



## 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

Marek Ignaszak  
analityk  
tel. +48 22 829 02 66  
marek.ignaszak@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 |            |        |
| 05.08.2013 PONIEDZIAŁEK |      |                                                  |       |          |           |            |        |
| 3:45                    | CHN  | PMI w usługach (pkt.)                            | lip   |          |           | 51.3       | 51.3   |
| 9:50                    | FRA  | PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)               | lip   |          | 48.3      | 48.3       | 48.6   |
| 9:55                    | GER  | PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)               | lip   |          | 52.5      | 52.5       | 51.3   |
| 10:00                   | EUR  | PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)               | lip   |          | 49.6      | 49.6       | 49.8   |
| 10:00                   | POL  | Raport NBP nt. sytuacji na rynku kredy-<br>towym | Q3    |          |           |            |        |
| 11:00                   | EUR  | Sprzedaż detaliczna m/m (%)                      | cze   |          | -0.5      | -1.1 ( r ) | -0.5   |
| 16:00                   | USA  | ISM w usługach (pkt.)                            | lip   |          | 53.0      | 52.2       | 56.0   |
| 06.08.2013 WTOREK       |      |                                                  |       |          |           |            |        |
| 9:00                    | HUN  | Produkcja przemysłowa r/r (%)                    | cze   |          |           | -2.1       |        |
| 9:00                    | CZE  | Produkcja przemysłowa r/r (%)                    | cze   |          | -2.5      | -2.2       |        |
| 11:00                   | ITA  | PKB kw/kw <i>wstępny</i> (%)                     | Q2    |          | -0.4      | -0.6       |        |
| 12:00                   | GER  | Zamówienia w przemyśle m/m (%)                   | cze   |          | 0.9       | -1.3       |        |
| 14:30                   | USA  | Bilans handlowy (mld USD)                        | cze   |          | -43.5     | -45.0      |        |
| 07.08.2013 ŚRODA        |      |                                                  |       |          |           |            |        |
| 12:00                   | GER  | Produkcja przemysłowa m/m (%)                    | cze   |          | 0.4       | -1.0       |        |
| 08.08.2013 CZWARTEK     |      |                                                  |       |          |           |            |        |
|                         | JAP  | Decyzja BoJ (%)                                  | sie   |          | 0.10      | 0.10       |        |
| 8:00                    | GER  | Eksport m/m (%)                                  | cze   |          | 0.9       | -2.0 ( r ) |        |
| 8:00                    | GER  | Import m/m (%)                                   | cze   |          |           | 1.4 ( r )  |        |
| 14:30                   | USA  | Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)             | 03.08 |          | 345       | 343        | 326    |
| 09.08.2013 PIĄTEK       |      |                                                  |       |          |           |            |        |
| 3:30                    | CHN  | CPI r/r (%)                                      | lip   |          | 2.8       | 2.7        |        |
| 7:30                    | CHN  | Produkcja przemysłowa r/r (%)                    | lip   |          | 8.8       | 8.9        |        |
| 7:30                    | CHN  | Sprzedaż detaliczna r/r (%)                      | lip   |          | 13.4      | 13.3       |        |
| 9:00                    | CZE  | CPI r/r (%)                                      | lip   |          | 1.6       | 1.6        |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

## • Gospodarka globalna.

Dzisiejsza publikacja danych dotyczących nowych zamówień w niemieckim przemyśle w czerwcu może istotnie wpłynąć na rynek. Oczekiwany jest odczyt na poziomie 0,9 % (poprzednio -1,3 %). Ponadto opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej w czerwcu w dwóch krajach z koszyka CEE – Czech i Węgier. Oprócz tego upubliczniony zostanie wstępny odczyt włoskiego PKB za drugi kwartał. Wszystko wskazuje na to, że recesja we włoskiej gospodarce utrzymała się także w drugim kwartale. Dzień zakończy dane o bilansie handlowym USA.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

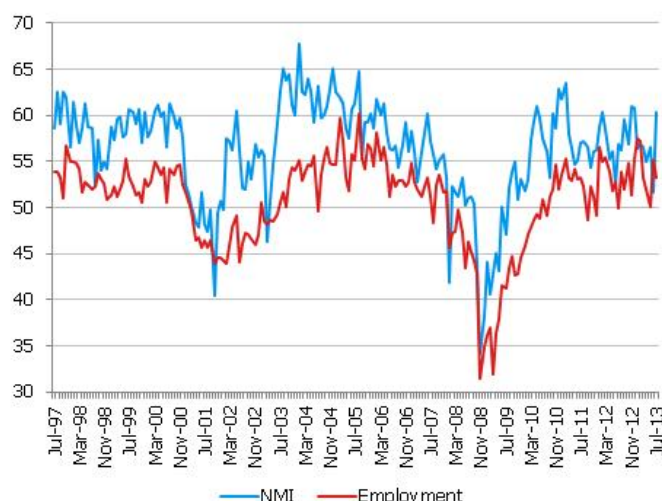
- Sprzedaż detaliczna w Polsce w czerwcu wzrosła o 5,5 proc. rdr po wzroście o 2,9 proc. rdr w maju, zaś w ujęciu miesięcznym wzrosła o 1,1 proc. - podał Eurostat.
- Na najbliższy przetarg inwestorzy zgłosili wstępnie duży popyt na obligacje z krótkiego i średniego odcinka krzywej - poinformował Piotr Marczak, dyrektor Departamentu Długu Publicznego w Ministerstwie Finansów.
- Sprzedaż detaliczna w strefie euro w czerwcu 2013 r. w ujęciu miesiąc do miesiąca spadła o 0,5 proc., a miesiąc wcześniej wzrosła o 1,1 proc, po korekcie - poinformował Eurostat.
- Indeks PMI, określający koniunkturę w sektorze usług w Wielkiej Brytanii wyniósł w lipcu 2013 roku 60,2 pkt. wobec 56,9 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca.
- Indeks PMI composite w strefie euro wyniósł w lipcu 2013 r. 50,5 pkt. wobec 48,7 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca.
- Indeks PMI określający koniunkturę w sektorze usług Niemiec wyniósł w lipcu 2013 roku 51,3 pkt. wobec 50,4 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca.

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

| Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-----------------------------|--------------|--------------|
| GERGB 10Y                   | 1.649        | 0.002        |
| USAGB 10Y                   | 2.638        | -0.004       |
| POLGB 10Y                   | 4.173        | -0.005       |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

## USA: Indeksy ISM ruszają w górę w tandemie. Ożywienie krzepnie.

ISM w sektorze usług („poza przemysłem”) sprawił nie mniejszą niespodziankę od swojego odpowiednika z przemysłu. Poziom koniunktury w sektorze usług wyniósł 56,0pkt. (poprzednio 52,2pkt., konsensus 52,5pkt.). Indeksy opisujące produkcję i nowe zamówienia wzrosły odpowiednio o prawie 9 i prawie 7 punktów i oba znajdują się w okolicach 60pkt. Oszacowanie zatrudnienia nieznacznie spadło (53,2pkt. wobec 54,7pkt. w poprzednim miesiącu) co ex post jest spójne ze szczegółowymi piątkowym raportu z rynku pracy. Znacząco wzrosło oszacowanie cen (poprzez ceny surowców, na które wskazują respondenci). Co prawda na pierwszy rzut oka niespójne z obrazem ożywienia są zmniejszające się opóźnienia w realizacji zamówień (spadają), jednak w przypadku sektora usług to raczej „wypadek przy pracy”, który zdarza się nawet w 30 % przypadków (taka jest skala rozbieżności cyklicznych, dywergencje nie są w żaden sposób predyktywne).



Podobnie, jak w przypadku sektora przemysłowego próbaliśmy sprawdzić, czy duże wzrosty indeksu (pod uwagę wzięliśmy indeks NMI, czyli oszacowanie „produkcji” w sektorze usług, z uwagi na nieco dłuższy - choć i tak krótki szereg) są predykcyjne względem dalszego zachowania koniunktury w sektorze usług. Okazuje się, materiał statystyczny jest bardzo skąpy. NMI rosnące o bardziej niż 8pkt. zdarzyło się wcześniej tylko 2 razy i to w ramach korekty poprzedniego spadku - obecny odczyt także wpisuje się w tę regułę, jednak pierwszy raz „korekta” z nawiązką (dwukrotną) zasypuje wyżłobiony wcześniej dołek. Oprócz tego stwierdzenia analiza tego typu jest niekonkluzywna.

Solidne wzrosty koniunktury w sektorze usług i przemysłowym to fenomen bardzo rzadki. Oznacza ni mniej ni więcej, że ożywienie krzepnie i rozlewa się na coraz więcej sektorów. Potwierdzają to wypowiedzi respondentów, wśród których po raz pierwszy od dłuższego czasu pojawia się stwierdzenie, że firmy „obserwują wzrosty w obszarach, gdzie aktywność była w stanie zawieszenia przez wiele miesięcy”.

## Zapowiedź powolnego łagodzenia polityki kredytowej w III kwartale

Wyniki ankiety NBP przeprowadzonej wśród banków wskazują, że w II kwartale utrzymało się restrykcyjne nastawienie banków, zaś łagodzenie polityki kredytowej odbywało się jedynie w wybranych segmentach rynku i rzadko miało charakter powszechny (brak zmian w przypadku większości banków).

W okresie od kwietnia do czerwca b.r. polityka kredytowa wobec przedsiębiorstw uległa per saldo zaostrzeniu, zarówno w odniesieniu do warunków jak i kryteriów udzielania kredytów. Znaczący wzrost popytu na kredyt odnotowano zasadniczo tylko w segmencie kredytów krótkoterminowych dla dużych przedsiębiorstw, co najczęściej wiązano z opóźnieniami w rozliczeniach i zatorami płatniczymi. Katalog przyczyn, dla których akcja kredytowa jest ograniczana, nieco zmienił się na przestrzeni ostatnich kilku kwartałów, ale kluczowym ograniczeniem pozostaje ryzyko związane z przewidywaną sytuacją gospodarczą. Z drugiej strony, drastycznie zmalała rola ryzyk branżowych. Wreszcie, w II kwartale wydłużono maksymalny okres kredytowania i obniżono koszty pozaodsetkowe. Oczekiwania na kolejny kwartał są wprawdzie dużo mniej pesymistyczne niż te formułowane trzy miesiące wcześniej (które z kolei zasadniczo nie zrealizowały się), ale nie mogą być odczytane inaczej niż jako wskazujące na stabilizację, zarówno po stronie popytowej, jak i podażowej.

Rozwój sytuacji w segmencie kredytów dla gospodarstw domowych można ocenić korzystniej. Po pierwsze, ożywienie popytu na kredyty konsumpcyjne jest faktem - dane nt. wolumenów kredytowych wspierają informacje o poluzowaniu kryteriów (działa nowa Rekomendacja T) i warunków udzielania kredytów, a także o „istotnym” wzroście popytu. Po drugie, złagodzeniu polityki w obszarze kredytów na nieruchomości towarzyszył wzrost popytu (aczkolwiek nie istotny). Wreszcie, z listy barier po raz pierwszy od czterech kwartałów zniknęła zmiana sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych - w przypadku kredytów mieszkaniowych negatywna rola tego czynnika spadła do najniższego od roku poziomu, zaś w kontekście kredytów konsumpcyjnych ankietowani sugerują wręcz poprawę tejże. Perspektywy na III kwartał są umiarkowanie pozytywne w obydwu segmentach - ankietowani oczekują zarówno dalszego złagodzenia polityki kredytowej, jak i wzrostu popytu. Co oczywiste, w przypadku kredytów mieszkaniowych skala tych zmian jest stosunkowo niewielka, ale zgodna z naszym scenariuszem stopniowej odbudowy popytu na kredyty mieszkaniowe w warunkach restrykcyjności polityki KNF.



## EURUSD fundamentalnie

Wczorajsze 1,33 na EURUSD nie wytrzymało próby po-weekendowej sesji. Korekta była jednak niewielka (1,3250) i w wyrwaniu się w górę z ciasnego range nie pomogły nawet lepsze dane o koniunkturze w strefie euro (analogicznie dużo lepsze dane o ISM z amerykańskiego sektora usług nie zdołały ruszyć notowań trwale w dół). Dziś dzień pod znakiem zamówień w przemyśle niemieckim. Można chyba po cichu liczyć na pozytywną niespodziankę. Ale czy w sytuacji, kiedy polityka ECB prowadzona jest rezydualnie (gołębie nastawienie to w dużej mierze próba przeciwstawienia się falom normalizacji stóp procentowych po słowach FOMC, a także po powoli skapujących spłatach LTRO), takie dane mogą mieć istotne znaczenie dla kursu? Wydaje nam się, że nie.

## EURUSD technicznie

Notowania walczą na MA55 na wykresie 4h. Nadal utrzymujemy pozycję short EURUSD. Za dobra monetę bierzemy dotarcie notowań na dziennym do 61,8%, odbicie się od niego a teraz powolne skapywanie kursu w dół połączone z powolnym odwracaniem się oscylatora. Złamanie MA55 na 4h sprowadzi notowania do minimów 1,3190. Jeśli średnia wyjdzie z pojedynku z tarczą, przetestujemy wczorajsze maksimum 1,3300.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,3252   | 1,3417 |
| 1,3228   | 1,3361 |
| 1,3164   | 1,3300 |

### 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

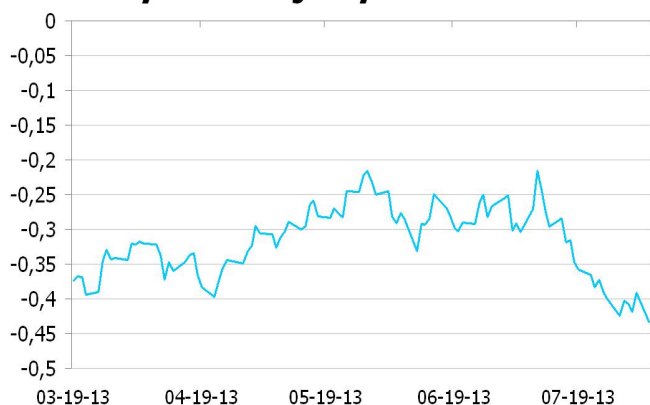
Złoty mocniejszy i, podobnie jak tydzień wcześniej zdołał złamać korelację z EURUSD i z walutami regionu, umacniając się do poziomu 4,2130. Ponieważ zaś stało się tak przy braku danych krajowych i przy słabnącym rynku obligacji, jest to tym bardziej zagadkowe. W naszej opinii brak jest podstaw do zakładania, że korelacja z EURUSD nagle zniknęła. Bardziej prawdopodobne jest raczej pozycjonowanie się inwestorów pod pozycję long (bieżące poziomy są dość atrakcyjne) na EURPLN. Stąd też, zwłaszcza jeśli euro będzie dziś słabnąć, oczekiwania osłabienia złotego w dniu dzisiejszym nie są nieracjonalne.

## EURPLN technicznie

Zgodnie z oczekiwaniami, EURPLN zaliczył kolejny dzień spadków. Na drodze do 4,2000/17 (względny psychologiczny, minimum poprzedniego miesiąca, FIBO i MA200) nie ma już żadnych wsparć. Na 4H dywergencja, choć raczej niekonkluzywna, choć oscylator dotarł na obszary głębokiego wyprzedzenia. Brak jest sygnałów odwrócenia, ale nie oznacza to, że pozycja long z obecnych poziomów nie będzie zyskowna (to właśnie Risk/Reward skłania nas do zagrania, dla miłośników teorii gier, strategii mieszanej :)). Wchodzimy po 4,2127, S/L trochę poniżej najbliższego wsparcia (4,1980), cel - 4,26.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,2018   | 4,2560 |
| 4,2000   | 4,2403 |
| 4,1900   | 4,2322 |

### 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.

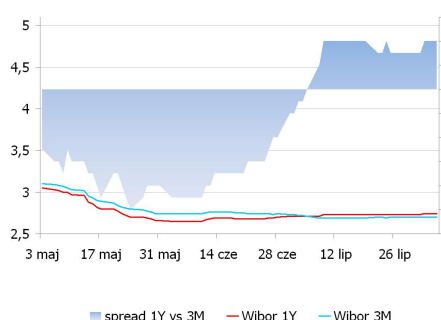




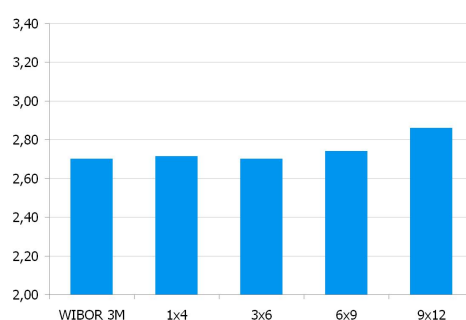
| IRS | BID    | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|--------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 2.73   | 2.76 | ON   | 2.3 | 2.6 | EUR/PLN    | 4.2211 |
| 2Y  | 3.0575 | 3.11 | 1M   | 2.3 | 2.5 | USD/PLN    | 3.1771 |
| 3Y  | 3.315  | 3.37 | 3M   | 2.4 | 2.6 | CHF/PLN    | 3.4221 |
| 4Y  | 3.4949 | 3.54 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 3.63   | 3.68 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 3.735  | 3.77 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 3.83   | 3.86 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 3.905  | 3.94 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 3.965  | 4.00 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 4.01   | 4.06 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 2.61 | 2.66 | EUR/USD          | 1.3257 |
| 1x4  | 2.67 | 2.72 | EUR/JPY          | 130.31 |
| 3x6  | 2.65 | 2.70 | EUR/PLN          | 4.2100 |
| 6x9  | 2.69 | 2.74 | USD/PLN          | 3.1755 |
| 9x12 | 2.80 | 2.86 | CHF/PLN          | 3.4250 |

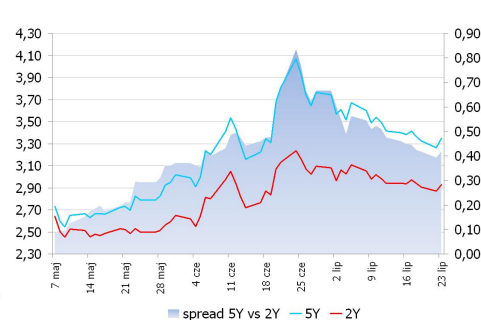
WIBOR 3M i 1Y



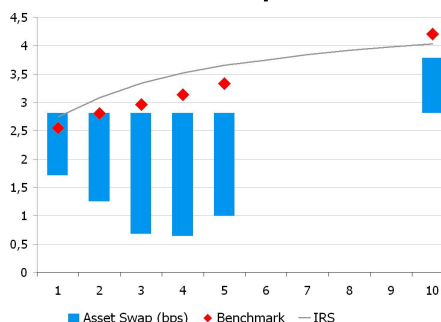
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



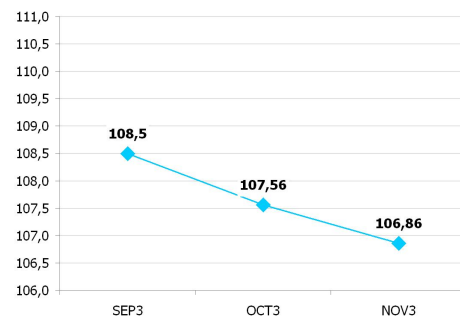
Asset swap i IRS



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.