkowitej produktywności czynników produkcji - TFP” (a więc czegoś uznawanego za technologię, natomiast w rzeczywistości obejmującego wszystko poza surową pracą i kapitałem) będzie rósł; mało przekonujące jest także algebraczo-porównawcze wyjaśnienie Instytutu Ekonomicznego NBP tego fenomenu. Jedynym przekonującym wyjaśnieniem wydaje nam się wyjaśnienie bazujące na inwestycjach publicznych (infrastrukturze), której sieć staje się coraz bardziej kompletna i może poprawiać produktywność kapitału prywatnego (co może być widoczne właśnie w TFP). Zdajemy sobie doskonale sprawę, że kwestia pomiaru produktu potencjalnego jest bardzo skomplikowana. Niemniej nie możemy oprzeć się wrażeniu, że Polska malowana jest pod tym względem w zbyt jasnych kolorach.

Prowadzi nas to do stwierdzenia, że Polska gospodarka może być zdolna do generowania procesów inflacyjnych przy znacznie niższej dynamice produktu. Dlatego też uważamy, że inflacja w przyszłym roku ma duże szanse na przekroczenie 2%. Tym bardziej, że ekstrapolacja bieżących trendów na rynkach energetycznych (gaz, energia elektryczna) sugeruje, że nagle problemy z przepustowością i mocą sieci (w przypadku tej drugiej) zniknęły, zaś Polska będzie mogła nadal bezkarnie korzystać niemal w nieskończoność z technologii węglowych. Naszym zdaniem jest to ekstrapolacja mało uzasadniona.

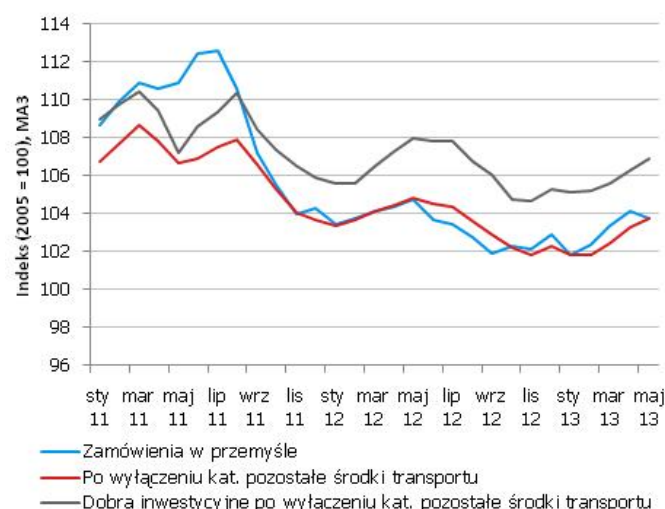
Niemcy: Przyspieszenie wzrostu w II kwartale.

Produkcja przemysłowa w Niemczech spadła w maju w ujęciu miesiąc do miesiąca o 1% (konsensus: -0,5%), częściowo konsumując wysokie wzrosty z poprzednich dwóch miesięcy. Kierunek zmian produkcji jest oczywiście zgodny ze wskazaniami indeksów koniunktury, sugerujących w najlepszym razie skromne tempo wzrostu produkcji, jak również z opublikowanymi wcześniej danymi na temat obrotów w przemyśle (spadek) oraz wielkości wymiany handlowej (duży spadek eksportu). Tak duży spadek jest oczywiście częściowo konsekwencją odreagowania w budownictwie, ale spadki produkcji przetwórstwa są trudne do pominięcia.

Dysponując dwoma miesiącami danych, możemy pokusić się o szacunek wzrostu PKB Niemiec w II kwartale, ten zaś prezentuje się wcale korzystnie. Modele ekonometryczne oparte o produkcję przemysłu i budownictwa w pierwszych dwóch miesiącach wskazują, że gospodarka niemiecka mogła w okresie od kwietnia do czerwca urosnąć nawet o 1-1,1% kw/kw (por. wykres poniżej). Wiele oczywiście zależy od wyników gospodarki w ostatnim miesiącu kwartału, ale – biorąc pod uwagę wskazania badań koniunktury – trudno wyobrazić sobie odczyt produkcji przemysłowej za czerwiec, który falsyfikowałby tezę o przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w Niemczech w II kwartale.



Na ograniczone możliwości utrzymania tak imponującego tempa wzrostu w kolejnych miesiącach wskazują systematycznie rozczarowujące dane na temat zamówień w przemyśle – maj przyniósł spadek wolumenu zamówień w przemyśle o 1,3%, drugi z rzędu. Wprawdzie za całość spadku odpowiada tradycyjnie wahlowa kategoria zamówień na pozostałe środki transportu, ale nie zmienia to faktu, że wzrost zamówień postępuje w iście ślimaczym tempie (trzy kroki do przodu, dwa do tyłu). Co więcej, trwające spadki zamówień na dobra inwestycyjne na rynek krajowy wskazują na niską skłonność niemieckich przedsiębiorstw do inwestowania – ten stan rzeczy trwa już kolejny kwartał z rzędu. Wreszcie, choć trendy dla zamówień są rosnące w ostatnich miesiącach, w kategoriach dynamik r/r pozostajemy w okolicach zera, sugerując niemal zupełny brak postępu na przestrzeni ostatniego roku.



Dobre wyniki niemieckiej gospodarki w II kwartale znalazły zapewne częściowo odzwierciedlenie w relatywnej sile eksportowych sekcji polskiego przemysłu. Wydaje się jednak, że nawet jeśli niemiecka gospodarka rzeczywiście urośnie w II kwartale o 1 proc., będzie to wynik trudny do utrzymania we wciąż niekorzystnym otoczeniu zewnętrznym. Tym niemniej, brak jest sygnałów dla powtórnej recesji w Niemczech. Korzystna ewolucja sytuacji w strefie euro w ostatnich miesiącach, ze szczególnym uwzględnieniem umiarkowanej poprawy na peryferiach eurolandu, wspiera nasz bazowy scenariusz lepszej drugiej połowy roku.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD wyżej - pomogło ponowne sklejenie koalicji rządowej w Portugalii i zawarcie przez Grecję umowy z Trojką na temat przedłużenia pomocy (ryzyka te ciążyły na wspólnej walucie w ostatnich dniach). Choć w tym tygodniu brak jest istotnych publikacji makro (dość powiedzieć, że niemiecka produkcja przemysłowa - o niej czytają więcej w sekcji analizy - przeszła zupełnie bez echa), uwaga rynków jest skierowana w dalszym ciągu na Stany Zjednoczone. W oczekiwaniu na publikację Minutes z czerwcowego posiedzenia FOMC i późniejsze przemówienie Bernanke można spodziewać się zapewne częściowego odregowania ostatnich spadków i poszukiwania dogodnych poziomów do ponownego zajmowania pozycji. Tym niemniej, konstelacja czynników fundamentalnych w dłuższym horyzoncie faworyzuje dolara.

EURUSD technicznie

Konkluzje tygodniowe na pewno bez zmian. Oplacało się jednak czekać z zajęciem pozycji, gdyż kurs aktualnie koryguje się w górę i dziś kreśli się już druga biała świeca. Aby ruch korekcyjny był kontynuowany konieczne jest przełamanie środka wstęgi Bollingera (aktualnie 1,2912 - służyła ona do tej pory za bardzo skuteczny opór), a następnie zwykłej MA55 na poziomie 1,2965. Do tego droga jeszcze daleka, ale po kilkunastu dniach spadków kursowi należy się chwila oddechu. Wciąż czekamy.

Wsparcie	Opór
1,2797	1,3100
1,2744	1,2965
1,2659	1,2912

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

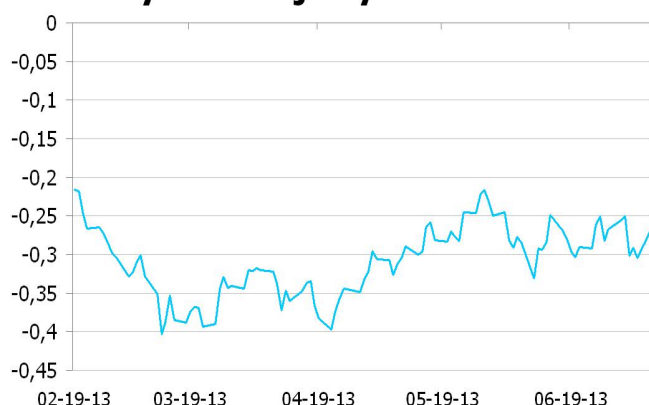
Złoty słabszy, ale osłabienie postępowało wg znanego scenariusza. W pierwszej połowie dnia aprecjacji złotego (to samo dotyczy również innych walut regionu) sprzyjało umocnienie euro w stosunku do dolara i ogólnie lepszy sentyment. Rozpoczęcie sesji amerykańskiej przyniosło skokowe osłabienie polskiej waluty do prawie 4,32 za euro, przy względnej stabilności rynku długu. Wydaje się, że pozycje na nasz region zajmowane przez inwestorów zza Oceanu są w dalszym ciągu likwidowane, choć skala wycofywania się w niczym nie przypomina żywiołowej i brutalnej wyprzedaży sprzed miesiąca. Zarówno szczegóły projekcji inflacyjnej NBP, jak i jedna z pierwszych - relatywnie jastrzębich - wypowiedzi członków RPP (Zielińska-Głębocka) po zakończeniu cyklu przeszły bez echa, co potwierdza tylko, że dominacja czynników globalnych jest póki co niepodważalna.

EURPLN technicznie

Przełamanie w górę nastąpiło, jednak jest mało przekonujące, a kurs wydaje się zawracać na 4h w okolicach MA55 (tuż przed górną granicą kanału spadkowego). Dodatkowo momentum na wykresie dziennym słabnie, co nieco nas niepokoi w bezpośrednim sąsiedztwie dolnego ograniczenia „prawie kanału” wzrostowego. Z tego względu decydujemy się na zamknięcie pozycji po 4,3061 (zysk 301 punktów) i czekamy na rozwój sytuacji. Będziemy zainteresowani odnowieniem pozycji po 4,2784 (MA200 na 4h) jednak wtedy ustawimy krótki S/L na 4,2700.

Wsparcie	Opór
4,3052	4,3382
4,2865	4,3304
4,2668	4,3181

Czynnik krajowy* w EURPLN



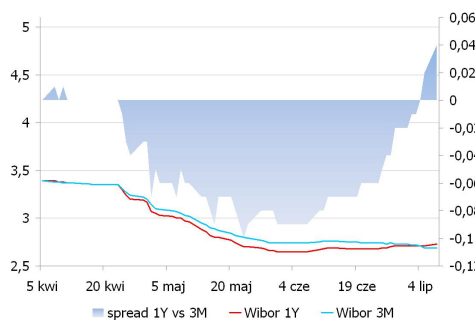
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



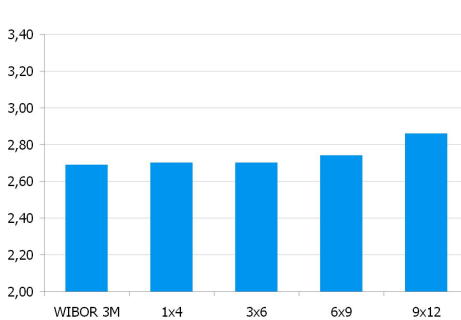


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.74	2.77	ON	2.3	2.6	EUR/PLN	4.3105
2Y	3.055	3.11	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.3576
3Y	3.3	3.35	3M	2.5	2.7	CHF/PLN	3.4811
4Y	3.47	3.52					
5Y	3.6	3.65	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	3.695	3.76	1x2	2.61	2.66	EUR/USD	1.2869
7Y	3.78	3.84	1x4	2.65	2.70	EUR/JPY	129.93
8Y	3.85	3.91	3x6	2.65	2.70	EUR/PLN	4.3110
9Y	3.9	3.96	6x9	2.69	2.74	USD/PLN	3.3504
10Y	3.945	4.00	9x12	2.81	2.86	CHF/PLN	3.4775

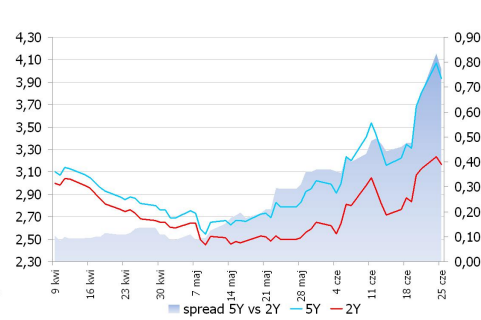
WIBOR 3M i 1Y



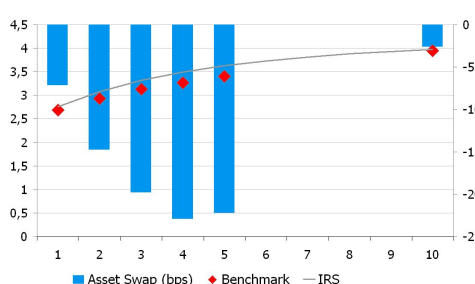
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



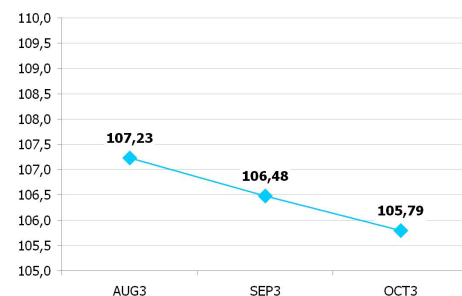
Asset swap i IRS



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 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.