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 Ziembińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.ziembinska@brebank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@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		
01.07.2013 PONIEDZIAŁEK							
3:00	CHN	PMI w przemyśle oficjalny (pkt)	cze		50.1	50.8	50.1
3:45	CHN	PMI w przemyśle HSBC *final* (pkt)	cze		48.3	48.3	48.2
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt)	cze	48.3	48.2	48.0	49.3
9:50	FRA	PMI w przemyśle *final* (pkt)	cze		48.3	48.3	48.4
9:55	GER	PMI w przemyśle *final* (pkt)	cze		48.7	48.7	48.6
10:00	EUR	PMI w przemyśle *final* (pkt)	cze		48.7	48.7	48.8
11:00	EUR	CPI r/r *wstępny* (%)	cze		1.6	1.4	1.6
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	cze		50.5	49.0	50.9
02.07.2013 WTOREK							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	maj		2.0	1.3 (r)	2.1
03.07.2013 ŚRODA							
3:45	CHN	PMI w usługach HSBC (pkt)	cze			51.2	51.3
9:50	FRA	PMI w usługach *final* (pkt)	cze		46.5	46.5	47.2
9:55	GER	PMI w usługach *final* (pkt)	cze		51.3	51.3	50.4
10:00	EUR	PMI w usługach *final* (pkt)	cze		48.6	48.6	48.3
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	maj		0.1	-0.2 (r)	1.0
	POL	Decyzja RPP (%)	lip	2.50	2.50	2.75	2.50
14:15	USA	Wskaźnik zatrudnienia ADP (tys.)	cze		160	134 (r)	188
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	22.06		345	348 (r)	343
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	cze		54.2	53.7	52.2
04.07.2013 CZWARTEK							
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	lip		0.50	0.50	0.50
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	lip		0.50	0.50	0.50
05.07.2013 PIĄTEK							
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	maj		1.2	-2.3	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	cze		165	175	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	cze		7.5	7.6	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka globalna.** Dziś kluczowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Choć precyzja szacunku najważniejszej z liczb z raportu jest ograniczona, a potencjał do późniejszych rewizji duży, warto dokonać bilansu ryzyk wynikającego z dotychczas opublikowanych danych za czerwiec. Indeksy ISM wskazały po raz pierwszy od 2009 na kontrakcję zatrudnienia w przemyśle, ale również na solidny wzrost zatrudnienia w sektorze usług. Lepsze od konsensusu i od wyniku z poprzedniego miesiąca dane ADP sugerują z kolei przyspieszenie tempa kreacji miejsc pracy w czerwcu. Oczekiwania solidnego raportu z rynku pracy wspiera również stabilna liczba wniosków o zasiłki. Oczywiście, każdej z tych korelacji daleko do pewności, ale wpływają one na oczekiwania rynku - faktyczny konsensus w chwili obecnej może wynosić ok. 185 tys. etatów. W strefie euro warto zwrócić uwagę na dane dotyczące zamówień w niemieckim przemyśle - konsensus rynkowy jest ustawiony dość konserwatywnie (zgodnie z sygnałami z PMI) i sugeruje, że spadki z poprzedniego miesiąca nie będą nawet wyrównane.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Rostowski: Na ogłaszanie przez RPP zakończenia cyklu obniżek stóp procentowych może być za wcześnie. W drugiej połowie roku może się okazać, że dalsze obniżenie stóp byłoby wskazane.
• Bratkowski: Kondycja gospodarki będzie się poprawiała i obecnie RPP powinna się zatrzymać w obniżaniu stóp procentowych. W lipcu byłaby zasadna obniżka o 50 pb, ale nie widziałem możliwości powodzenia takiego wniosku.
• MF: Nowelizacja ustawy o finansach publicznych zakłada, że po wprowadzeniu nowej, stabilizującej reguły wydatkowej, zniesione zostaną sankcje, gdy dług publiczny przekroczy poziom 50 proc. PKB. Nie będzie natomiast zmian zapisów ustawy odnoszących się do progów 55 i 60 proc. PKB.
• Draghi: Europejski Bank Centralny zamierza utrzymywać stopy procentowe w strefie euro na obecnych poziomach lub niższych przez "wydłużony okres czasu". EBC jest technicznie przygotowany do obniżenia stopy depozytowej do negatywnego poziomu. **(więcej w sekcji analizy)**

Decyzja RPP (4.09.2013)	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	1.680	0.002
USAGB 10Y	2.522	0.032
POLGB 10Y	4.088	-0.144

Dotyczy benchmarków Reuters

ECB utrzymuje łagodne nastawienie i inicjuje komunikację przyszłej ścieżki stóp procentowych

Na lipcowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny utrzymał stopy procentowe na dotychczasowym poziomie (depozytowa – 0,00%, operacji refinansowania – 0,50%) – decyzja ta była zgodna z oczekiwaniami. Zrealizowały się również oczekiwania łagodnego wydźwięku komunikatu i późniejszej konferencji prezesa Draghiego. Podobnie, jak w poprzednim miesiącu, ocena stanu gospodarki strefy euro była bardzo ostrożna.

Nie oznacza to oczywiście, że polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego nie uległa zmianie. Wręcz przeciwnie, EBC po raz pierwszy w sposób jawny zobowiązał się do utrzymywania stóp procentowych na niskim poziomie przez dłuższy czas (podobnie, jak w przypadku Fed, osławione *forward guidance*). W przeciwieństwie do analogicznego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, przyjętego jesienią zeszłego roku, nie zadeklarowano ani konkretnych zmiennych makroekonomicznych, których obserwacja będzie podstawą do ewentualnego zacieśnienia, ani progowych wartości dla tychże. Takie rozwiązanie, choć uniezależnia bank od procesów pozostających całkowicie poza jego kontrolą (vide możliwość osiągnięcia docelowego poziomu stopy bezrobocia tylko z powodu odpływu zniechęconych z rynku pracy), w praktyce osłabia jego przesłanie.

Decyzja o przyjęciu *forward guidance*, choć w dość mglistej formie, stanowi pewne novum w polityce EBB – dotychczas Draghi (i jego poprzednicy) opowiadali się zdecydowanie przeciw podejmowaniu tego rodzaju zobowiązań, ograniczając się do deklaracji o łagodnym nastawieniu polityki pieniężnej "tak długo, jak to konieczne". Co więcej, decyzja o przyjęciu tak sformułowanego *forward guidance* była jednogłośna, co stoi w pewnej sprzeczności z płynącymi z jastrzębiego skrzydła EBC (por. wypowiedzi prezesa Bundesbanku) sygnałami o niebezpieczeństwach utrzymywania zbyt niskich stóp procentowych. Dlaczego więc Rada Gubernatorów EBC zdecydowała się na taki krok? Zdaniem Draghiego, jest to odpowiedź na wzrost zmienności na rynkach finansowych i de facto zacieśnienie monetarne zainicjowane w maju przez dyskusję na temat ograniczania QE3 przez Fed. Oczekiwania dalszych cięć stóp procentowych zostały po raz kolejny podtrzymane (jak ujął to Draghi, 0,5% nie jest dolnym ograniczeniem), a idea ujemnej stopy depozytowej była poddana dyskusji, choć odrzucona na tym etapie.

Rynki na modyfikację polityki pieniężnej zareagowały w znany sposób: wzrostem indeksów giełdowych, osłabieniem euro w stosunku do koszyka walut (za wyjątkiem funta brytyjskiego – *forward guidance* BoE okazał się być bardziej wyrazisty...), spadkami rentowności obligacji i kompresją ich spreadów. Zasadne są jednak pytania o skuteczność *forward guidance* w wykonaniu EBC, zarówno w kontekście wyceny aktywów i rynkowych stóp procentowych, jak i w odniesieniu do oddziaływania na realną gospodarkę. Po pierwsze, gros problemów strefy euro nie jest rozwiązywalny za pomocą samej tylko polityki pieniężnej. Po drugie, wydaje się, że skuteczność kształtowania przyszłej ścieżki stóp procentowych zależy od wiarygodności EBC i od poparcia słów czynami. O ile co do pierwszego z tych warunków nie można od czasu OMT mieć wątpliwości, o tyle pytania o niekonwencjonalne działania (np. skup aktywów) pozostają aktualne. Wreszcie, różnica między obietnicą utrzymania łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej tak długo, jak to konieczne, a obietnicą utrzymania stóp procentowych na obecnym lub niższym poziomie przez dłuższy czas może nie być znacząca. Powiedziawszy to wszystko, warto jednak powtórzyć najważniejsze przesłanie z wczorajszej konferencji: wyjście z bieżącego reżimu polityki pieniężnej jest bardzo odległe (Draghi: *exit is very distant*).

Na koniec kilka implikacji dla polskiej polityki pieniężnej i stóp rynkowych. Ciągle stoimy na stanowisku, że czynniki globalne, bądź europejskie maja większe znaczenie dla polskich stóp rynkowych (szczególnie dłuższych) niż czynniki krajowe (OFE, polityka RPP, polityka fiskalna). Stanowisko ECB może sprzyjać wzrostowi cen polskich obligacji i to pomimo stanowisku RPP o zakończeniu cyklu. Wprowadzenie *forward guidance* przez Fed i EBC naszym zdaniem zwiększa szansę, że również i polska RPP, która zamknęła sobie (po raz kolejny wprawdzie) drogę do luzowania może po takie narzędzie sięgnąć. Na razie to tylko hipoteza, należy jednak wsłuchiwać się w głos szefa NBP.

EURUSD fundamentalnie

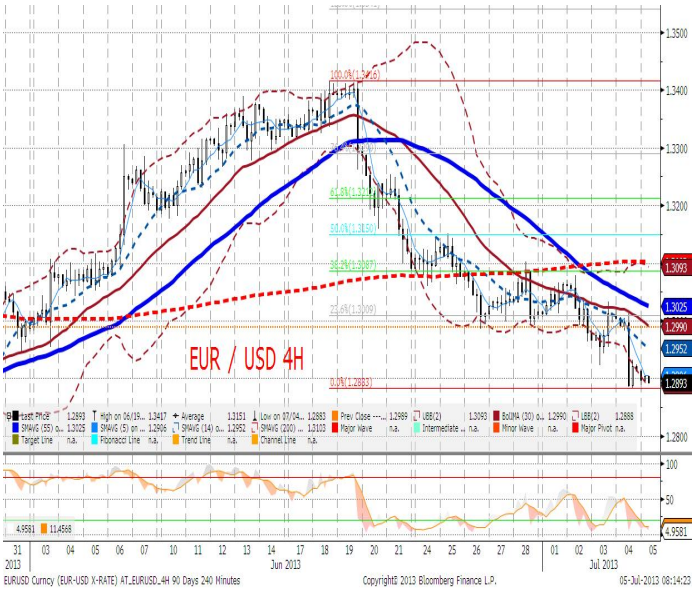
EURUSD niżej, tym razem nie tylko z powodu umocnienia dolara, ale również z powodu osłabienia euro. Euro osłabiło się w stosunku do prawie całego koszyka walut, za wyjątkiem funta brytyjskiego (efekt częściowej zmiany polityki BoE), a przyczyną jest zaskakująca (wcześniej takie kroki były explicite wykluczone przez prezesa Draghiego) decyzja EBC o modyfikacji polityki monetarnej. Wprowadzenie *forward guidance* nie tylko ma za zadanie przesunąć w dół oczekiwaną ścieżkę stóp procentowych w strefie euro, ale również utrzymać ją na niskim poziomie nawet w sytuacji, gdyby w Stanach Zjednoczonych kontynuowane było zacieśnienie monetarne. Per saldo, taka polityka jest negatywna dla euro, a pozytywna dla dolara. Dziś do gry powracają inwestorzy ze Stanów Zjednoczonych, zobaczymy więc na rynku walutowym nie tylko dalsze opóźnione efekty EBC, ale przede wszystkim reakcję na dane z rynku pracy. Ta jednak może być asymetryczna (gorszy od oczekiwań raport nie neguje całej dotychczasowej historii poprawy sytuacji na rynku pracy). Odnotujmy na koniec, że faktyczny konsensus ustawiono dość wysoko.

EURUSD technicznie

Niespodzianka po stronie fundamentalnej przyniosła wyłamanie z konsolidacji, zanim ta miała szansę zaistnieć. Efekt? Kolejna czarna świeca na dziennym, złamanie poprzednich minimów i ostateczne przełamanie tygodniowego MA55. Perspektywa spadkowa, na drodze do 1,2797 (ostatnie minima) nie ma już żadnych istotnych wsparć, a jego złamanie otworzy drogę do 1,2727 (FIBO na tygodniowym). Zajęcie pozycji short kusi nas, ale nauczeni doświadczeniem nie chcemy wkładać palców do maszynki do mięsa (czynniki fundamentalne znów mogą dziś namieszać). Dzisiaj neutralnie.

Wsparcie	Opór
1,2800	1,3068/76
1,2797	1,3000
1,2727	1,2973

* 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.



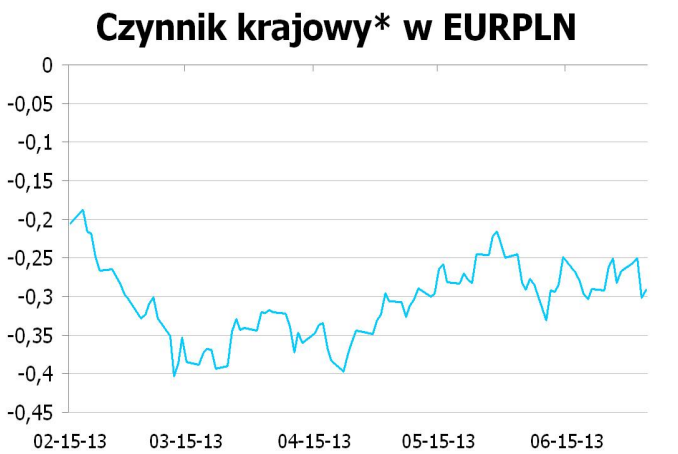
EURPLN fundamentalnie

Złoty mocniejszy, tym razem zadecydowały czynniki zewnętrzne w postaci konferencji EBC i zobowiązania do utrzymywania stóp procentowych na niskim poziomie przez dłuższy czas. Efektem osłabienie euro w niemal wszystkich istotnych parach walutowych, w tym również w stosunku do walut naszego regionu. W dłuższym okresie ta zmiana polityki może być korzystna zarówno dla złotego, jak i do aktywów w nim denominowanych (dług), dziś jednak kurs złotego zdeterminowany będzie powrotem amerykańskich inwestorów i reakcją na dane z amerykańskiego rynku pracy. Zmienność może być duża.

EURPLN technicznie

EURPLN dotarł w dniu wczorajszym do strefy silnych wsparć - na dziennym odbił się od FIBO 38,2% liczonego od maksimów tego miesiąca, na 4H dotarł do MA200 i dolnej granicy kanału spadkowego, nie przełamując ich jednak w sposób trwały. Choć oscylator na dziennym dopiero nabiera rozpędu, 4H jest już mocno wyprzedany. Wydaje się, że jest to dobry moment na zajęcie pozycji long (wchodzimy po 4,2760, cel 4,30 lub wyżej, S/L 4,2668).

Wsparcie	Opór
4,2668	4,3240
4,2653	4,3061
4,2331	4,2865



* 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
1Y	2.71	2.75
2Y	3.025	3.08
3Y	3.25	3.30
4Y	3.4	3.45
5Y	3.515	3.57
6Y	3.61	3.67
7Y	3.68	3.74
8Y	3.74	3.80
9Y	3.79	3.85
10Y	3.825	3.88

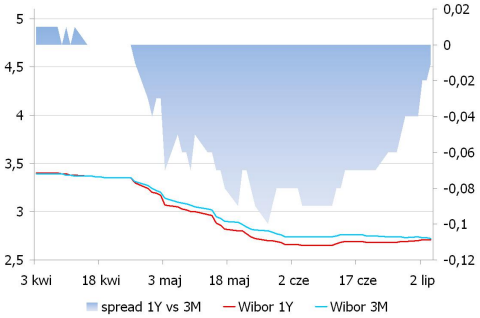
depo	BID	ASK
ON	2.2	2.7
1M	2.4	2.6
3M	2.5	2.7

FRA	BID	ASK
1x2	2.63	2.68
1x4	2.64	2.69
3x6	2.63	2.68
6x9	2.68	2.73
9x12	2.80	2.85

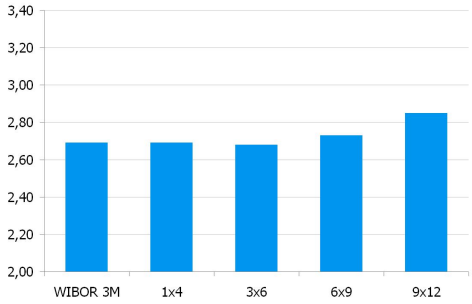
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3213
USD/PLN	3.3246
CHF/PLN	3.5048

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2912
EUR/JPY	129.14
EUR/PLN	4.2725
USD/PLN	3.3072
CHF/PLN	3.4578

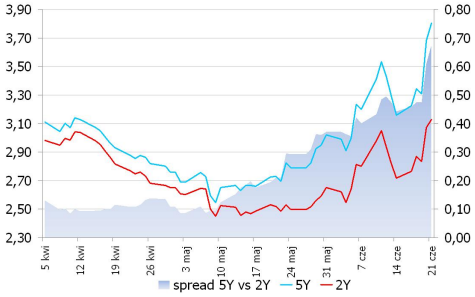
WIBOR 3M i 1Y



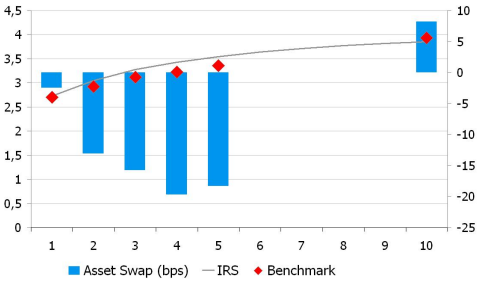
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y

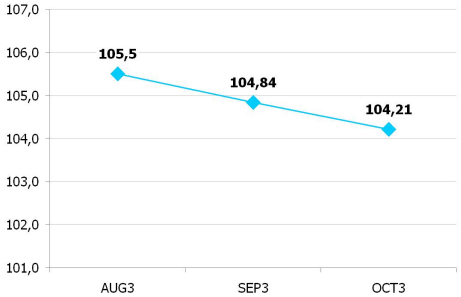


Asset swap i IRS



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 INTRUMENTÓW 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, KOOPERANTÓW, 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.