



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	konsensus		
3.09.2012 PONIEDZIAŁEK							
4:30	CHN	PMI (pkt)	sier		47.8	49.3	47.6
9:00	POL	Indeks PMI dla przemysłu (pkt)	sier	48.8	49.0	49.7	48.3
9:50	FR	Indeks PMI dla przemysłu <i>final</i> (pkt)	sier		46.2	46.2	46.0
9:55	GER	Indeks PMI dla przemysłu <i>final</i> (pkt)	sier		45.1	45.1 (p)	44.7
10:00	EUR	Indeks PMI dla przemysłu <i>final</i> (pkt)	sier		45.3	45.3 (p)	45.1
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	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** O 16 opublikowany zostanie amerykański indeks ISM w przemyśle - wskaźniki regionalne oraz konsensus rynkowy wskazują na możliwy nieznaczny wzrost ISM, który choć nie rozjaśni znacząco obrazu amerykańskiej gospodarki, to może (przy lepszych piątkowych danych z rynku pracy) zmniejszyć determinację Fed do podejmowania dodatkowych działań już 13 września. Poza tym dziś kolejna seria spotkań europejskich przywódców, które jednak pozostaną w cieniu oczekiwania na decyzje EBC.

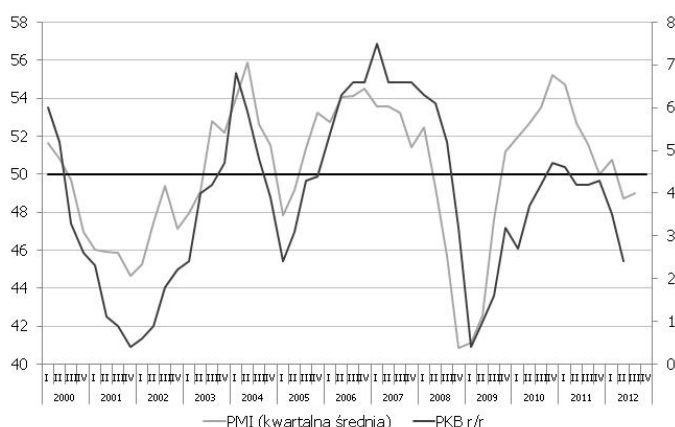
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- W sierpniu indeks PMI dla Polski spadł do 48,3 punktu z 49,7 punktu w lipcu (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Według doniesień prasowych deficyt budżetowy w 2013 roku ma wynieść 35,6mld zł. Dochody budżetowe mają wynieść 299,2 mld zł, czyli o ok. 1,9% więcej niż plan na ten rok. Wydatki mają sięgnąć 334,8 mld zł (o 1,9% więcej niż plan na ten rok). Potrzeby pożyczkowe mają wynieść 145 mld zł. Skorygowano założenia makroekonomiczne: wzrost PKB oszacowano na 2,2% (wobec szacunków 2,9% wzrostu PKB z czerwca tego roku), inflację na 2,7%, a stopa bezrobocia ma koniec przyszłego roku ma wzrosnąć do 13% (wobec 12,6 proc. szacowanych na koniec tego roku). Z pozostałych szczegółów wiadomo na razie, że udział inwestycji publicznych w PKB spadnie do 4,2% z 5,2% w tym roku, płace realne wzrosną o 1,8%. Sprzedaż uprawnień do emisji pozwoli na uzyskanie 2,9 mld zł, budżet zyska 1,8 mld zł z aukcji częstotliwości na mobilny internet. Ze spółek z udziałem skarbu państwa rząd chce wypłacić niespełna 6 mld zł dywidend (o 2 mld mniej niż w tym roku).
- FT: Tylko jedna czwarta Niemców sądzi, że Grecja powinna zostać w strefie euro lub też dostać więcej międzynarodowej pomocy finansowej, wynika z opublikowanego w poniedziałek badania opinii publicznej.
- Minister gospodarki Niemiec poparł sprzeciw prezesa Bundesbanku, Jensa Weidmanna, wobec planów ECB dotyczących skupu obligacji państw, których koszt obsługi zadłużenia jest wysoki.

Decyzja RPP (5.09.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.334	0.012
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.552	0.025
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.854	-0.006
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

Indeks PMI poniżej oczekiwań, ciągle w obszarze recesyjnym

Indeks PMI spadł silniej od oczekiwań do poziomu 48,3 pkt. niwelując tym samym efekt lipcowego sporego wzrostu prawie do granicy 50 pkt. Spadek bazował na niższych wartościach subindeksów zatrudnienia (tak jak oczekiwaliśmy wskaźnik ten spadł do ok. 50 pkt wskazując, że tempo wzrostu zatrudnienia jest znikome - ciągle jednak jest to najbardziej pozytywna informacja z danych o PMI) oraz produkcji i nowych zamówień (szczególnie eksportowych czemu "pomógł silniejszy złoty"), co jest spójne z naszą ujemną prognozą produkcji przemysłowej za sierpień. Producenci próbują ciągle wspierać spadającą produkcję realizując wcześniejsze zamówienia (zaległości produkcyjne zmalały 15 miesiąc z rzędu), co stwarza ryzyko dla produkcji w kolejnych miesiącach. Koszty produkcji, podobnie jak ceny wyrobów gotowych spadły drugi miesiąc z rzędu. Dane wpisują się w obserwowany coraz silniejszy trend osłabienia aktywności ekonomicznej i obok zaskoczenia zeszłotygodniowym odczytem PKB za II kwartał kreślą coraz bardziej spójny obraz silniejszego niż oczekiwano (już teraz, po publikacji kiepskich danych za II kwartał, także przez członków RPP) spowolnienia.



Modele oparte na niemieckich indeksach PMI i Ifo, które historycznie wykazują silną korelację z polskim indeksem, wskazywały jedynie na ograniczone spadki (ich wstępne odczyty z 23 sierpnia zaskoczyły pozytywnie). Opublikowane wczoraj finalne odczyty indeksów europejskich wskazują jednak na dalszy (spadkowy) kierunek zmian i niemal pewne pozostanie indeksów przez dłuższy czas na poziomach recesyjnych - szczególnie indeks PMI z niemieckiego sektora przemysłowego, choć wzrost w stosunku do lipcowego poziomu 43,3pkt. (najniższego od 37 miesięcy), to odczyt finalny w stosunku do wstępnego obniżył się aż o 0,4pkt. do poziomu 44,7pkt. Negatywne sygnały dla Niemiec wysyła przede wszystkim indeks nowych zamówień zarówno krajowych, jak i eksportowych, co źle wróży przyszłej produkcji. Warto zwrócić uwagę, że sierpniowe odczyty europejskich indeksów PMI malują na pierwszy rzut oka niejasny obraz stanu poszczególnych gospodarek (patrz zestawienie poniżej). Analiza wykresu jasno pokazuje jednak, że zaskakujące wzrosty (Hiszpania, Francja, Niemcy, Grecja) to jedynie wynik korekty wcześniejszych silnych spadków, podobna interpretacja dotyczy dużych spadków (Włochy, Austria, Irlandia). W tym kontekście wspomniane dane wskazują na utrzymanie stosunkowo stabilnych (choć recesyjnych!) średnich poziomów indeksów PMI znajdujących się w przedziale ok. 40-45pkt. dla krajów peryferyjnych i 45-50pkt. dla pozostałych. Uważamy, że podobne zachowanie

(45-50 pkt.) powinien wykazywać polski indeks PMI i choć jest to prognoza w dość szerokim przedziale wahań, to niewątpliwie wskazuje, że jesteśmy dopiero na początku typowego, około półtorarocznego, okresu pozostawania indeksu na poziomach recesyjnych.

Countries ranked by Manufacturing PMI® (Aug.)

Ireland	50.9	4-month low
Netherlands	49.7	6-month high
Austria	46.7	37-month low
France	46.0	4-month high
Germany	44.7	2-month high
Spain	44.0	5-month high
Italy	43.6	10-month low
Greece	42.1	3-month high

Manufacturing PMI, sa, 50 = no change

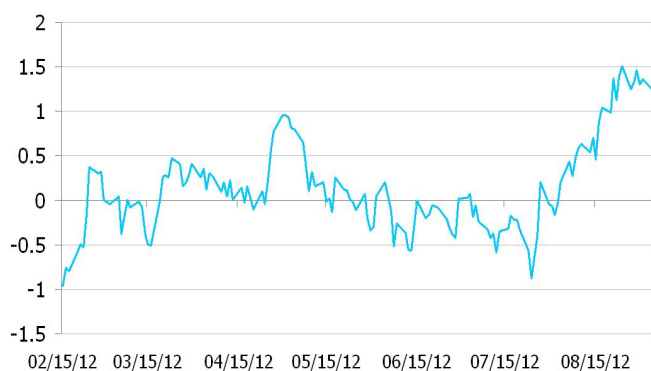


Source: Markit.

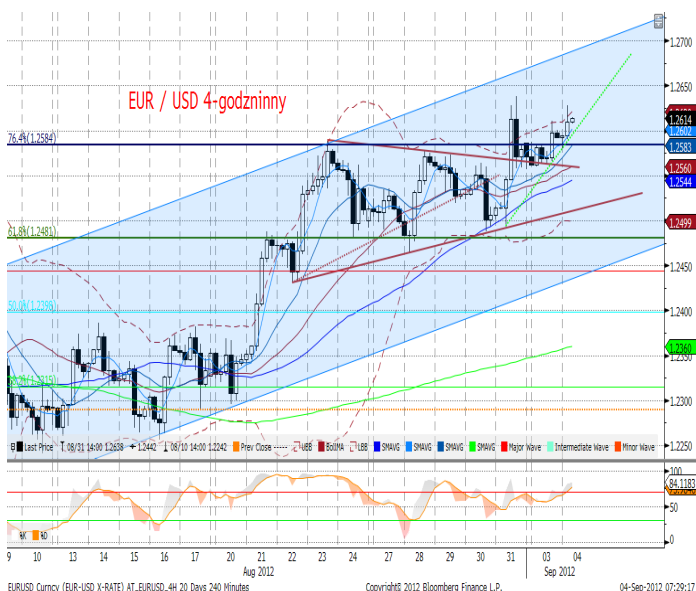
EURUSD fundamentalnie

Wczoraj EURUSD zdołał umocnić się z poziomów bliskich 1,2550 do 1,2590; początek sesji azjatyckiej przyniósł dalsze umocnienie do 1,2615 (7:30 rano). Mimo wczorajszego, pozytywnego dnia na EURUSD na razie nie zmieniamy zdania, że ten tydzień odbije się negatywnie na kondycji wspólnej waluty. Potencjał do negatywnej niespodzianki ze strony ECB jest wciąż spory (brak czasu na przygotowanie wszystkich szczegółów), zaś ewentualna obniżka stóp procentowych powinna negatywnie wpływać na wspólną walutę (trzeba jednak przyznać, że znaczenie tego kanału może być obecnie znikome, gdyż stawki rynkowe są już i tak wyjątkowo niskie). Kontynuacja pozytywnego trendu na indeksie zaskoczeń w USA może z kolei przyczyniać się do chwilowego umacniania dolara (inwestorzy mogą nie wierzyć, że poprawa w gospodarce może zbiegać się z dalszym poluzowaniem polityki pieniężnej - my uważamy, że jest to jednak prawdopodobnie, ale przekazamy się o tym dopiero w połowie miesiąca). Dziś czekamy przede wszystkim na indeks ISM z sektora przemysłowego - każdy odczyt powyżej 50pkt. będzie wpisywał się w scenariusz mocniejszego dolara.

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



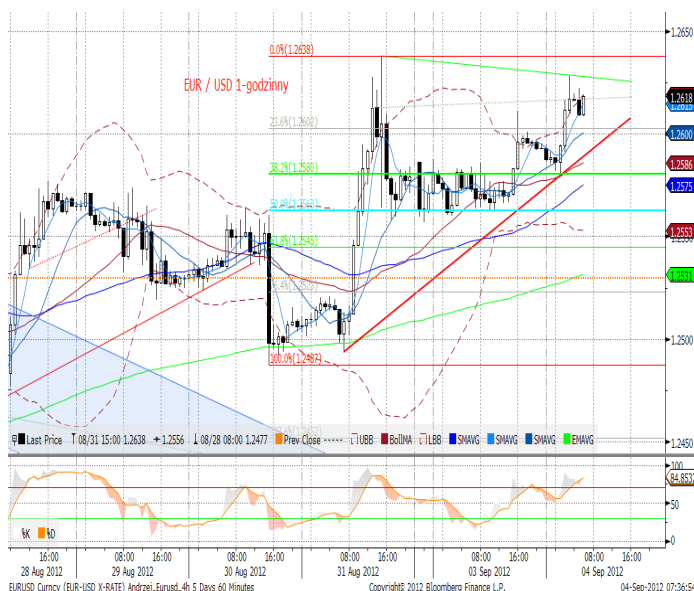
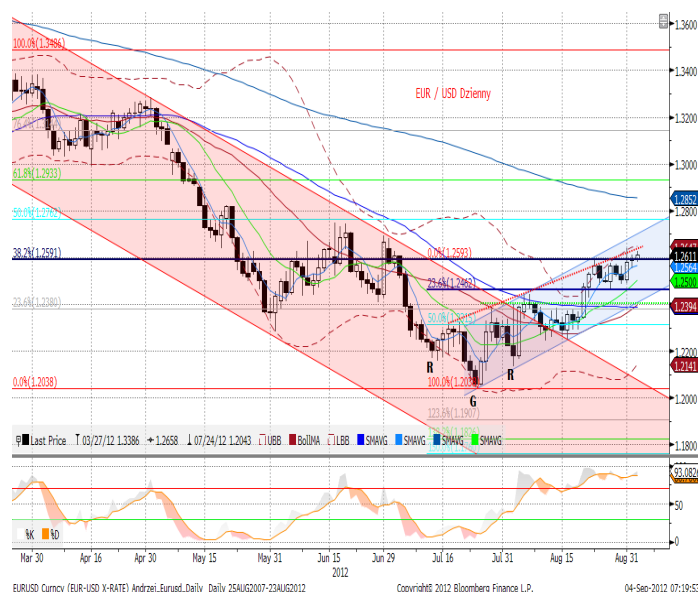
* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.



EURUSD technicznie

Na wykresie dziennym rysuje się świeca, której korpus przekracza ważny poziom 1,2591. Jeśli sytuacja ta utrzymałaby się do końca dnia byłby to dobry sygnał dla byków. Dalej niepokonana zostaje jednak linia szyi, której przekroczenie będzie zapowiadać dalsze umocnienie euro. Na wykresie o 4-godzinny interwał widać wybiecie kursu z formacji trójkąta o zasięgu w okolicach 1,2720. Na wykresie godzinny widać zmagania kursu z niedawnymi maksimami na poziomie 1,2638, po odbiciu od których kurs wpadł w konsolidację w okolicach 50% zniesienia zbierając siły na kolejny atak. Spadek poniżej wspomnianego zniesienia (1,2580) będzie miał negatywną wymowę. Przekroczenie poziomów 1,2638, będzie natomiast zapowiedzią dalszych wzrostów.

Wsparcie	Opór
1,2580	1,2762
1,2487	1,2670
1,2460	1,2638





EURPLN fundamentalnie

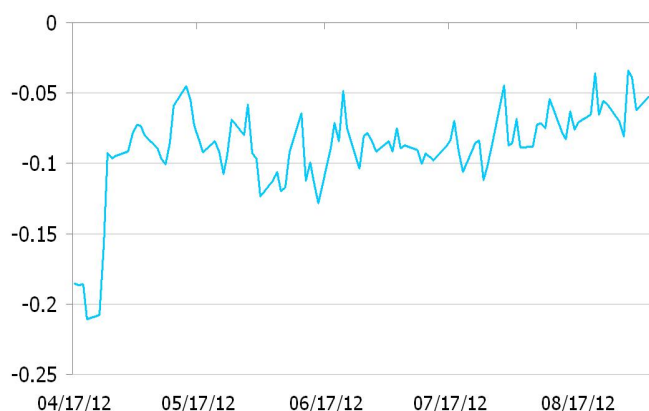
Piątkowe odrabianie strat na polskiej walucie zostało wczoraj zaprzepaszczone i notowania znów otarły się o poziom 4,20; przez noc złoty umocnił się do 4,1850. QE na razie mnie wspiera polskiej waluty (za mało ugruntowane oczekiwania), czynniki regionalne i krajowe działają negatywnie (choć wczorajszy odczyt PMI został w gruncie rzeczy zignorowany przez rynek). Wraz z założeniami budżetowymi powróciły wczoraj na świecznik kwestie fiskalne - jak na razie rząd wydaje nam się adekwatnie ścierać założenia odnośnie wzrostu PKB; założenia dot. rynku pracy wydają się jednak mało realne. Już po ostatnich ubytkach dochodów podatkowych utrzymanie się w granicach 3% deficytu sektora GG w 2012 roku stało pod znakiem zapytania (nawet po wpłacie z zysku NBP, która według metodologii unijnej zostanie „zaliczona” jako dochód do wysokości zysku operacyjnego NBP, a więc praktycznie nie będzie wpływać na redukcję deficytu sektora GG), obecnie rząd walczy o 2013 rok i wydaje nam się, że będzie to musiało skutkować kompromisem między ścieżką konwergencji a działaniami antycyklicznymi, czego ofiarą padną raczej te drugie. W dalszym ciągu spodziewamy się osłabienia złotego.

EURPLN technicznie

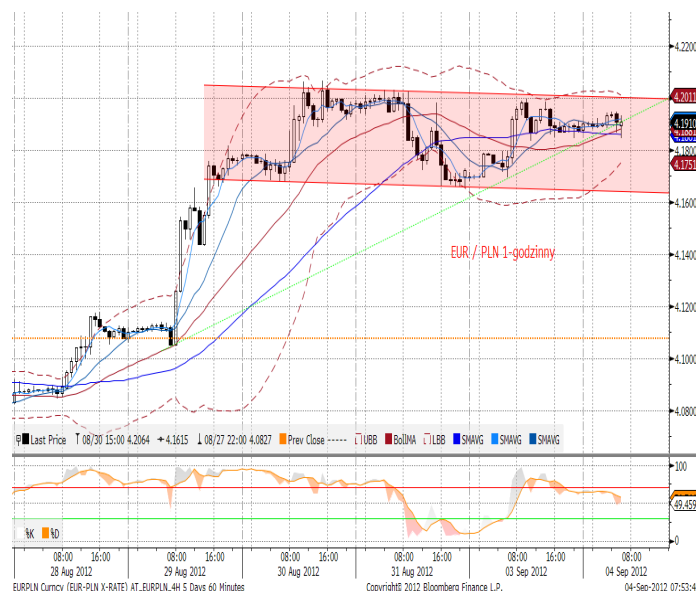
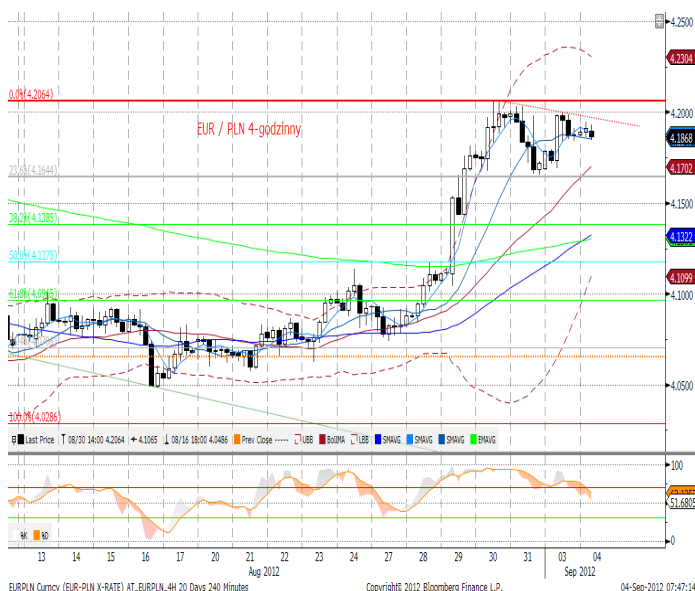
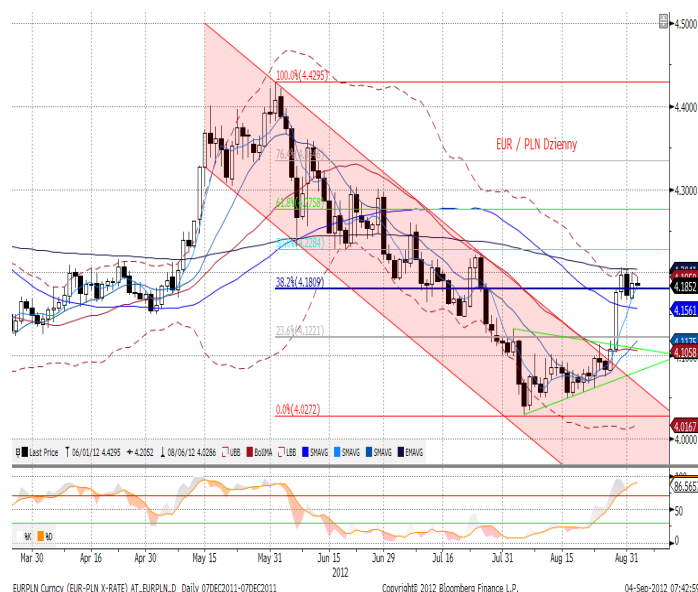
Na wykresie dziennym konsolidacja po nieudanej próbie przekroczenia MA200. Wykupienie wskazywane przez oscylatory oraz spory czarny korpus z piątku, wskazują na krótkoterminową korektę. Kurs znajduje się w wąskim paśmie trendu bocznego między 4,2064 (ostatnie maksima i MA200) a 4,1644 (23,6% zniesienie). Kierunek dalszej ścieżki zmian kursu będzie zderzany przez kierunek wybicia z konsolidacji. Wydaje się jednak, że jest to tylko chwilowy przystanek podczas dłuższej fali deprecjacji złotego.

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

Czynnik krajowy* w EURPLN



* Wykres przedstawia resztę 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.

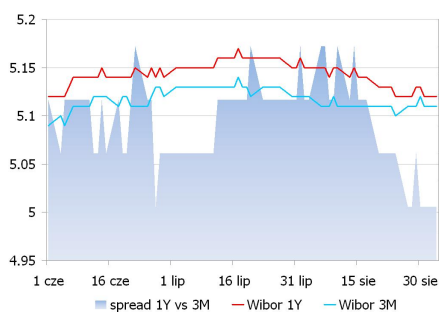




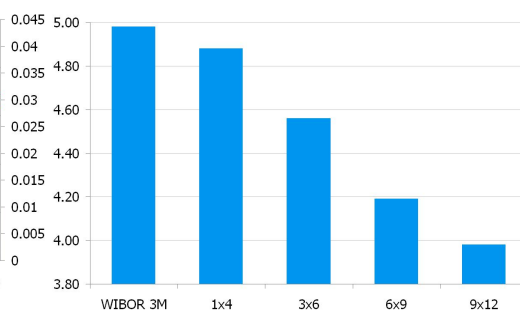
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.45	4.48	ON	4.6	4.9	EUR/PLN	4.1981
2Y	4.295	4.33	1M	4.7	5.0	USD/PLN	3.3398
3Y	4.2349	4.27	3M	4.7	5.1	CHF/PLN	3.4958
4Y	4.225	4.27					
5Y	4.245	4.29					
6Y	4.25	4.31					
7Y	4.28	4.34					
8Y	4.32	4.38					
9Y	4.34	4.40					
10Y	4.36	4.40					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.79	4.84	EUR/USD	1.2591
1x4	4.83	4.88	EUR/JPY	98.53
3x6	4.51	4.56	EUR/PLN	4.1868
6x9	4.13	4.19	USD/PLN	3.3223
9x12	3.93	3.98	CHF/PLN	3.4847

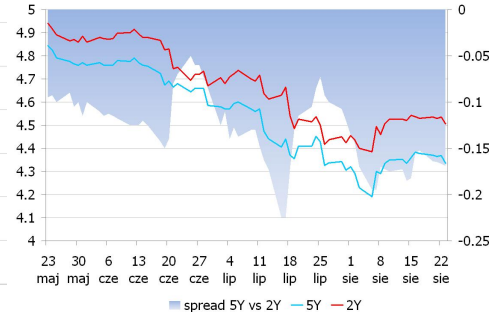
WIBOR 3M i 1Y



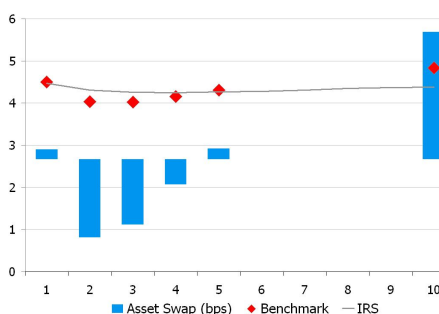
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



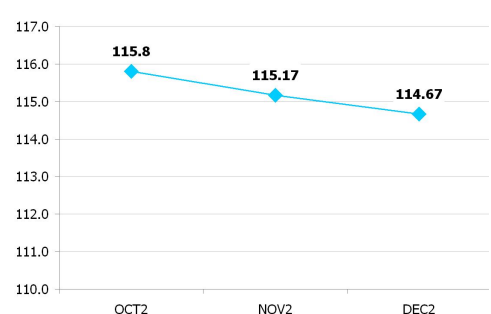
Asset swap i IRS



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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.