



## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP r/r	Wrzesień	-	3,6%	3,8%
POL	14:00	Zatrudnienie w s. przeds. r/r	Wrzesień	<b>3,9%</b>	4,0%	4,2%
POL	14:00	Płace w s. przeds. r/r	Wrzesień	<b>10,5%</b>	10,8%	9,7%
USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	Wrzesień	-	-0,6%	-0,3%
USA	20:30	Beżowa Księga	-	-	-	-

## Makroekonomia

### Dziś dane o płacach i zatrudnieniu

Dane zostaną opublikowane o 14:00 przez GUS. **Oczekujemy, że dynamika płac wzrosła we wrześniu z 9,7% r/r do 10,5%**. U podstaw wzrostu wskaźnika rocznego leży efekt bazy z 2007 roku oraz nieco wyższej aktywności gospodarczej we wrześniu. **Z kolei dynamika zatrudnienia prawdopodobnie spadła we wrześniu z 4,2% do 3,9%**. Prognozę tę wspieramy badaniami koniunktury: kontynuacją spadków wskaźników zatrudnienia w tempie notowanym w poprzednim miesiącu (poprawa w pośrednictwie finansowym i hotelarstwie, dużo gorzej w transporcie).

### Wrześniowa inflacja wyższa od oczekiwań

We wrześniu roczny wskaźnik inflacji spadł do 4,5% z 4,8% zanotowanych w sierpniu (konsensus prognoz wynosił 4,4%). Zasadniczym powodem rozminięcia się prognoz z realizacją okazał się znaczny wzrost cen w kategorii edukacja oraz cen nośników energii. Czynniki te przyczyniły się również do znacznego wzrostu inflacji bazowej. **Inflacja bazowa netto według naszych szacunków wzrosła z 4,0 do 4,3%. Nowa miara inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła z 2,7 do 2,9%**. Niższy niż wynikałoby z wzorca sezonowego okazał się jednak wzrost cen żywności (0,6% m/m), znaczny spadek zanotowano w kategorii paliwa (2,6% m/m). W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego spadku inflacji CPI (wskazujemy tu na silne efekty bazowe z 2007 roku, trend spadkowy na rynku paliw i względną stabilizację cen żywności). W kolejnych miesiącach wskaźniki inflacji bazowej powinny utrzymywać się na podwyższonym poziomie, na co wpływ będą miały przede wszystkim zapowiadane podwyżki cen energii (gaz i energia elektryczna). **Ze względu na dynamicznie zmieniające się otoczenie makroekonomiczne (znaczne obniżenie ścieżki wzrostu gospodarczego) oraz spadek inflacji odczuwalnej ryzyko efektów drugiej rundy będzie maleć.**

Wczorajsze dane właśnie z powodu dynamicznych zmian w gospodarce oraz na rynkach finansowych mają znaczenie raczej historyczne. Spodziewamy się, że oczekiwania rynku kształtowane będą w większym stopniu przez ścieżkę nowej projekcji inflacyjnej. Oczekujemy, że nowa projekcja będzie przebiegała znacznie poniżej projekcji z czerwca, co

*Uważamy, że spowolnienie gospodarcze (w całej Europie) oraz dalsze obniżki stóp ECB skutkować będą istotnym poluzowaniem polityki monetarnej w Polsce. Skala poluzowania to co najmniej 100pb w 2009 roku.*

w przyszłości powinno przełożyć się na obniżki stóp procentowych. **Podtrzymujemy naszą ocenę, że prawdopodobieństwo obniżek stóp jeszcze w tym roku wynosi około 50%. Czynnikiem przeciw szybkiej obniżce jest zmienność złotego** – ostatnie wydarzenia wskazują, że ciężka do przewidzenia byłaby skala jego ewentualna osłabienia na wypadek rychłej obniżki stóp... oraz wyższa bieżąca inflacja bazowa.

Przy okazji wczorajszej publikacji inflacji doszło do doprecyzowania poglądów **S. Owsiaaka**. Jego zdaniem w perspektywie 4-5 miesięcy nie ma potrzeby zmian stóp procentowych a z obniżkami nie należy się spieszyć głównie w kontekście planów przyjęcia euro.

Uważamy, że spowolnienie gospodarcze (w całej Europie) oraz dalsze obniżki stóp ECB skutkować będą istotnym poluzowaniem polityki monetarnej w Polsce. Skala poluzowania to co najmniej 100pb w 2009 roku.

## **Podaż pieniądza zgodna z oczekiwaniami**

We wrześniu podaż pieniądza M3 wzrosła o 0,1% m/m (17,1% r/r, poprzednio 16,8% r/r), zgodnie z oczekiwaniami analityków. Wraz z publikacją danych silnie skorygowano dane za poprzedni miesiąc, co zniekształca roczną dynamikę tej kategorii (bez rewizji danych sięgnęłaby ona tylko 16,9% r/r).

Za utrzymywanie się wysokiego tempa wzrostu masy pieniądza odpowiada wciąż silny wzrost depozytów gospodarstw domowych (0,8% m/m i 23,9% r/r), napędzany umorzeniami środków z funduszy inwestycyjnych (zjawisko to przybierze prawdopodobnie jeszcze bardziej na sile w październiku). **Widoczny był również wzrost, zwłaszcza w ujęciu m/m, depozytów przedsiębiorstw (o 2,3%, w ujęciu rocznym to tylko 6,7%), co może wskazywać na ograniczenie przez firmy wydatków inwestycyjnych.**

Spadek w liczbach bezwzględnych odnotowały depozyty niemonetarnych instytucji finansowych (do tej grupy zaliczają się m.in. fundusze inwestycyjne, przypomnijmy wysokie, ujemne saldo wpłat i umorzeń we wrześniu) oraz pozycja „pozostałe”, na której ujmowane są m.in. transakcje repo. Co ciekawe, nieznacznie spadła wielkość gotówki w obiegu (co spowodowało spadek rocznej dynamiki do 8,9% r/r). Naszym zdaniem, październik przyniesie zdecydowane odwrócenie tej tendencji.

Po stronie czynników kreacji pieniądza obserwowaliśmy stabilizację dynamiki kredytu dla przedsiębiorstw (24,4% r/r, poprzednio 25,2% r/r) oraz pewne **przyspieszenie wzrostu kredytu dla gospodarstw domowych (33,4% r/r, poprzednio 31,5% r/r). Naszym zdaniem wyższa dynamika tej ostatniej kategorii to raczej statystyczny efekt, wynikający ze wzrostu wartości zobowiązań gospodarstw domowych denominowanych w walutach obcych** (we wrześniu obserwowaliśmy kontynuację osłabienia złotego).

## **Mocny spadek indeksu ZEW**

Indeks ZEW dla gospodarki niemieckiej obniżył się wczoraj o 21,9 pkt. do poziomu -63 pkt. Tym samym przerwany został trzymiesięczny okres wzrostu indeksu oczekiwań.

Jako, że respondenci na pytania dotyczące indeksu wywodzą się głównie z branży finansowej, bardzo dużemu spadkowi optymizmu trudno się dziwić, szczególnie że na przełomie września i października doszło do intensyfikacji zjawiska credit crunch (Instytut ZEW podał, że podobna ankieta przeprowadzona po ogłoszeniu planu ratunkowego dla banków przez niemiecki rząd nie przyniosła już tak dużego spadku indeksu). **Ankietowani w coraz większym stopniu obawiają się przełożenia kryzysu płynnościowego na sferę realną gospodarki, jednak dokładniejsza ocena tego zjawiska może być przeprowadzona przez przedsiębiorców – stąd też pilnie śledzony będzie indeks Ifo.**

### Posiedzenie RPP, 29. października

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	<b>0%</b>
Stopy bez zmian	<b>80%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>20%</b>

\* OIS – Overnight Index Swap

### Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, USc)

Kontrakt	Ask	Zmiana
<b>NOV8</b>	<b>7420</b>	<b>-33</b>
<b>DEC8</b>	<b>7588</b>	<b>-49</b>
<b>JAN9</b>	<b>7806</b>	<b>-6</b>

Data: 08-10-15  
Godzina: 7:51:07

### Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5484	2,6029

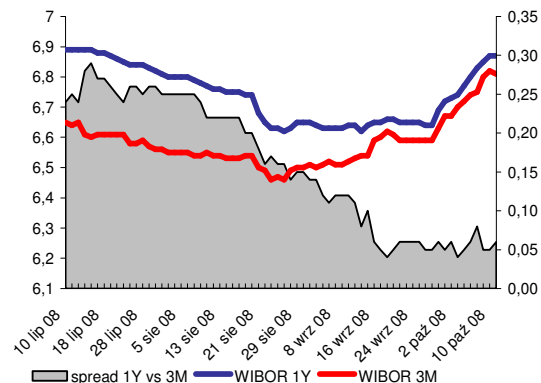
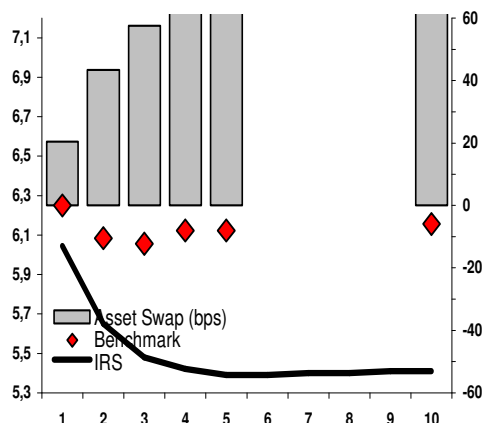
EUR/USD 1,3620 EUR/JPY 139,21 EUR/PLN 3,4790 USD/PLN 2,5525

Wczorajszy dzień raczej neutralny dla kursu EUR/USD, który po okresie względnie dużej zmienności powrócił w okolice otwarcia. Dolar tracił w początkowych godzinach handlu względem euro, po czym doszło do nadrobienia strat po wyjątkowo niskim odczycie indeksu ZEW dla gospodarki niemieckiej. W czasie sesji amerykańskiej nieco mniejszy optymizm na parkietach giełdowych, co odbiło się także na obniżeniu ceny ropy naftowej; J. Yellen z Fed otwarcie wypowiedziała się, że USA znajdują się obecnie w stanie recesji. Ministerstwo Skarbu zapowiedziało początek realizacji pierwszej fazy planu Paulsona – dekapitalizowanie instytucji finansowych w kwocie 250 mld USD. Dzisiejsze publikacje (w tym wyniki sprzedaży detalicznej w USA oraz Beżowa Księga) powinny raczej wspierać walutę strefy euro.

Złoty umacniał się już w pierwszych godzinach handlu za sprawą spadków kursu dolara. Po publikacji inflacji CPI (wyższej od konsensusu rynkowego oraz wcześniejszej prognozy MinFin) doszło do dalszego umocnienia krajowej waluty. Po dzisiejszym dość spokojnym otwarciu kurs EUR/PLN zaczął znowu szybko się podnosić ponad 3,50 – podobnie zachowuje się EUR/HUF. Po raz kolejny jesteśmy świadkami powrotu awersji do ryzyka.

## Rynek stopy procentowej, Złoty

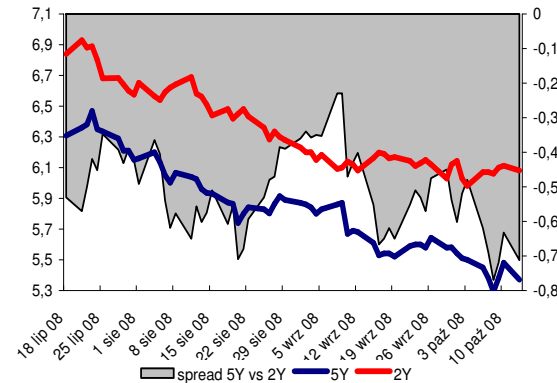
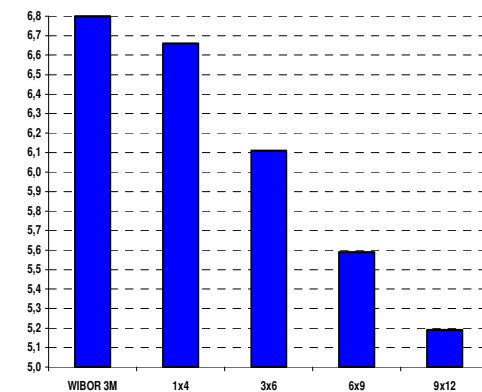
IRS	BID	ASK
1Y	6,02	6,07
2Y	5,61	5,69
3Y	5,46	5,50
4Y	5,38	5,46
5Y	5,37	5,41
6Y	5,37	5,41
7Y	5,36	5,44
8Y	5,38	5,42
9Y	5,37	5,45
10Y	5,39	5,43



depo	BID	ASK
ON	5,95	6,30
1M	6,27	6,57
3M	6,50	6,80

FRA	BID	ASK
1x2	6,41	6,46
1x4	6,62	6,66
3x6	6,07	6,11
6x9	5,55	5,59
9x12	5,15	5,19



### UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE 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 OPRAWOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO 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. AUTORZY OSWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRAWOWANIA, 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 OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.