



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

Andrzej Torój
analityk
tel. +48 22 526 70 34
andrzej.toraj@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		
20.08.2012 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Produkcja Przemysłowa (% r/r)	lip	4.5	4.0	1.2	5.2
14:00	POL	PPI (% r/r)	lip	3.8	3.8	4.4	3.7
21.08.2012 WTOREK							
14:00	POL	Inflacja bazowa (% r/r)	lip	2.3	2.3	2.3	2.3
22.08.2012 ŚRODA							
16:00	USA	Existing Home Sales SAAR (mln)	lip		4.5	4.4	4.4
23.08.2012 CZWARTEK							
8:00	GER	PKB (% kw/kw)	II kw.		0.3	0.3	0.30
9:30	GER	PMI w przemyśle	sie		43.4	43.0	45.1
9:30	GER	PMI w usługach	sie		50.1	50.3	48.3
10:00	EUR	PMI composite	sie		46.5	46.5	46.6
10:00	EUR	PMI w przemyśle	sie		44.2	44.0	45.3
10:00	EUR	PMI w usługach	sie		47.7	47.9	47.5
14:00	POL	Minutes RPP	lip				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys)	lip		365	368 (r)	372
16:00	USA	New Home Sales SAAR (tys)	lip		365	359 (r)	372
24.08.2012 PIĄTEK							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	lip	7.0	7	6.4	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	lip	12.3	12.3	12.4	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	lip		2.0	1.3	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** O 10:00 GUS opublikuje Biuletyn Statystyczny na lipiec ze sprzedażą detaliczną i stopą bezrobocia - nasze prognozy są zgodne z konsensusem. Wyższy odczyt PMI i produkcji są pozytywnym indykatorem także dla sprzedaży detalicznej, którą wspiera także 1 dzień roboczy więcej oraz baza na kategorii pozostałe (dodająca ok. 1,5-2pp). Stopa bezrobocia po odsezonowaniu rośnie, co jest wynikiem słabszym niż implikowany przez tendencje sezonowe. Co więcej, efekt EURO2012 jest niewidoczny w kategoriach związanych z zatrudnieniem.
- **Gospodarka globalna.** O 14:30 zamówienia na dobra trwałe. Sam headline powinien wyglądać bardzo pozytywnie z uwagi na zamówienia w lotnictwie cywilnym (Boeing). Stąd też uwaga inwestorów przeniesie się na dane po wyłączeniu dóbr transportowych.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Minutes RPP: Choć podczas lipcowego posiedzenia RPP złożono wnioski o obniżkę stóp procentowych o 50 i 25 punktów bazowych, to Rada uznała, że koszt kredytu znajdował się na odpowiednim poziomie (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Inwestycje przedsiębiorstw niefinansowych w I półroczu wzrosły o 7,6% r/r i wyniosły 41,5 mld zł. Wynik finansowy netto przedsiębiorstw w I półroczu 2012 r. spadł o 17,7% r/r i wyniósł 46,2 mld zł. (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Wolfgang Schaeuble: Przyznanie Grecji więcej czasu na przeprowadzenie cięć budżetowych nie rozwiązałoby problemów Aten.

Decyzja RPP (5.09.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.423	0.005
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.690	0.002
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.900	0.029
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				



Wnioski o obniżki stóp na lipcowym posiedzeniu

Dyskusję na lipcowym posiedzeniu RPP zdominował temat pogłębiającego się spowolnienia gospodarczego na świecie i w Polsce. Jak wynosimy z lektury "Minutes", kwestie inflacji prawdopodobnie w mniejszym stopniu absorbowały uwagę członków RPP (większość w RPP nie spodziewa się nagłego spadku inflacji nauczona doświadczeniami ostatnich lat i proinflacyjnym wpływem cyklicznego osłabienia złotego oraz wzrostu cen żywności, paliw i cen regulowanych; większość Rady akceptuje jednak schodzącą do celu NBP w średnim okresie projekcję inflacji przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny).

W kwestii wzrostu gospodarczego wskazywano (co najmniej połowa członków RPP) na negatywne oddziaływanie czynników zewnętrznych na koniunkturę w Polsce oraz wyraźne oznaki spowolnienia w ostatnich danych o produkcji przemysłowej, czy oczekiwaniach przedsiębiorstw. Odnoszono się również do bardziej pesymistycznych wskazań ostatniej projekcji inflacyjnej, wskazując m.in. na spowolnienie wzrostu inwestycji oraz konsumpcji prywatnej, do czego przyczynić się może brak poprawy sytuacji na rynku pracy, zacieśnienie warunków udzielania kredytów i wcześniejszy silny spadek stopy oszczędności a także wizja niższych wydatków na infrastrukturę, czy zacieśnienie fiskalne.

Jedynie niektórzy członkowie RPP wskazywali na gorszy scenariusz gospodarczy niż ten z projekcji NBP (dodajmy, że prognozy PKB z projekcji to obecnie dolny przedział wszystkich prognoz dla Polski). Prawdopodobnie to właśnie Ci członkowie (czyli, znów prawdopodobnie, dwójka nie głosująca za podwyżką stóp w maju) wystąpili z wnioskiem o obniżki stóp na lipcowym posiedzeniu. Wniosek nie został poparty przez większość, która argumentowała swoje stanowisko kwestiami stabilności makroekonomicznej oraz szacunkami stopy równowagi dla polskiej gospodarki. Naszym zdaniem równie istotnym argumentem były kwestie reputacji RPP (nagła zmiana stanowiska Rady po majowej podwyżce stóp wspierałaby argumenty tych, którzy brutalnie oceniają majową decyzję jako błąd w prowadzeniu polityki pieniężnej).

Kwestie reputacyjne (ale i kilka lepszych odczytów makro za lipiec) prawdopodobnie przełożą się na utrzymanie stóp na wrześniowym posiedzeniu Rady. Naszym zdaniem dopiero nowa, listopadowa (wskazująca na jeszcze niższy wzrost PKB) projekcja NBP będzie elegancką podstawą do rozpoczęcia cyklu luzowania polityki pieniężnej. W całym cyklu, czyli do połowy 2013 roku RPP prawdopodobnie obetnie stopy o więcej niż 100pb. Scenariusz taki wspiera krajowa natura obecnego spowolnienia w Polsce (nawet pewne symptomy ożywienia w gosp. światowej nie będą w stanie zrównoważyć spadających inwestycji infrastrukturalnych, czy zacieśnienia fiskalnego w Polsce), kolejne obniżki stóp przez ECB, wzrost wpływu stóp NBP przez kanał kredytowy na polską gospodarkę (brak substytucji kredytami walutowymi), czy też obniżenie (ze względu na efekty bazowe wprawdzie) inflacji na jesieni do poziomu z przedziału celu NBP (1,5-3,5%).

Gorsze wyniki finansowe przedsiębiorstw

Wyniki finansowe przedsiębiorstw pogorszyły się w pierwszym półroczu 2012 roku zarówno w stosunku do pierwszego

kwartału 2012 roku jak i analogicznego okresu poprzedniego roku. Wynik finansowy brutto obniżył się w pierwszym półroczu o 16,6% wobec analogicznego okresu poprzedniego roku; w samym II kwartale pogorszenie wyniku finansowego brutto wyniosło aż 33% co jest wynikiem najgorszym od 2009 roku, kiedy pogorszenie wyniosło prawie 50%.

Pogorszenie wyniku finansowego wynika z obniżenia dynamiki przychodów ogółem (z 12% w I kwartale do 4,7% w drugim kwartale) przy proporcjonalnie mniejszym wyhamowaniu kosztów (z 12,3% do 7,5%). Dzięki temu wskaźnik poziomu kosztów wzrósł do 95,2% w całym półroczu wobec 93,8% przed rokiem. Obniżyły się także wszystkie wskaźniki rentowności oraz wszystkie wskaźniki płynności.

Wyniki finansowe są tylko potwierdzeniem, że polska gospodarka weszła w 2012 roku w fazę spowolnienia gospodarczego. Odmienne jednak niż w poprzednim epizodzie spowolnienia, który miał miejsce w 2009 roku, tym razem przyczyną spowolnienia będą w dużej mierze niedostatki popytu wewnętrznego. Jako że spora część dostosowań kosztowych odbyła się już podczas 2009 roku (np. uelastycznienie czasu pracy, łatwe do przeprowadzenia zmiany organizacyjne), obecnie pole manewru przedsiębiorstw jest w tym zakresie bardziej ograniczone a przestrzeń do redukcji kosztów mniejsza. Niewykluczone zatem, że wyniki finansowe podczas obecnej fazy spowolnienia będą słabsze niż poprzednio a obserwowana dotychczas relatywnie stabilna kondycja rynku pracy ulegnie szybkiemu pogorszeniu.

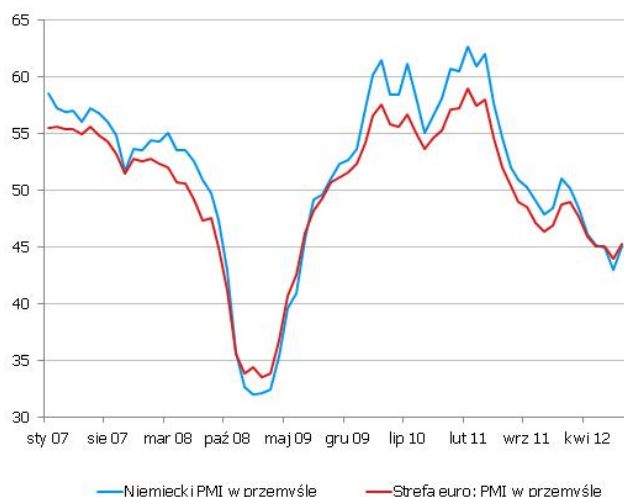
Indeksy PMI ciągle w obszarach recesyjnych

Wczorajsze wstępne odczyty indeksów PMI ze strefy euro nie mogą być odczytane aż tak pozytywnie, jak na pierwszy rzut oka mogłoby się wydawać. Pozytywne zaskoczenia mogą być generowane decyzjami luzowania monetarnego EBC (a na tym tle optymizm ma ograniczoną skalę wzrostu, niewykluczone że z uwagi na liczne obwarowania interwencji ECB pozytywne oczekiwania osiągnęły już znów punkt przegięcia), jednak dokładna analiza i same poziomy wskazują, że kluczowa jest wiadomość, że indeksy pozostają ciągle na recesyjnych poziomach (poniżej teoretycznych 50 pkt, a także wyznaczanych statystycznie faktycznych poziomów oddzielających recesję od ożywienia).

Pozytywne niespodzianki płyną z sektora przemysłowego - indeks w strefie euro wzrósł o 1,3 pkt. do poziomu 45,3 pkt. głównie za sprawą wzrostów Niemczech (o 2,1pkt do poziomu 45,1 pkt) i Francji (o 2,8pkt do poziomu 46,2pkt). Dokładniejsza analiza składowych indeksu wskazuje jednak, że wzrosty te wynikają z drobnych korekt w górę poziomów, które ciągle pozostają w terytorium recesyjnym. W sektorze przemysłowym taki wniosek dotyczy produkcji, nowych zamówień, opóźnień w realizacji zamówień, zatrudnienia oraz wskaźników cenowych. W sektorze usług wskaźniki pozostały w całej strefie euro właściwie bez zmian lub nieznacznie obniżyły się, co wpłynęło na spadek indeksu o 0,4 pkt. do poziomu 47,5pkt. Jedyną niespodzianką było utrzymanie się wzrostu cen przedsiębiorców z sektora usługowego oraz wzrost ich oczekiwań na kolejne 12 miesięcy (szczególnie silny we Francji), jednak z wyłączeniem Niemiec, gdzie ankietowani pozostali pesymistami. Jedynym krajem notującym jeszcze wzrost zatrudnienia pozostają Niemcy. Najbardziej negatywna niespodzianka to niemiecki

sektor usług - indeks obniżył się tam o 2pkt. do poziomu 48,3 pkt i po raz trzeci od 2009 roku (po wrześniu 2011 i czerwcu 2012) znalazł się na poziomie recesyjnym. Biorąc pod uwagę wskazania indeksów PMI, wczorajszy odczyt niemieckiego PKB za II kwartał (zgodny z przewidywaniami 0,3% wzrost kw/kw) może być zatem ostatnim dodatnim. Podobnie w strefie euro komentarz wskazuje, że bazując na PMI spadek PKB wyniósłby w III kw. ok. 0,5-0,6% kw/kw.

Naszym zdaniem należy interpretować te odczyty jako kontynuację trendów recesyjnych w europejskiej gospodarce. Wsparciem pozostaną niewątpliwie działania EBC, jednak ciągły brak rozwiązania kryzysu w strefie euro stwarza ryzyko nieprzewidywanych zmian sytuacji. Obecna równowaga jest krucha - jak już wspomniano interwencja ECB jest obwarowana licznymi zastrzeżeniami. ECB nie zaangażuje się dużej skali interwencje rynkowe, dopóki Hiszpania nie zwróci się po oficjalną pomoc. Z kolei Hiszpania nie zwróci się po pomoc dopóki sentyment będzie pozytywny. Może się zatem okazać, że dopiero eskalacja kryzysu doprowadzi do większego zaangażowania ECB - stąd też poprawa indeksów opierająca się obecnie tylko na oczekiwaniach działania może nie okazać się trwała.

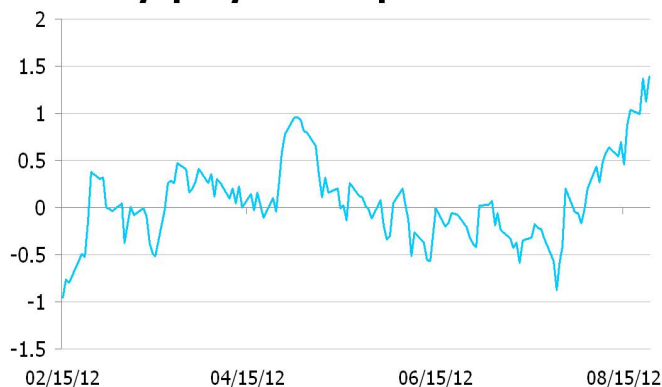




EURUSD fundamentalnie

Wczoraj EURUSD przeżywał kolejną, choć drobniejszą fazę wzrostową, która jednak zakończyła się wraz z wejściem na rynek inwestorów z rynku amerykańskiego i serią spadków na giełdach. Impulsem do wzrostów kursu były przede wszystkim lepsze od oczekiwań dane o PMI w strefie euro (wyrażna poprawa w stosunku do konsensusu, lecz nadal na terytoriach recesyjnych i to dodatkowo z pogorszeniem kondycji sektora usług - więcej czytaj w sekcji analizy). Po wczorajszych komentarzach członków FOMC (Bullard, który zwrócił uwagę na historyczny wymiar „Minutes”) perspektywa QE wydaje się nieco bardziej odległa. Wliczając w to zbliżającą się serię poważnych rozmów o przyszłości Grecji w strefie euro nie można wykluczyć, że inwestorzy zdecydują się dziś (przed weekendem) na realizację zysków. Dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA analizowane będą głównie po wyłączeniu zamówień z lotnictwa cywilnego (14:30). Lepszy odczyt to większy regres w oczekiwaniach na QE.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

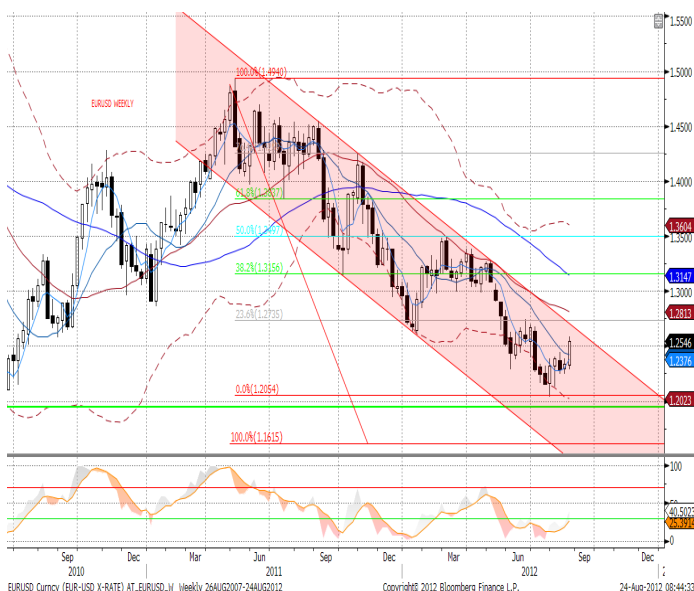
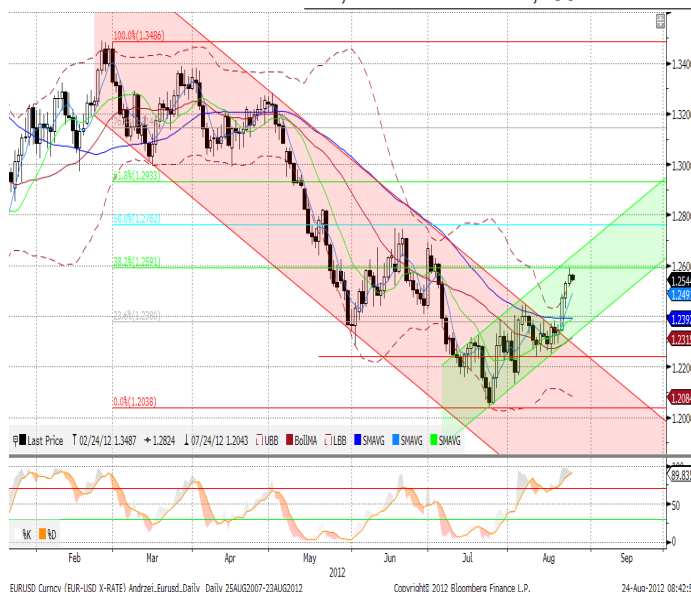


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Na wykresie tygodniowym kursu EURUSD duża biała świeca przebijająca poziom MA14 jest dobrym sygnałem dla inwestorów posiadających długie pozycje. Na wykresie dziennym widzimy zapowiedź odreagowania niedawnych spadków. Duża biała świeca przebijająca MA55 oraz górne ograniczenie kanału spadkowego jest dobrym sygnałem dla byków. Ze względu jednak na fakt, że znajdujemy się w piątej fali rozpoczętego pod koniec lipca odreagowania, bliskość górnej wstęgi Bollingera, silny opór na poziomie 1.2591 stanowiącym 38.2% zniżenia ostatnich spadków w kanale oraz wykupienie wskazane przez oscylator sprawiają, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się krótkoterminowa konsolidacja. Najbliższym ważnym oporem jest poziom 1.2762 czyli 50% zniżenia ostatniego spadku, a wsparciem górne ograniczenie przebitego kanału spadkowego.

Wsparcie	Opór
1,2508	1,2762
1,2380	1,2735
1,2241	1,2591





EURPLN fundamentalnie

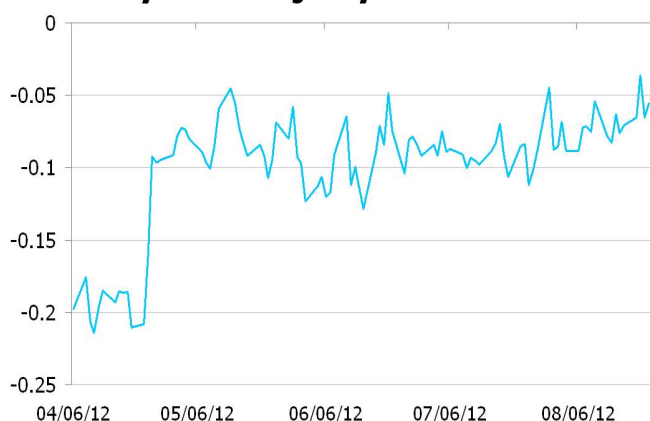
Złoty wczoraj osłabiał się mimo relatywnie dobrego dnia dla EURUSD. Osłabienie należy zatem rzucić na karb danych krajowych: wyników finansowych przedsiębiorstw (znaczne pogorszenie zarówno w ujęciu skumulowanym za całe półrocze, jak i tylko za II kwartał) oraz „Minutes RPP” (głosowany był wniosek o obniżkę stóp procentowych i to w wysokości 50pb). Złotemu zaszkodziły także spadki na giełdach, powodowane prawdopodobnie nieco za bardzo wygórowanymi oczekiwaniami na poprawę sytuacji w gospodarce globalnej. Dziś publikacja danych o sprzedaży detalicznej, która może okazać się relatywnie dobra. Będzie to jednak poprawa wpisująca się w tendencję lipcowych danych do zaskoczeń w górę, która jednak nie ma nic wspólnego ze zmianą trendu w konsumpcji. W takim otoczeniu (i włączając w to możliwość dalszej korekty na EURUSD), nie spodziewamy się aprecjacji złotego.

EURPLN technicznie

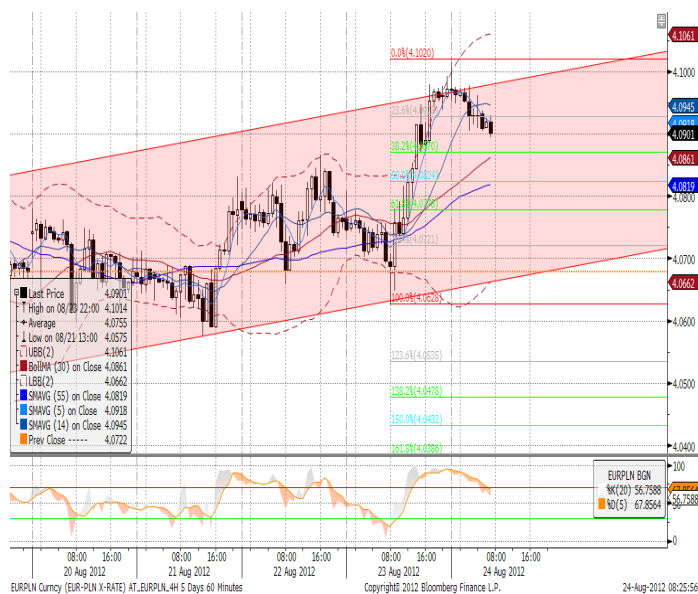
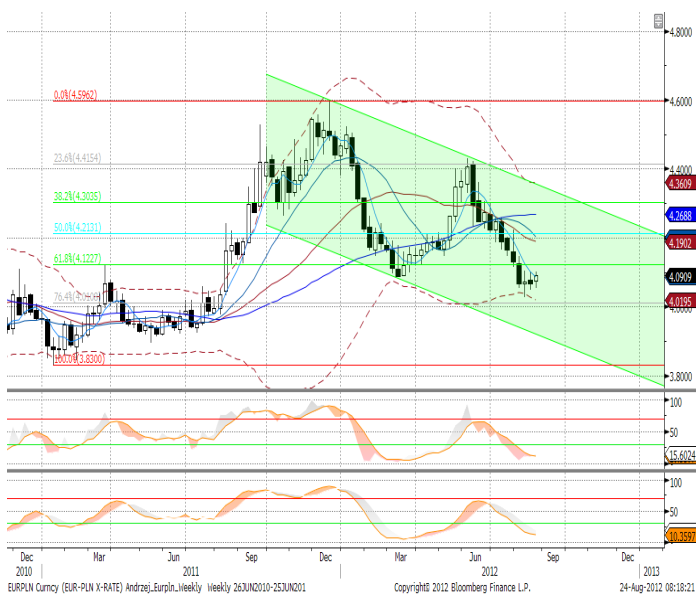
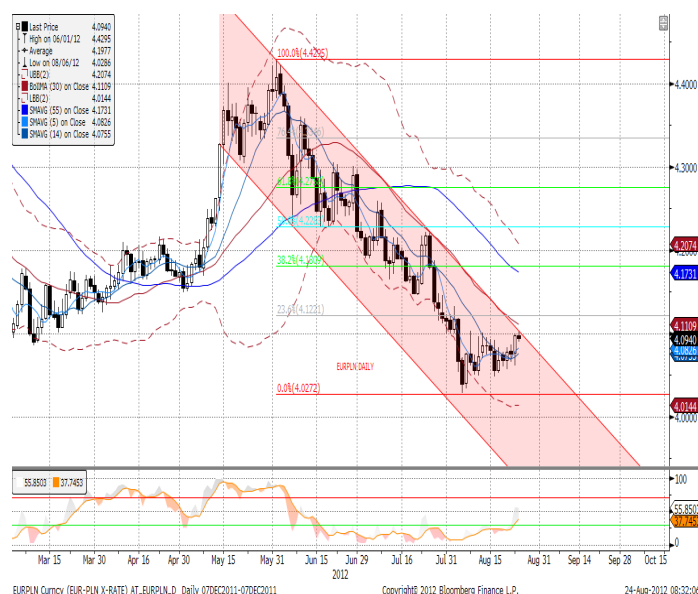
Na wykresie tygodniowym brak wyraźnych sygnałów. Ważnym wsparciem jest poziom 76.4% zniesienia ostatniego impulsu wzrostowego czyli 4.0108 a oporem niedawne maksima na 4.4154. Na wykresie dziennym bliskość górnego ograniczenia kanału spadkowego (może nieco na wyrost...ale górne ograniczenie wydaje się dobrze podbudowane) również dobrze sugeruje konsolidację. Przebicie wspomnianego ograniczenia będzie wyraźnym sygnałem kupna. Najbliższym oporem jest poziom 4.1221 czyli czyli 23.6 % zniesienia ostatniej korekty. Na wykresie godzinowym wydziimy odreagowanie niedawnego impulsu wzrostowego. Najbliższym wsparciem jest poziom 38.2% fibo czyli 4.0870. Po krótkoterminowej konsolidacji spodziewamy się ataku na górne ograniczenie kanału wzrostowego.

Wsparcie	Opór
4,0870	4,1463
4,0272	4,1221
4,0108	4,1020

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.

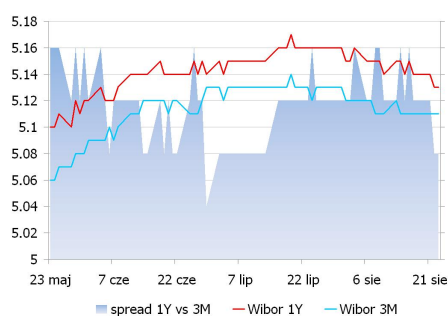




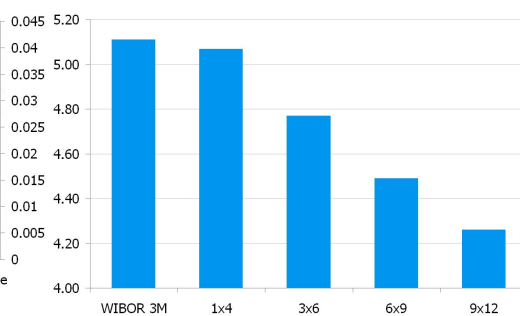
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.7057	4.74	ON	4.7	4.8	EUR/PLN	4.0756
2Y	4.505	4.54	1M	4.9	5.1	USD/PLN	3.2488
3Y	4.3849	4.42	3M	4.9	5.1	CHF/PLN	3.3939
4Y	4.335	4.38					
5Y	4.336	4.38					
6Y	4.348	4.38					
7Y	4.37	4.40					
8Y	4.405	4.44					
9Y	4.438	4.47					
10Y	4.445	4.49					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.84	4.90	EUR/USD	1.2562
1x4	5.01	5.07	EUR/JPY	98.60
3x6	4.74	4.77	EUR/PLN	4.0945
6x9	4.46	4.49	USD/PLN	3.2593
9x12	4.23	4.26	CHF/PLN	3.4097

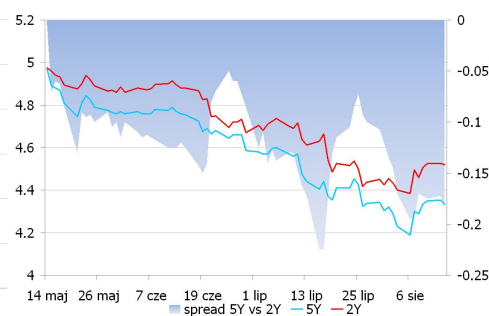
WIBOR 3M i 1Y



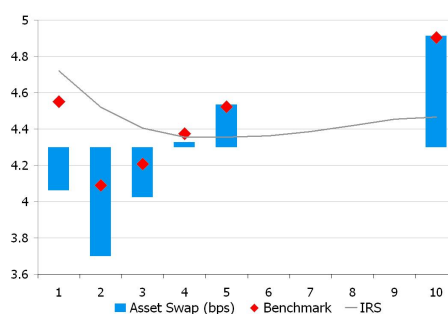
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



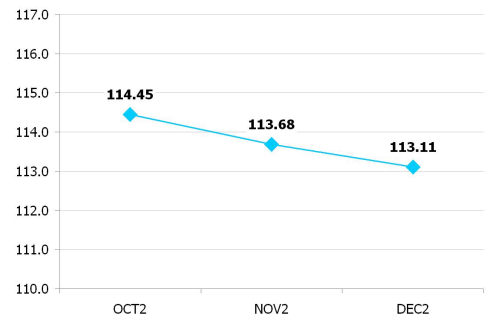
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYPANOWEGO 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. DYSTYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.