



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		
29.07.2013 PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Podpisane umowy na sprzedaż domów m/m (%)	cze		-1.2	5.8 (r)	-0.4
30.07.2013 WTOREK							
1:30	JPN	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		-1.5	1.9	-3.3
8:00	GER	Wsk. koniunktury kons. GfK (pkt)	sie		6.9	6.8	7.0
9:00	SPA	PKB kw/kw <i>wstępny</i> (%)	Q2		-0.1	-0.5	-0.1
11:00	EUR	Wskaźnik ESI (pkt)	lip		92.6	91.3	92.5
14:00	GER	CPI r/r <i>wstępny</i> (%)	lip		1.7	1.8	1.9
15:00	USA	Indeks CaseShiller r/r (%)	maj		12.4	12.1 (r)	12.2
16:00	USA	Wsk. koniunktury kons. CB (pkt)	lip		81.0	82.1 (r)	80.3
31.07.2013 ŚRODA							
8:00	GER	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	cze		0.2	0.7 (r)	-1.5
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	lip		6.8	6.8	6.8
11:00	EUR	CPI r/r <i>wstępny</i> (%)	lip		1.6	1.6	1.6
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	lip	0.2	0.3	0.4	0.4
14:15	USA	Wskaźnik zatrudnienia ADP (tys.)	lip		180	198 (r)	200
14:30	USA	PKB kw/kw <i>wstępny</i> (%)	Q2		1.0	1.1 (r)	1.7
14:30	USA	Rewizje rachunków narodowych					
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	lip		54.0	51.6	52.3
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	lip		0.25	0.25	0.3
01.08.2013 CZWARTEK							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt)	lip	49.8	50.1	49.3	
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt)	lip		49.8	49.8	
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt)	lip		50.3	50.3	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt)	lip		50.1	50.1	
13:00	CZE	Decyzja Banku Czech (%)	sie		0.05	0.05	
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	sie		0.50	0.50	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	27.07		345	343	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	lip		52.0	50.9	
02.08.2013 PIĄTEK							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	lip		184	195	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lip		7.5	7.6	
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	cze		0.5	0.3	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	cze		0.4	0.5	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE r/r (%)	cze		1.1	1.1	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	cze		1.4	2.1	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Dzisiejsza publikacja wskaźnika PMI w przemyśle powinna przynieść kontynuację wzrostów z ostatnich miesięcy. Tym razem czynniki krajowe (poprawa perspektyw popytu wewnętrznego) i zagraniczne (koniec recesji w strefie euro) oddziałują w tym samym kierunku. W naszej opinii przekroczenie granicy 50 pkt jeszcze nie miało miejsca - pamiętajmy, że zaskoczenie w poprzednim miesiącu zawdzięczamy częściowo związanemu z powodzią wzrostowi czasu dostaw.

• **Gospodarka globalna.** W strefie euro najważniejszym wydarzeniem dnia dzisiejszego będzie posiedzenie EBC i towarzysząca mu konferencja prasowa prezesa Dragiego. Choć poprawa koniunktury w ostatnich miesiącach mogła pozytywnie zweryfikować bazowy scenariusz EBC (stopniowa poprawa sytuacji w gospodarce realnej od połowy roku), nie należy oczekiwać istotnej zmiany nastawienia ze strony banku. Po pierwsze, tempo poprawy koniunktury jest na tyle skromne i obciążone asymetrycznymi ryzykami (z pewnością nie zabraknie wzmianki o nich na konferencji), że nie uzasadnia ani zamknięcia furtki do dalszych obniżek stóp, ani wycofania się z *forward guidance*, ani zaostrzania tonu. Oczekiwania rynkowe będą tym samym ustawione w kierunku łagodnego komunikatu, co będzie stymulować ceny obligacji. W Stanach Zjednoczonych warto dziś zwrócić uwagę na cotygodniowe dane z rynku pracy oraz na publikację wskaźnika ISM (w przemyśle) za lipiec. W przypadku tego drugiego możemy oczekiwać nieznaczного przyspieszenia tempa poprawy koniunktury, zgodnego ze wskazaniem uśrednionych regionalnych indeksów (ok. 52).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

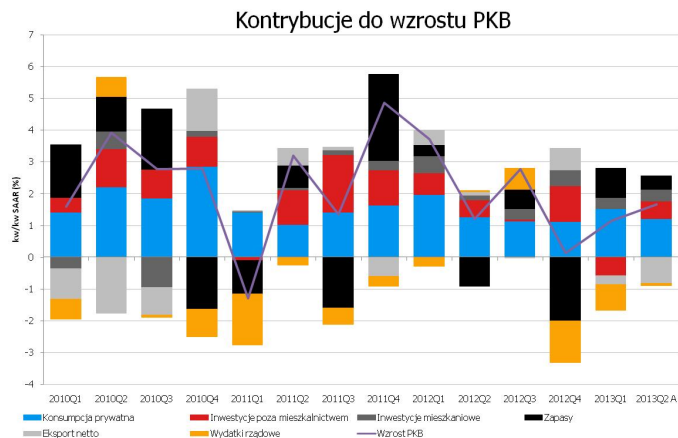
- Marczak (MF): W środę 7 sierpnia MF może zorganizować warunkowy przetarg obligacji skarbowych.
- Strefa euro: Sprzedaż detaliczna w Niemczech w czerwcu 2013 r. nieoczekiwanie spadła o 1,5 proc. mdm, po wzroście miesiąc wcześniej o 0,7 proc., po korekcie.
- USA: PKB wzrósł w II kwartale 2013 roku o 1,7 proc. w ujęciu zannualizowanym kdk (**więcej w sekcji analizy**).

Decyzja RPP (4.09.2013)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.663	-0.009
stopy bez zmian		100%		USAGB 10Y	2.584	0.006
obniżka 25 bps		0%		POLGB 10Y	4.072	0.001
PROGNOZA BRE		stopy bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

Amerykańska gospodarka pozytywnie zaskakuje, ale...

Zgodnie ze wstępnymi szacunkami, w II kwartale b.r. PKB Stanów Zjednoczonych wzrósł o 1,7% kw/kw w ujęciu zannualizowanym, bijąc na głowę dość pesymistyczne prognozy. Konsensus rynkowy wynosił ok. 1% kw/kw, a kierunek jego ewolucji w ostatnich miesiącach (z 2,1% na początku roku, poprzez 1,7% jeszcze w pierwszych dniach lipca) wskazywał w sposób jasny na rosnący pesymizm. Oczywiście, pozytywna niespodzianka wynika częściowo z niedoszacowania siły procesów deflacyjnych - delator PKB wyniósł 0,7% kw/kw (oczekiwano 1% kw/kw), a bazowy deflator wydatków konsumpcyjnych (cel inflacyjny Fed) - 0,8% kw/kw.

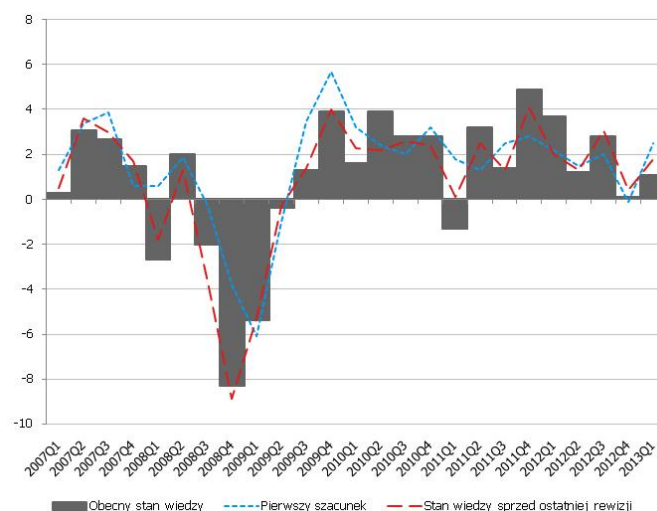
Struktura wzrostu PKB w II kwartale zasadniczo nie zaskakuje. Spadek kontrybucji konsumpcji prywatnej jest zgodny z dostępnymi danymi miesięcznymi, podobnie jak duży ujemny wkład eksportu netto (konsekwencja istotnego poszerzenia deficytu handlowego w maju). Fenomenalnie stabilna pozostaje kontrybucja inwestycji mieszkaniowych, zaś relatywnie dobry wynik prywatnych inwestycji niemieszkaniowych (+4,6%) okazał się być zgodny również z naszymi oczekiwaniami, formułowanymi na podstawie danych o dostawach cywilnych dóbr inwestycyjnych z wyłączeniem samolotów. Nieco zaskakuje minimalny negatywny wkład wydatków rządowych (poniżej 0,1 p. proc.) - wydaje się, że główne uderzenie negatywnego szoku ze strony polityki fiskalnej miało miejsce w marcu b.r.



Wreszcie, warto powiedzieć kilka słów na temat towarzyszącym wczorajszej publikacji rewizjom rachunków narodowych za okres 1929-2013q1. Zmiana historycznych szacunków PKB i jego składowych to właściwie złożenie dwóch procesów: rewizji wszechstronnej (comprehensive revision) i benchmarkowej (benchmark revision). Pierwsza z nich polega na przeliczeniu całej historii rachunków narodowych na podstawie zmian definicyjnych i metodologicznych: odtąd jako nakłady brutto na środki trwałe klasyfikuje się m.in. wydatki przedsiębiorstw i agencji rządowych na B+R i zakup i tworzenie aktywów niematerialnych i dóbr kultury (stąd nowa kategoria inwestycji - intellectual property products). Druga z nich, dotycząca ostatnich 3 lat, to uwzględnienie nowych źródeł informacji: uaktualnionej tablicy przepływów międzygałęziowych, pełniejszych zbiorów danych. Należy w tym miejscu podkreślić, że rewizje - wbrew często spotykanym teoriom spiskowym (wiele z nich można znaleźć na Zero Hedge) - nie służą fałszowaniu faktycznego obrazu gospodarki. Są raczej próbą dokładniejszego mierzenia wielkości

i dynamiki procesów gospodarczych, zwłaszcza w sytuacji, gdy zmienia się ich natura (wzrost roli usług, tworzenia wartości niematerialnych, etc.). Nie zagłębiając się zbytnio w szczegóły rewizji, warto odnotować kilka kluczowych wniosków:

- Rozpoczęte w połowie 2009 roku ożywienie gospodarcze okazało się być minimalnie dynamiczniejsze niż uważano wcześniej (średnio 0,1 p. proc. rocznie).
- W szczególności, wzrost PKB w 2012 roku został zrewidowany w górę z 2,2 do 2,8%, głównie za sprawą lepszego wyniku w I kwartale, a w układzie sektorowym - dzięki wyższym kontrybucjom konsumpcji i inwestycji prywatnych.
- Wielka Recesja (2008-2009) okazała się być nieznacznie płytsza niż pierwotnie szacowano - skumulowany spadek PKB wyniósł wówczas 4,3 wobec szacowanych wcześniej 4,7%.
- Dzięki uwzględnieniu nowych kategorii, nominalna wartość amerykańskiego PKB jest obecnie o ok. 3% większa niż pierwotnie szacowano. Tym samym, nieznacznie spadają wszystkie kluczowe wskaźniki fiskalne (deficyt i dług publiczny w relacji do PKB).
- Dane za poprzedni kwartał znów zrewidowano w dół do 1,1% kw/kw (przypomnijmy: konsensus przed wstępnym odczytem wskazywał na ok. 3%, pierwszy odczyt wyniósł 2,5%, a trzeci - zaledwie 1,8), głównie dzięki dużo niższej niż szacowano wcześniej kontrybucji prywatnych inwestycji niemieszkaniowych.



Reasumując, całość opublikowanych w dniu wczorajszym danych jest raczej niekonkluzywna. Wprawdzie gospodarka amerykańska okazała się w średnim okresie nieco silniejsza niż pierwotnie przypuszczano, ale jej słabość w I półroczu pozostaje faktem (aby zmaterializowała się ostatnia projekcja Fed, gospodarka musiałaby w II półroczu przyspieszyć do ponad 3% kw/kw). Nie zmienia również niczego w kwestii ograniczania QE - zarówno niska inflacja (uważana przez Fed za przejściową), jak i spowolnienie wzrostu gospodarczego zostały w pełni zinternalizowane przez FOMC. Inaczej rzecz ujmując, dane te nie są na tyle złe, aby przekonać Fed do porzucenia planów ograniczania QE.

W odniesieniu do tych ostatnich zaś wczorajszy komunikat (i późniejsza konferencja prasowa) FOMC nie przyniósł żadnych



istotnych zmian. Parametry polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych nie zostały zmienione - fragment wczorajszego komunikatu dotyczący QE jest słowo w słowo identyczny z tym z czerwcowego. Jediną istotną zmianą w komunikacji Fed jest zaakcentowanie niższej od celu inflacji (którą jednak FOMC uważa za konsekwencje przejściowych czynników) - dzięki temu gołębi Bullard tym razem nie zdystansował się od opinii większości członków komitetu i to spowodowało pozytywną (choć przejściową reakcję rynków). Warto po raz kolejny podkreślić, że rola danych makro w kształtowaniu polityki pieniężnej i oczekiwań co do jej przyszłych zmian jest kluczowa.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD poruszał się do decyzji FOMC (oraz w czasie publikacji danych - w szczególności po lepszym od oczekiwań odczycie PKB za II kwartał w USA) w range 1,32-33. Po publikacji komunikatu FOMC (dość gołębiego komunikatu, ale z pewnymi zastrzeżeniami - więcej patrz w sekcji analizy) EURUSD złamał 1,33 i ustanowił nowe maksimum intraday na poziomie 1,3344. Obecnie znów jesteśmy na poziomie 1,3267, a więc praktycznie dokładnie w środku poprzedniego range. Naszym zdaniem status quo po wypowiedziach Bernanke zostało zachowane - skala akomodacji polityki pieniężnej zostanie zdeterminowana przez napływające dane. Okazuje się tym samym, że ogień po decyzji Fed był słomiany. Większość gołębich zmian w komunikacie dotyczy przeszłości, a nadchodzące dane makro wspierają normalizację polityki pieniężnej w przyszłości. Uważamy, że komunikat nie przekreśla naszego scenariusza bazowego, w którym tempo zakupu aktywów jest zmniejszane jeszcze w tym roku a dolar umacnia się do euro.

EURUSD technicznie

Już nie bez zmian. Kurs odbił się na dziennym od 61,8% Fibo (wyrysował dodatkowo szpulkę), a na wykresie 4h kreśli się spadkowa dywergencja (na domiar „złego” dla EUR wybiecie poza górną wstęgę Bollingera zakończyło się świecą z długim wąsem - również sygnał wyczerpania momentum wzrostowego). Będąc w pełni świadomi nadchodzących danych fundamentalnych (ECB, NFP) decydujemy się na krótko-średnioterminową pozycję short EURUSD (wejście 1,3273, S/L 1,3360).

Wsparcie	Opór
1,3270	1,3391
1,3228/34	1,3342
1,3164	1,3311

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

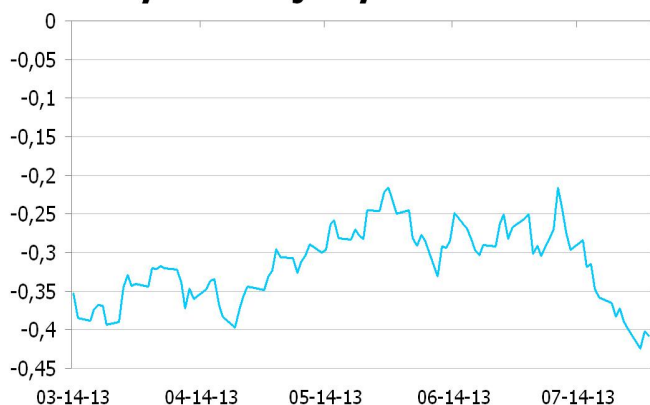
EURPLN słabszy (otwarcie na poziomie 4,2500), jednak już w ciągu dnia - nie tylko po decyzji Fed. Złoty zareagował przede wszystkim na amerykańskie dane, które wspierają normalizację polityki pieniężnej i tym samym zmniejszenie tempa zakupów aktywów. Oznacza to, że w krótkim okresie złoty może się jeszcze osłabiać w rytm nadchodzących (lepszyc) danych globalnych. Instynktownie czujemy jednak, że poziomy rzędu 4,36-37 są nie do powtórzenia (inwestorzy zdążyli się już oswoić z perspektywą zakończenia QE, kontrakty futures na stopy procentowe też już w dużej mierze podziwignęły się z ultra-niskich poziomów), zwłaszcza że akcja zaczyna się toczyć w otoczeniu lepszych krajowych danych i w bardziej zbilansowanej (zewnątrznie i wewnętrznie) gospodarce. Złoty powinien utrzymać się poniżej 4,28/32 i po prostu pozostać chwilowo słaby przez kilka tygodni. Po tym terminie kurs powinien powrócić do krajowych fundamentów: inwestorzy powoli zaczną grać scenariusz wzrostu oraz szybsze podwyżki stóp procentowych. Brak ryzyka związanego z wysokim deficytem na rachunku bieżącym może skutkować, po wspomnianym okresie przejściowym, dość dynamiczną aprecjacją PLN do końca roku.

EURPLN technicznie

Podwójne dno (odbicie od MA200), odwracanie się oscylatora oraz dwie solidne białe świece to powody na wykresie dziennym, dla których nadal warto być zainteresowanym pozycją long EURPLN. Ale może za pewien czas. Na wykresie 4h notowania dotarły do MA200, do górnego ograniczenia kanału spadkowego a oscylator solidnie zawrócił w dół. Wydaje nam się zatem, że szykuje się dziś korekta na EURPLN. Tym samym warto zainteresować się pozycją long EURPLN powyżej 4,2637 (i Fibi i MA55 z dziennego, S/L 4,25). Warunkowa strategia jest podyktowana intuicją, że obecnie notowania mogły przesunąć pasmo zmienności na 20-25. Potrzebne jest nowe momentum.

Wsparcie	Opór
4,2403	4,3052
4,2330	4,2653
4,2270	4,2593

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
1Y	2.71	2.74
2Y	2.99	3.04
3Y	3.22	3.27
4Y	3.385	3.44
5Y	3.515	3.57
6Y	3.615	3.68
7Y	3.71	3.77
8Y	3.79	3.85
9Y	3.855	3.92
10Y	3.92	3.97

depo	BID	ASK
ON	2.3	2.6
1M	2.3	2.5
3M	2.4	2.6

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2427
USD/PLN	3.1929
CHF/PLN	3.4465

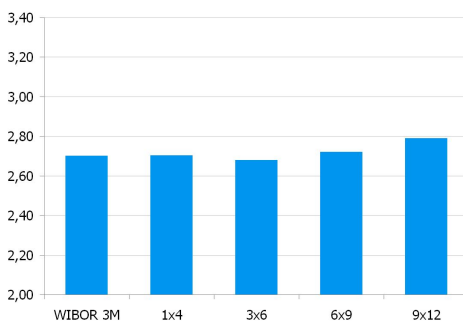
FRA	BID	ASK
1x2	2.61	2.66
1x4	2.64	2.70
3x6	2.62	2.68
6x9	2.67	2.72
9x12	2.73	2.79

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3300
EUR/JPY	130.16
EUR/PLN	4.2515
USD/PLN	3.1945
CHF/PLN	3.4488

WIBOR 3M i 1Y



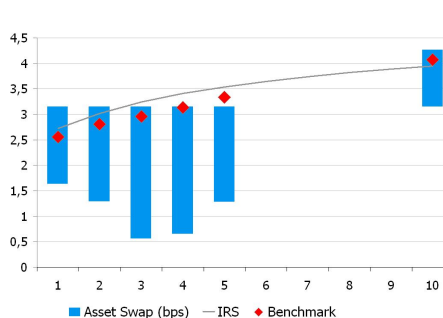
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



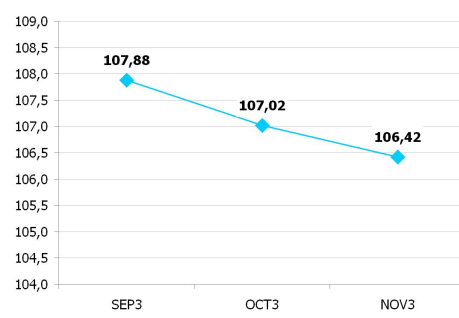
Asset swap i IRS



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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.