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		
16.09.2013 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sie	1.5	1.4	1.4	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	wrz		9.00	8.24	
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	sie			73.0	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sie		0.4	0.0	
15:15	USA	Wykorzytanie mocy produkcyjnych (%)	sie		77.8	77.6	
17.09.2013 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	wrz		45.5	42.0	
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	wrz		20.0	18.3	
14:00	POL	Średnie wynagrodzenie r/r (%)	sie	2.4	2.8	3.5	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sie	-0.6	-0.6	-0.7	
14:30	USA	CPI r/r (%)	sie		1.6	2.0	
18.09.2013 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	sie	2.3	2.7	6.3	
14:00	POL	PPI r/r (%)	sie	-0.7	-0.7	-0.8	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	sie		923	896	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	sie		950	954 (r)	
20:00	USA	Decyzja FOMC (mld USD / msc)	wrz		75	85	
19.09.2013 CZWARTEK							
14:00	POL	Minutes RPP	wrz				
14:30	USA	Nowo–zarejestrowani bezrobotni (tys.)	13.09			292	
15:45	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	wrz		10.0	9.3	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym SAAR (mln)	sie		5.25	5.39	
20.09.2013 PIĄTEK							
14:00	POL	Koniunktura gospodarcza GUS	wrz				
14:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS	wrz				
16:00	EUR	Wsk. koniunktury konsumenckiej (pkt)	wrz		-14.3	-15.6	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Czas na publikacje ze sfery realnej za sierpień. Dalszemu wyhamowywaniu spadków zatrudnienia w ujęciu rocznym towarzyszyć będzie nieco niższa dynamika wynagrodzeń, uwarunkowana głównie brakiem premii w górnictwie miedzi i niekorzystną różnicą dni roboczych (-1 r/r vs. +1 r/r w poprzednim miesiącu). Temu ostatniemu czynnikowi należy rónież przypisać wolniejszy wzrost produkcji przemysłowej. Tym niemniej, dobre momentum przetwórstwa i pozytywne niespodzianki w PMI i produkcji samochodów stwarzają pewną przestrzeń do nieco lepszego od oczekiwań wzrostu. Z kolei dynamika cen producenckich powinna utrzymać się na poziomie zbliżonym do poprzedniego miesiąca (wzrosty cen surowców niwelowane umocnieniem złotego, brak efektów bazowych z poprzedniego roku). Tydzień kończy publikacja danych o koniunkturze GUS.

• **Gospodarka globalna.** Najważniejszym wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie FOMC. Spodziewamy się, podobnie jak większość analityków, że skala skupu papierów skarbowych przez Fed zostanie ograniczona o 10 mld dolarów (bilans kosztów i korzyści coraz mniej korzystny dla QE). Opublikowane równolegle projekcje Fed powinny pokazać niższą ścieżkę stopy bezrobocia i PKB, i być podstawą do obniżenia celu stopy bezrobocia – wydłużenie *forward guidance* jest postrzegane jako rekompensata za stopniowe wycofywanie QE. Tym niemniej, projekcje po raz pierwszy obejmą rok 2016 i powinny stwarzać podstawy do normalizacji polityki pieniężnej. Kalendarz makro za Oceanem zdominują dane z rynku nieruchomości – negatywny wpływ wyższych stóp procentowych powinien być już widoczny, zwłaszcza w danych o sprzedaży na rynku wtórnym – i przemysłu. W odniesieniu do produkcji przemysłowej spodziewany jest wyraźny wzrost, w ślad za wskazaniami ISM. Ponadto, pierwsze z regionalnych wskaźników (Empire State i Philly Fed) powinny dostarczyć wskazówek co do koniunktury we wrześniu. W Europie warto odnotować wyłącznie pierwsze odczyty koniunktury za bieżący miesiąc (niemiecki ZEW i nastroje konsumenckie w eurolandzie).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w sierpniu wzrosły o 1,1 proc. w stosunku do sierpnia 2012 r., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny spadły o 0,3 proc. (**więcej w sekcji analizy**).
• Podaż pieniądza (M3) w sierpniu wzrosła o 0,7 proc. mdm. (**więcej w sekcji analizy**).
• Sprzedaż detaliczna w USA w sierpniu wzrosła o 0,2 proc. miesiąc do miesiąca, podczas gdy poprzednio wzrosła o 0,4 proc. po korekcie.

Decyzja RPP (2.10.2013)	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	2.020	0.004
USAGB 10Y	2.914	0.039
POLGB 10Y	4.522	-0.016

Dotyczy benchmarków Reuters

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Zgodnie z przewidywaniami, odczyt CPI nie przyniósł niespodzianki. Dane publikowane w tym tygodniu, w szczególności środowe informacje z sektora przemysłowego, mają pewien potencjał do zaskoczenia in plus.

STREFA EURO

W dół po gorszym od oczekiwań odczycie produkcji przemysłowej dla całej strefy euro. Europejski indeks zaskoczeń pozostaje więc w trendzie bocznym i nie zmieni się to w tym tygodniu (brak istotnych publikacji)

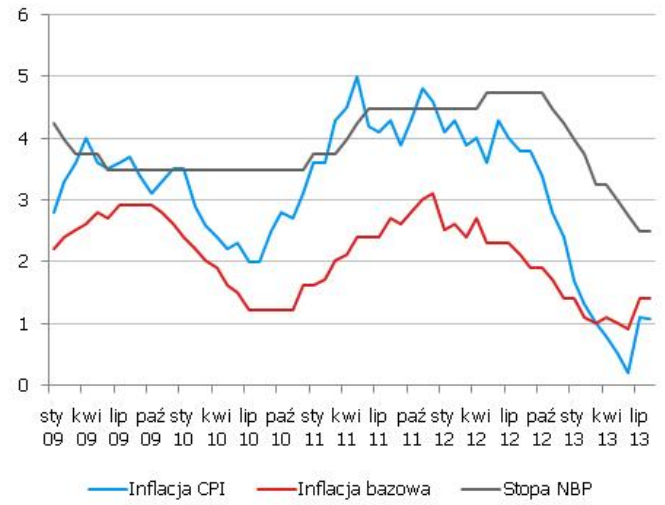
USA

W górę po wyraźnie lepszych od oczekiwań danych na temat nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, ale w dół po piątkowej serii negatywnych zaskoczeń (sprzedaż detaliczna i przede wszystkim wskaźnik koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan). Indeks zaskoczeń dla Stanów Zjednoczonych, uformowawszy w połowie tygodnia nowe lokalne maksima, zmierza do kolejnej konsolidacji. Ten tydzień znów przynosi szereg publikacji o dużym potencjale do zaskoczeń (przede wszystkim regionalne wskaźniki koniunktury).

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.

Stabilizacja inflacji w sierpniu

W sierpniu inflacja pozostała na poziomie odnotowanym w lipcu (1,1% r/r). W zasadzie w większości kategorii nie odnotowano większych zaskoczeń. Spadek cen żywności (o 1,3% m/m) okazał się być zgodny z oczekiwaniami i podobny jak w poprzednim roku, trafiona okazała się być również nasza prognoza cen paliw (+0,5% m/m). W kategoriach bazowych, po zeszłomiesięcznym wystrzale w kategorii mieszkanie, tym razem wieje nudą: sezonowe spadki cen obuwia i odzieży, minimalne wzrosty w usługach. Inflacja bazowa utrzymała się na poziomie 1,4% (o jedną dziesiątą poniżej naszej prognozy).



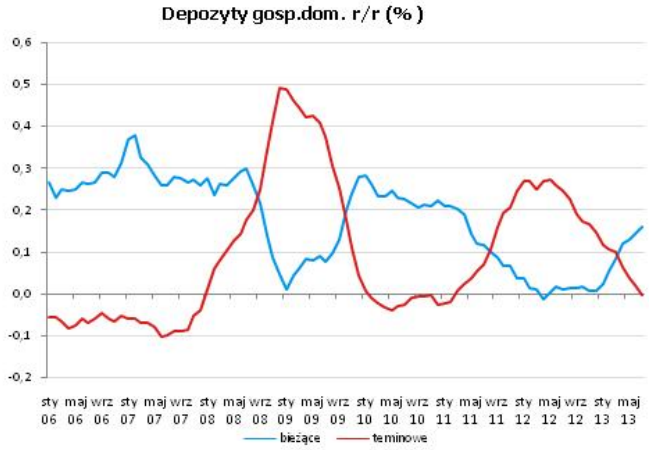
Wstępne obliczenia wskazują, że we wrześniu inflacja powinna wzrosnąć do 1,2% (bazowa do 1,6%), ale na istotne przyspieszenie inflacji będziemy musieli poczekać do końca roku, kiedy to zaczną oddziaływać potężne efekty bazowe z końca zeszłego roku. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym dynamikę CPI będzie zapowiedziana podwyżka akcyzy na wyroby spirytusowe (IE NBP szacuje jej wpływ na 0,1 p. proc.). Już w styczniu 2014 r. inflacja powinna sięgnąć 2%, zaś do celu powinna powrócić w połowie przyszłego roku.

Dane bez wpływu na rynek długu i kurs złotego. Stabilizacja inflacji w sierpniu jest jedynie krótką przerwą w trendzie wzrostowym, który w coraz większym stopniu będzie kształtować oczekiwania rynku w zakresie stóp procentowych. Wraz z postępami ożywienia gospodarczego, które powinno stopniowo znajdować odzwierciedlenie w procesach inflacyjnych, stopniowo przeceniane będą również instrumenty forward na długie stopy procentowe (obecnie zbyt nisko).

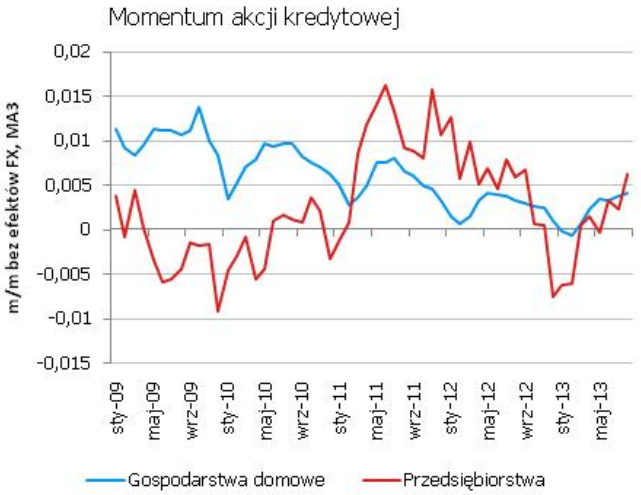
Dalsze wyhamowanie dynamiki M3 w sierpniu

W sierpniu podaż pieniądza M3 wzrosła w ujęciu rocznym o 6,2%, blisko naszej prognozy i konsensusu rynkowego (6,1% i 6,3%, odpowiednio). W porównaniu z lipcem wartość agregatu M3 przyrosła o 0,7%.

Po stronie depozytowej widzimy przede wszystkim kolejny duży przyrost wartości pieniądza gotówkowego w obiegu (dynamika r/r najwyżej od czterech lat) i kontynuację dotychczas obserwowanych tendencji w poszczególnych kategoriach depozytów. Środki na rachunkach gospodarstw domowych przyrosły zaledwie nieznacznie, oznacza to, że sierpień był szóstym z rzędu miesiącem stabilizacji tego subagregatu. Możemy domniemywać (szczegółowe dane zostaną opublikowane mniej więcej za tydzień), że w poprzednim miesiącu ponownie spadł udział depozytów terminowych na rzecz kont bieżących. Stabilizację odnotowano również w przypadku depozytów korporacyjnych (tym samym, utrzymanie relatywnie wysokiej dynamiki r/r). Wreszcie, niska baza z poprzedniego roku sprowadziła kontrybucję pozostałych składników M3 do zera.



Z uwagi na niewielkie różnice w porównaniu do końca lipca, kursy walutowe tym razem odegrały stosunkowo niewielką rolę w kształtowaniu zmienności agregatów kredytowych. Stąd przyrost należności od gospodarstw domowych (nominalnie +0,7% m/m i realnie +0,5% m/m) i przedsiębiorstw (nominalnie +1,1% m/m i realnie +1,0% m/m) jest sygnałem powolnego odtajania akcji kredytowej. Należy spodziewać się, że w przypadku gospodarstw domowych największą rolę wciąż odgrywają kredyty konsumpcyjne, aczkolwiek w miarę zbliżania się do końca roku można oczekiwać wzrostu zainteresowania kredytem hipotecznym ze strony klientów pragnących "uciec"przed nową rekomendacją S KNF. Za ostatni tak duży przyrost należności od przedsiębiorstw odpowiadały przede wszystkim kredyty inwestycyjne i choć w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw krokom do przodu towarzyszą za każdym razem również kroki w tył, tendencje tutaj są pozytywne (co wspiera naszą pozytywną ocenę prywatnych inwestycji na przełomie II i III kwartału). Tym niemniej, momentum akcji kredytowej, liczone jako średnia ruchoma miesięcznych realnych przyrostów (po wyłączeniu efektów FX), jest pozytywne i rosnące.



Reasumując, trudno oczekiwać przełomu w akcji kredytowej i takowy przełom w sierpniu nie nastąpił - zmiany następują sekwencyjnie (rozpoczęły się od kredytów konsumpcyjnych) i stopniowo. W naszej opinii, koniec roku i pierwsze miesiące 2014 r. powinny przynieść już bardziej zdecydowany powrót akcji kredytowej na trajektorie wzrostowe.

EURUSD fundamentalnie

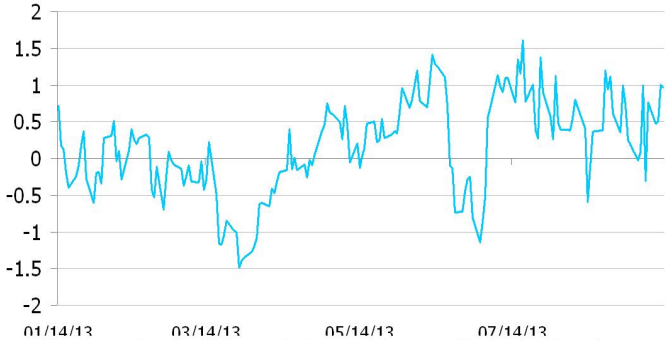
W najbliższą środę dowiemy się jaka będzie przyszłość programu skupu aktywów organizowanego przez Fed. Wczorajsza rezygnacja L. Summersa z ubiegania się o fotel prezesa Fed nadaje najbliższemu posiedzeniu (17-18 wrz.) większą wagę, ponieważ zwiększa szanse że podjęte na nim decyzje zostaną podtrzymane przez następcę B. Bernanke (historycznie, przechylenie szali ku Summersowi dodawało kilkanaście pb. rentowności amerykańskich 10-latek). Dolar zareagował gwałtownym osłabieniem, dyskontując spadek oczekiwanych stóp procentowych. Spodziewamy się ograniczenia QE rzędu 10 mld dol. Ważna będzie także retoryka jaką zaprezentują członkowie FOMC oraz zaprezentowane prognozy przyszłego wzrostu gospodarczego. Prawdopodobne jest obniżenie progu bezrobocia, po przekroczeniu którego nastąpi normalizacja polityki pieniężnej z 6,5% do 6%. Wszelkie działania i komentarze zapowiadające wydłużenie okresu luźnej polityki pieniężnej będą osłabiać dolara.

EURUSD technicznie

Na tygodniowym notowania odbiły się od FIBO 38,2% (1,3150), próba uformowania fali spadkowej spaliła więc na panewce. Piątek na dziennym praktycznie bez zmian i byłoby to sygnałem formującego się lokalnego maksimum, ale znów zadecydowały czynniki fundamentalne (rezygnacja Lawrence'a Summersa z kandydowania na szefa Fed). Mini-trend wzrostowy jest więc na dziennym kontynuowany. Na 4H notowania w końcu przełamały FIBO 61,8%, dotarłszy do kolejnego poziomu zniesienia. Tamże kreśli się też dywergencja i jeśli Fibo (1,3370) nie padnie, amatorzy kupowania dolara mogą wreszcie być zadowoleni. Dziś neutralnie.

Wsparcie	Opór
1,3319	1,3452
1,3208/16	1,3400
1,3154	1,3370

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.

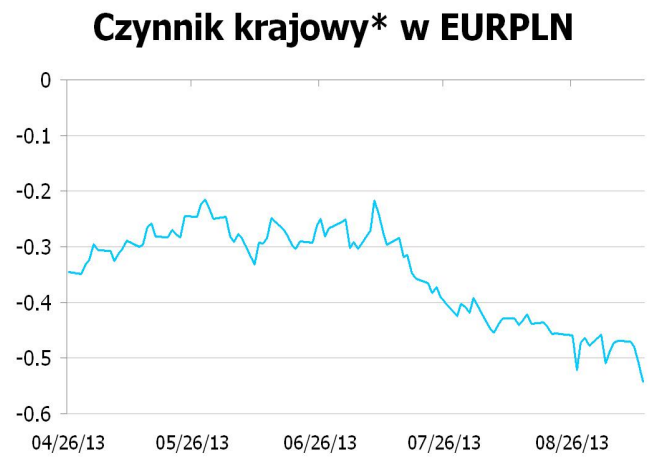
EURPLN fundamentalnie

Złoty minimalnie słabszy po dniu z dość dużymi wahaniami dyktowanymi przez czynniki globalne - waluty innych państw regionu zachowywały się zupełnie podobnie (choć korelacja z EURUSD była dość zmienna w ciągu dnia). Dziś startujemy z okolic 4,22, a zmiany polskiej waluty w dalszym ciągu będą podyktowane globalnym sentymentem wobec walut EM. Pomimo dość istotnych danych krajowych publikowanych w dniu dzisiejszym, nie spodziewamy się reakcji złotego na czynniki krajowe. Skoro ogromna niespodzianka w danych o CPI za lipiec nie wpłynęła na rynek, relatywnie nudne (dynamika r/r najpewniej bez zmian) dane za sierpień charakteryzuje minimalny potencjał do wpłynięcia na rynek.

EURPLN technicznie

EURPLN w trendzie spadkowym. Na tygodniowym duża czarna świeca, ale złamanie BolMA i 50% FIBO nie jest niestety zbyt wyraźne, dlatego w poszukiwaniu istotnych sygnałów udajemy się na krótsze wykresy. Na dziennym kolejny dzień spadków z bardzo dobrym momentum. Podobnie sprawy przedstawiają się na 4H - tam oscylator został wręcz przygnieciony do zera. Padło 4,20 (co prawda w sesji nocnej...) i zaczynają się kluczowe wsparcia: MA200d (4,1897) i lokalne minima (4,1804). Nie ma żadnego sygnału odwrócenia, a dopóki takowy się nie pojawi lub kurs nie sięgnie poziomów uzasadniających pozycję long dobrym risk / reward, nie warto próbować kupowania. Jeżeli MA200 padnie, zaryzykujemy short (wejście: 4,1875; S/L: 4,2010).

Wsparcie	Opór
4,1897	4,2301
4,1804	4,2111
4,1700	4,2000



* 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	2.84	2.87
2Y	3.185	3.24
3Y	3.495	3.55
4Y	3.73	3.78
5Y	3.9	3.95
6Y	4.05	4.08
7Y	4.14	4.17
8Y	4.205	4.24
9Y	4.265	4.30
10Y	4.29	4.34

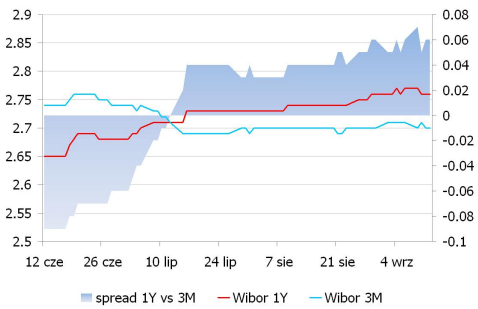
depo	BID	ASK
ON	2.2	2.7
1M	2.3	2.5
3M	2.3	2.5

FRA	BID	ASK
1x2	2.61	2.66
1x4	2.70	2.75
3x6	2.73	2.78
6x9	2.81	2.86
9x12	2.99	3.04

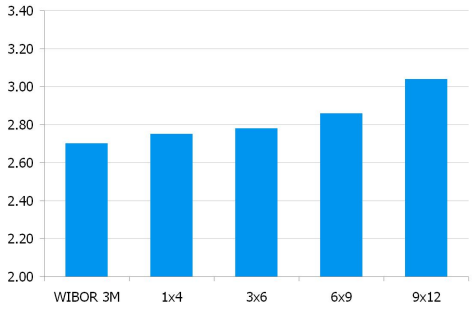
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2238
USD/PLN	3.1782
CHF/PLN	3.4128

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3297
EUR/JPY	132.38
EUR/PLN	4.2184
USD/PLN	3.1715
CHF/PLN	3.4073

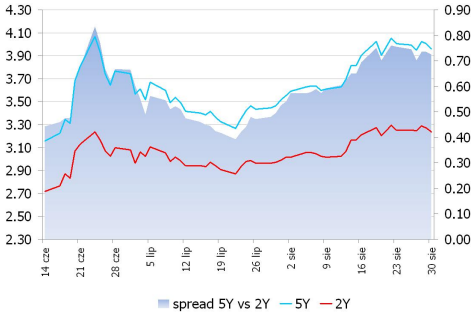
WIBOR 3M i 1Y



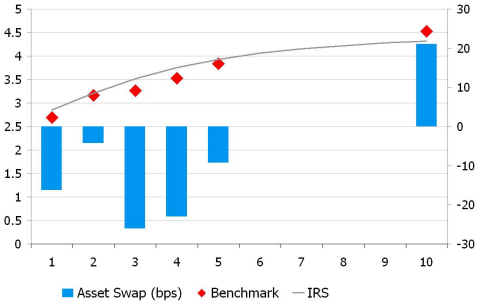
WIBOR 3M i stawki FRA



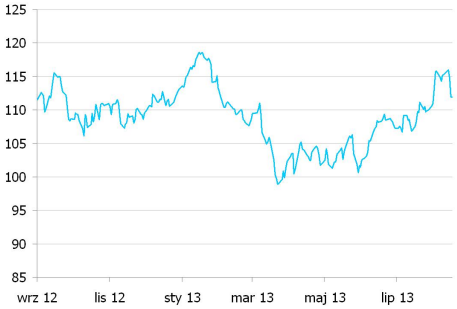
IRS 5Y i 2Y



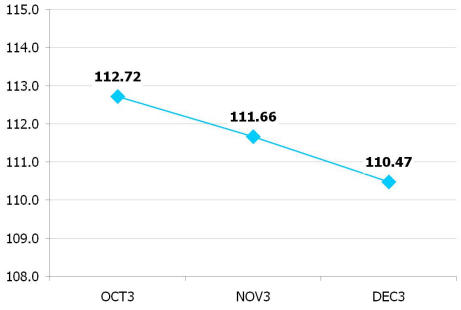
Asset swap i IRS



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.