



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

Paulina Ziemińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.zieminaska@brebank.pl

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 829 90 34
artur.pluska@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		
19.09.2011 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sier	2.0	3.8	1.8	8.1
14:00	POL	PPI r/r (%)	sier	6.9	6.4	5.9	6.6
20.09.2011 WTOREK							
11:00	GER	Indeks koniunktury ZEW	wrz		-45.0	-37.6	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sier	2.4	2.4	2.4	
14:30	USA	Housing starts (SAAR tys.)	sier		590	604	
14:30	USA	Housing permits (SAAR tys.)	sier		590	601	
21.09.2011 ŚRODA							
16:00	USA	Existing home sales (SAAR mln)	sier		4.75	4.67	
20:15	USA	Decyzja FOMC (%)	wrz		0.25	0.25	
22.09.2011 CZWARTEK							
9:30	GER	PMI w przemyśle (pkt)	sier		50.5	50.9	
9:30	GER	PMI w usługach (pkt)	sier		50.5	51.1	
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	sier		48.5	49.0	
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt)	sier		51.0	51.5	
11:00	GER	Indeks koniunktury ZEW (pkt)	sier		-45.0	-37.6	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	17.09		420	428	
23.09.2011 PIĄTEK							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	sier	6.1	8.9	8.2	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	sier	11.6	11.6	11.7	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** NBP ogłosi inflację bazową. Zgodnie z naszą prognozą oczekiwaliśmy stabilnej inflacji, ale po ostatnim odczycie CPI należałoby się spodziewać jej wzrostu do 2,7% głównie za sprawą wzrostu cen w kategorii łączność.
- **Gospodarka globalna.** Zza oceanu poznamy dane z rynku nieruchomości: liczbę nowo-rozpoczętych budów oraz wydanych pozwoleń na budowę. Oczekujemy kolejnych słabych odczytów w obu kategoriach zgodnie ze scenariuszem słabnącej aktywności sektora budowlanego w gospodarce amerykańskiej.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

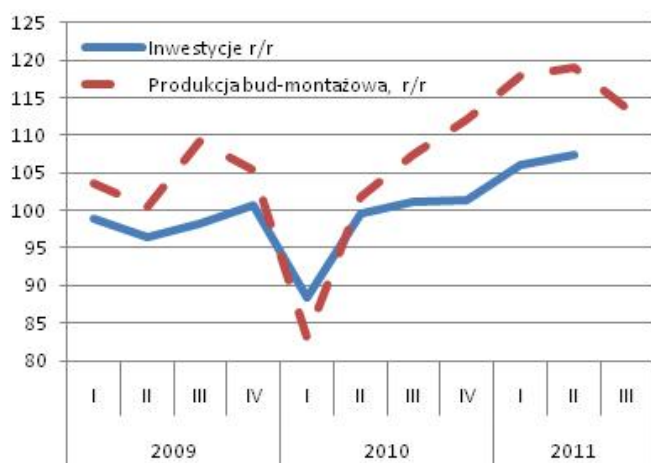
- Agencja SP obniżyła rating Włoch z A+ do A.
- Do tej pory BGK wymienił, bezpośrednio na rynku walutowym, mniej niż połowę dostępnych środków z Unii Europejskiej na ten rok, akumulując euro na IV kwartał.
- Rostowski (MinFin): Jest absolutnie konieczne, aby porozumienie z 21 lipca br. zostało wdrożone. Musimy wiedzieć, że jeśli nie będzie wdrożone, to turbulencje, które widzimy we wrześniu będą się wydawały małymi szokami. To spowolnienie, które widzimy w gospodarce realnej, trochę na świecie, a już widoczne w Europie, to spowolnienie wynika z kryzysu finansów publicznych w strefie euro.
- Bundesbank (Niemcy): Po wyraźnym spowolnieniu wzrostu gospodarczego w Niemczech w drugim kwartale 2011 r., gospodarka tego kraju mocno przyspieszy w trzecim kwartale. Perspektywa stała się mniej czytelna, w porównaniu z wcześniejszymi oczekiwaniami, a niepewność wzrosła.
- USA: Barack Obama przedstawił plan redukcji deficytu budżetowego o ponad 4 biliony dolarów w ciągu 10 lat. 1,5 biliona z tej kwoty prezydent chce uzyskać przez podwyżki podatków.

Decyzja RPP (5.10.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.816	-0.037
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.945	-0.016
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.882	0.094
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Zaskakujący wzrost produkcji przemysłowej w sierpniu.

W sierpniu dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 8,1% r/r z 1,8% r/r zanotowanych w lipcu. Po wyeliminowaniu efektów związanych z różnicą w liczbie dni roboczych produkcja przemysłowa wzrosła o 5,4% r/r w porównaniu z 4,6% r/r zanotowanymi w lipcu.

Wzrost w ujęciu rocznym zanotowano w 25 z 34 sekcji, w tym dwucyfrowe dynamiki roczne zanotowano w sekcjach eksportowych, takich jak produkcja metali, produkcja urządzeń elektrycznych i mebli. Dane o produkcji za sierpień mocno kontrastują z rysującym się od kilku miesięcy trendem spadkowym związanym z globalnym osłabieniem wzrostu gospodarczego i hamowaniu gospodarki niemieckiej. Podkreślić jednak należy, że nie mamy zbyt wielu informacji (czy to na podstawie agregatów monetarnych, czy też wyników finansowych przedsiębiorstw, bądź wprost z kontaktów z nimi) potwierdzających wyraźne i gwałtowne pogorszenie koniunktury w polskiej gospodarce. Tendencje hamowania w gospodarce światowej i niemieckiej wydają się jednak na tyle silne, że w kolejnych miesiącach będą oddziaływać na obniżenie dynamiki polskiego przemysłu.



Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 10,8% wobec wzrostu o 16,4% w poprzednim miesiącu. Jak dotąd kwartalna średnia dynamika produkcji tego typu (III kwartał) wynosi 13,6%. Biorąc pod uwagę wysoką korelację z inwestycjami z rachunków narodowych, utrzymanie dynamiki inwestycji z drugiego kwartału wymaga aby inwestycje prywatne wydatnie przyspieszyły (mniej prawdopodobne przy obecnej niepewności), albo aby produkcja budowlano-montażowa we wrześniu zbliżyła się do 30% r/r (co również wydaje się mało prawdopodobne, chyba że faktycznie infrastruktura ruszy z kopyta tuż po wakacjach). W przeciwnym wypadku możemy zaobserwować coś w rodzaju załamania w cyklu inwestycyjnym, które będzie rozbieżne na czynniki pierwsze, aby odkryć jego naturę - przejściową, czy może strukturalną. Nie uprzedzając faktów, analiza od strony monetarnej (kredyty i depozyty przedsiębiorstw) żadnej katastrofy na razie nie zapowiada.

Ceny producentów przyspieszyły w sierpniu do 6,6% r/r z 5,9% przed miesiącem (brak rewizji). W skali miesięcznej, w przetwórstwie przemysłowym odnotowano wzrost o 0,5% (tyle samo w ujęciu bazowym). Warto zaznaczyć, że jest

to dolny przedział prognoz z naszymi modelami (0,6-1,1%). Co więcej, warto odnotować, że modele nieznacznie zawyżyły wzrosty - odmiennie niż w przypadku poprzednich epizodów osłabienia kursu walutowego w podobnej skali. Działają tym samym czynniki pozamodelowe, prawdopodobnie w postaci dużej konkurencji cenowej na coraz płytszym rynku. Co więcej, efekt kursowy może też działać pozytywnie dla przedsiębiorstw eksporterów, które również sprzedają na rynku krajowym; w przypadku niemożności doskonałej dyskryminacji cenowej, przy słabszym złotym również krajowi odbiorcy mogą zamawiać towary nieco taniej.

Pomimo zaskakujących, pozytywnych danych rynek zareagował jedynie niewielkim wzrostem rentowności obligacji na krótkim końcu i wzrostem stawek FRA. Złoty zignorował dane i osłabił się do euro. Wczorajsze dane zwiększają ryzyko kolejnych jastrzębich komentarzy ze strony RPP - lepsze dane ze sfery realnej oddalają dyskusję o poluzowaniu monetarnym. Obniżenie wzrostu gospodarczego powinno być jednak bardziej widoczne w kolejnych miesiącach, na co RPP, na początku 2012 roku zareaguje poluzowaniem monetarnym.

Możliwa podwyżka stóp na Węgrzech

Wczoraj byliśmy bombardowani analizami węgierskich analityków podkreślającymi możliwość interwencyjnej podwyżki stóp procentowych na dzisiejszym posiedzeniu węgierskiego banku centralnego. Podwyżka taka miałaby zwiększyć wiarygodność banku centralnego i polityki prowadzonej przez rząd (odpowiedź na możliwy wzrost inflacji po podwyżkach VATu), spowodować umocnienie HUF oraz zapewnić adekwatną premię za ryzyko dla inwestorów zagranicznych. Pamiętajmy, że historycznie polityka monetarna na Węgrzech była prowadzona właśnie w oparciu o adekwatność premii za ryzyko w lokalnych stopach, co było kluczowe również dla atrakcyjności tamtejszych obligacji. Ewentualna podwyżka stóp na Węgrzech miałaby istotny wpływ na polski rynek. W połączeniu z lepszymi wczorajszymi danymi o produkcji przemysłowej mogłaby skutkować istotnym przeszacowaniem oczekiwań co do ścieżki stóp NBP (mogłyby się pojawić wyraźne oczekiwania na dalsze podwyżki stóp) i wzrostem stawek na krótkim końcu krzywej dochodowości.



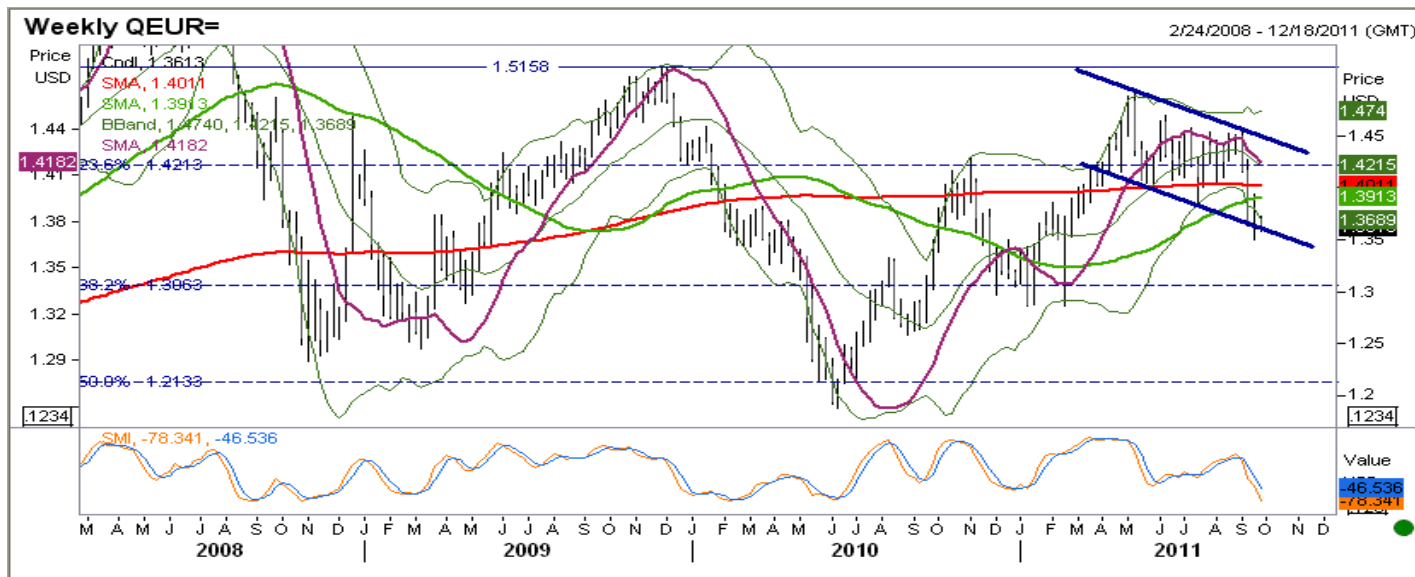
EURUSD fundamentalnie

EURUSD kontynuuje trend deprecjacyjny. Czynnikiem ciężącym na wycenie wspólnej waluty są wzrastające obawy przed bankructwem Grecji oraz dalszą eskalacją kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. W Europie nadal brakuje jednności i konsensusu odnośnie sposobu postępowania celem ratowania strefy euro przed kryzysem zadłużenia (ostatnie spotkanie EcoFin nie przyniosło żadnych konkretnych rozwiązań, poza jedynie ustaleniem sześciu-paku). Dziś emocje na rynku będą sięgać zenitu, a to z powodu przypadających na dziś płatności Grecji z tytułu obsługi swoich zobowiązań (rynek spodziewa się właśnie dzisiaj ogłoszenia niewypłacalności), co zbiega się z wygasaniem kontraktów CDS. Dodatkowo pojawiła się pogłoska o przygotowaniach Grecji do referendum narodowego w sprawie wstąpienia kraju ze strefy euro. Atmosferę jeszcze podsyca wczorajsza decyzja agencji ratingowej S&P, która obniżyła ocenę kredytową Włoch z A+ do A (z powodu wysokiego zadłużenia i pogarszających się perspektyw dla gospodarki). Dzisiejsze dane z amerykańskiego rynku nieruchomości prawdopodobnie pozostaną w cieniu.

EURUSD technicznie

Na EURUSD można łatwo wykreślić kanały deprecjacyjne zarówno w ujęciu dziennym, jak i tygodniowym. Stochastic na wykresie dziennym w spadkowym trendzie, korekta nawet nie dotknęła linii trendu. Cel można ustawić na 1,3063.

Wsparcie	Opór
1,3513	1,4021
1,3424	1,3747
1,3063	1,3680





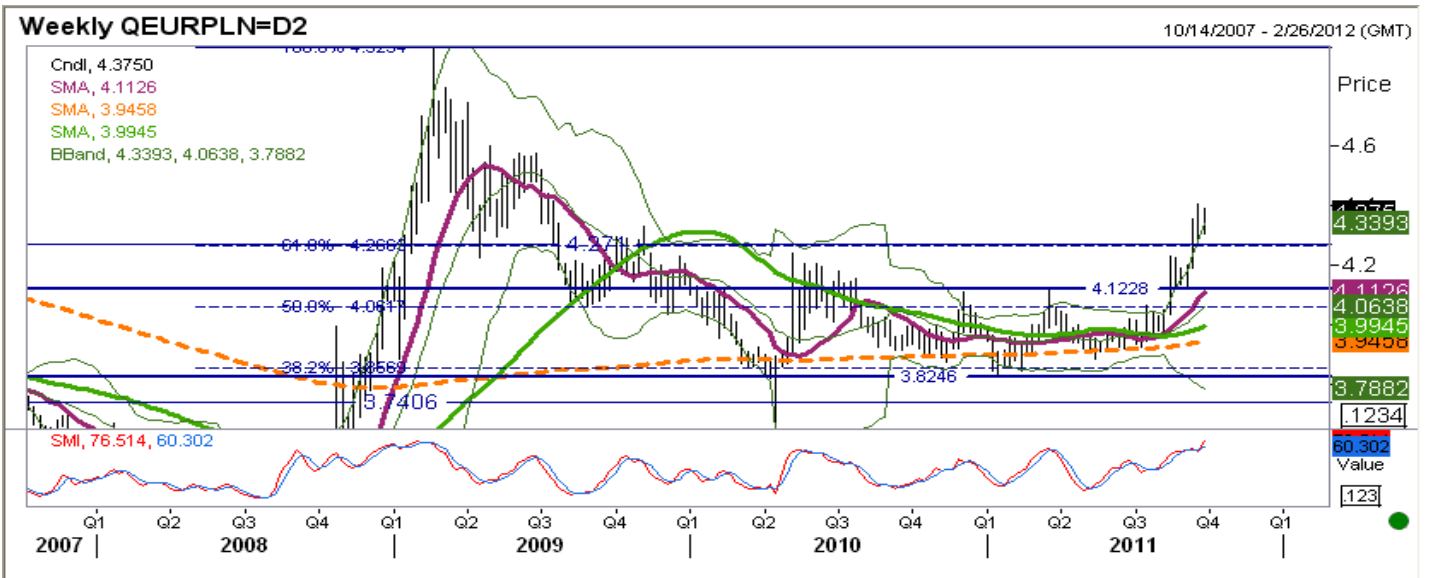
EURPLN fundamentalnie

Złoty słabszy. Od początku wczorajszej sesji złoty był pod wyraźną presją. Źródeł osłabienia waluty krajowej należałoby szukać w strefie euro i kryzysie zadłużeniowym. Złoty osłabił się z poziomu 4,3190 do powyżej 4,38 wobec euro. Lepsze dane o produkcji przemysłowej zostały zignorowane. Brak aktywności BGK na rynku i informacje o zachowaniu znacznej części środków w euro na aktywność w IV kw. również nie pomogły złotemu. Dziś kluczowe dane o niemieckim ZEW, decyzja węgierskiego banku centralnego oraz wydarzenia w Grecji. Złoty może kontynuować osłabianie wobec euro.

EURPLN technicznie

Wzrostowy układ średnich i wyraźny kanał deprecjacyjny to czynniki przemawiające za dalszym osłabianiem złotego. Niemniej jednak na Stochastic (wykres dzienny) rysuje się pozytywna dla złotego dywergencja, co w połączeniu z dużym wykupieniem na wstępie Bollingera sugeruje możliwość przynajmniej głębszej korekty. Kluczowe dla możliwości ruchu w dół będzie złamanie 4,2665 (61,8% Fibo); do tego czasu perspektywa negatywna.

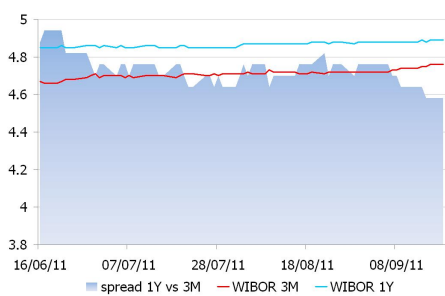
Wsparcie	Opór
4,3386	4,5750
4,3181	4,4786
4,2665	4,4118



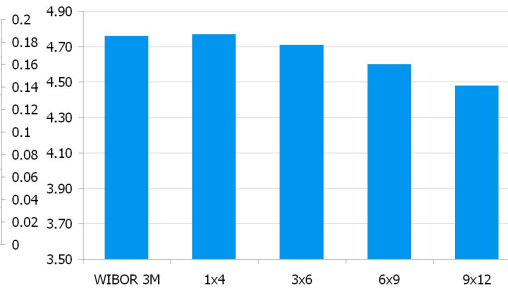


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.6553	4.71	ON	4.0	4.3	EUR/PLN	4.3513
2Y	4.6303	4.68	1M	4.4	4.6	USD/PLN	3.1867
3Y	4.6753	4.73	3M	4.6	4.8	CHF/PLN	3.6076
4Y	4.7453	4.80					
5Y	4.83	4.88	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.89	4.95	1x2	4.60	4.65	EUR/USD	1.3672
7Y	4.9403	4.99	1x4	4.71	4.77	EUR/JPY	104.70
8Y	4.9753	5.03	3x6	4.68	4.71	EUR/PLN	4.3653
9Y	5.0003	5.05	6x9	4.57	4.60	USD/PLN	3.1908
10Y	5.0153	5.07	9x12	4.45	4.48	CHF/PLN	3.6059

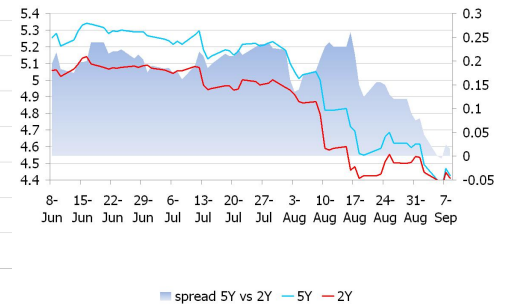
WIBOR 3M i 1Y



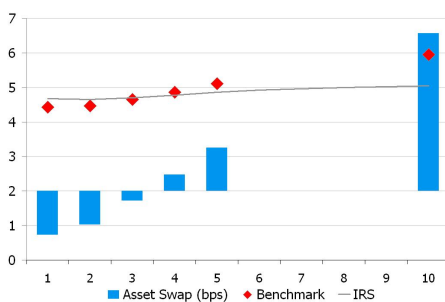
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



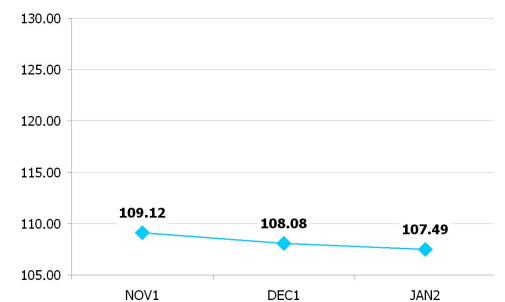
Asset swap i IRS



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 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. 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. DYSTRYBUJCA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.