



## 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

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 zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				BRE	konsensus		
<b>15.07.2013 PONIEDZIAŁEK</b>							
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q2		7.5	7.7	7.5
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze		9.1	9.2	8.9
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	cze		12.9	12.9	13.3
10:00	POL	Raport o koniunkturze NBP	Q2				
14:00	POL	CPI r/r (%)	cze	0.4	0.3	0.5	0.2
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt)	lip		5.00	7.84	9.46
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	cze		0.8	0.5 ( r )	0.4
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	cze			87.0	73.0
<b>16.07.2013 WTOREK</b>							
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	lip		9.0	8.6	10.6
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - oczekiwania (pkt)	lip		40.0	38.5	36.3
14:00	POL	Place r/r (%)	cze	2.9	2.3	2.3	1.4
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	cze	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	cze	0.9	0.9	1.0	0.9
14:30	USA	CPI r/r (%)	cze		1.6	1.4	1.8
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.3	0.0	0.3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	cze		77.7	77.7 ( r )	77.8
<b>17.07.2013 ŚRODA</b>							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze	2.1	1.5	-1.8	
14:00	POL	PPI r/r (%)	cze	-1.8	-1.8	-2.5	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	cze		960	914	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	cze		1000	985 ( r )	
20:00	USA	Beżowa księga					
<b>18.07.2013 CZWARTEK</b>							
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	12.06		345	360	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	lip		8.0	12.5	
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający CB (%)	cze		0.3	0.1	
<b>19.07.2013 PIĄTEK</b>							
14:00	POL	Koniunktura konsumencka	lip				

## Dziś zostaną opublikowane...

● **Gospodarka polska.** Dziś o 14:00 zostaną opublikowane dane nt. kondycji przemysłu w czerwcu. Produkcja przemysłowa, dzięki niskiej bazie z poprzedniego roku i korzystniejszej różnicy w liczbie dni roboczych, powinna ponownie zanotować wzrost. Wzrost (ale tylko dynamiki r/r) powinna odnotować również produkcja budowlano-montażowa (koniec wysokiej bazy uformowanej przez przygotowania do Euro 2012). Podobne efekty wesprą również dynamikę cen producentów przy stabilnych cenach surowców w PLN.

● **Gospodarka globalna.** Dziś początek czerwcowych danych z amerykańskiego rynku nieruchomości. Tu, w ślad za dynamicznie rosnącym optymizmem budujących i większym zainteresowaniem kupujących, można spodziewać się dalszych wzrostów. Rynek nieruchomości od dłuższego czasu nie zaskakuje in minus.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Przeciętne wynagrodzenie brutto w czerwcu wyniosło 3.808,63 zł, co oznacza, że rdr wzrosło o 1,4 proc., a mdm wzrosło o 2,9 proc. (**więcej w sekcji analizy**)
- Tusk: W sierpniu zostanie przedstawiona nowelizacja tegorocznego budżetu. W świetle ubytku w dochodach budżetowych na poziomie 24 mld zł planowane jest zwiększenie deficytu budżetowego o 16 mld zł. Cięcia w resortach mają wynieść ok. 8,5-8,6 mld zł.
- NBP: Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła w czerwcu 0,9 proc. rdr wobec 1,0 proc. rdr w maju. W czerwcu w ujęciu rocznym obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej.
- NBP: Wyniki testów warunków skrajnych i symulacji zdolności absorbowania strat wskazują, że odporność banków na szoki jest relatywnie wysoka, a ponadto dodatkowo poprawiła się od ostatniego badania - podano w lipcowym raporcie o stabilności systemu finansowego.
- NBP: Wygaszanie programów QE spowoduje trwały wzrost rentowności papierów na rynkach rozwiniętych, a w Polsce w skrajnym przypadku może doprowadzić do wyprzedaży na rynku wtórnym przez inwestorów zagranicznych - napisał NBP w raporcie o stabilności systemu finansowego.
- USA: Produkcja przemysłowa w USA w czerwcu 2013 r. wzrosła o 0,3 porc. mdm, w maju wskaźnik nie uległ zmianie.

Decyzja RPP (4.09.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.572	0.002
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.534	-0.015
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.922	0.004
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

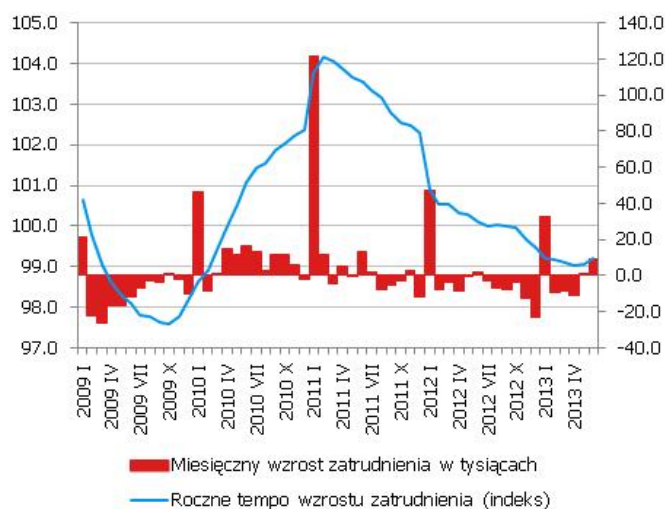
## Premier potwierdza wielkość dziury budżetowej i znajduje sposób na obejście ustawowego progu zadłużenia

Wczoraj Premier potwierdził to, co dla większości analityków było jasne już od kilku miesięcy. Dziura budżetowa (spowodowana załamaniem dochodów podatkowych w pierwszych miesiącach roku) wyniesie w tym roku 24 mld zł. Ponieważ Ustawa o Finansach Publicznych nie zezwala na zwiększenie deficytu (w relacji do dochodów) w przypadku przekroczenia progu 50% długu do PKB rząd proponuje zawieszenie tego zapisu. W tym celu konieczna jest oczywiście zmiana UFP, która prawdopodobnie nastąpi łącznie z wprowadzeniem do niej tzw. reguły wydatkowej (będącej jednak w dużej mierze regułą dyskrecyjną, ale uprawdopodobniającą prowadzenie antycyklicznej polityki fiskalnej). Według zapowiedzi Rządu deficyt miałby wzrosnąć o 16 mld zł do 51 mld zł, pozostała część dziury miałaby być zalatana poprzez obniżki rządowych wydatków.

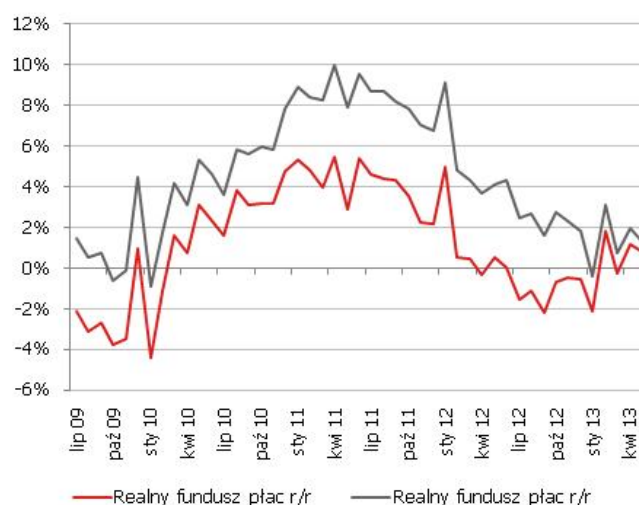
Naszym zdaniem wielkość rewizji deficytu budżetowego nie jest zaskoczeniem dla inwestorów. Pozytywnie mogą nawet odczytywać fakt znalezienia przez Rząd wyjścia z patowej sytuacji stworzonej przez zapisy w UFP. Skala cięcia wydatków może okazać się mniejsza niż obecnie szacuje rząd, jeśli potwierdzi się ożywienie gospodarcze (w tym ożywienie konsumpcji) w II połowie roku.

## Pierwszy powiew optymizmu w danych nt. zatrudnienia

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w czerwcu w ujęciu rocznym o 0,8% r/r (nasza prognoza i konsensus rynkowy -0,9%, poprzednio -0,9%). Tym samym dynamika zatrudnienia nie tylko się wypłaszcza, ale wręcz zaczyna rosnąć. Dodatkowo mamy do czynienia ze zdecydowanie najwyższym w tym roku tempem wzrostu zatrudnienia w ujęciu miesięcznym (nie licząc stycznia napędzanego jak co roku statystycznie): +9tys. (+0,2%). Podtrzymujemy naszą diagnozę, że rynek pracy osiągnął już dno i w najbliższych miesiącach roczna dynamika zatrudnienia będzie rosła (niewykluczone, że do końca roku będzie dodatnia).



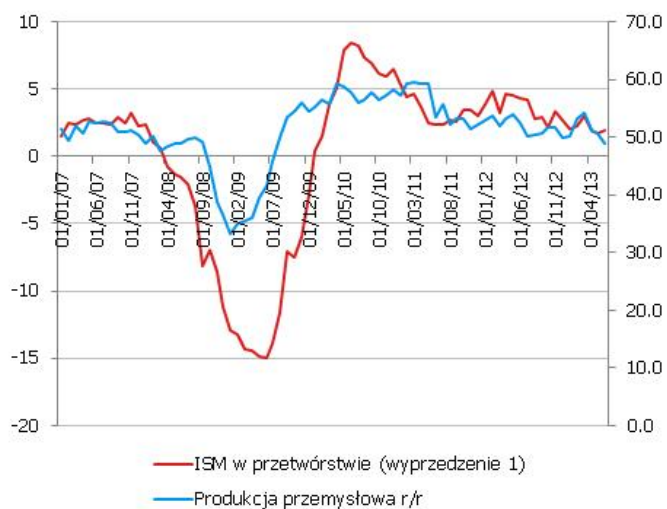
Płace wzrosły w ujęciu rocznym o 1,4%, poniżej konsensusu (2,3%) i naszej prognozy (2,9%). Jak co miesiąc – z uwagi na brak szczegółowego rozbięcia – trudno jest nam wypowiedzieć się na temat przyczyn takiego zaskoczenia. Ponieważ jednak w ostatnich miesiącach odchylenia od trendu (który obecnie szacujemy na 2-2,5% r/r) wynikały z czynników jednorazowych, głównie z trudnych do przewidzenia przesunięć premii, racjonalnym jest założyć, że podobna sytuacja miała miejsce również w czerwcu. Ponadto, należy również mieć na uwadze fakt, że płace są wskaźnikiem opóźnionym względem cyklu. Fundusz płac wzrósł o 0,7% w cenach bieżących i o 0,5% w cenach stałych.



Dane bez natychmiastowego wpływu, nieznaczne przesunięcie krzywej rentowności w dół należy przypisać raczej konferencji premiera, która zbiegła się z publikacją danych. Z punktu widzenia RPP dane neutralne, pozostawiające dużą przestrzeń do różnych interpretacji.

## USA: produkcja przemysłowa lepsza i z pozytywną perspektywą przynajmniej na kolejny miesiąc

Produkcja przemysłowa wzrosła w czerwcu o 0,3% m/m (konsensus 0,2-0,3%, poprzednio 0,0%). Wykorzystanie mocy wytwórczych sięgnęło 77,8% (konsensus 77,7%, poprzedni miesiąc zrewidowany w górę na 77,7%). Rewizje są również pozytywne w wysokości +0,1pp. Wbrew pozorom i przy nieidealnej dynamice osiągniętej przez górnictwo (+0,8%) to głównie przetwórstwo przemysłowe zaskoczyło pozytywnie (+0,3% wobec konsensusu +0,1%) i przyczyniło się do wygenerowania zaskoczenia na całym agregacie. Konsensus rynkowy był widziany prawdopodobnie wysoką korelacją produkcji z indeksami koniunktury (patrz wykres), która tym razem się nie potwierdziła. Być może tłumaczy to także dość zagadkowe zejście indeksu ISM poniżej 50pkt. w maju, na które nie wskazywały modele oparte na regionalnych wskaźnikach koniunktury. Obecnie ocena koniunktury jest już lepsza i z czysto mechanicznego punktu widzenia (korelacja) kolejny odczyt przetwórstwa przemysłowego powinien być również przyzwoity (a przynajmniej ryzyka układają się w pozytywnym kierunku).



Bardzo dobrze wygląda też kompozycja wytwarzanych produktów (po 2 miesiącach spadków...): 0,5% wzrost w przypadku dóbr konsumpcyjnych, 0,5% wzrost w kategorii dóbr inwestycyjnych (business equipment), w tym 1,1% wzrost w kategoriach dóbr inwestycyjnych niezwiązanych z transportem. Uważamy, że trwałość popytu konsumpcyjnego (potencjał do wzrostowej ścieżki konsumpcji dzięki poprawie dochodu rozporządzalnego), trwałość ożywienia na rynku nieruchomości będą generować pozytywne efekty popytowe dla produkcji przemysłowej. Do tej pory gospodarka amerykańska „przejadała zapasy” (ostatnie 4 kwartały to łączna ujemna kontrybucja zmian zapasów), obecnie budzi się strona podażowa. Uważamy, że choć nie będzie to proces eksplozywny, to będzie trwały.



### EURUSD fundamentalnie

Wczoraj wzrosty EURUSD były kontynuowane powyżej 1,3100 (dziś startujemy z 1,3140). Naszym zdaniem nie jest to reakcja na dane makro, gdyż te wspierałyby jednoznacznie umocnienie dolara, a nie euro. Jest duże prawdopodobieństwo, że ta aberracja (właśnie tak: nie wycofujemy się z naszego twierdzenia, że obecnie rynek stał się ponownie wrażliwy na dane makro, które służą kształtowaniu oczekiwań na zmiany stóp procentowych) spowodowana jest dzisiejszym przemówieniem Bernanke. Prawdopodobnie część inwestorów liczy na dalsze łagodzenie stanowiska Fed, choć prawdę powiedziawszy najnowsze serie danych wcale takiego scenariusza nie wspierają. Oprócz wspomnianego przemówienia dziś jeszcze poznamy dane z amerykańskiego rynku nieruchomości (rynek pierwotny). Uważamy, że jest spore prawdopodobieństwo, że wystąpienie Bernanke będzie non-event, tak więc można spodziewać się pewnej korekty kursu w dół.

### EURUSD technicznie

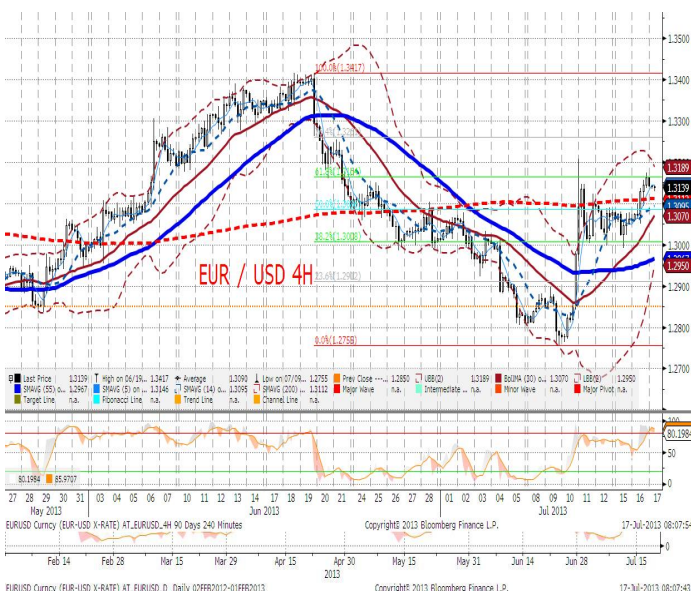
Marsz EURUSD w górę trwa - wczoraj padła cała seria oporów w okolicy 1,31, a kurs zatrzymał się dopiero na FIBO 61,8% (1,3164). Momentum wzrostowe pozostaje dalekie od wyczerpania (odwrócenie oscylatora na 4H może okazać się ułudą). Przełamanie wspomnianego FIBO, jeżeli oczywiście nastąpi, powinno otworzyć drogę do 1,32 i terytoriów leżących powyżej (opory tamże to różnorodne FIBO). Wsparcie wyznaczmy na średnich na dziennym (1,3059 i 1,3079). Dziś neutralnie.

Wsparcie	Opór
1,3060/75	1,3342
1,2973	1,3228
1,2935	1,3174

### 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

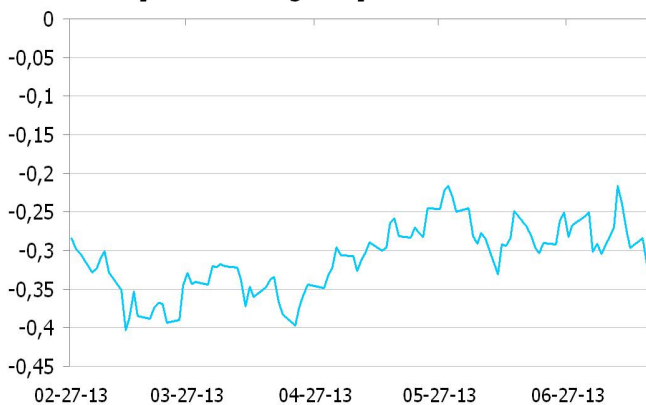
Złoty mocniejszy. Tym razem niemal idealnie zadziałała korelacja z EURUSD, a jego wybiecie w górę pociągnęło za sobą proporcjonalnie dużą reakcję również w przypadku polskiej waluty (przeszło 4 figury!), przy czym spośród walut regionu to właśnie złoty zanotowała największe umocnienie (dla kontrastu, forint praktycznie stał w miejscu). Dane (więcej w sekcji analizy) praktycznie nie wpłynęły na kurs (ścieżka stóp procentowych jest na pewien czas "zafiksowana", więc kanał oczekiwań na razie nie działa), podobnie jak zapowiedź nowelizacji budżetu - tu antycypowano zarówno jej skalę, jak i kształt. W bieżącym reżymie rynkowym kluczowy dla notowań złotego jest sentyment globalny, dlatego też nie spodziewamy się reakcji również na dzisiejsze dane (produkcja przemysłowa, PPI).

### EURPLN technicznie

Scenariusz zarysowany we wczorajszym komentarzu zrealizował się - kurs dynamicznie przełamał MA200 na 4h i spadł prawie o 4 figury, wsparcie znalazłszy na dziennym MA55, skąd startujemy w dniu dzisiejszym. Poziomy wydają się atrakcyjne dla pozycji long, a notowania mocno wykupione, ale martwi nas jak na razie brak dywergencji i wciąż niemała przestrzeń do spadków na dziennym oscylatorze. Neutralnie, nie chcemy narażać się przy obecnej zmienności bez bardziej przekonującego sygnału odwrócenia.

Wsparcie	Opór
4,2482	4,3016/26
4,2331	4,2852/65
4,2008	4,2668

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



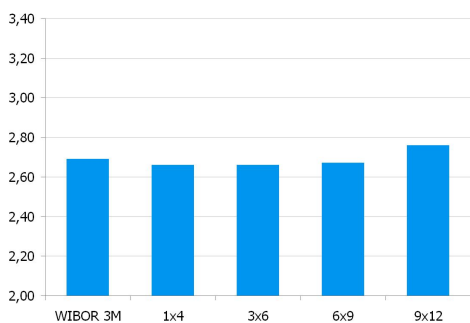
\* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



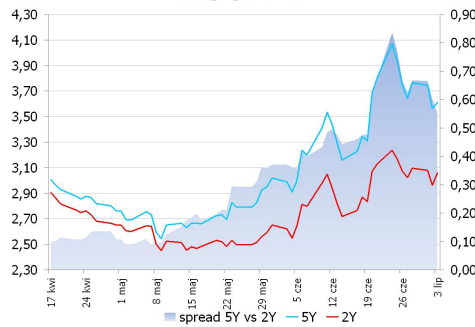


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.6875	2.72	ON	2.3	2.6	EUR/PLN	4.2788
2Y	2.935	2.99	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.2735
3Y	3.135	3.19	3M	2.5	2.7	CHF/PLN	3.4516
4Y	3.27	3.32					
5Y	3.385	3.44	<b>FRA</b>	<b>BID</b>	<b>ASK</b>	<b>Poziomy otwarcia</b>	
6Y	3.475	3.54	1x2	2.61	2.66	EUR/USD	1.3160
7Y	3.555	3.62	1x4	2.61	2.66	EUR/JPY	130.40
8Y	3.62	3.68	3x6	2.61	2.66	EUR/PLN	4.2485
9Y	3.675	3.74	6x9	2.62	2.67	USD/PLN	3.2280
10Y	3.72	3.77	9x12	2.71	2.76	CHF/PLN	3.4398

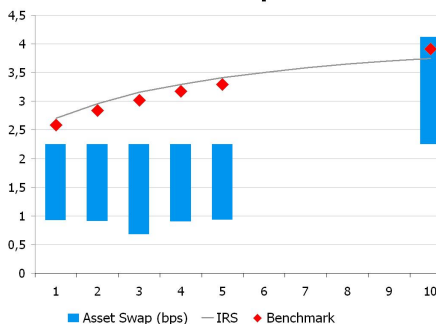
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



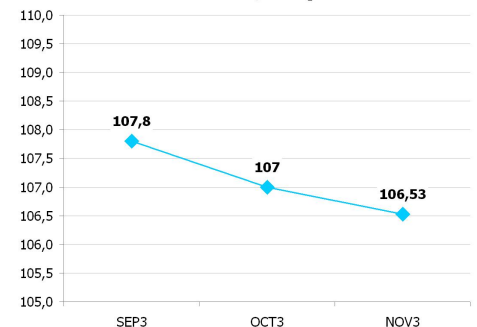
Asset swap i IRS



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, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUJCA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.