



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.ziemińska@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	consensus		
3.09.2012 PONIEDZIAŁEK							
9:00	POL	Indeks PMI dla przemysłu (pkt)	sier	48.8	49.0	49.7	
9:50	FR	Indeks PMI dla przemysłu <i>final</i> (pkt)	sier		46.2	46.2	
9:55	GER	Indeks PMI dla przemysłu <i>final</i> (pkt)	sier		45.1	45.1 (p)	
10:00	EUR	Indeks PMI dla przemysłu <i>final</i> (pkt)	sier		45.3	45.3 (p)	
4.09.2012 WTOREK							
16:00	USA	Indeks ISM dla przemysłu (pkt)	sier		50.0	49.8	
05.09.2012 ŚRODA							
9:50	FR	Indeks PMI dla usług <i>final</i> (pkt)	sier		50.2	50.2 (p)	
9:55	GER	Indeks PMI dla usług <i>final</i> (pkt)	sier		48.3	48.3 (p)	
10:00	EUR	Indeks PMI dla usług <i>final</i> (pkt)	sier		47.5	47.5 (p)	
	POL	Decyzja RPP (%)		4.75	4.75	4.75	
06.09.2012 CZWARTEK							
11:00	EUR	Realny PKB kw/kw (%)	II kw.		-0.2	-0.2	
12:00	GER	Zamówienia przemysłowe m/m (%)	lip		0.5	-1.7	
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)			0.75	0.75	
14:15	USA	Wskaźnik ADP (tys)	sier		140	163	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	01.09		370	374	
16:00	USA	Indeks ISM dla usług (pkt)	sier		52.5	52.6	
07.09.2012 PIĄTEK							
8:00	GER	Export m/m(%)	lip		-0.3	-0.3	
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		0.0	-0.9	
14:30	USA	Non-farm payrolls m/m (tys)	sier		120	163	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	sier		8.3	8.3	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Dziś publikacja indeksu PMI - oczekujemy spadku po ostatnim niespodziewanym wzroście kontrastującym z zachowaniem wskaźników w strefie euro. Korektka powinna nastąpić przede wszystkim na składowej dotyczącej zatrudnienia, pozostałe składowe znajdują się już poniżej 50 pkt. I zgodnie ze zmianami wskaźników koniunktury GUS żaden z nich nie ma przestrzeni do wzrostów. W środę decyzja i konferencja RPP. Rada wyraźnie złagodzi ton komunikatu (niezerowe prawdopodobieństwo obniżki stóp we wrześniu) i prawdopodobnie pojawi się zapowiedź obniżki stóp w październiku (tu nie wykluczamy 50pb). Manewr ten może wesprzeć uelastycznienie założeń do polityki monetarnej (publikacja równoległe z komunikatem po decyzji RPP), który pozwoli (na zasadzie podkładki) obniżyć stopy nawet przy podwyższonej inflacji.

• **Gospodarka globalna.** W tym tygodniu, poza oczekiwaną decyzją EBC, także sporo danych makro. Z Europy podane zostaną finalne odczyty indeksów PMI oraz dane z sektora przemysłowego Niemiec, które wraz z oczekiwanym w czwartek odczytem PKB w strefie euro na poziomie -0,2% mogą sugerować nienajlepszą sytuację w europejskiej gospodarce. Zza oceanu indeksy ISM i dane z rynku pracy, które ustawią oczekiwania na decyzję Fed 13 września - choć oczekiwania ustawione są dość ostrożnie, to po piątkowym przemówieniu Bernanke wydaje się, że konieczne byłoby spore negatywne zaskoczenie, aby Fed zdecydował się działać. W czwartek wspomniana decyzja ECB i szczegóły odnośnie likwidowania „convertibility premium” (podwyższenie rentowności z uwagi na niezerowe prawdopodobieństwo wyjścia kraju z strefy euro i przywrócenia waluty narodowej, która szybko ulegnie deprecjacji) w rentownościach długu peryferiów (z uwagi na krótki okres czasu na przygotowanie szczegółów, nie wszystkie oczekiwania rynkowe mogą zostać spełnione). Choć kwestia spreadów obligacji peryferii pozostanie na pierwszym planie nie można zapominać o tradycyjnej polityce pieniężnej. Spora rewizja prognoz może skłonić ECB do kolejnej obniżki stóp procentowych (niemniej stopa depozytowa poniżej zera pozostanie prawdopodobnie dalej tabu).

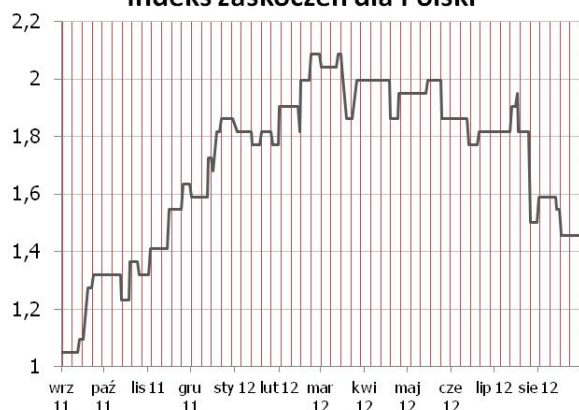
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka: Jest miejsce do redukcji, jeśli będzie taka potrzeba, to jestem pewien, że będziemy korzystać. Czujemy, że gospodarka zwalnia.
- W sierpniu 2012 roku oczekiwania inflacyjne wzrosły do 4,4%.
- Joerg Asmussen (EBC): Obawy Bundesbanku przed planowanym przez EBC programem skupu obligacji skłaniają do refleksji, jednak nowy plan będzie lepszy niż poprzedni.
- Bernanke powiedział w piątek w Jackson Hole, że proces obniżania stopy bezrobocia w USA jest zbyt wolny i bank centralny podejmie dalsze działania, aby wesprzeć odbicie gospodarki, jeśli okażą się one konieczne.

Decyzja RPP (5.09.2012)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.318	-0.010
stopy bez zmian		100%		USAGB 10Y	0.000	0.000
obniżka 25 bps		0%		POLGB 10Y	4.922	-0.017
PROGNOZA BRE		stopy bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

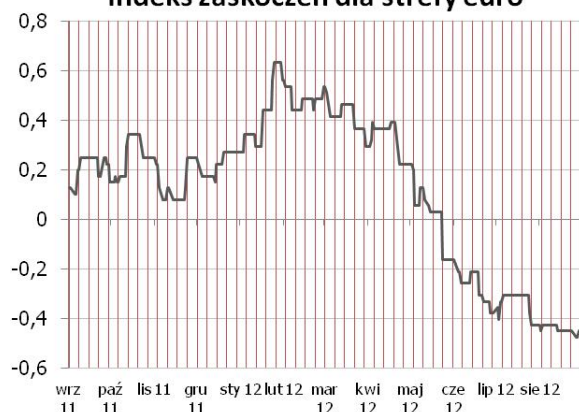
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


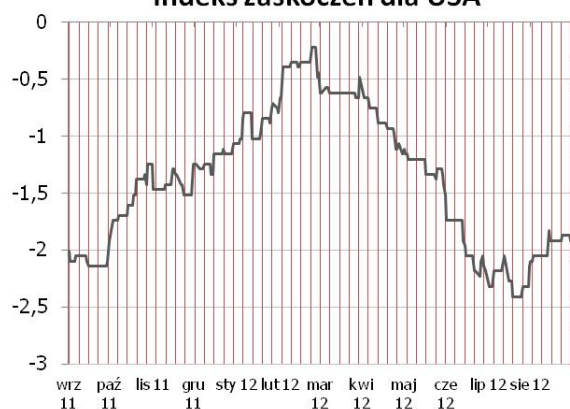
Indeks zaskoczeń bez zmian, jednak w minionym tygodniu bardzo negatywnie zaskoczył odczyt PKB za II kwartał (2,4% wobec oczekiwanych 2,9%) oraz istotny spadek dynamiki konsumpcji (do 1,5%) i inwestycji (do 1,9%). Dane te nie pozostaną bez wpływu na retorykę RPP podczas śródowej konferencji oraz kierunku zmian w polityce monetarnej (oczekujemy obniżek stóp już w październiku).

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Indeks zaskoczeń nieznacznie niżej po gorszych danych o Ifo i sprzedaży detalicznej w Niemczech. Nadchodzący tydzień przede wszystkim pod znakiem decyzji EBC, ale także finalnych odczytów indeksów PMI.

USA

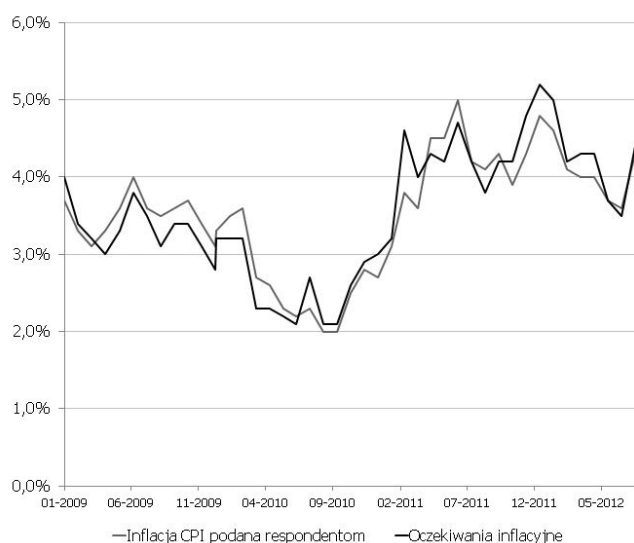
Indeks zaskoczeń dla USA


W USA indeks bez zmian - niższe od oczekiwań wydatki konsumentów zostały skompensowane przez ich wyższy optymizm badany przez Uniwersytet Michigan. W nadchodzącym tygodniu sporo publikacji (ISMy, rynek pracy), których kierunki zmian wyznaczają prawdopodobnie kierunek dla decyzji na wrześniowym posiedzeniu Fed.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Oczekiwania inflacyjne straszą tylko na papierze

W sierpniu oczekiwania inflacyjne osób prywatnych podniosły się z 3,5% do 4,4%. Jest to jednak nic więcej, jak efekt zakotwiczenia (patrz tematyka finansów behawioralnych): respondentom podano inflację w wysokości 4,3% (poprzednio 3,6%) co poskutkowało analogicznym wzrostem oczekiwań inflacyjnych. Biorąc pod uwagę spadek inflacji w lipcu do 4,0% (i mając jednak na uwadze ostatnie tajemnicze przypadki, w których inflacja podawana respondentom była czasem średnią z sąsiednich dwóch miesięcy), oczekiwania inflacyjne podawane pod koniec września powinny odnotować spadek w okolice 4,0%.



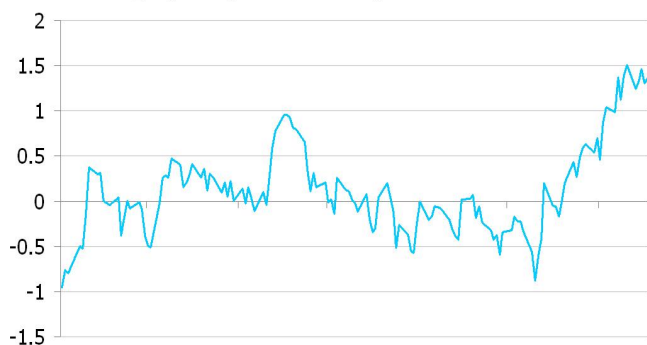
Możemy śmiało powiedzieć, że tym razem oczekiwania inflacyjne zostaną w dużej mierze zignorowane przed RPP. W sytuacji coraz większego niewykorzystania mocy produkcyjnych (obniżenie się dynamiki PKB oraz idące za nią wzrosty stopy bezrobocia) nawet wysokie oczekiwania inflacyjne (choć to będzie tylko fenomen najbliższych 2-3 miesięcy, później spadną razem z inflacją) nie będą w stanie przenieść się na dynamikę płac, proces formacji cen producentów oraz ceny płacone przez konsumentów. Początek większego skupienia uwagi na sferze realnej potwierdzają słowa M. Belki: „Czujemy, że gospodarka zwalnia. Jest miejsce do redukcji (stóp), jeśli będzie taka potrzeba, to jestem pewien, że będziemy z niej korzystać.”



EURUSD fundamentalnie

EURUSD otworzył się relatywnie stabilnie podczas azjatyckiego handlu. Po otwierającej konferencji w Jackson Hole wypowiedzi Bernanke (żadnych nowych informacji: pozytywna ocena przeszłej stymulacji, korzystna ocena bilansu kosztów i korzyści stymulacji przyszłej, możliwość kolejnego programu zakupu aktywów oraz przedłużenia okresu niskich stóp procentowych) kurs najpierw odnotował spadki (razem z giełdami), po czym odrobił co najmniej połowę strat. Nadchodzący tydzień zapowiada się obiecująco dla zmienności na kursie walutowym. Choć dziś jest w USA święto (rynk zamknięte), jutro poznamy ISM z przemysłu (prawdopodobnie znów flirt z poziomem 50pkt.), zaś w piątek dane z rynku pracy (oczekiwany nieco gorsze NFP). W czwartek decyzja ECB i szczegóły odnośnie likwidowania „convertibility premium” (podwyższenie rentowności z uwagi na niezerowe prawdopodobieństwo wyjścia kraju z strefy euro i przywrócenia waluty narodowej, która szybko ulegnie deprecjacji) w rentownościach długu peryferiów (z uwagi na krótki okres czasu na przygotowanie szczegółów, nie wszystkie oczekiwania rynkowe mogą zostać spełnione). Czekamy raczej na kiepski tydzień dla wspólnej waluty.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

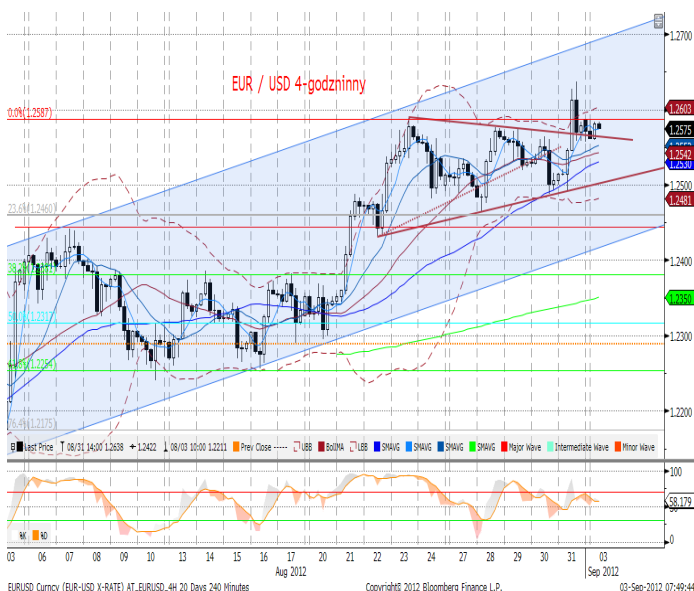
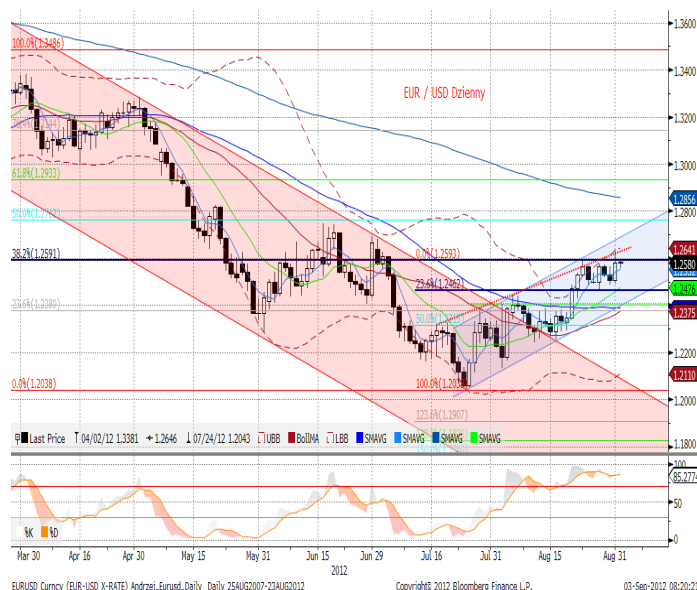


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Na wykresie tygodniowym kurs zbliża się do górnego ograniczenia kanału trendu spadkowego. Przekroczenie linii trendu będzie silnym sygnałem kupna, natomiast w przypadku niepowodzenia należy spodziewać się odrotu w kierunku niedawnych minimum. Na wykresie dziennym ciąg zmagania kursu z poziomem 38,2% zniżenia oraz linią szczytu formacji RGR powstałej w lipcu. O dalszym przebiegu wydarzeń zadecyduje kierunek wybicia z konsolidacji w przedziale 1,2591 - 1,2460. Na wykresie 4-godziennym widzimy naruszenie poziomu 1,2590, po którym nastąpił jednak szybki powrót w obszar konsolidacji. Mimo to naruszenie oporu ma pozytywną wymowę i może zwiastować początek kolejnej fali umocnienia euro. Czekamy jednak na potwierdzenie tego sygnału.

Wsparcie	Opór
1,2481	1,2762
1,2460	1,2670
1,2400	1,2590





EURPLN fundamentalnie

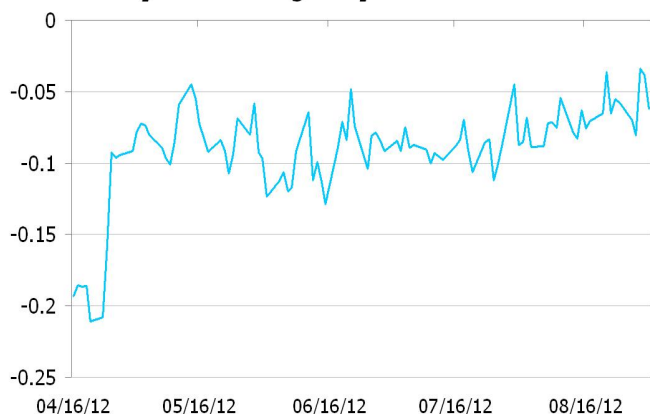
EURPLN odrobił w piątek sporą część strat do EUR. Uważamy, że w obecnych okolicznościach ma to jak najbardziej sens, gdyż Bernanke nie wykluczył dalszej stymulacji monetarnej, na czym zawsze złoty zyskuje - przed nami jest jeszcze jednak sporo miejsca na niezdecydowanie inwestorów, a więc z wysforowaniem się tego czynnika na czoło trzeba będzie jeszcze poczekać. Zdecydowanie mniej korzystnie przedstawiają się czynniki krajowe. W najbliższym czasie publikacja założeń do budżetu 2013 (z komentarzy płynących ze strony rządowej wynika, że należało się będzie zmierzyć z niskim wzrostem PKB i co za tym idzie - ze ścieżką konwergencji). W środę decyzja RPP, która choć nie przyniesie decyzji o obniżce stóp procentowych (Belka oraz inni członkowie Rady sugerowali, że nie będzie żadnego zaskoczenia), lecz na pewno znaczne złagodzenie komunikatu; ciekawe będzie również rozwiązanie zmian założeń polityki pieniężnej. Dziś publikacja PMI dla Polski (naszym zdaniem możliwe znaczne pogorszenie). Summa summarum przed nami kreśli się raczej negatywny tydzień dla polskiej waluty.

EURPLN technicznie

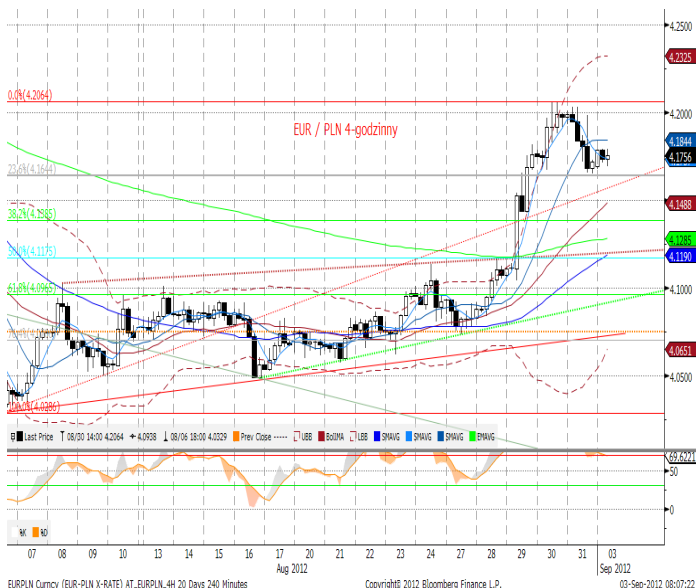
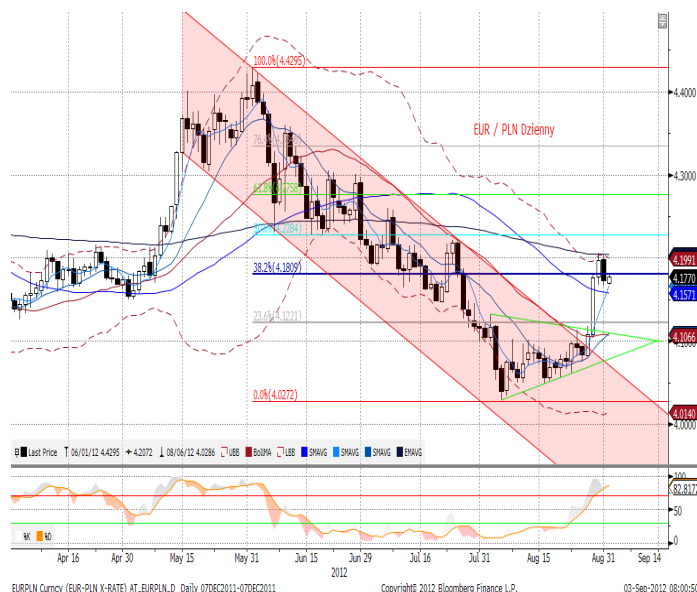
Uformowana na wykresie tygodniowym świeca o długim białym korpusie jest sygnałem zapowiadającym kolejną falę deprecjacji złotego. Obecnie kurs zmagą się z poziomami MA30 i MA14. Na wykresie dziennym po wybiciu z kanału trendu spadkowego kurs zatrzymał się w okolicach MA200. Pojawienie się dużego czarnego korpusu oraz wykupienie oscylatorów zapowiada krótkoterminową konsolidację wokół poziomu 4,1800. Na wykresie 4-godziennym widzimy konsolidację w przedziale między 4,1644 (23,6% zniesienia) a 4,2064. Kierunek wybicia z tego horyzontalnego kanału wskaże kierunek dalszych zmian kursu.

Wsparcie	Opór
4,1644	4,2284
4,1600	4,2146
4,1385	4,2064

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.

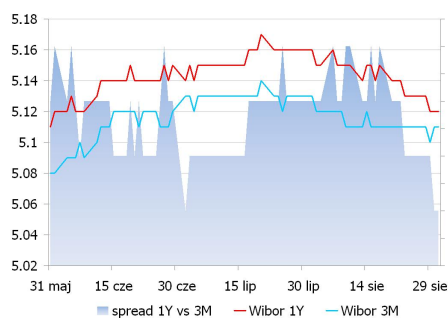




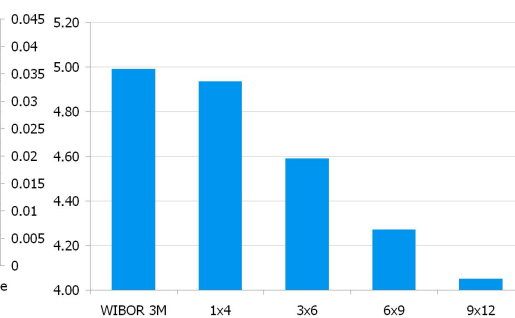
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.51	4.56	ON	4.8	5.3	EUR/PLN	4.1838
2Y	4.325	4.38	1M	5.0	5.5	USD/PLN	3.3353
3Y	4.27	4.32	3M	5.1	5.6	CHF/PLN	3.4839
4Y	4.245	4.30					
5Y	4.25	4.30					
6Y	4.275	4.33					
7Y	4.31	4.36					
8Y	4.345	4.40					
9Y	4.37	4.42					
10Y	4.38	4.43					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.80	4.85	EUR/USD	1.2566
1x4	4.88	4.94	EUR/JPY	98.49
3x6	4.53	4.59	EUR/PLN	4.1648
6x9	4.21	4.27	USD/PLN	3.3088
9x12	3.99	4.05	CHF/PLN	3.4684

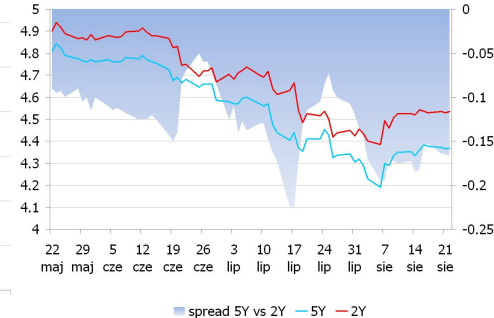
WIBOR 3M i 1Y



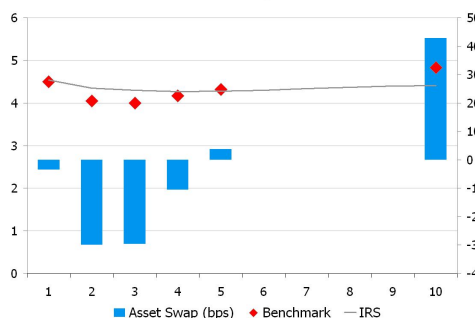
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



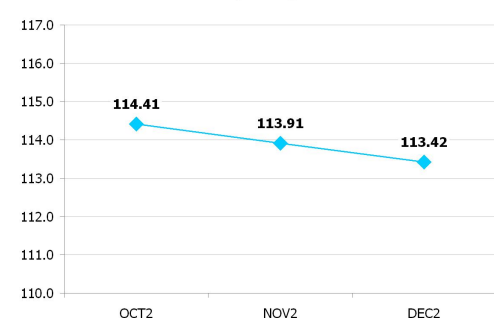
Asset swap i IRS



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.