



## 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 |            |        |
| 19.08.2013 PONIEDZIAŁEK |      |                                                 |          |          |           |            |        |
| 14:00                   | POL  | Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)                | lip      | 3.7      | 2.8       | 1.4        | 3.5    |
| 14:00                   | POL  | Zatrudnienie r/r (%)                            | lip      | -0.7     | -0.7      | -0.8       | -0.7   |
| 20.08.2013 WTOREK       |      |                                                 |          |          |           |            |        |
| 14:00                   | POL  | PPI r/r (%)                                     | lip      | -0.9     | -0.9      | -1.3 ( r ) | -0.8   |
| 14:00                   | POL  | Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)           | lip      | 6.4      | 5.1       | 3.0        | 6.3    |
| 21.08.2013 ŚRODA        |      |                                                 |          |          |           |            |        |
| 16:00                   | USA  | Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln)           | lip      |          | 5.15      | 5.08       |        |
| 20:00                   | USA  | Minutes Fed                                     | 30-31.07 |          |           |            |        |
| 22.08.2013 CZWARTEK     |      |                                                 |          |          |           |            |        |
| 3:45                    | CHN  | PMI w przemyśle wstępny (pkt.)                  | sie      |          | 48.2      | 47.7       |        |
| 9:00                    | FRA  | PMI w przemyśle wstępny (pkt.)                  | sie      |          | 50.2      | 49.7       |        |
| 9:00                    | FRA  | PMI w usługach wstępny (pkt.)                   | sie      |          | 49.2      | 48.6       |        |
| 9:30                    | GER  | PMI w przemyśle wstępny (pkt.)                  | sie      |          | 51.1      | 50.7       |        |
| 9:30                    | GER  | PMI w usługach wstępny (pkt.)                   | sie      |          | 51.7      | 51.3       |        |
| 10:00                   | EUR  | PMI w przemyśle wstępny (pkt.)                  | sie      |          | 50.7      | 50.3       |        |
| 10:00                   | EUR  | PMI w usługach wstępny (pkt.)                   | sie      |          | 50.2      | 49.8       |        |
| 14:00                   | POL  | Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych | Q2       |          |           |            |        |
| 14:30                   | USA  | Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)            | 17.08    |          | 330       | 320        |        |
| 23.08.2013 PIĄTEK       |      |                                                 |          |          |           |            |        |
| 8:00                    | GER  | PKB kw/kw finalny (%)                           | Q2       |          | 0.7       | 0.7        |        |
| 16:00                   | EUR  | Wskaźnik zaufania konsumentów (pkt.)            | sie      |          | -16.5     | -17.4      |        |
| 16:00                   | USA  | Sprzedaż nowych domów (tys.)                    | lip      |          | 487       | 497        |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

## • Gospodarka globalna.

Dziś poznamy liczbę domów sprzedanych w lipcu w USA na rynku wtórnym, jednak dużo ważniejszym dla rynków wydarzeniem jest publikacja sprawozdania z ostatniego posiedzenia FOMC. Inwestorzy będą z uwagą wczytywali się w opinie członków komitetu szukając wskazówek co do momentu i skali wycofywania się Fed z programu skupu aktywów.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

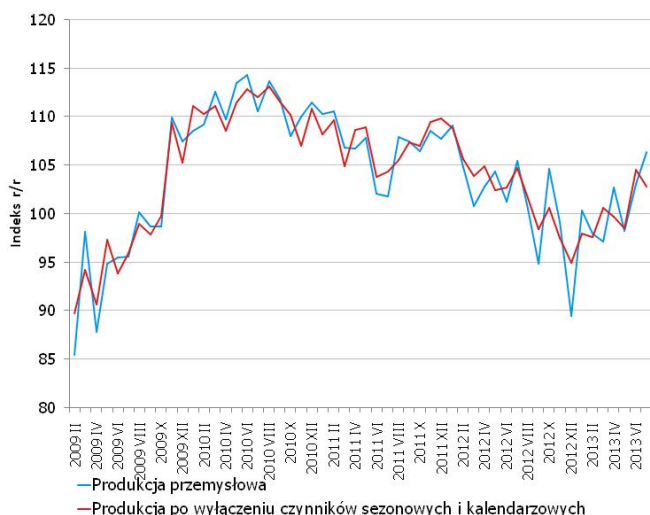
- Produkcja przemysłowa w Polsce w lipcu wzrosła o 6,3 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosła o 1,5 proc. - poinformował GUS.
- Ceny produkcji przemysłowej w Polsce w lipcu spadły o 0,8 proc. rdr, a w ujęciu miesięcznym ceny produkcji wzrosły o 0,2 proc. - podał GUS.
- Rząd na wtorkowym posiedzeniu przyjął projekt nowelizacji budżetu państwa na 2013 rok ze wzrostem deficytu o około 16 mld zł z 35,6 mld zł zapisanych w ustawie .

| 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                   | 1.854        | 0.013        |
| USAGB 10Y                   | 2.823        | 0.009        |
| POLGB 10Y                   | 4.468        | -0.144       |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

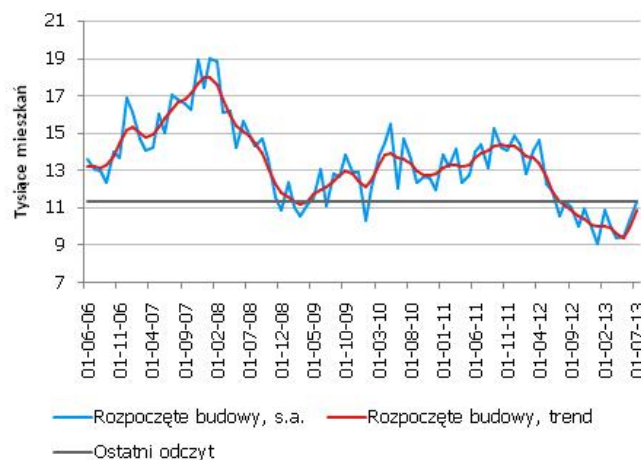
## Dobre dane ze sfery realnej

W lipcu produkcja przemysłowa wzrosła o 6,3% r/r wobec 3,0% r/r zanotowanych w czerwcu. Po odsezonowaniu wzrost produkcji przemysłowej wyniósł 2,8% r/r wobec 4,5% w czerwcu (co do poprawki sezonowej, to ta jest mocno dyskusyjna - duża zmienność danych i koniec próby sugeruje ostrożne podejście; bezpiecznie jest odcedzić wpływ zmian w dniach roboczych mechanicznie, co dałoby około +4%). Wyższa produkcja w lipcu to oczywiście nie tylko efekt wyższej liczby dni roboczych. Wzrosty objęły 27 z 34 sekcji przemysłu i były równomiernie rozłożone po sekcjach eksportowych (efekt ciągle dużej konkurencyjności cenowej polskiego przemysłu ale i ożywienia w strefie euro) i krajowych (odbudowa popytu krajowego, w tym konsumpcji). Wczorajsze dane to nie anomalia (podobnie, jak anomalią nie będzie nieco gorszy odczyt w przyszłym miesiącu), ale potwierdzenie tendencji obserwowanych od 2-3 miesięcy, kiedy to zwracaliśmy uwagę, że słabe odczyty rok do roku tuszują poprawiające się momentum polskiej produkcji.

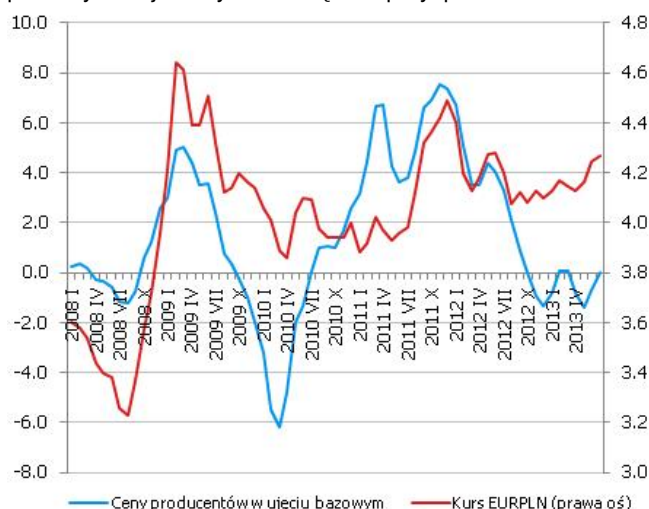


Największą niespodziankę przyniósł jednak sektor budowlany - produkcja budowlano-montażowa spadła zaledwie o 5,2% w ujęciu rocznym (konsensus: -12,2%, nasza prognoza: -11,3%). Jest to najlepszy wynik sektora budowlanego od listopada 2012 i pierwszy od jesieni zeszłego roku jednocyfrowy spadek. Zaskoczenie (wykraczające poza powszechnie znane efekty bazowe) można wprowadzić przypisać częściowo korzystnemu układowi dni roboczych (+3 m/m) i bardzo korzystnym warunkom pogodowym, ale tego rodzaju czynniki same z siebie nie wygenerowałyby najlepszego w historii lipca (w ujęciu m/m +7,8%). W naszej opinii okres dwucyfrowych spadków produkcji budowlanej najprawdopodobniej zakończył się - w kolejnych miesiącach i kwartałach sektor będzie wspierany nie tylko przez zamówienia publiczne, ale również przez prywatną aktywność inwestycyjną. Tu warto odnotować dynamiczny wzrost liczby rozpoczętych budów mieszkań (dane za lipiec opublikowane wczoraj) - po wyłączeniu czynników sezonowych szacujemy na +9,9% w stosunku do poprzedniego miesiąca i ok. +25% w stosunku do dna cyklu mieszkaniowego.

Rozpoczęte budowy mieszkań



Ceny producentów podniosły się o 0,2% w ujęciu miesięcznym (roczny spadek wyniósł -0,8%, nieco wyżej od konsensusu i naszej prognozy na poziomie -0,9%). Na przyspieszenie tempa wzrostu cen wobec poprzedniego miesiąca wpłynęły wyższe ceny w przetwórstwie (0,3% m/m, po wyłączeniu elementów związanych z produkcją koksu i ropy naftowej wzrost wyniósł 0,2% m/m), pozytywny efekt netto obniżki cen energii elektrycznej oraz podwyżki opłat za wywóz śmieci, a także skutki rewizji w górę odczytu z poprzedniego miesiąca. Co ciekawe, ceny w przetwórstwie przemysłowym po wyłączeniu elementów głównie egzogenicznych (koks i produkty rafinacji ropy naftowej) - czyli nasz bazowy wskaźnik cen przetwórstwa - sugerują, że dynamika cen w lipcu była równa 0 w ujęciu rocznym. Z pewnością zachętą do podwyżek cen był wyższy kurs walutowy (ceny importu) w warunkach wyższej aktywności gospodarczej. Ten drugi fakt będzie prowadził do powolnego zawężenia różnicy pomiędzy poziomem kursu oraz dynamiką cen producentów w ujęciu bazowym (patrz wykres). Tym samym, ceny producentów powinny w najbliższych miesiącach przyspieszać.



Wczorajsze dane z realnej gospodarki potwierdzają dobry start polskiej gospodarki w II połowę roku. Naszym zdaniem ścieżka wzrostu PKB w II połowie roku będzie monotonicznie rosnąca - w ostatnim kw. 2013 spodziewamy się dynamiki bliskiej 2,0% r/r. Tym samym myślimy, że zarówno analitycy (ciągle przerażeni spowolnieniem z I połowy roku i wieszczący wieloletnią stagnację), jak i NBP (patrz projekcja z asymetrycznym ryzykiem realizacji negatywnego scenariusza gospodarczego) będą



pozytywnie zaskoczeni tempem ożywienia polskiej gospodarki.

Dane nie miały większego wpływu na rynek długu (dominują czynniki globalne i korekta na bundzie) ale wsparły złotego. Kontynuacja ożywienia powinna skutkować również w Polsce bardziej stromą krzywą dochodowości i bardziej agresywnymi oczekiwaniami na zacieśnienie monetarne.



## EURUSD fundamentalnie

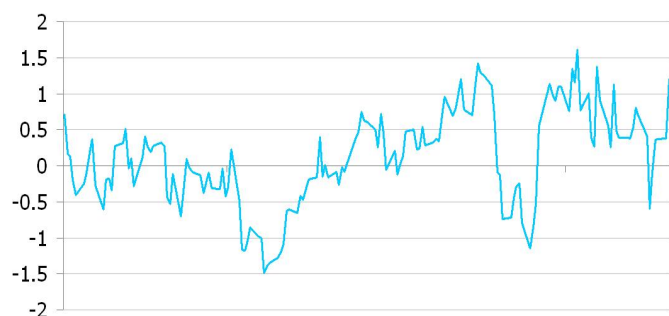
Konia z rządem temu, kto wytłumaczy wczorajsze wzrosty na EURUSD. Pozycjonowanie jest neutralne, serwisy informacyjne karmią nas informacjami odnośnie „niejednoznacznych” danych z USA (naszym zdaniem są jednoznaczne i wspierają powolny trend wzrostowy na stopach procentowych), rynek oczekuje dziś na „Minutes” Fed. W takich warunkach kurs powinien raczej się nie zmieniać. Tym samym wzrosty mogą kojarzyć się tylko z ruchem wyprzedzającym w oczekiwaniu na „gołębie” Minutes Fed. Zwykle takie zagrania kończą się gwałtowną korektą tuż przed publikacją. Innym, ciekawszym materiałem do analizy jest forward guidance ECB (i wynurzenia Bundesbanku na ten temat). Po informacji, że taka forma komunikacji „nie wyklucza podwyżek stóp procentowych” gdyby inflacja wzrosła, nawet zmniejszenie QE przez Fed (połączone z wprowadzeniem bardziej agresywnego forward guidance - Bernanke wie, jak to zrobić) sprawi, że polityka pieniężna Fed będzie dużo bardziej luźna niż ECB. Przełożenie na EURUSD jest w takim wypadku oczywiste.

## EURUSD technicznie

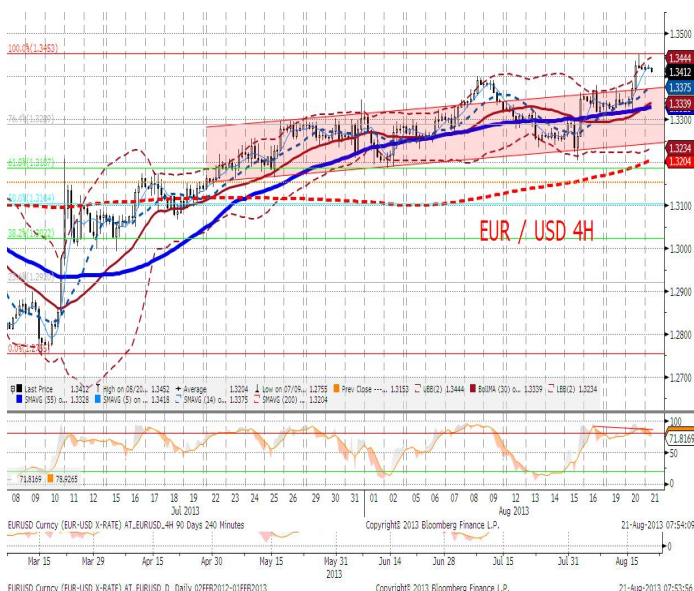
Nie chcąc spadać, EURUSD postanowił rosnąć. Mamy zatem przełamanie 1,34 na bazie zamknięcia i nowe maksima lokalne (1,3452). Wystrzał przez górną granicę wstęgi Bol sugeruje przynajmniej przejściową konsolidację. Mamy niemrawą dywergencję na 4H i, jeżeli kurs nie wznowi dzisiaj wzrostów, dywergencja wygeneruje się również na wykresie dziennym. Pozycja short kusi, ale wolelibyśmy zobaczyć (1) dopełnienie dywergencji na dziennym; (2) rezultaty indukowanego czynnikami fundamentalnymi wzrostu zmienności. Neutralnie.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,3400   | 1,3711 |
| 1,3328   | 1,3483 |
| 1,3228   | 1,3453 |

## Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



01/14/13 03/14/13 05/14/13 07/14/13  
\* 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

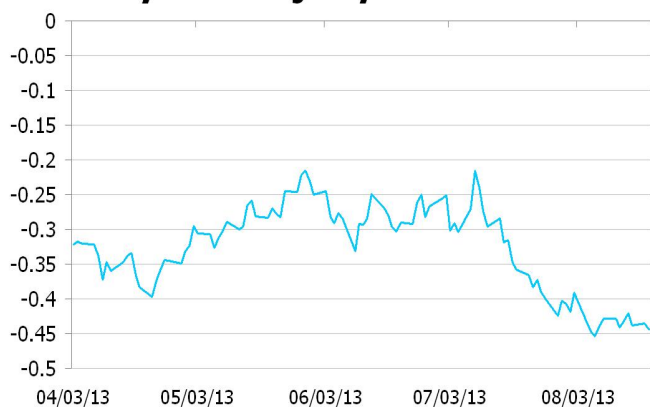
EURPLN odnotował spadkową sesję (umocnienie PLN). Przyczyny były w zasadzie trzy. Po pierwsze, po kilku z rzędu dniach strat na obligacjach, wraz pewną korektą na rynkach globalnych, także do Polski powrócił popyt. Po drugie, nowe maksima (najwyższe od 6 miesięcy) na EURUSD zachęciły kupujących EUR (korelacja jest wprawdzie zmienna, jednak duże ruchy na EURUSD działają na EURPLN tradycyjnie). Po trzecie, lepsze dane o produkcji przemysłowej znów nieco przybliżyły oczekiwania na podwyżki stóp procentowych (ten czynnik zapobiegł większemu umocnieniu polskiego długu). Informacja o nowelizacji budżetu przebiegała w zasadzie bez echa. Dziś dzień bez danych, natomiast z „Minutes” Fed. Tym samym handel na EURPLN przeciągnie się do późnych godzin wieczornych. Gołębi Fed - mocniejszy złoty, jastrzębi Fed - słabszy złoty. Z uwagi na powrót znaczenia czynników krajowych prawidłowość tę traktujemy asymetrycznie - ewentualny ruch aprecjacyjny powinien być silniejszy niż deprecjacyjny.

## EURPLN technicznie

Wzrosty EURPLN zakończyły się idealnie na FIBO 38,2% na 4H. Nieudane testowanie tego oporu spowodowało spadek i złamanie MA200 (obecnie EURPLN ślizga się po środku wstęgi Bol na 4H). Wygląda więc na to, że korekta wzrostowa zakończyła się. Nie ma żadnych dywergencji, które wspierałyby nasze przekonanie, pozostajemy więc neutralni. Co do wsparć - czekamy oczywiście na złamanie środka wstęgi bol, ale zawczasu cele wyznaczamy teraz: z 4H na kolejny poziom zniesienia (4,2251), MA55 (4,2133); z dziennego na 4,20.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,2251   | 4,2750 |
| 4,2133   | 4,2640 |
| 4,2000   | 4,2527 |

### 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.





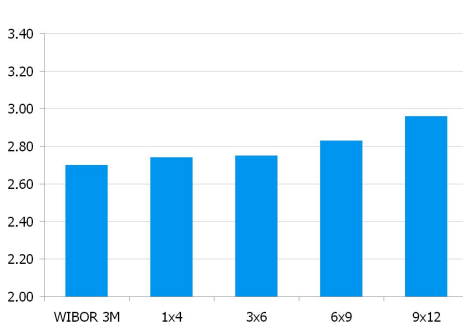
| IRS | BID    | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|--------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 2.82   | 2.85 | ON   | 2.3 | 2.6 | EUR/PLN    | 4.2468 |
| 2Y  | 3.2025 | 3.25 | 1M   | 2.3 | 2.5 | USD/PLN    | 3.1761 |
| 3Y  | 3.5001 | 3.55 | 3M   | 2.4 | 2.6 | CHF/PLN    | 3.4513 |
| 4Y  | 3.735  | 3.79 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 3.9049 | 3.95 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 4.02   | 4.07 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 4.11   | 4.16 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 4.18   | 4.23 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 4.235  | 4.29 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 4.2949 | 4.34 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 2.62 | 2.67 | EUR/USD          | 1.3415 |
| 1x4  | 2.69 | 2.74 | EUR/JPY          | 130.48 |
| 3x6  | 2.70 | 2.75 | EUR/PLN          | 4.2298 |
| 6x9  | 2.78 | 2.83 | USD/PLN          | 3.1517 |
| 9x12 | 2.93 | 2.96 | CHF/PLN          | 3.4349 |

WIBOR 3M i 1Y



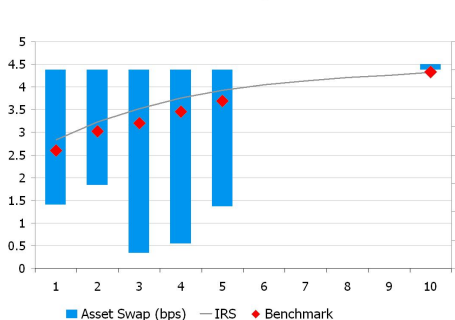
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



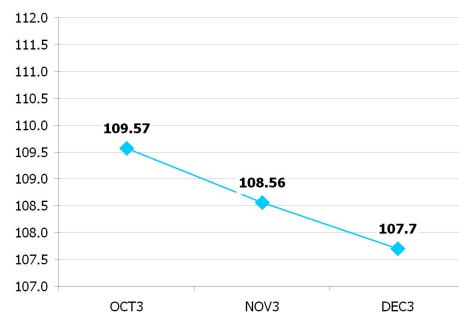
Asset swap i IRS



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 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.