



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

BRE Bank SA
18 Senatorska St.
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		
01.08.2011 PONIEDZIAŁEK							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	lip	50.5	50.5	51.2	52.9
9:55	GER	PMI w przemyśle final (pkt.)	lip		52.1	52.1 (p)	52.0
10:00	EUR	PMI w przemyśle final (pkt.)	lip		50.4	50.4 (p)	50.4
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	lip		55.0	55.3	50.9
02.08.2011 WTOREK							
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	cze		0.2	0.3	
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	cze		0.2	0.0	
14:30	USA	Bazowa inflacja PCE r/r (%)	cze		1.4	1.2	
03.08.2011 ŚRODA							
9:55	GER	PMI w usługach final (pkt)			52.9	52.9 (p)	
10:00	EUR	PMI w usługach final (pkt)	lip		51.4	51.4 (p)	
14:15	USA	Wskaźnik ADP m/m (tys)	lip		100	157	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	lip		54.0	53.3	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	cze		-0.6	0.8	
04.08.2011 CZWARTEK							
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	cze		-0.2	1.8	
13:00	UK	Decyzja BoE (%)	sier		0.5	0.5	
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	sier		1.50	1.50	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys)	29.07.			398	
05.08.2011 PIĄTEK							
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.1	1.2	
14:30	USA	Non-farm payrolls m/m (tys)	lip		95	18	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lip		9.2	9.2	

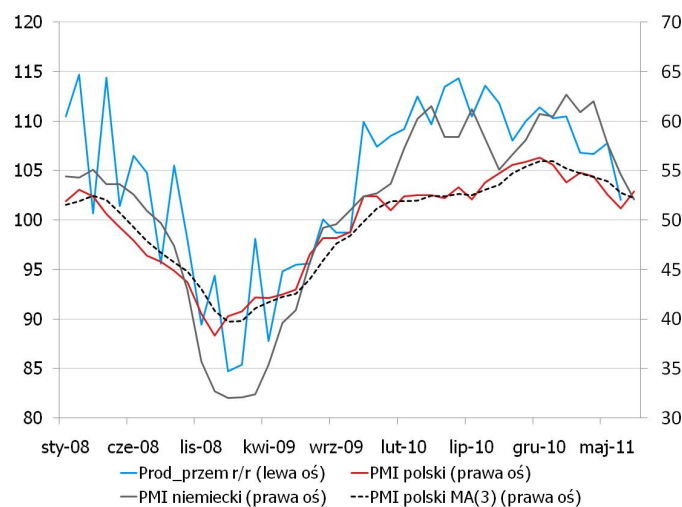
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Na czerwcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej przeciwko wnioskowi o podwyższenie stóp procentowych o 25 pb głosowała tylko Elżbieta Chojna-Duch. Pozostałych 9 członków RPP poparło wniosek.
- Izba Reprezentantów Kongresu uchwaliła w nocy z poniedziałku na wtorek czasu polskiego plan podniesienia limitu zadłużenia i redukcji deficytu budżetowego USA, uzgodniony wcześniej jako kompromis między Białym Domem a Republikanami. Decyzja Izby, w której niemal do ostatniej chwili wielu kongresmanów występowało przeciw planowi, praktycznie kończy długotrwały spór o pułap długu. We wtorek nad planem ma jeszcze głosować Senat, ale wiadomo, że ma on tam wymagane poparcie większości senatorów. Plan przewiduje podniesienie limitu długu o około 2,4 biliona dolarów i redukcję deficytu w podobnej wysokości przez cięcia wydatków rządowych w ciągu 10 lat. Na początek wydatki zmniejszone zostaną o niecały bilion dolarów; nastąpi to na przełomie 2012 i 2013 r.

Decyzja RPP (7 września 2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.582	-0.004
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.754	-0.020
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	-	-
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Wzrost polskiego PMI

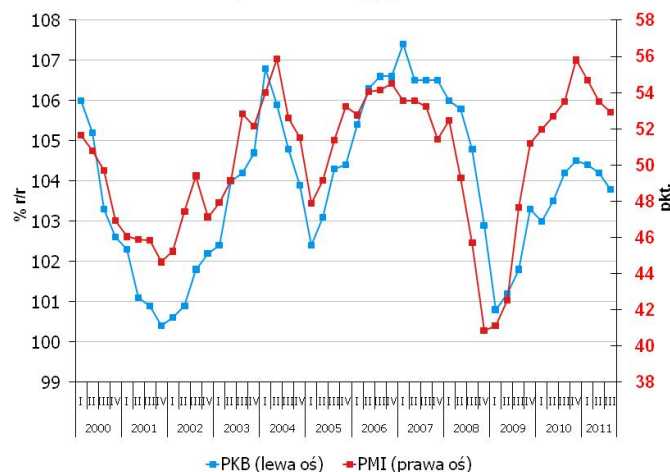
Indeks PMI w polskim przemyśle wzrósł w lipcu po raz pierwszy do 4 miesięcy o 1,7 pkt. do poziomu 52,9 pkt. Dane wskazują na poprawę warunków w polskim przemyśle - wskaźnik jest obecnie wyższy niż średnia sprzed kryzysu (od czerwca 1998 r. do kwietnia 2008 r.). Wzrost indeksu po wcześniejszych stosunkowo dużych i długich spadkach (historycznie ich sumaryczny poziom porównywalny był do początku recesji z 2008 r.) traktujemy jako korektę (historycznie takie zachowanie indeksu to norma - aktywność w przemyśle nie jest gładka), a krótkookresowa średnia pozostaje ciągle w trendzie malejącym.



Przechodząc do szczegółów - po spadku w czerwcu liczba nowych zamówień w lipcu wzrosła, co wpłynęło na wzrost produkcji najszybszy od kwietnia br. Zatrudnienie wzrosło 12 miesięcy z rzędu, zaś po stronie inflacyjnej koszty produkcji wzrosły w tempie najniższym od marca 2010, podobnie jak ceny wyrobów gotowych, które osłabiała presja konkurencyjna. Jedynym sub-indeksiem, którego wartość była poniżej granicznych 50 pkt. był wskaźnik nowych zamówień eksportowych.

Wskaźniki koniunktury na świecie wskazują na dłuższe spowolnienie w światowej gospodarce (wczorajszy zaskakująco niski odczyt ISM z USA, spadek PMI w Chinach poniżej 50 pkt., istotne spadki PMI w Niemczech i strefie euro potwierdzone wczoraj w finalnym odczycie za lipiec). W przypadku Polski pozytywnym aspektem jest wzrost nowych zamówień, jednak uważamy, że wzrost wskaźnika w lipcu to jednorazowy skok i gospodarka polska zgodnie z globalnym trendem spowalnia. Tym samym oczekujemy, że w drugim kwartale tempo wzrostu PKB wyniosło jeszcze 4,2%, a w kolejnych kwartałach spadnie poniżej 4%, co wpisuje się w trend wskaźnika PMI (patrz wykres).

Dynamika PKB (r/r) vs. PMI



USA: ISM ledwo powyżej 50pkt.

W lipcu wskaźnik koniunktury w przemyśle ISM obniżył się do 50,9pkt. z 55,3pkt. Spadek wiedziony był przede wszystkim znacznym obniżeniem komponentu zatrudnienia (53,5 vs 59,9pkt. w czerwcu) oraz zapasów (z 54,1pkt. do 49,3pkt.). Produkcja i nowe zamówienia odnotowały umiarkowane spadki do odpowiednio 52,3pkt. oraz 49,2pkt. (pierwszy od wielu miesięcy odczyt poniżej 50pkt.). Spadły również opóźnienia w realizacji zamówień (już grubo poniżej 50pkt.), co łącznie z poprzednio wymienionymi komponentami świadczy wyraźnie o dalszym osłabieniu popytu. Zdecydowanie pozytywną informacją jest obniżenie komponentu cenowego z 68,0pkt. do 59,0pkt., który w dużej mierze jest odpowiedzialny za obserwowane obecnie spadki aktywności.

Wśród interesującego zbioru anecdotów evidence firmy przede wszystkim wskazują na poprawę popytu ze strony producentów samochodów oraz obniżenie presji inflacyjnej. Część firm (produkcja maszyn) wskazuje, że produkcja normalizuje się po ponadprzeciętnie wysokich poziomach odnotowanych wcześniej (czyli de facto wskazuje na normalizację po szybkim ożywieniu); zdecydowanie lepiej firmy radzą sobie z eksportem niż sprzedażą na krajowym rynku (najsilniejszym rynkiem pozostaje Azja). Co ciekawe, część firm (transport - co może stanowić istotny czynnik obniżający zamówienia w przemyśle w lipcu, jako że jest to bardzo zmienna i „kosztowna” kategoria) wskazuje na tymczasowe zawieszenie zakupów rządowych w związku ze zbliżaniem się do limitu zadłużenia (obecnie czynnik ten straci na znaczeniu).

ISM wskazuje wyraźnie, że „soft patch” w ścieżce ożywienia będzie głębszy i prawdopodobnie dłuższy niż wcześniej sądzono, gdyż działanie czynników jednorazowych (ceny, przerwy w dostawach, problem z limitem zadłużenia: zarówno kosztowy po stronie rządu jak i psychologiczny po stronie konsumentów) zbiegło się z ogólnym osłabieniem momentum gospodarki amerykańskiej. Negatywny wpływ czynników jednorazowych będzie ustawał w najbliższych miesiącach, jednak z uwagi na opóźnienia występujące w gospodarce (oraz fakt, że spadki aktywności są z reguły znacznie bardziej gwałtowne niż następujące po nich odreagowanie) wzrost gospodarki amerykańskiej zostanie mizerny do końca roku (pewnym pocieszeniem może



być fakt, że ISM był w I kwartale mocno rozbieżny z dynamiką PKB - PKB na minimach, ISM na maksimach). Obecne spowolnienie jest czymś więcej niż spodziewał się Fed, niemniej jednak rozszerzenie QE wymagałoby spadków na rynku pracy (tygodniowe dane o nowych bezrobotnych powoli się poprawiają) oraz wyraźnego odwrócenia trendu na inflacji bazowej. Biorąc pod uwagę niepewny rachunek korzyści i kosztów w angażowaniu się w kolejne zwiększenie podaży pieniądza (oraz „wysoką poprzeczkę” dla takich miar ustawioną przez większość w FOMC) ekwiwalentem będzie akomodacyjna polityka pieniężna w postaci ultra niskich stóp procentowych do końca 2012 roku. Po danych o ISM oczekiwania na rynek pracy w dalszej części tygodnia zostały przez rynek poddane znacznej rewizji (dotychczasowy konsensus w granicach 90tys. należy traktować historycznie).



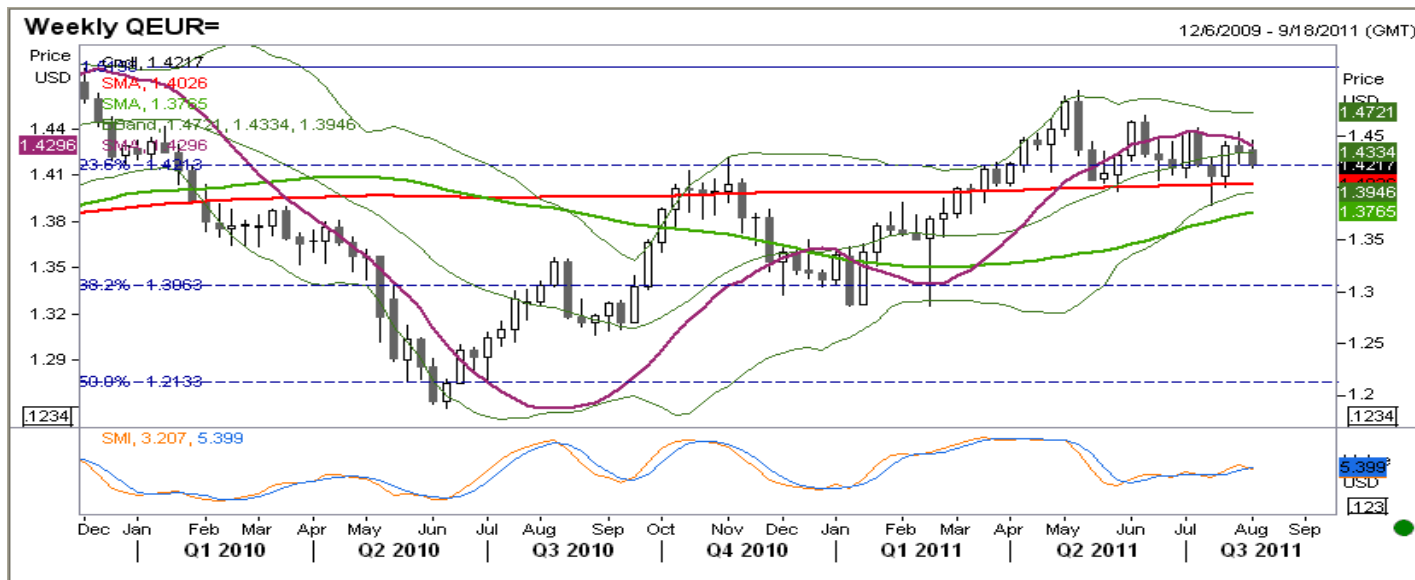
EURUSD fundamentalnie

EURUSD słabszy po danych z amerykańskiego przemysłu (przeważała korelacja EURUSD z klasami ryzykownych aktywów niż czynniki fundamentalne). Wsparciem dla dolara mogło być skuteczne przegłosowanie podniesienia limitu zadłużenia (wraz z planem redukcji deficytu) przez Kongres (dzisiaj później popołudniem głosuje Senat). Coraz więcej plotek rynkowych szkodzących EUR (wynajęcie przez Grecję firmy prawnej, która wcześniej obsługiwała spektakularne bankructwa krajów, brak wiary inwestorów we włoskie finanse publiczne). Dzisiejsze dane o wydatkach konsumentów w USA (pozwolą oszacować faktyczne tempo wzrostu PKB w I kwartale) mogą mieć również negatywny wydźwięk. Uwaga na bazową inflację PCE. Opóźnienia w cyklu koniunkturalnym implikują, że hamowanie gospodarki amerykańskiej wpływa również na strefę euro. Stąd też spadki EURUSD mogą być uzasadnione biorąc pod uwagę intensyfikację problemów strukturalnych strefy euro (zahamowanie postępu konsolidacyjnego na peryferiach) w wyniku osłabienia wzrostu.

EURUSD technicznie

Do czasu przekroczenia 1,4530 (górną granicą czarnej świecy) bearish reversal z poprzedniego tygodnia pozostaje w mocy. Kurs przekroczył średnie ruchome. Perspektywa negatywna.

Wsparcie	Opór
1,4229	1,4579
1,4007	1,4530
1,3932	1,4385





EURPLN fundamentalnie

EURPLN na początku dnia zyskiwał znacznie po ustanowieniu porozumienia w sprawie podniesienia limitu amerykańskiego zadłużenia oraz lepszych danych o PMI (uważam jednak, że jest to tylko korekta we wzrostowym trendzie). W dalszej części dnia nastroje wyraźnie się pogorszyły i złoty osłabiał się zarówno względem EUR jak i CHF (nowe maksima 3,6182). Uważamy, że z uwagi na rekordowe poziomy CHF (dla inwestorów staje się powoli jasne, jakie ryzyka dla sektora bankowego implikują) EURPLN i tak pozostaje względnie (sztucznie? sprzedaż EUR przez MF?) mocny. Obecnie poziomy CHFPLN wydają się spójne z raczej wyższym kursem EURPLN.

EURPLN technicznie

Koniec dywergencji na oscylatorze. Ruch w dół zostanie prawdopodobnie zatrzymany przez Fibo (3,9761) lub MA200 (3,9607).

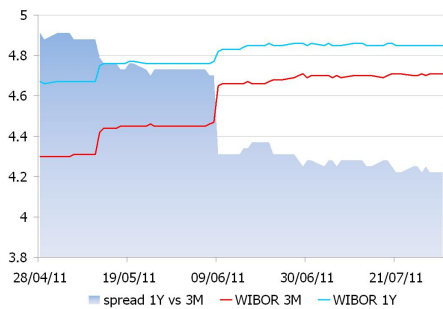
Wsparcie	Opór
3,9761	4,0534
3,9728	4,0310
3,9607	4,0107



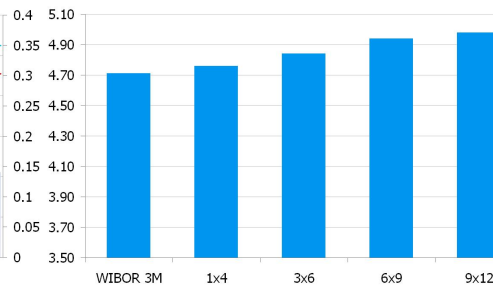


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.9351	4.97	ON	4.2	4.5	EUR/PLN	3.9859
2Y	4.98	5.01	1M	4.4	4.6	USD/PLN	2.7683
3Y	5.0501	5.09	3M	4.5	4.7	CHF/PLN	3.4973
4Y	5.116	5.17					
5Y	5.1795	5.22	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	5.216	5.27	1x2	4.62	4.67	EUR/USD	1.4261
7Y	5.251	5.30	1x4	4.71	4.76	EUR/JPY	110.37
8Y	5.271	5.32	3x6	4.81	4.84	EUR/PLN	3.9957
9Y	5.286	5.34	6x9	4.89	4.94	USD/PLN	2.8013
10Y	5.304	5.34	9x12	4.93	4.98	CHF/PLN	3.5729

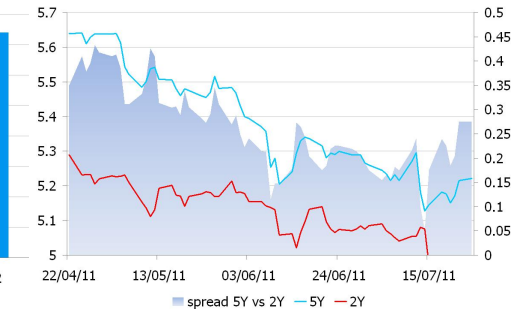
WIBOR 3M i 1Y



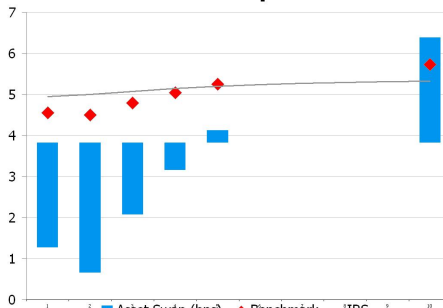
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



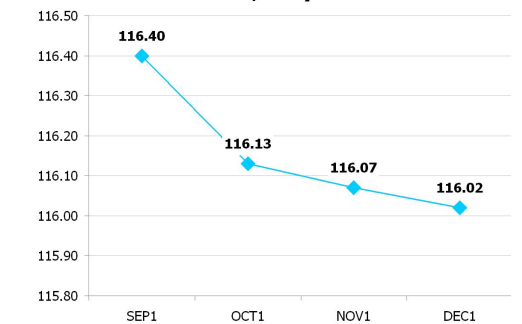
Asset swap i IRS



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, KOOPERANTÓW, 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.