



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
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	49.6
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 polska.** Po południu RPP ogłosi swoją decyzję w sprawie stóp procentowych - komentarz czytaj w sekcji analizy na 2 str.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Kaźmierczak (wypowiedź z 2 września): Spadek tempa wzrostu PKB w II kwartale do 2,4% z 3,5% w I kwartale jest bardzo złą informacją, a trudności polskiej gospodarki będą się pogłębiały. Polsce nie grozi jednak recesja, a od połowy przyszłego roku obecne, negatywne trendy w gospodarce powinny zostać odwrócone, choć nie będzie to silne odbicie.
- MF po sierpniu sfinansowało 89% całorocznych potrzeb pożyczkowych.
- Rząd przyjął we wtorek wstępny projekt budżetu na 2013 rok z deficytem na poziomie 35,6 miliarda złotych.
- Moody's podtrzymał rating UE na poziomie Aaa i obniżył jego perspektywę do negatywnej ze stabilnej.

Decyzja RPP (5.09.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.379	0.019
USAGB 10Y	1.569	-0.012
POLGB 10Y	4.849	0.000
Dotyczy benchmarków Reuters		

Dziś decyzja RPP

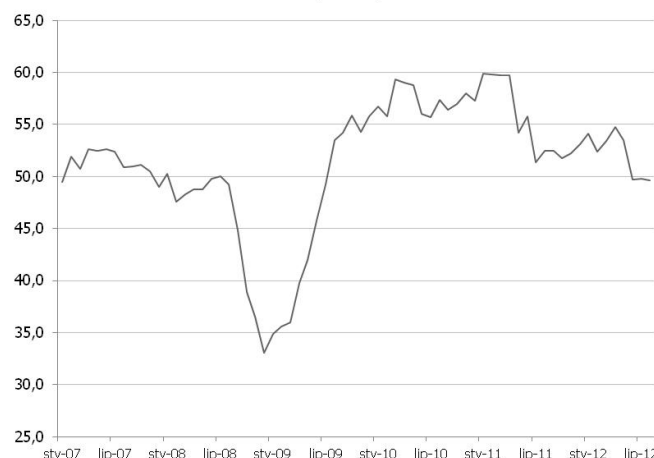
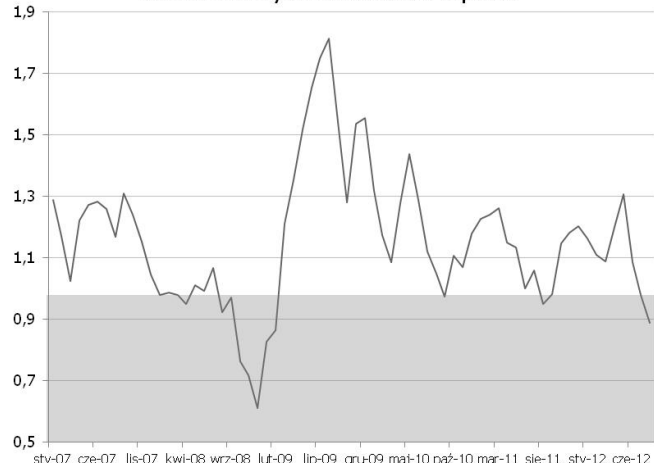
Decyzja zostanie ogłoszona prawdopodobnie w okolicach godziny 13:00. Ostatnie rozbieżności prognoz i publikacji danych dla sfery realnej mogły istotnie wpłynąć na proces decyzyjny w RPP i strategię łagodzenia retoryki. Odnosimy (i prawdopodobnie nie tylko my) wrażenie, że z każdym miesiącem zaprzeczania faktowi pogłębiania spowolnienia reputacja Rady cierpi bardziej niż, jak dotąd utrzymywali członkowie Rady, ratowana jest przez unikanie gwałtownej zmiany kierunku polityki pieniężnej. Ostatnie wypowiedzi prezesa NBP zdają się potwierdzać nieuchronność obniżek stóp.

Prawdopodobnie istotnym krokiem na tej drodze będą nowe założenia polityki pieniężnej (publikacja łącznie z komunikatem po dzisiejszym posiedzeniu RPP), które mogą zdefiniować nowe, bardziej elastyczne ramy dla prowadzenia polityki pieniężnej. Wrześniowe posiedzenie może być zatem momentem, w którym RPP (kontynuując linię komunikacji prezentowaną przez prezesa Belkę wiosną) zapowie obniżkę stóp na październikowym posiedzeniu. W ten sposób obniżka zostanie przyspieszona względem wcześniejszego scenariusza zgrania jej z publikacją nowej - już wiadomo, że znacznie bardziej pesymistycznej - projekcji inflacyjnej. Prawdopodobne jest również, że w pierwszym kroku stopy obniżone zostaną o 50pb. W tym roku natomiast spodziewamy się, że skala obniżek wyniesie 50-75pb.

Zmiana percepcji co do tego, który scenariusz tak naprawdę mocniej obciąży reputację Rady powoduje, że obniżka stóp już we wrześniu nie jest całkiem nieprawdopodobna. Poza logiką wynikającą z osłabienia realnej gospodarki scenariusz poluzowania polityki monetarnej musi uwzględniać sytuację na rynkach finansowych, percepcję ryzyka oraz ewentualny wpływ na kurs złotego i dalej niemal automatyczne przełożenie na inflację. W obecnym reżimie globalnego rynku finansowego (tzw. risk on) obniżki stóp w Polsce mogłyby wiązać się jedynie z ograniczonym dalszym osłabieniem złotego.

ISM w przemyśle nieznacznie gorszy od oczekiwań

ISM w przemyśle spadł w sierpniu do 49,6pkt. z 49,8pkt. w poprzednim miesiącu (konsensus rynkowy ustawiony w okolicach 50pkt.). Struktura nie napawa nadmiernym optymizmem. Spadki indeksu dotyczą wszystkich najważniejszych elementów wskaźnika headline: nowych zamówień (spadek z 47,1pkt. do 48,0pkt.), produkcji (spadek do 47,2pkt. z 51,3pkt.), zatrudnienia (spadek z 51,6pkt. do 52,0pkt.). Opóźnienia w realizacji zamówień utrzymały się na bardzo niskim poziomie (42,5pkt. wobec 43,0pkt. poprzednio). Z uwagi na podwyżki cen ropy naftowej istotnie w górę poszybował indeks cen, który obecnie znajduje się na poziomie 54pkt. (poprzednio 39,5pkt.). Dodatkowo komentarze dostarczone razem z opracowaniem wskazują na znaczne pogorszenie sytuacji w przemyśle w stosunku do poprzednich miesięcy, jednak nie dramat - pojawia się spowolnienie popytu inwestycyjnego, firmy mocno oszczędzają, nieznacznie spowalnia sektor motoryzacyjny. Większość firm zachowuje jednak optymizm na drugą połowę roku.

ISM w przemyśle

Stosunek nowych zamówień do zapasów


Niepokojące sygnały płyną ze wskaźników syntetycznych. Patrząc na stosunek nowych zamówień do zapasów widać wyraźnie, że wskaźnik ten znajduje się najniższej od połowy 2011 roku, zbliżając się tym samym do poziomów świadczących o recesyjnych (około 0,9 jest już poziomem alarmowym). Tym samym inwestorom może być coraz trudniej uwierzyć, że ożywienie będzie kontynuowane nawet w dotychczasowym, umiarkowanym tempie. Stąd jedyną pozytywną wiadomością, którą mogą w najbliższym czasie otrzymać jest dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez Fed, które stoi nadal pod znakiem zapytania w zakresie stosowanych instrumentów. W takiej sytuacji najbliższe dni będą stały raczej pod znakiem zawieszenia na rynkach finansowych, wliczając w to przede wszystkim ceny ryzykownych aktywów.



EURUSD fundamentalnie

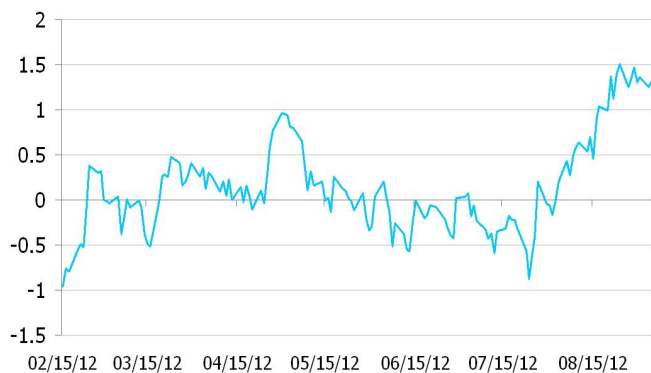
EURUSD osłabił się wczoraj (i dziś w nocy) łącznie prawie o 1 cent względem dolara (zejście z 1,2625 do 1,2530). Trudno doszukiwać się bezpośredniej przyczyny spowolnienia obok stop loss hunting, które ostatnio zrobiło się bardzo popularne na płytkim rynku przed posiedzeniem ECB. Słabsze dane o ISM w przemyśle na początku doprowadziły do osłabienia dolara (zgodnie zresztą z logiką przedstawioną w naszym komentarzu, oczekiwaliśmy spadków, ale po lepszym odczycie). Było ono jednak bardzo krótkotrwałe i kurs szybko podążył w kierunku wytyczonym przez indeksy giełdowe, czyli w dół. Druga fala osłabienia EUR i złamanie wcześniej ustanowionych wsparć nastąpiła w sesji azjatyckiej i była pokłosiem złamania poziomów technicznych (automaty tradingowe?). Podtrzymujemy, że w tym tygodniu nadal bardziej prawdopodobne jest osłabienie EUR - rozegrać się może bardzo podobny schemat jak po sierpniowym posiedzeniu ECB, gdzie najpierw przeważało rozczarowanie a później dopiero uzmysłowienie determinacji ECB do utrzymania EUR. Dziś brak istotnych danych.

EURUSD technicznie

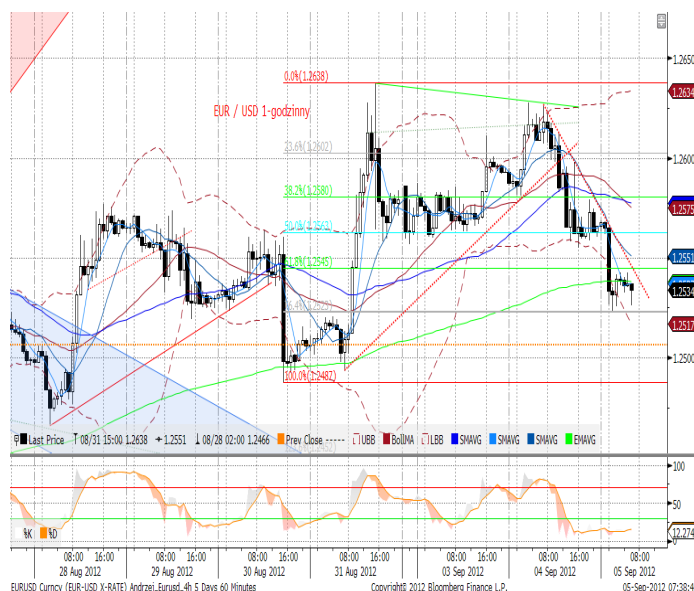
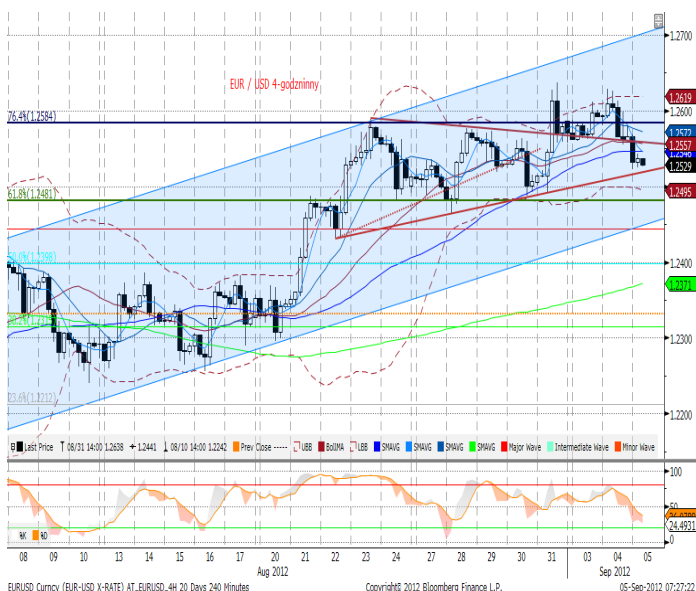
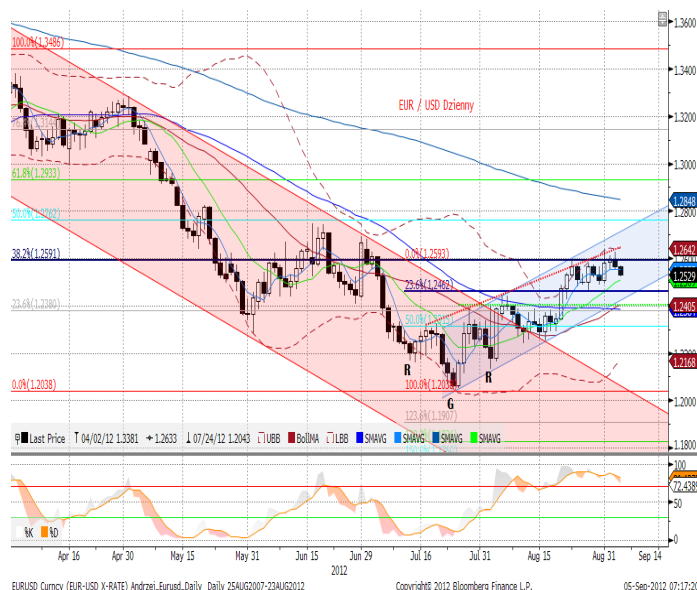
Po nieudanej próbie sforsowania linii szyi kurs powrócił w obszar konsolidacji. Ważnym wsparciem pozostaje 1,2462. Po ostatnim dynamicznym wzroście oscylatory są wciąż wykupione, może więc nastąpić nieco dłuższa korekta. Na wykresie 4-godzinnym powróciliśmy do krótkoterminowej linii trendu. Jej przebiecie będzie miało negatywną wymowę i może zwiastować ruch w stronę poziomu 1,2462. Spadek został zatrzymany na poziomie 1,2523 (76,4% zniesienia). Dopóki kurs przebywa w obszarze horyzontalnej konsolidacji, należy wstrzymać się z decyzjami inwestycyjnymi do czasu jednoznacznego sygnału.

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

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.





EURPLN fundamentalnie

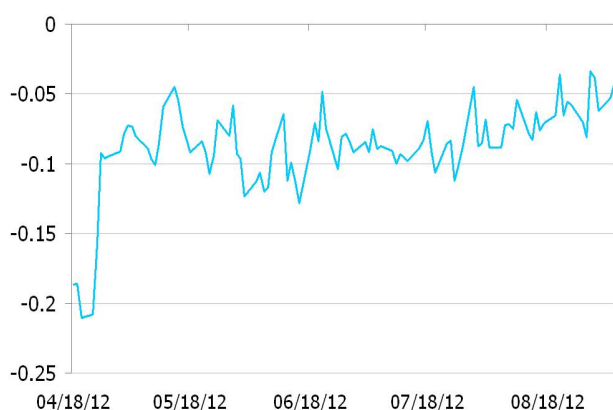
Podczas wtorkowej sesji złoty pozostał stabilny (w przedziale wahań 4,18-4,20) w oczekiwaniu na dzisiejszą decyzję RPP i czwartkową EBC. Wszystko wskazuje na to, że RPP nie zdecyduje się na obniżkę stóp, choć szanse na obniżkę nie są zerowe. Złoty pozostanie pod presją (co widać już po porannych ruchach na północ) bardziej gołębiego komunikatu (lub nawet zapowiedzi obniżki na październik). Niewykluczone, że inwestorzy pomni zachowania kursu EURHUF po nieoczekiwanej obniżce NBH będą próbować kupować EURPLN jako proste zabezpieczenie przed nieoczekiwaną obniżką stóp. Losy PLN widzimy dziś w czarnych barwach.

EURPLN technicznie

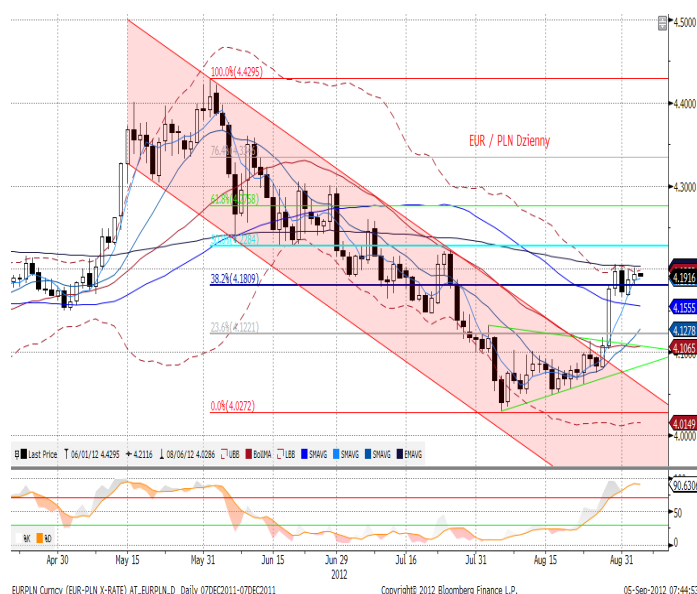
Na parze EURPLN bez zmian, nadal przebywamy w horyzontalnej konsolidacji między MA200 a 38,2% zniesieniem. Dopiero na podstawie kierunku wybicia z trendu bocznego będzie można wnioskować o przyszłych zmianach kursu. Na chwilę obecną krótkoterminowe wykresy (o interwale godzinnym i 4-godzinnym) nie generują sygnałów technicznych. Kurs przejawia bardzo niewielką zmienność, niejako oczekując na bodźce z zewnątrz mogące nadać mu kierunek.

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.

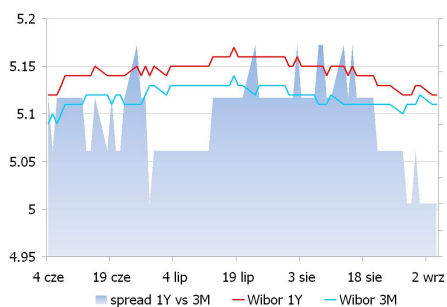




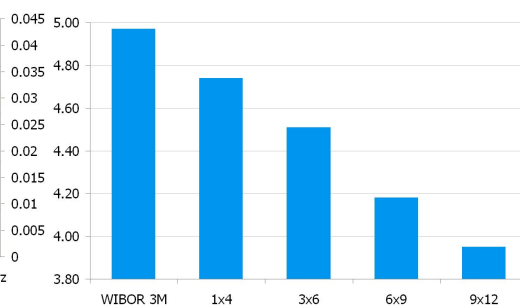
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.43	4.46	ON	4.6	4.9	EUR/PLN	4.1944
2Y	4.26	4.29	1M	4.7	5.0	USD/PLN	3.3281
3Y	4.21	4.25	3M	4.7	5.0	CHF/PLN	3.4926
4Y	4.21	4.25					
5Y	4.235	4.28					
6Y	4.24	4.30					
7Y	4.27	4.33					
8Y	4.3	4.36					
9Y	4.33	4.39					
10Y	4.35	4.39					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.65	4.70	EUR/USD	1.2564
1x4	4.69	4.74	EUR/JPY	98.50
3x6	4.47	4.51	EUR/PLN	4.1910
6x9	4.13	4.18	USD/PLN	3.3360
9x12	3.90	3.95	CHF/PLN	3.4914

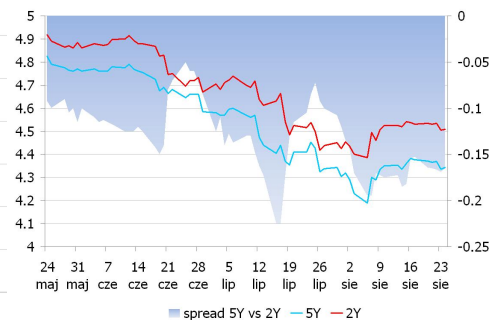
WIBOR 3M i 1Y



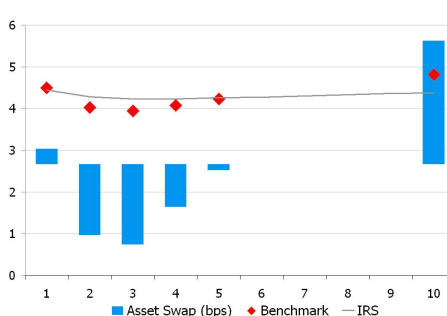
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



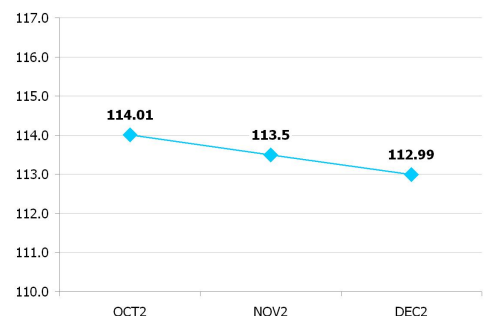
Asset swap i IRS



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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.