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

Marek Ignaszak
analityk
tel. +48 22 829 02 56
marek.ignaszak@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		
02.09.2013 PONIEDZIAŁEK							
9:00	POL	PMI w przemyśle *finalny* (pkt.)	sie	52.0	51.7	51.1	
9:50	FRA	PMI w przemyśle *finalny* (pkt.)	sie		49.7	49.7	
9:55	GER	PMI w przemyśle *finalny* (pkt.)	sie		52.0	52.0	
10:00	EUR	PMI w przemyśle *finalny* (pkt.)	sie		51.3	51.3	
03.09.2013 WTOREK							
16:00	USA	Indeks ISM w przemyśle (pkt.)	sie		54.0	55.4	
04.09.2013 ŚRODA							
9:50	FRA	PMI w usługach *finalny* (pkt.)	sie		47.7	47.7	
9:55	GER	PMI w usługach *finalny* (pkt.)	sie		52.4	52.4	
10:00	EUR	PMI w usługach *finalny* (pkt.)	sie		51.0	51.0	
11:00	EUR	PKB kw/kw SA *finalny* (%)	2Q		0.3	0.3	
14:30	USA	Bilans handlowy ($ mld)	lip		-38.7	-34.2	
	POL	Decyzja RPP w sprawie stóp proc. (%)		2.50	2.50	2.50	
05.09.2013 CZWARTEK							
12:00	GER	Zamówienia przemysłowe m/m (%)	lip		-0.8	3.6	
13:45	EUR	Decyzja ECB w sprawie stóp proc. (%)			0.50	0.50	
14:15	USA	Raport ADP (tys.)	sie		180	200	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	30.08				
16:00	USA	Zamówienia przemysłowe m/m (%)	lip		-3.5	1.5	
16:00	USA	Indeks ISM dla usług (pkt.)	sie		55.0	56.0	
06.09.2013 PIĄTEK							
8:00	GER	Eksport m/m (%)	lip		0.9	0.6	
12:00	GER	Prod. przemysłowa m/m (%)	lip		-0.5	2.4	
14:30	USA	Non–farm payrolls m/m (tys.)	sie		165	161	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	sie		7.4	7.4	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Pierwszy tydzień miesiąca jak zawsze pod znakiem odczytów PMI. Spodziewamy się lekkiego wzrostu indeksów w ślad za swoimi zagranicznymi odpowiednikami. W środę poznamy decyzję RPP w sprawie stóp procentowych. Ostatnie wypowiedzi prezesa Belki przypominające forward guidance oznaczają, że taka forma komunikacji z rynkiem pojawi się w oficjalnym komunikacie po posiedzeniu. Nie należy spodziewać się spektakularnych zmian, gdyż każdy radykalny ruch może naruszyć obecny, delikatny konsensus. Niemniej jednak posiedzenie RPP może być przez rynki odebrane gołębio.

• **Gospodarka globalna.** W nadchodzącym tygodniu obok finalnych odczytów europejskich PMI z przemysłu (dziś) oraz usług (w środę) zostanie także opublikowany finalny odczyt PKB w strefie euro w 2Q. Ponadto w czwartek poznamy odczyt zamówień przemysłowych w lipcu w Niemczech, w piątek produkcję. W czwartek decyzja ECB w sprawie stóp procentowych. Ze względu na poprawiające się nastroje w strefie euro nie należy spodziewać się dalszych działań monetarnych stymulujacych gospodarkę. Jednak ze względu na wciąż utrzymujące się duże ryzyka dla wzrostu w strefie euro EBC będzie próbował stabilizować rynek pieniężny za pomocą forward guidance (konferencja może być iście ekwilibrystyczna, kiedy Draghi będzie próbował pogodzić próby zakotwiczenia stóp z poprawą wskaźników koniunktury i prognozami ECB). W środę zza ocenau przyjdą do nas dane o sierpniowym indeksie ISM w przemyśle. Oczekiwany lekki spadek jest efektem gwałtownego wzrostu w lipcu. W czwartek i piątek poznamy serię danych z rynku pracy (najpierw ADP, potem NFP). Obecny konsensus rynkowy wbudował już pewną skalę ograniczenia QE - o zaskoczenia pozytywne może być trudno, co przy obecnym rozkładzie ryzyk z innych źródeł sugeruje raczej poruszanie się rynku pomiędzy scenariuszami "brak zmian w programie", „marginalne ograniczenie QE" (nic ponad to), i to raczej w kierunku tego pierwszego.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Produkt Krajowy Brutto wzrósł w II kwartale 2013 roku o 0,8 proc. rdr w porównaniu ze wzrostem o 0,5 proc. rdr w I kwartale.

• Stopa bezrobocia, po dostosowaniu sezonowym, w lipcu 2013 roku, według metodologii Eurostatu, wyniosła w Polsce 10,4 proc. wobec 10,5 proc. w maju.

• Indeks aktywności sektora wytwórczego (PMI) w rejonie Chicago wzrósł w sierpniu 2013 roku do 53,0 pkt. z 52,3 pkt. w poprzednim miesiącu.

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	1.902	0.035
USAGB 10Y	0.000	0.000
POLGB 10Y	4.490	-0.002

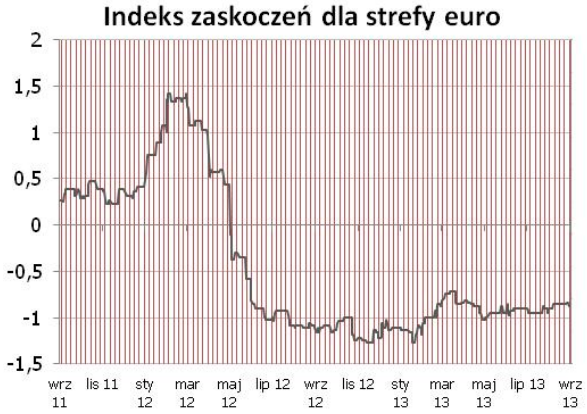
Dotyczy benchmarków Reuters

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Bez zmian, w zeszłym tygodniu żadne publikacje nie wpłynęły na indeks. W nadchodzącym tygodniu jedynie dane o PMI mają potencjał przesunięcia indeksu w górę.

STREFA EURO



W strefie euro w ubiegłym tygodniu indeks lekko w górę po nieznacznych zaskoczeniach w indeksach koniunktury (Ifo, PMI). Najbliższy tydzień daje niewiele okazji do zaskoczeń.

USA

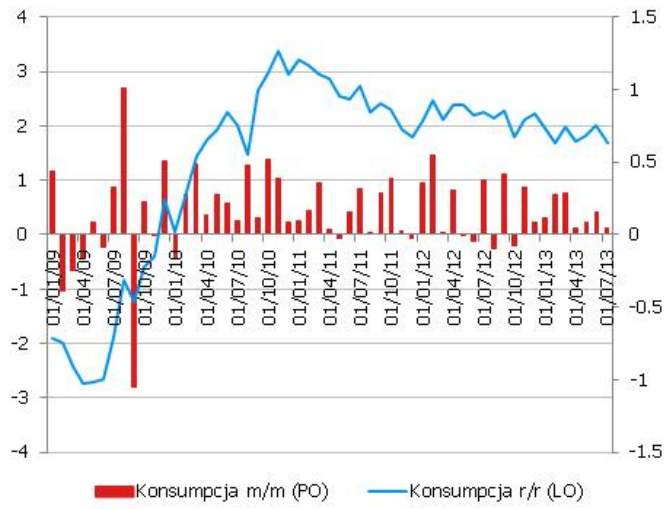
Indeks zaskoczeń lekko w dół po publikacji danych o dochodach osobistych. W najbliższym tygodniu dane dotyczące zatrudnienia mogą potencjalnie ruszyć indeksem.

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 sa 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.

USA: osłabienie dochodów i wydatków konsumpcyjnych w lipcu

Dochody osobiste Amerykanów w lipcu wzrosły o 0,1% m/m, wolniej od konsensusu rynkowego (0,2%) oraz zdecydowanie wolniej niż w poprzednim miesiącu (0,3%). W tym samym czasie konsumpcja podniosła się o 0,1% (konsensus 0,3%, poprzednio 0,5%) co też okazało się wynikiem rozczarowującym.

Detale publikacji pokazują, że przyczyną obniżenia dynamiki dochodów są przede wszystkim wpływy z płac. Całe szczęście ubytek ten spotkał się także z obniżeniem odpływów podatkowych, co pozwoliło na utrzymanie dynamiki dochodu rozporządzalnego na poziomie sprzed miesiąca (+0,2%), dodatniej leczy wyraźnie niższej niż na początku roku (nie licząc stycznia). Przy bieżącej dynamice cen na poziomie +0,1% realny dochód rozporządzalny wzrósł o 0,1%. Niska dynamika konsumpcji i dochodów rozporządzalnych pozwoliła na uzyskanie dodatniego przyrostu oszczędności w lipcu.



Zmniejszenie dynamiki wydatków konsumpcyjnych to przede wszystkim rezultat ograniczenia zakupów dóbr trwałych (-0,2%). Wydaje nam się to całkowicie naturalne po 3 miesiącach solidnych wzrostów tej kategorii. Tym samym nie będziemy budować na tym fakcie teorii o rychłym załamaniu wydatków konsumpcyjnych, tym bardziej że pozostałe elementy konsumpcji były stabilne (usługi) lub wzrosły (dobra nietrwałe). Nie ulega jednak wątpliwości, że rozpęd konsumpcji zmniejszył się w porównaniu do początku roku (patrz rysunek), a roczna dynamika wciąż delikatnie, lecz uporczywie się obniża. Dodając do tego negatywną rewizję wydatków konsumenckich w rachunkach narodowych (patrz ostatnio opisywana rewizja danych za PKB) otrzymujemy mieszankę, która przy niepewności odnośnie osoby przyszłego prezesa Fed, napięciach geopolitycznych i negatywnych efektach wzrostu stóp procentowych na rynek nieruchomości będzie generatorem solidnej niepewności. Uważamy, że bieżąca dynamika rynku pracy (tempo obniżania się stopy bezrobocia) jest wystarczająca do utrzymania wzrostów konsumpcji z przełomu I i II kwartału. Niemniej przy obecnym konsensusie odnośnie „pewnego" zmniejszenia QE na wrześniowym posiedzeniu, ryzyko pozostawienia programu w obecnym kształcie rośnie, co znajdzie odzwierciedlenie w wycenach instrumentów finansowych. Uważamy, że w najbliższym czasie rentowności obligacji rynków bazowych powinny spadać. Pewna redukcja ryzyka w związku z sytuacją w Syrii (przyzwyczajenie rynków do napięć) oraz nieco gorszy rzut krajowych danych (plus pewnego rodzaju forward guidance w komunikacie RPP) powinny także sprzyjać umocnieniu polskiego długu.

EURUSD fundamentalnie

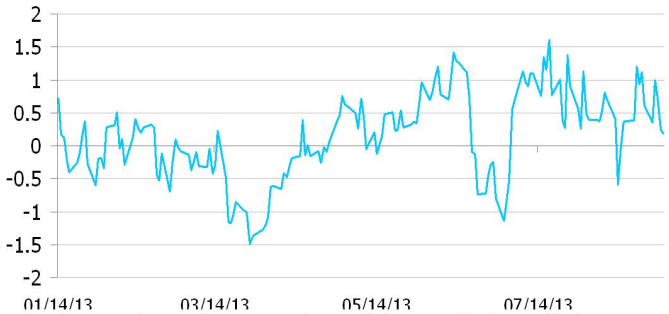
Techniczna kontynuacja wyprzedaży EURUSD napotkała w piątek problem w postaci gorszych danych o wydatkach konsumpcyjnych w USA przez co skala spadków na tej parze walutowej była niewielka i wyniosła tylko 20 pipsów wobec czwartkowego zamknięcia. Dziś święto w USA (Labor Day), lecz pozostałe dni tygodnia będą obfitować w publikacje ważnych danych: ISM (przemysł i usługi), ADP, NFP… Wszystko wskazuje na to, że zaobserwujemy pewne wypłaszczenie aktywności ekonomicznej w USA po bardzo solidnych danych z ubiegłego miesiąca. Przyjmując, że pewna skala redukcji QE jest już wyceniona, inwestorzy mogą zacząć grać na utrzymanie programu bez zmian (tym bardziej, że sprzyja temu zamieszanie dotyczące kandydatury na nowego prezesa Fed i chwilowa zadyszka na rynku nieruchomości w związku z podwyższeniem stóp od kredytów hipotecznych). Popytowi na USD na razie sprzyja awersja do ryzyka, jednak gdyby ECB nie oparł się pokusie zmiany prognoz dot. wzrostu (ostatnie 3 miesiące to kolejne, pozytywne zaskoczenia), EURUSD może powrócić do konsolidacji w okolicach 1,32-34, tym bardziej jeśli dane z USA nie tylko okażą się słabe, co nawet słabsze od oczekiwań.

EURUSD technicznie

Na tygodniowym solidna świeca w dół (ale nie bearish reversal), powrót poniżej linii trendu deprecjacyjnego oraz pewne załamanie oscylatora. Na dziennym notowania kilkakrotnie (w piątek i dziś) odbiły się od MA55 (1,3194), a wcześniej od 38,2% Fibo (1,3186). Momentum pozostaje jednak solidnie spadkowe. Nie można jednak tego powiedzieć o wykresie 4h, gdzie po zaobserwowaniu dużego wąsa poza wstęgą Bollingera oscylator delikatnie pnie się w górę. Ryzyko, że notowania po raz kolejny odbiją z okolic 1,32 w górę - wzrosło. Tym samym - a także z uwagi na tydzień danych fundamentalnych - zamykamy pozycję po 1,3218 notując skromny zysk w wysokości 26 pipsów. Poniżej MA55 short na EURUSD stanie się ponownie interesujący.

Wsparcie	Opór
1,3194	1,3242
1,3143	1,3301
1,3021	1,3282

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.

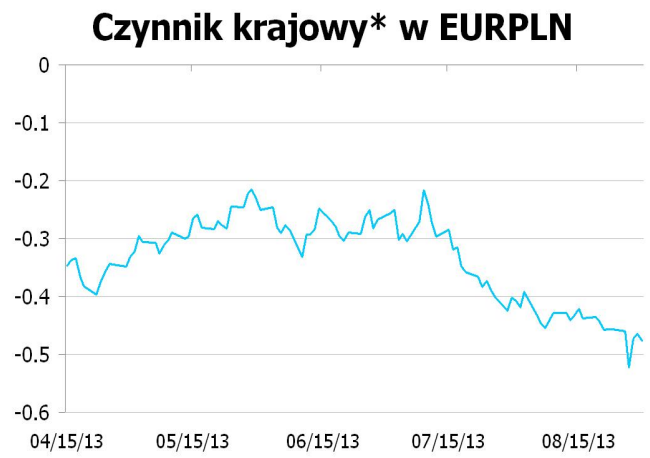
EURPLN fundamentalnie

EURPLN mocniejszy. Polska waluta okrzepła w piątek po fali kilkudniowej wyprzedaży na EM (Indie, Indonezja, Turcja). Tym samym wyprzedaż „koszykowa" mogła dobiec końca i w najbliższym czasie inwestorzy bardziej zdywersyfikują swoje pozycje w obrębie EM. Fundamenty polskiej gospodarki pozostają dobre (dziś spodziewamy się kolejnego wzrostu PMI), scenariusz niskich stóp procentowych RPP wydaje się zdyskontowany w terminach, których dotyczyć może wprowadzenie do komunikatu forward guidance (z racji kruchego konsensusu nie powinno to być ani nic specjalnie spektakularnego, ani wiążącego). Nie spodziewamy się spektakularnego umocnienia złotego, jednak zachowanie kursu dowodzi, że bardziej prawdopodobne jest obecnie utrzymanie w dolnym przedziale range 4,18-30 niż próby łamania 4,30 powyżej którego ryzyko interwencji walutowej gwałtownie wzrasta.

EURPLN technicznie

Na wykresie tygodniowym nic nie wskazuje na to, że notowania zrezygnują z marszu w kierunku linii trendu aprecjacyjnego na poziomie 4,32/33. Na dziennym notowania oparły sie na MA55, lecz oscylator - zamiast zawracać - nadal pnie się w górę; jest zatem bardzo prawdopodobne, że MA55 posłuży za skuteczne wsparcie. Tymczasem na 4h kurs zabiera się za łamanie środka wstęgi Bollingera. Sztuka ta może się udać, gdyż momentum spadkowe jest silne. W razei powodzenia istotnym wsparciem będzie 4,2523, gdzie konwerguje MA55 i 38,2% Fibo. Wygląda na to, że raczej nie doczekamy się na warunki konieczne do wejścia w naszą rekomendację, stąd też na razie wyłączamy ją i pozostajemy neutralni.

Wsparcie	Opór
4,2523	4,3500
4,2434	4,2973
4,2200	4,2750



* 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	2.81	2.87
2Y	3.24	3.30
3Y	3.555	3.62
4Y	3.8	3.86
5Y	3.955	4.02
6Y	4.075	4.14
7Y	4.17	4.22
8Y	4.23	4.29
9Y	4.29	4.35
10Y	4.33	4.39

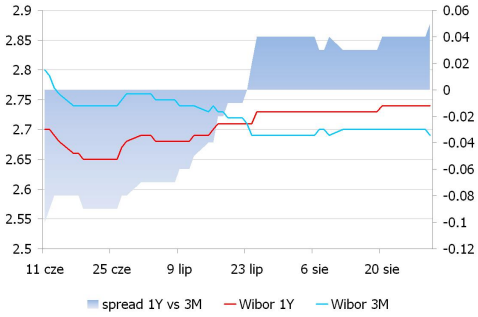
depo	BID	ASK
ON	2.3	2.8
1M	2.3	2.8
3M	2.4	2.9

FRA	BID	ASK
1x2	2.63	2.68
1x4	2.67	2.73
3x6	2.69	2.75
6x9	2.80	2.86
9x12	2.99	3.05

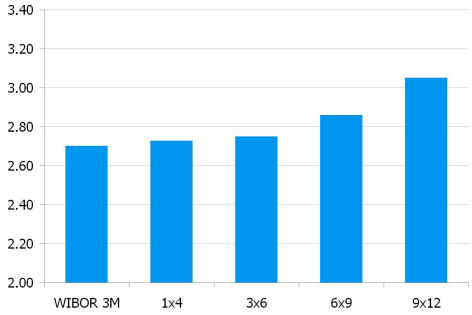
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2654
USD/PLN	3.2209
CHF/PLN	3.4632

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3232
EUR/JPY	129.68
EUR/PLN	4.2650
USD/PLN	3.2195
CHF/PLN	3.4600

WIBOR 3M i 1Y

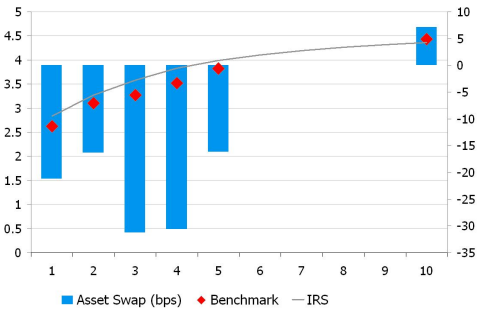


WIBOR 3M i stawki FRA

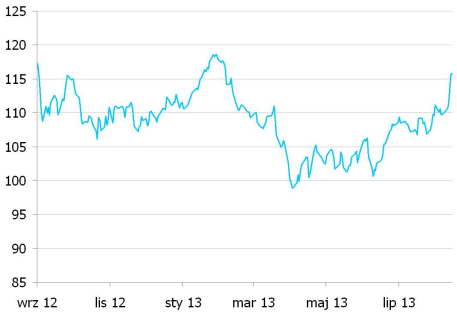


IRS 5Y i 2Y

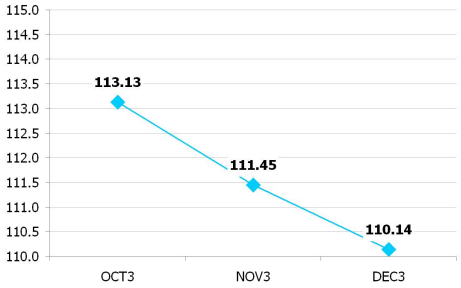
Asset swap i IRS



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.