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

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		
29.07.2013 PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Podpisane umowy na sprzedaż domów m/m (%)	cze		-1.2	5.8 (r)	-0.4
30.07.2013 WTOREK							
1:30	JPN	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		-1.5	1.9	-3.3
8:00	GER	Wsk. koniunktury kons. GfK (pkt)	sie		6.9	6.8	7.0
9:00	SPA	PKB kw/kw *wstępny* (%)	Q2		-0.1	-0.5	-0.1
11:00	EUR	Wskaźnik ESI (pkt)	lip		92.6	91.3	92.5
14:00	GER	CPI r/r *wstępny* (%)	lip		1.7	1.8	1.9
15:00	USA	Indeks CaseShiller r/r (%)	maj		12.4	12.1 (r)	12.2
16:00	USA	Wsk. koniunktury kons. CB (pkt)	lip		81.0	82.1 (r)	80.3
31.07.2013 ŚRODA							
8:00	GER	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	cze		0.2	0.7 (r)	-1.5
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	lip		6.8	6.8	6.8
11:00	EUR	CPI r/r *wstępny* (%)	lip		1.6	1.6	1.6
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	lip	0.2	0.3	0.4	0.4
14:15	USA	Wskaźnik zatrudnienia ADP (tys.)	lip		180	198 (r)	200
14:30	USA	PKB kw/kw *wstępny* (%)	Q2		1.0	1.1 (r)	1.7
14:30	USA	Rewizje rachunków narodowych					
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	lip		54.0	51.6	52.3
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	lip		0.25	0.25	0.3
01.08.2013 CZWARTEK							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt)	lip	49.8	50.1	49.3	51.1
9:50	FRA	PMI w przemyśle *final* (pkt)	lip		49.8	49.8	49.7
9:55	GER	PMI w przemyśle *final* (pkt)	lip		50.3	50.3	50.7
10:00	EUR	PMI w przemyśle *final* (pkt)	lip		50.1	50.1	50.3
13:00	CZE	Decyzja Banku Czech (%)	sie		0.05	0.05	0.05
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	sie		0.50	0.50	0.50
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	27.07		345	343	326
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	lip		52.0	50.9	55.4
02.08.2013 PIĄTEK							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	lip		184	195	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lip		7.5	7.6	
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	cze		0.5	0.3	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	cze		0.4	0.5	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE r/r (%)	cze		1.1	1.1	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	cze		1.4	2.1	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś kluczowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Wydaje się, że rynek pracy USA osiągnął pewną krótkookresową równowagę, stąd też oczekiwania stabilnej poprawy, choć odbywającej się w niezadowalającym tempie, nie są przesadzone. Potwierdza to zarówno stabilna liczba nowych bezrobotnych (ostatni odczyt przyniósł najniższą od 2007 roku wartość tego wskaźnika), jak i wysoki (i lepszy od oczekiwań) odczyt ADP. Momentum danych z USA jest dobre i prawo serii sugerowałoby kolejną pozytywną niespodziankę (czyli powyżej 200 tys. nowych etatów). Dziś również zostaną opublikowane dane na temat dochodów i wydatków konsumentów w czerwcu - wstępny odczyt PKB za II kwartał potwierdza relatywnie stabilny wzrost konsumpcji.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Jan Winiecki: Inflacja CPI powróci do poziomu 1,5 proc. wcześniej niż w 2015 roku. Powrót do historycznych poziomów stóp procentowych jest możliwy dopiero wtedy, gdy pojawi się związek między niskim poziomem stóp a dynamiką kredytów, co może nastąpić za dwa-trzy kwartały.
• Wskaźnik PMI dla Polski w lipcu 2013 roku wzrósł do 51,1 pkt. z 49,3 pkt. w czerwcu. (**więcej w sekcji analizy**)
• Prezes Europejskiego Banku Centralnego Mario Draghi powtórzył w czwartek, że EBC zamierza utrzymywać stopy procentowe w strefie euro na obecnych poziomach lub niższych przez "wydłużony okres czasu". (**więcej w sekcji analizy**).
• Wskaźnik aktywności w przemyśle amerykańskim wzrósł w lipcu do 55,4 pkt. z 50,9 pkt. w poprzednim miesiącu - podał Instytut Zarządzania Podażą (ISM). (**więcej w sekcji analizy**)

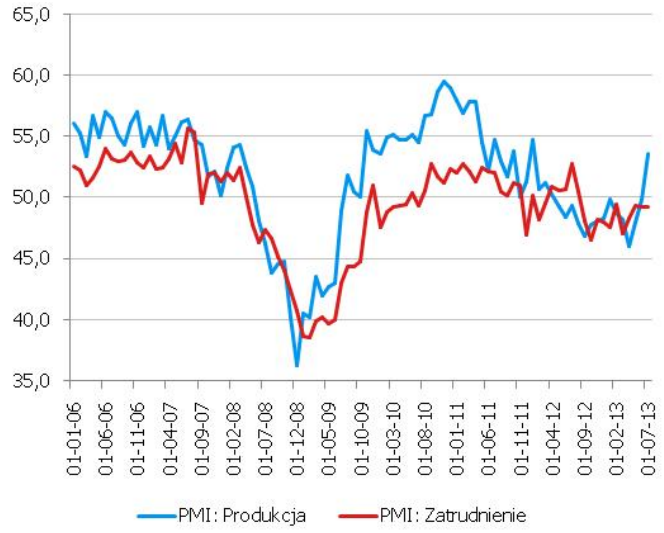
Decyzja RPP (4.09.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	**stopy bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.625	-0.002
USAGB 10Y	2.716	0.004
POLGB 10Y	4.026	0.043

Dotyczy benchmarków Reuters

Lipcowy odczyt PMI potwierdza nadejście ożywienia

Wskaźnik PMI w polskim przemyśle wzrósł w lipcu z 49,3 do 51,1 – znacznie powyżej oczekiwań (50,1) i naszej prognozy (49,8). Tym samym, indeks po raz pierwszy od marca 2012 roku przekroczył granicę 50 pkt. Jest to również największy przyrost PMI od stycznia 2012 r. – w powiązaniu z danymi z maja i czerwca tworzy on satysfakcjonująco stromą ścieżkę poprawy koniunktury w Polsce.



Podobnie, jak w poprzednim miesiącu, struktura wskaźnika stanowi powód do optymizmu. W lipcu zanotowano pierwszy od kwietnia 2012 roku wzrost wielkości produkcji, a skok z 49,9 do 53,6 to jego największy przyrost od listopada 2009 roku (sic!). Subindeks nowych zamówień znalazł się na poziomie najwyższym od sierpnia 2011 roku – co więcej, tym razem już w sposób zdecydowany do rosnących zamówień eksportowych dołączyły zamówienia z rynku krajowego. Stanowi to potwierdzenie naszego bazowego scenariusza, w którym to raczej popyt wewnętrzny będzie stanowić motor ożywienia gospodarczego, nawet jeżeli pierwsze pozytywne impulsy pochodzą z zagranicy. Z drugiej strony, utrzymanie (niewielkiego co prawda) tempa spadku zatrudnienia jest negatywną informacją, należy jednak pamiętać, że wskaźnik PMI zatrudnienie ma historycznie rzecz biorąc opóźniony charakter względem nowych zamówień lub produkcji. Stąd obserwowane obecnie przyspieszenie koniunktury powinno w horyzoncie kilku miesięcy przełożyć się najpierw na większą skłonność przedsiębiorców do zwiększania zatrudniania (subindeks powyżej 50 pkt), a następnie na faktyczną kreację miejsc pracy w tempie pozwalającym na osiągnięcie dodatniej dynamiki zatrudnienia r/r (koniec roku).

Reasumując, dane stanowią potwierdzenie pozytywnych tendencji w polskiej gospodarce i wsparcie dla scenariusza ożywienia gospodarczego w II połowie roku. Scenariusza, który – dodajmy – realizuje się na naszych oczach. Publikowane w tym miesiącu dane makroekonomiczne za lipiec (duży wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, skokowy wzrost inflacji) powinny wzmocnić apetyty obserwatorów i w dalszym ciągu przesuwać nastawienie rynku w kierunku oczekiwań na zacieśnienie monetarne w 2014 roku.

ECB – bez rewelacji, furtka do luzowania otwarta pro forma

Na wczorajszym posiedzeniu ECB obyło się bez rewelacji – zgodnie zresztą z naszymi przewidywaniami. Treść komunikatu została praktycznie bez zmian (ryzyka w dół dla inflacji i wzrostu gospodarczego). Nowość to stwierdzenie faktu, że aktywność gospodarcza poprawia się z niskich poziomów, jednak obserwowane ożywienie określane jest jako „niepewne". Draghi podczas konferencji robił wszystko, aby podkreślić akomodacyjność europejskiej polityki pieniężnej (wyraźne odniesienia do udrożnienia kanałów transmisji monetarnej) oraz utrwalić forward guidance (zależność od inflacji, aktywności gospodarczej oraz od agregatów monetarnych – formalnie bez ilościowych progów). Posunął się nawet do stwierdzenia, że inwestorzy oczekujący szybkiego wzrostu stawek na rynku międzybankowym mylą się. Konferencję i komunikat można z powodzeniem określić mianem gołębich.

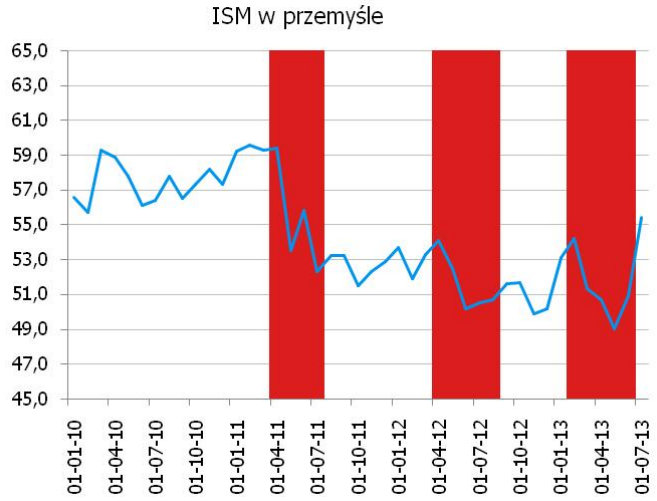
Reakcja rynkowa może się wydawać na pierwszy rzut oka nieco schizofreniczna (spadki cen obligacji, spadki EURUSD). Pierwszy element związany jest prawdopodobnie z faktem, że oczekiwania na łagodne działania ECB były nadmiernie wygórowane. Oliwy do ognia dolała też publikacja lepszych amerykańskich danych – podtrzymało to jednak tylko momentum, które wygenerowało się już nieco wcześniej właśnie na konferencji ECB. Z kolei spadki na EURUSD to naszym zdaniem głównie efekt umocnienia USD z uwagi na dużo lepsze dane (ISM).

Decyzja o ewentualnej dalszej obniżce stóp procentowych będzie zależała przede wszystkim od koniunktury (polityczna i społeczna wrażliwość tego filara polityki ECB), zaś niska inflacja pozwoli utrzymać stopy procentowe na niskim poziomie przez dłuższy okres niż w USA. Uważamy, że ECB został ubrany w cudze buty i zmuszony do wprowadzenia forward guidance (wszystko przez oczekiwania na normalizację stóp procentowych wywołane w czerwcu przez Fed). Nie wydaje nam się, żeby Draghi udzielił odpowiedzi na pytanie, czym się różni forward guidance od projekcji ECB. Gdyby funkcja reakcji ECB była jasna i sztywna, te dwa pojęcia powinny być naszym zdaniem zbliżone znaczeniowo. Ich konwergencji – właśnie poprzez wyklarowanie funkcji reakcji – będzie służyła publikacja „Minutes" która ma szansę ruszyć od jesieni. Stąd też sądzimy, że specyfika działania tego banku (duże znaczenie projekcji inflacyjnych) sprawi, że tego typu forma komunikacji nie będzie się ex post różnić od opierania decyzji na projekcjach inflacyjnych – dopóki prognozowana za rok inflacja będzie poniżej 2%, dopóty stopy procentowe będą mogły być utrzymywane na rekordowo niskim poziomie. Uważamy, że jest to scenariusz już zdyskontowany przez rynki finansowe, a więc widzimy jednokierunkową przestrzeń do normalizacji stóp także w strefie euro w rytm publikacji (naszym zdaniem coraz lepszych) publikacji makro.

ISM najwyżej od czerwca 2011

Wskaźnik ISM w przemyśle wzrósł w lipcu do z 50,9 do 55,4, znacznie powyżej oczekiwań rynku i powyżej najbardziej prawdopodobnego zakresu sugerowanego przez wskazania regionalnych badań koniunktury (ok. 52). Jest to najwyższa wartość ISM od czerwca 2011.

Wzrost napędzany był przez dynamiczny przyrost kluczowych subindeksów: produkcja wzrosła z 53,4 do 65,0 (najwyżej od 2004), nowe zamówienia z 51,9 do 58,3 (najwyżej od 2011), a zatrudnienie z 48,7 do 54,4 (najwyżej od roku). W przypadku zamówień warto odnotować, że w lipcu dodatkowy popyt na wyroby amerykańskich wytwórców pochodził z rynku wewnętrznego – wskaźnik nowych zamówień eksportowych wręcz nieznacznie spadł. Potwierdzają to rozbicie sektorowe i anegdotyczne dane – relatywnie najlepsze nastroje panują w sekcjach związanych z budownictwem (produkcja mebli!) i dobrami konsumenckimi, podczas gdy popyt na dobra maszyny i dobra inwestycyjne w opinii respondentów podąża płaską ścieżką (business remains flat). Słaby popyt z Chin i Europy również był cytowany jako czynnik ograniczający aktywność. Co ciekawe, tak duży wzrost produkcji nie przełożył się na istotny spadek czasu dostaw. Wreszcie, wbrew oczekiwaniom respondenci wskazywali na spadek cen produktów.



Lipcowy odczyt ISM sugeruje, że tegoroczny soft patch w gospodarce amerykańskiej dobiegł końca. W ostatnich latach wiosenne i wiosenno-letnie (por. wykres) spowolnienia, przeplatające się z okresami relatywnego przyspieszenia aktywności, stanowią stały element ekonomicznego krajobrazu Stanów Zjednoczonych. Choć w przypadku tak zwanych „dużych" wzrostów indeksu ISM nie można wysnuć aż tak precyzyjnych wniosków w zakresie zachowania tego indeksu w okresie następnych 12 miesięcy jak w przypadku „dużych" spadków, jest to największy wzrost indeksu ISM od 1996 roku, a optymizm w rozpędzającej się gospodarce może zdziałać cuda. Podtrzymujemy, że nadchodzące dane wymuszą normalizację polityki pieniężnej Fed przed końcem roku. Jeśli tempo poprawy aktywności się utrzyma zmniejszenie QE nastąpi już we wrześniu.

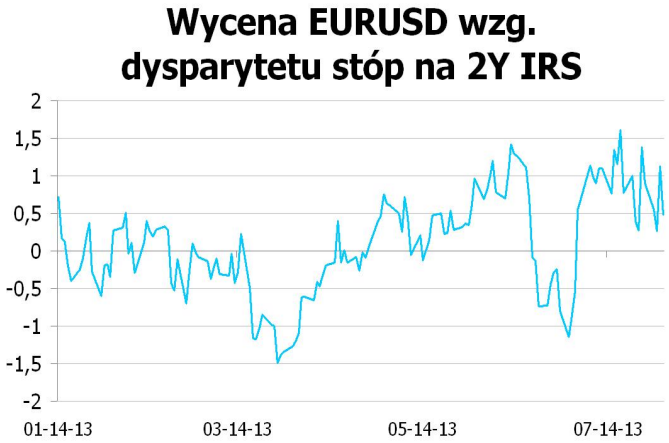
EURUSD fundamentalnie

Wspólna europejska waluta osłabiła się w dniu wczorajszym w stosunku do dolara, choć ruch był - trzeba przyznać - dość ślamazarny. Gołębia retoryka EBC okazała się być w ostatecznym rozrachunku raczej motorem dla umocnienia euro, co sugeruje, że oczekiwania przynajmniej części obserwatorów i inwestorów były dużo bardziej wygórowane. Wydaje się, że w obecnym kursie wyceniony jest już zarówno forward guidance ECB w obecnym kształcie, jak i brak podwyżek stóp przez długi okres. Stąd kluczowe dla tej pary walutowej są wydarzenia po drugiej stronie oceanu, a dość wyraźna reakcja na lepszy od oczekiwań ISM tylko to potwierdza. Dzisiejsze dane z amerykańskiego rynku pracy powinny być - jeżeli tylko nie będzie negatywnej niespodzianki - katalizatorem dalszego umocnienia dolara.

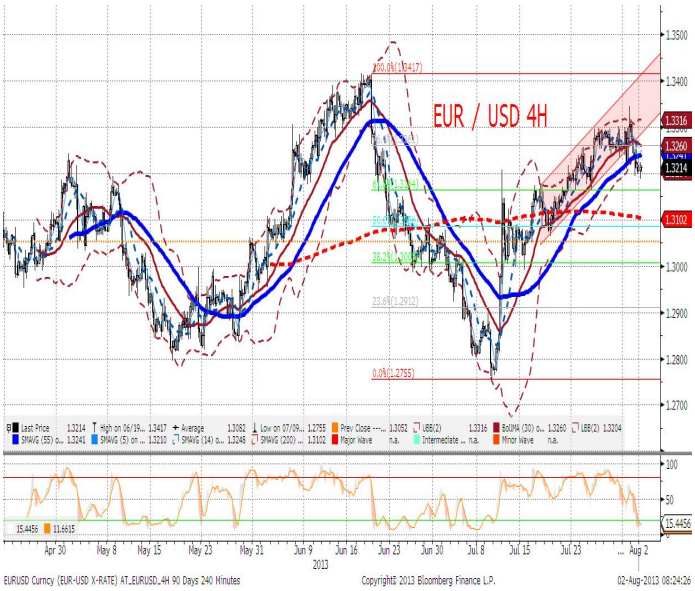
EURUSD technicznie

Pozycja short na EURUSD (wejście 1,3273, S/L 1,3360) jest solidnie już in-the-money. Sytuacja techniczna dodatkowo się wyklarowała. Na wykresie 4h złamana została średnia MA55 (najbliższy cel to Fibo na 1,3164), zaś na dziennym złamane zostało Fibo 1,3328 (już miało okazję zadziałać jako skuteczny opór - momentum rynku jest klarowne). Cel z dziennego to 1,3114 (węzeł Fibo, MA200+MA55). Oscylator na dziennym zawrócił w dół. Tym na wykresie 4h raczej byśmy się nie przejmowali - pikuje w dół w strefie wyprzedania, co sugeruje że prawdopodobieństwo silnego ruchu w dół na razie wzrosło, a nie zmalało (strzał stochastyczny).

Wsparcie	Opór
1,3164	1,3391
1,3114	1,3361
1,2973	1,3228/40



* 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.



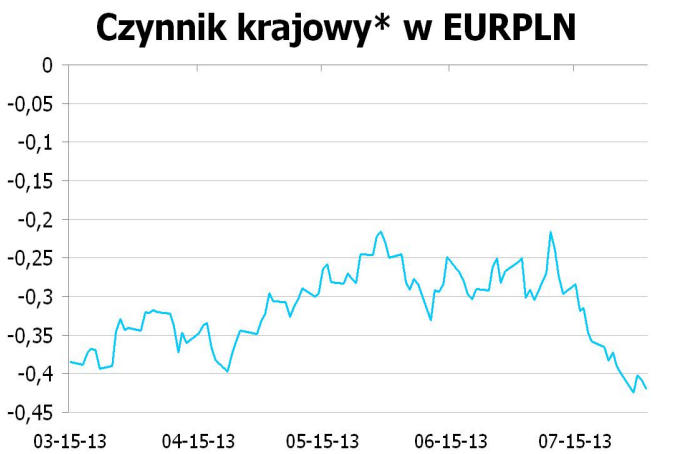
EURPLN fundamentalnie

Złoty słabszy, choć nie bez wahań. Umocnienie w pierwszej połowie dnia do 4,23 było zainicjowane przez czynniki stricte krajowe - dużo lepszy od oczekiwań odczyt PMI (więcej w sekcji analizy), potwierdzający nadzieję na ożywienie w II połowie roku. Duch aprecjacyjny zakończyła najpierw konferencja ECB, a następnie bardzo dobry odczyt amerykańskiego ISM. Potwierdza to nasz scenariusz bazowy, w którym złoty będzie osłabiać się w rytm dobrych danych globalnych (przez kanał oczekiwań na zmniejszenie luzowania monetarnego w Stanach Zjednoczonych), a umacniać dopiero wówczas, gdy poprawią się krajowe fundamenty, a polskie ożywienie gospodarcze zapuści korzenie również w umysłach inwestorów. Osłabienie złotego powinno być dzisiaj kontynuowane, zwłaszcza jeśli dane z USA zaskoczą pozytywnie (a jest na to szansa).

EURPLN technicznie

Bez zmian w stosunku do wczorajszego komentarza z tą różnicą, że EURPLN wybił się z kanału (brak sygnału odwrócenia na oscylatorze) i dotarł do Fibo (4,2653) na dziennym. Jesteśmy nadal zainteresowani pozycją long powyżej tego Fibo (4,2651, S/L 4,25), której nie zajęliśmy wczoraj (makisma rynkowe w grubo niepłynnym rynku, grubo po 16). Pozycja short kusi, ale sugerujemy grę z trendem, gdyż - powtórzmy z poprzedniego komentarza (ze zmianami): Podwójne dno (odbicie od MA200), odwracanie się oscylatora oraz dwie (już trzy) solidne białe świecie to powody na wykresie dziennym, dla których nadal warto być zainteresowanym pozycją long EURPLN. Czekamy na momentum. Koniecznie! Kupowanie poniżej wskazanego poziomu może skutkować bolesnym S/L.

Wsparcie	Opór
4,2403	4,2850
4,2330	4,2796
4,2270	4,2653



* 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	2.72	2.75
2Y	3.015	3.07
3Y	3.2551	3.31
4Y	3.425	3.48
5Y	3.555	3.61
6Y	3.655	3.72
7Y	3.745	3.81
8Y	3.82	3.88
9Y	3.885	3.95
10Y	3.945	4.00

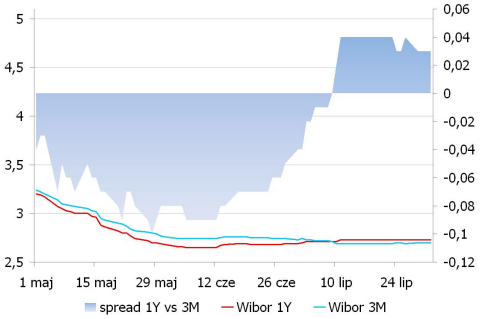
depo	BID	ASK
ON	2.3	2.6
1M	2.3	2.5
3M	2.4	2.6

FRA	BID	ASK
1x2	2.60	2.65
1x4	2.63	2.68
3x6	2.64	2.69
6x9	2.67	2.72
9x12	2.77	2.82

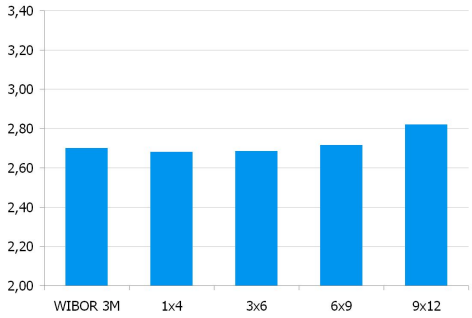
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2339
USD/PLN	3.1961
CHF/PLN	3.4372

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3205
EUR/JPY	131.46
EUR/PLN	4.2610
USD/PLN	3.2268
CHF/PLN	3.4428

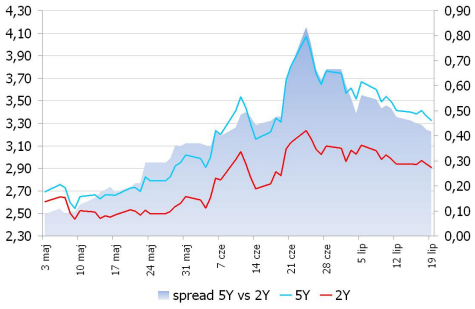
WIBOR 3M i 1Y



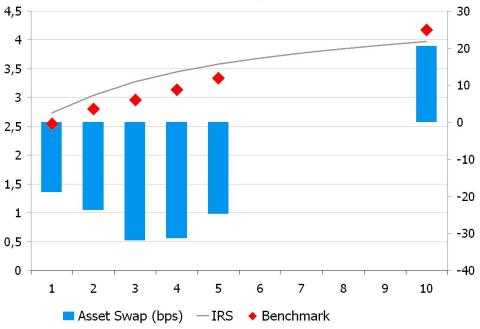
WIBOR 3M i stawki FRA



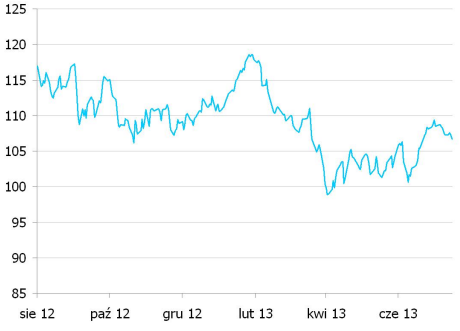
IRS 5Y i 2Y



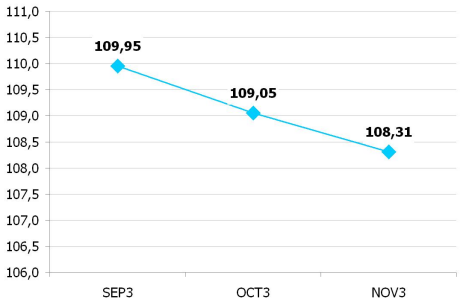
Asset swap i IRS



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.