



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		
10.09.2012 PONIEDZIAŁEK							
1:50	JPN	PKB kw/kw <i>final</i> (%)	II kw.		0.3	0.3	0.2
8:45	FR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		-0.5	0.0	
9:00	CZK	CPI r/r (%)	sier		3.3	3.1	
11.09.2012 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	sier		6.0	5.8	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	lip	-1763	-1258	-1240	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld dol.)	lip		-44.5	-42.9	
12.09.2012 ŚRODA							
8:00	GER	CPI r/r <i>final</i> (%)	sier		2.0	2.0	
9:00	GER	Decyzja Trybunału Konstytucyjnego w sprawie ESM					
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		0.1	-0.6	
	NZL	Wybory parlamentarne					
13.09.2012 CZWARTEK							
9:30	SUI	Decyzja NBS (%)			0.00	0.00	
14:00	POL	CPI r/r (%)	sier	3.9	3.8	4.0	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	08.09		370	365	
14:30	USA	PPI m/m (%)	sier		1.2	0.3	
18:30	USA	Decyzja FOMC (%)			0.25	0.25	
14.09.2012 PIĄTEK							
6:30	JPN	Produkcja przemysłowa m/m <i>final</i> (%)	lip			-1.2	
11:00	EUR	CPI r/r (%)	sier		2.6	2.6 (p)	
14:30	USA	CPI r/r (%)	sier		0.6	0.0	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	sier		0.7	0.8	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sier		0.0	0.6	
15:55	USA	Indeks Uni. Michigan <i>wstępny</i> (pkt)	wrz		74.0	74.3	
	EUR	Spotkanie EcoFin					

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** We wtorek NBP poda dane o bilansie obrotów bieżących w lipcu. Rozszerzenie bilansu wynika z dwóch czynników - większego deficytu handlowego związanego z importem ropy oraz wypłatami dywidend (WIG20) i płatnościami kuponów od obligacji państwowych. Musimy jednak podkreślić, że prognoza obciążona jest dużym ryzykiem - dane o PKB za II kwartał wskazują na rewizję w danych o bilansie płatniczym (w górę), jednak nie wiadomo czy będzie ona uwzględniona już w danych miesięcznych czy dopiero w kwartalnych publikowanych pod koniec września. Nasza prognoza zakłada drugi scenariusz. W czwartek GUS opublikuje wskaźnik inflacji CPI za sierpień - nasz model ekonometryczny w tym miesiącu daje dokładnie taką prognozę jak metody „eksperckie”. Warto zwrócić uwagę na wyższą bazę z 2011 (podwyżki cen gazu w sierpniu 2011), zgodny ze wzorcem sezonowym spadek cen żywności, nieznacznie większe obniżki cen odzieży i obuwi oraz wzrost cen paliw. Inflacja netto obniży się z 2,3 do 2,2% r/r. Odczyt headline poniżej lipcowego (4,0%) będzie odebrany jako brak przeszkód inflacyjnych do obniżek stóp procentowych.

• **Gospodarka globalna.** Uwaga skupiona będzie na środowej decyzji Trybunału Konstytucyjnego Niemiec dotyczącej funduszu ESM (choć naszym zdaniem szanse na negatywne zaskoczenie są minimalne) oraz decyzji Fed - po piątkowych słabych danych z rynku pracy wzrosły oczekiwania na podjęcie przez FOMC decyzji o wprowadzeniu dodatkowych działań stymulujących gospodarkę (najbardziej prawdopodobne jest zaniechanie skupu krótkich papierów ramach operacji twist i wydłużenie okresu zobowiązania do utrzymania możliwie najniższych stóp procentowych). W piątek sporo danych makro zza oceanu - wyższe ceny surowców mogą podnieść wskaźnik CPI do 1,7%, a także wpłynąć na wyższy odczyt nominalnej sprzedaży detalicznej. Indeksy koniunktury z sektora przemysłowego wskazują na osłabienie produkcji.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

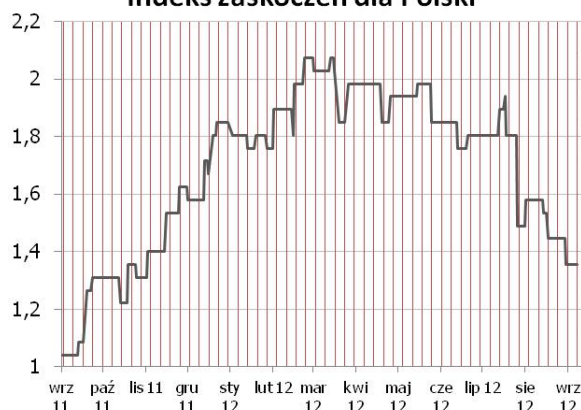
• Zielińska-Głębocka: Poluzowanie polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach jest bardzo prawdopodobne, choć nie przesądzone. Kluczowe dla oceny zasadności obniżki stóp będą informacje z otoczenia polskiej gospodarki oraz kolejne dane makroekonomiczne, które pozwolą ocenić tendencje związane ze spowolnieniem gospodarczym oraz spadkiem inflacji. W kwestii skali poluzowania osobiście jestem za umiarem. Ale niczego nie przesądzam. RPP może podjąć decyzję autonomiczną.

• Liczba miejsc pracy w USA poza rolnictwem wzrosła w sierpniu o 96000 wobec wzrostu o 141000 po korekcie miesiąc wcześniej. Stopa bezrobocia w USA w sierpniu 2012 roku wyniosła 8,1%, wobec 8,3% w lipcu (więcej czytaj w sekcji analizy).

Decyzja RPP (3.10.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.573	-0.009
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	1.656	-0.024
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	4.817	0.007
PROGNOZA BRE	obniżka 25 bps	Dotyczy benchmarków Reuters		

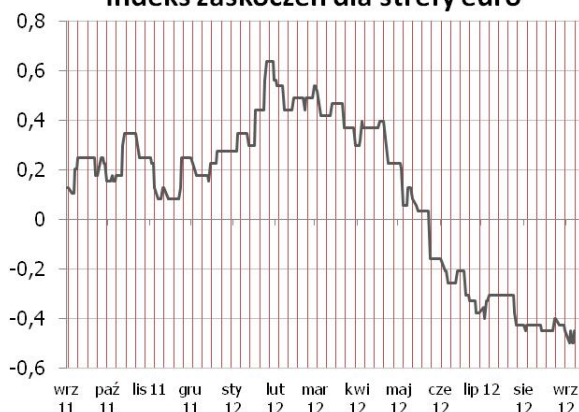
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


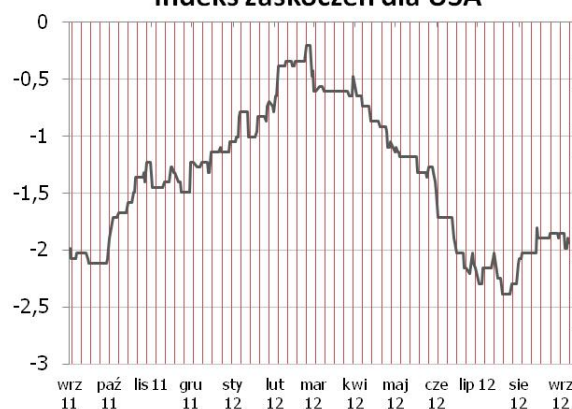
W minionym tygodniu kluczowa była decyzja RPP, która nie wpłynęła na indeks zaskoczeń. W kontekście kolejnej decyzji rady ciekawa będzie czwartkowa publikacja inflacji.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Publikacje finalnych odczytów indeksów PMI zarówno z sektora przemysłowego jak i usługowego obniżyły indeks zaskoczeń, zaś w górę oddziaływały na niego lepsze dane z sektora przemysłowego (strefy euro i Niemiec). Suma sumarum, po minionym tygodniu indeks właściwie nie zmienił poziomu, jednak kluczową informacją ze strefy euro była decyzja EBC o uruchomieniu nowego programu skupu obligacji. Podobnie w nadchodzącym tygodniu istotna będzie decyzja niemieckiego Trybunału odnośnie funduszu ESM.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


Dane z USA także nie wskazały jednoznacznej zmiany na indeksie zaskoczeń - wyższy od konsensusu był indeks ISM dla sektora usług, zaś niższe dane o nowych miejscach pracy (NFP) i wydatki infrastrukturalne. Po odbiciu pod koniec lipca indeks zaskoczeń ustabilizował się, co w kontekście słabych piątkowych danych z rynku pracy i determinacji Fed w stymulowaniu gospodarki (potwierdzonej w Jackson Hole) zwiększa oczekiwania na czwartkową decyzję FOMC.

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.



Amerykański rynek pracy - Już było lepiej i znów jest gorzej

W sierpniu zatrudnienie w gospodarce amerykańskiej wzrosło o 96 tys. co jest wynikiem znacznie słabszym od oczekiwań (130 tys.) i tym bardziej rozczarującym po lepszym odczycie ADP. O około 40 tys. w dół zrewidowano wzrost zatrudnienia odnotowany w poprzednich miesiącach. Trend na NFP wygląda zatem na bliższy 100-130 tys. niż 200 tys.

Poprzedni lepszy lipcowy raport niejako potwierdzał tezę o krytycznym wpływie czynników atmosferycznych w słabszym II kw. i sugerował kontynuację ożywienia na rynku pracy. Raport bieżący wskazuje na permanentną słabość rynku pracy - słabsza główna dana, rewizje w dół historycznych odczytów, niższy od oczekiwań wzrost stawek godzinowych (0%, zamiast 0,2%), niższy przepracowany średni czas, a zatem niższy i fundusz płac. Spadek stopy bezrobocia z 8,3 do 8,1% wynika ponownie ze spadku liczby aktywnych zawodowo. Ożywienie w gospodarce amerykańskiej pozostaje tym samym mało dynamiczne porównując z historycznymi epizodami ożywienia, co z pewnością przełoży się na permanentnie wysoką stopę bezrobocia. Najnowsze dane o rynku pracy niejako łagodzą dylemat Fed czy dalej luzować politykę monetarną istotnie zwiększając prawdopodobieństwo ogłoszenia kolejnej, trzeciej już rundy poluzowania ilościowego na wrześniowym posiedzeniu. Takie działania Fed w połączeniu z pro aktywną polityką ECB w Europie przyczynią się do podtrzymania obecnej fazy tzw. risk on na rynkach finansowych. Samo ożywienie gospodarcze w USA wpływać będzie natomiast na kształt krzywych dochodowości - bardziej strome (na całym świecie) w przypadku stymulacji rozpędzającej się gospodarki amerykańskiej i mniej strome w przypadku ślizgania się jej na krawędzi recesji. Obecnie otoczenie globalne wydaje się wspierać obligacje krajów EM, w tym obligacje polskie.



EURUSD fundamentalnie

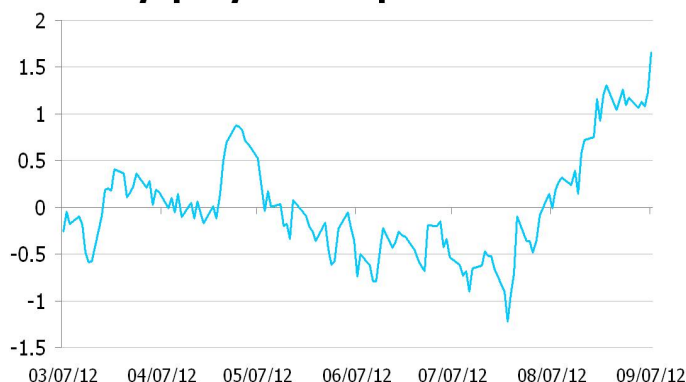
W piątek euro umocniło się wobec dolara zbliżając się do poziomu najwyższego od czterech miesięcy (intraday przebiło poziom 1,28) po gorszych od prognoz danych z rynku pracy USA (więcej czytaj w sekcji analizy) - to dla wielu inwestorów znak, że Fed zdecydowanie się luzować politykę pieniężną. Kontynuacja fazy risk-on odbija się także na giełdach i rynku długu. W nadchodzącym tygodniu kluczowe będą dwie decyzje - śródowna niemieckiego trybunału konstytucyjnego dot. funduszu ESM oraz czwartkowa FOMC. Pierwsza z nich nie wiąże się naszym zdaniem z ryzykiem, natomiast druga nawet jeśli rozczaruje (a oczekiwane są już konkretne decyzje), to retoryka pozostanie gołębia (a tym samym ewentualne umocnienie USD byłoby jedynie krótkookresowe). EUR powinno zatem kontynuować ruch na północ, choć ryzykiem pozostają nierozwiązane sprawy greckie (oczekiwanie na raport Troiki).

EURUSD technicznie

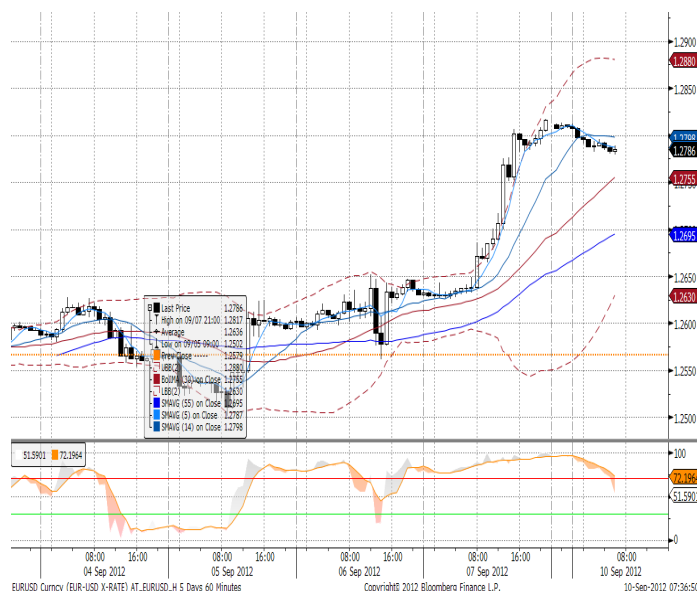
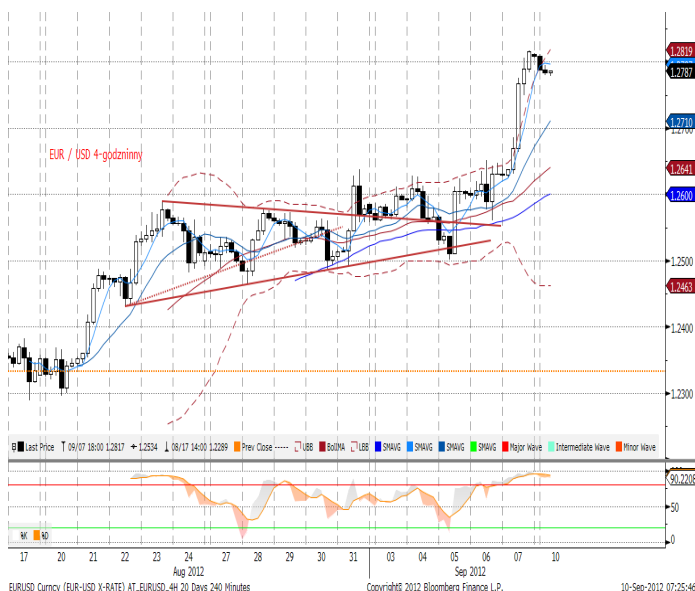
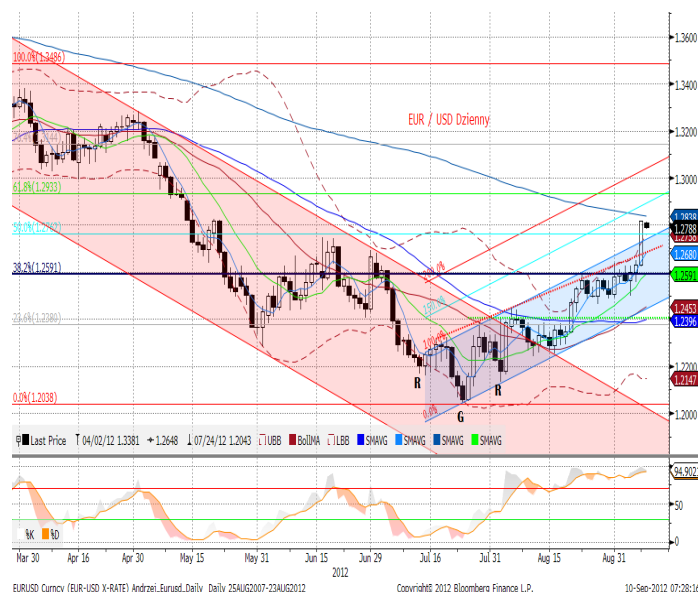
Wybiecie z dotychczasowego kanału aprecjacyjnego euro, strzał stochastyczny i zbliżenie się kursu EURUSD do 200 dniowej średniej. Jednocześnie kurs znacząco powyżej górnego ograniczenia wstęgi Bollingera i stochastics wskazują na wykupienie EURUSD. Przebiecie 200 dniowej średniej powinno otworzyć drogę do 61,8

Wsparcie	Opór
1,2762	1,3000
1,2487	1,2934
1,2460	1,2838

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

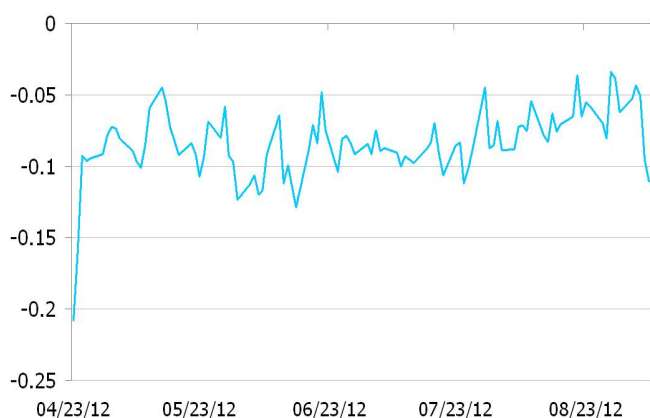
Piątkowa sesja to kontynuacja fazy risk-on - EURPLN spadł poniżej 4,10 poruszając się w ślad za EURUSD. Pozytywny sentyment wsparty słabymi danymi z amerykańskiego rynku pracy, które rozbudzają oczekiwania na kolejną rundę stymulacji ilościowej w USA. W tym tygodniu rynek będzie oczekiwał czwartkowych danych o inflacji, które wydają się być kluczowe dla październikowej decyzji RPP. Wydaje się jednak, że październikowa obniżka jest już wyceniona i komentarze członków RPP (jak dzisiejszy Zielińskiej-Głębockiej o sporym prawdopodobieństwie poluzowania) nie będą wywoływać zmian na rynku FX. Po trzech dniach silnych ruchów aprecjacyjnych możliwa jest jednak korekta - złoty pozostanie pod wpływem globalnych nastrojów.

EURPLN technicznie

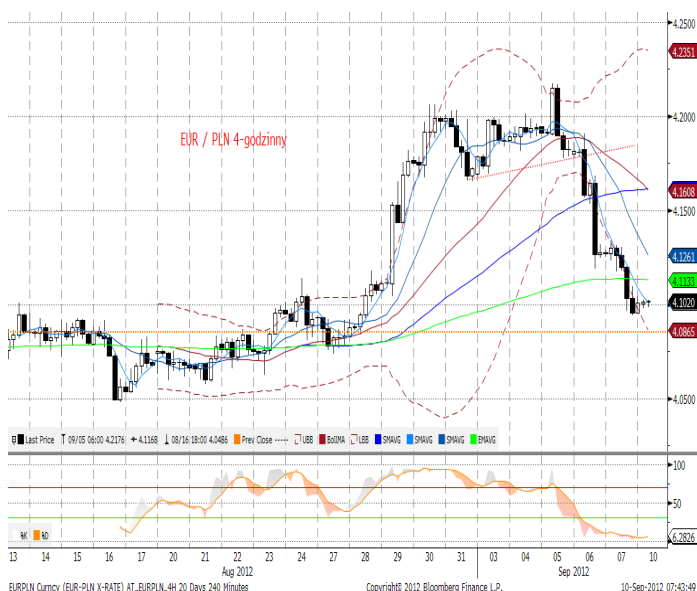
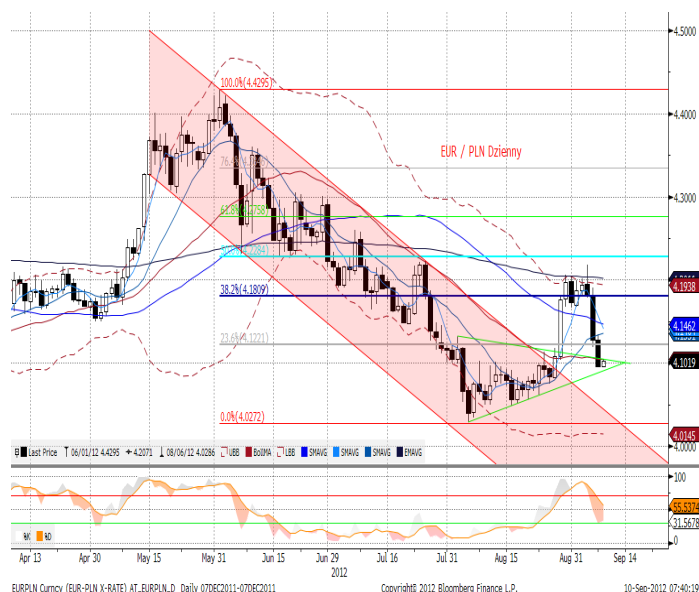
EURPLN przebił MA14 i MA55. Korektę aprecjacyjną zatrzymało dopiero dolne ograniczenie niedawnego trendu deprecyjnego. Kontynuacja tak dynamicznego ruchu aprecjacyjnego złotego może zwiastować test ostatnich minimów (4,0286). Ponieważ bezpośredni zasięg ruchu (400 punktów) został zrealizowany, oczekujemy krótkoterminowej korekty wokół obecnych poziomów. Kierunek wybiecia z konsolidacji wskaże kierunek kolejnych ruchów kursu.

Wsparcie	Opór
4,0902	4,2011
4,0486	4,1404
4,0272	4,1351

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.

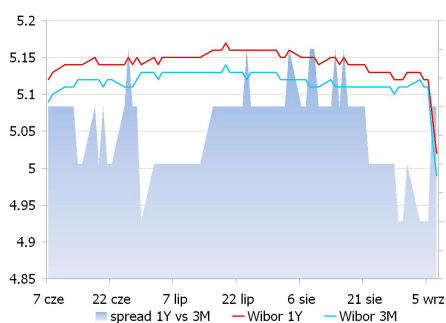




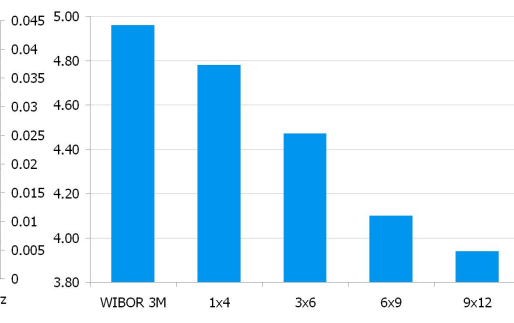
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.39	4.42	ON	4.6	4.9	EUR/PLN	4.1275
2Y	4.2525	4.28	1M	4.7	5.0	USD/PLN	3.2578
3Y	4.2	4.24	3M	4.7	5.0	CHF/PLN	3.4071
4Y	4.2	4.24					
5Y	4.23	4.27					
6Y	4.235	4.29					
7Y	4.27	4.32					
8Y	4.305	4.36					
9Y	4.335	4.39					
10Y	4.38	4.42					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.65	4.71	EUR/USD	1.2806
1x4	4.73	4.78	EUR/JPY	100.15
3x6	4.42	4.47	EUR/PLN	4.0934
6x9	4.05	4.10	USD/PLN	3.1920
9x12	3.89	3.94	CHF/PLN	3.3762

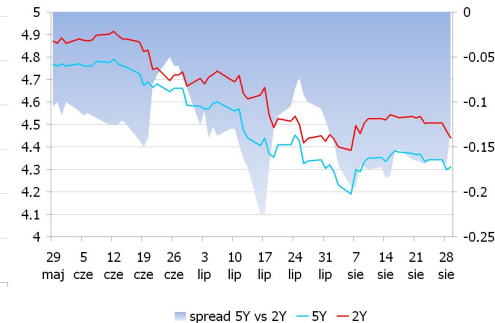
WIBOR 3M i 1Y



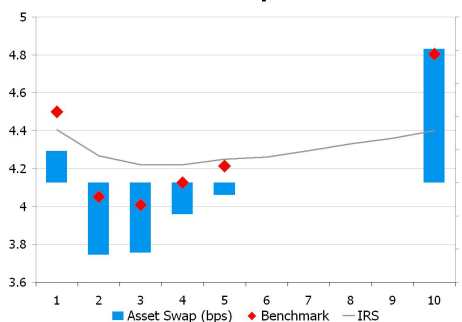
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



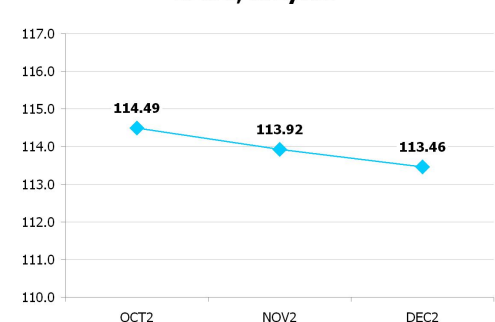
Asset swap i IRS



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.