



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 66
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	6.3
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	sie			73.0	72.9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sie		0.4	0.0	0.4
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	sie		77.8	77.6	77.8
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	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** Dzisiejsza publikacja danych o sytuacji na rynku pracy w sierpniu powinna pokazać dalsze wyhamowanie spadków zatrudnienia oraz nieco niższą dynamikę wynagrodzeń, w wyniku przede wszystkim braku premii w górnictwie miedzi i niekorzystną różnicą dni roboczych (-1 r/r vs. +1 r/r w poprzednim miesiącu).
- **Gospodarka globalna.** Dziś pierwszy dzień posiedzenia Fed- najważniejszego wydarzenia obecnego tygodnia. W Niemczech opublikowany zostanie odczyt indeksu ZEW za bieżący miesiąc – najwcześniej publikowane przybliżenie wrześniowej koniunktury w Niemczech.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła w sierpniu 1,4 proc. rdr wobec 1,4 proc. rdr w lipcu (**więcej w sekcji analizy**).
- Deficyt budżetu państwa po sierpniu wyniósł 26,784 mld zł, co daje 75,3 proc. deficytu planowanego na 2013 rok na poziomie 35,565 mld zł. (**więcej w sekcji analizy**).
- Produkcja przemysłowa w USA w sierpniu 2013 r. wzrosła o 0,4 proc. mdm wobec dynamiki 0,0 proc. mdm w lipcu.
- Inflacja w strefie euro wyniosła w sierpniu 2013 r., w ujęciu rdr 1,3 proc. - podał w komunikacie Eurostat.

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	1.951	0.014
USAGB 10Y	2.868	-0.013
POLGB 10Y	4.440	0.036
Dotyczy benchmarków Reuters		

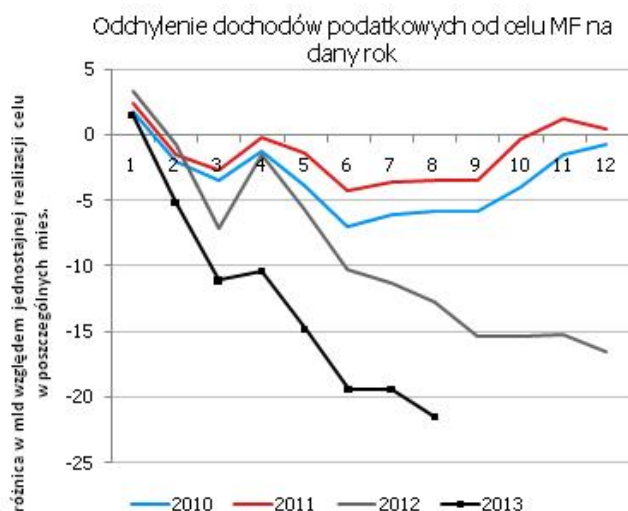
Stabilizacja inflacji bazowej

Sierpień był wyjątkowo nudnym miesiącem, jeśli chodzi o procesy inflacyjne. Jak już pisaliśmy w piątek, ceny w większości kategorii pozostały stabilne. Tak samo stało się z miarami inflacji bazowej: z czterech miar publikowanych przez NBP trzy nieznacznie spadły (inflacja po wyłączeniu cen administracyjnych spadła z 0,8 do 0,7%, inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych obniżyła się z 1,7 do 1,6%, tzw. 15% średnia odcięta spadła z 1,0 do 0,9% r/r), a jedna się nie zmieniła (inflacja po wyłączeniu cen energii i żywności pozostała na poziomie 1,4% r/r). Analiza graficzna wskazuje, że trend na wskaźnikach inflacji uległ zmianie na rosnący. Pamiętajmy jednak, że zmiana ta jest wzmacniana przez podwyżkę opłat za śmieci, a posiadająca najlepsze własności statystyczne tzw. 15% średnia odcięta wskazuje na nieznaczne tylko zawrócenie dezinflacji.

W kolejnych miesiącach spodziewamy się stabilizacji, ewentualnie stopniowego wzrostu inflacji bazowej. Przyspieszenie wzrostu cen zaobserwujemy prawdopodobnie w 2014 roku. Dopiero wtedy będzie można mówić o wpływie ożywienia gospodarczego na procesy inflacyjne w Polsce. Stabilizacja inflacji netto i ciągle niska inflacja CPI powinny utwierdzać Radę w słuszności obranego kursu polityki pieniężnej. Odnosimy wrażenie, że dyskusja w RPP obecnie wcale nie dotyczy możliwości zacieśnienia ale samej konstrukcji tzw. forward guidance (stabilne stopy do końca roku nie oznaczają podwyżki w I kw.). Zapewne dopiero początek 2014 roku, czyli inflacja powyżej 2% i ożywienie w realnej gospodarce, wzmocni w RPP dyskusję na temat możliwego terminu zacieśnienia polityki pieniężnej. Nie spodziewamy się go jednak wcześniej niż w II połowie 2014, a nawet pod koniec 2014.

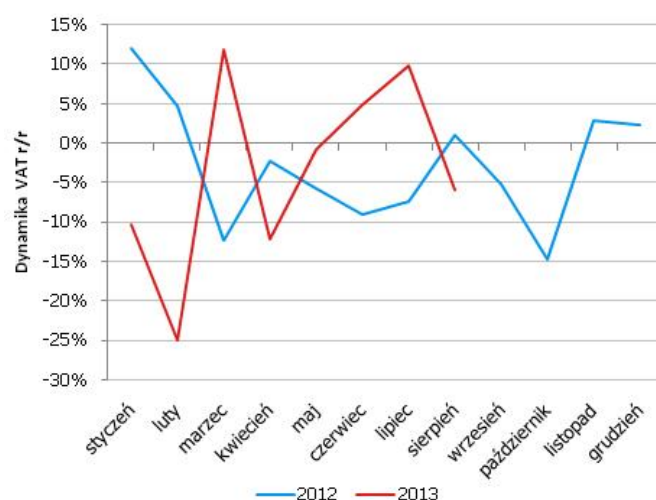
Sierpniowy krok wstecz dla dochodów podatkowych

W sierpniu deficyt budżetu państwa wzrósł o ok. 800 mln zł, sięgając tym samym 26,7 mld zł. Ponieważ harmonogram zakładał spadek deficytu o ok. 5 mld zł, należy ten fakt uznać za rozczarowanie w stosunku do pierwotnych planów.



Za największą negatywną niespodziankę można zatem uznać dane na temat realizacji dochodów z VAT: wg naszych sz-

cunków spadły one w ujęciu rocznym o 5,9%. Tym niemniej, warto pamiętać, że duża zmienność dochodów z VAT może z łatwością generować niemonotoniczne trajektorie - na przełomie 2012 i 2013 r. obserwowaliśmy to wielokrotnie (por. dynamika dochodów z VAT w grudniu). Ponadto, duża część spadku r/r wynika prawdopodobnie z efektów bazowych z poprzedniego roku - tak, jak sierpień 2012 r. był zaskakująco dobrym miesiącem w trendzie spadkowym, tak sierpień 2013 r. jest negatywną niespodzianką w trendzie wzrostowym. W sierpniu, poniżej zera znalazła się również dynamika dochodów podatkowych ogółem, przy generalnym spadku dynamik we wszystkich głównych kategoriach, za wyjątkiem CIT (co tylko potwierdza, jak bardzo chaotyczna jest to zmienna).



Wykonanie budżetu państwa po ośmiu miesiącach jest ostatecznym potwierdzeniem konieczności przeprowadzenia nowelizacji. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie w naszych komentarzach w I połowie roku, prawdziwym testem dla budżetu państwa miały być miesiące letnie, podczas których budżet państwa musiałby wypracowywać nadwyżki niezbędne dla absorpcji dużego, sezonowego przyrostu wydatków w miesiącach jesiennych. Tak się nie stało, stąd wynika konieczność nowelizacji. Co do tej ostatniej, warto odnotować, że założony ubytek dochodów w wysokości 24 mld zł może być przesadzony. Dane za 8/12 roku i wskazania modeli opartych o podstawowe agregaty makroekonomiczne sugerują ubytek bliższy 15-17 mld zł.



EURUSD fundamentalnie

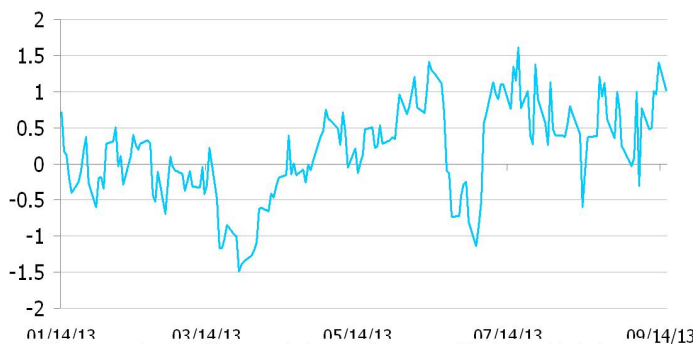
Podczas wczorajszej sesji zniesiony został prawie cały ruch spowodowany nieoczekiwaną rezygnacją L. Summersa z ubiegania się o fotel prezesa Fed. Korektę wspierały wczorajsze zgodne z konsensusem publikacje makro. Zarówno niepewność co do wyboru przyszłego prezesa Fed jak i tym bardziej jego oczekiwana tolerancja na podwyższoną inflację nie została wczoraj rozwiana. Nawet dużo lepsza od oczekiwań publikacja niemieckiego ZEW raczej nie wpłynie na kurs EURUSD, ponieważ uczestnicy rynku są skupieni na rozpoczynającym się dziś posiedzeniu Fed – oprócz skali ograniczenia QE kluczowy dla rynku będzie cel dla stopy bezrobocia oraz sposób komunikacji forward guidance przez Fed i pogodzenie tej polityki z wyższymi projekcjami wzrostu gospodarczego.

EURUSD technicznie

EURUSD wprowadzie wyżej, ale bez fajerwerków - duża część porannego ruchu została wczoraj w ciągu dnia zanegowana, a zażarty opór w dalszym ciągu stawia FIBO 76,4% na 4H. Divergencja tamże już dojrzała i osłabienie momentum także na wykresie dziennym jest tylko kwestią czasu. Wsparcia wyznaczmy kolejno na: FIBO 61,8% na 4H (1,3319), MA55d (1,3220) i przecięciu linii trendu wzrostowego z MA200d (okolicie 1,3150). Kusi pozycja short (z celem właśnie na 1,3150), ale ze względu na kluczowy czynnik fundamentalny (FOMC) byłaby raczej z konieczności jednodniowa.

Wsparcie	Opór
1,3319	1,3452
1,3220	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

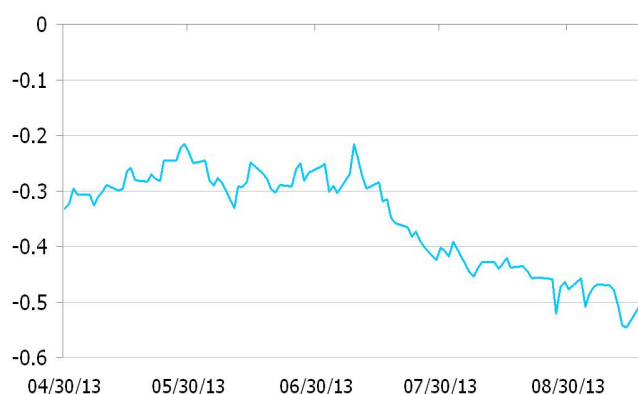
Złoty minimalnie słabszy w stosunku do końca zeszłego tygodnia, ale próżno szukać trwałego efektu informacji o rezygnacji Summersa z wyścigu o fotel szefa Fed. W ciągu dnia złoty podążał w ślad za wzrostami (w sesji europejskiej) i spadkami na EURUSD (w sesji amerykańskiej). Powróciły więc standardowe korelacje, a EURPLN ewidentnie uformował range (4,18 - 4,30 z przystankiem na 4,25). Dziś złoty znów powinien reagować głównie na zmiany globalnego sentymentu - krajowe dane przestały wywierać wpływ na kurs polskiej waluty (płace i zatrudnienie nie są danymi z pierwszej ligi, prawdę powiedziawszy).

EURPLN technicznie

Do wejścia w pozycję short zabrakło 4 pipsów... i bardzo dobrze, bo przyniosłoby to prawie natychmiast S/L. Oceńmy sytuację raz jeszcze: na dziennym niemal odbicie od średniej, zamknięcie jednak powyżej 4,20; na 4H brak interakcji z istotnymi wsparciami, a oscylator zawrócił (bez dywergencji). Nie ma sygnałów odwrócenia, ale EURPLN potrafi ruszać w górę bez taktowych. Pomysł na taktyczny short wypada wycofać i raczej pomyśleć o obstawieniu ruchu w kierunku górnego ograniczenia range (4,25/30). Wchodzimy po obecnych poziomach (4,20) z celem na 4,25 i S/L na 4,1775.

Wsparcie	Opór
4,2000	4,2470
4,1897	4,2301
4,1804	4,2111

Czynnik krajowy* w EURPLN



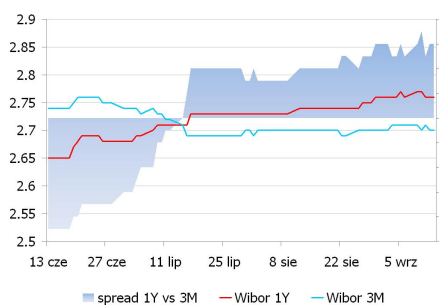
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.



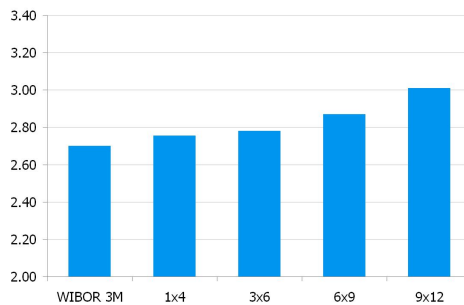


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.83	2.86	ON	2.2	2.5	EUR/PLN	4.1961
2Y	3.16	3.21	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.1435
3Y	3.4	3.45	3M	2.5	2.7	CHF/PLN	3.3937
4Y	3.615	3.67					
5Y	3.785	3.84	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	3.915	3.98	1x2	2.63	2.68	EUR/USD	1.3332
7Y	4.01	4.07	1x4	2.69	2.75	EUR/JPY	132.03
8Y	4.085	4.15	3x6	2.73	2.78	EUR/PLN	4.2015
9Y	4.145	4.21	6x9	2.82	2.87	USD/PLN	3.1499
10Y	4.165	4.22	9x12	2.96	3.01	CHF/PLN	3.3963

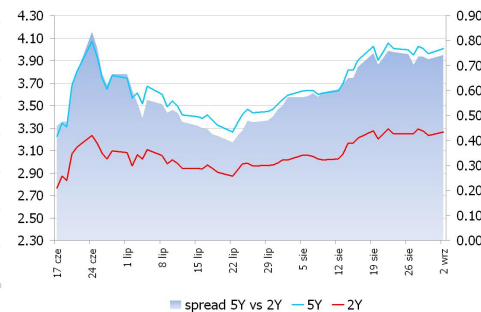
WIBOR 3M i 1Y



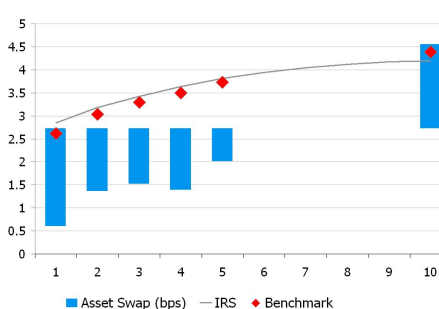
WIBOR 3M i stawki FRA



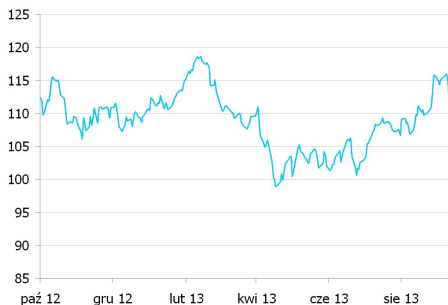
IRS 5Y i 2Y



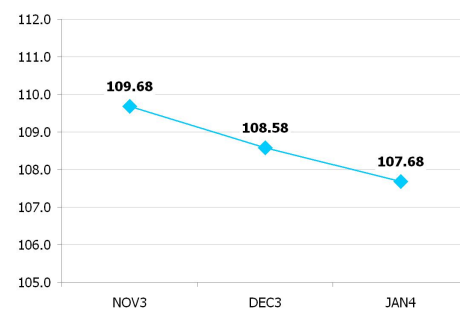
Asset swap i IRS



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 OBROTCIE 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 MIĘDZYPANOWEGO 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.