



Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 83
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		
26.09.2011 PONIEDZIAŁEK							
10:00	GER	Indeks IFO	wrz		106.5	108.7	
16:00	USA	New home sales (tys. SAAR)	sier		295	298	
27.09.2011 WTOREK							
14:00	POL	Koniunktura konsumencka (GUS)					
15:00	USA	Case Shiller indeks cen domów r/r (%)	lip		-4.55	-4.52	
16:00	USA	Zaufanie kons. Cboard	wrz		46.2	44.5	
28.09.2011 ŚRODA							
9:00	GER	CPI flash m/m (%)	wrz		-0.1	0.0	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	sier		-0.4	4.1	
29.09.2011 CZWARTEK							
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów final (pkt)	wrz		-18.9	-18.9	
11:00	EUR	Koniunktura ESI (pkt)	wrz		96.0	98.3	
14:00	POL	Rachunek C/A (mln EUR)	II kw.			-3364	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	23.09		420	423	
14:30	USA	PKB preliminary (% SAAR)	II kw.		1.2	1.0	
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	sier		-1.7	-1.3	
30.09.2011 PIĄTEK							
11:00	EUR	HICP flash r/r (%)	wrz		2.5	2.5	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	wrz			4.2	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE r/r (%)	sier		1.7	1.6	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	sier		0.1	0.3	
14:30	USA	Wydatki konsumpcyjne m/m (%)	sier		0.2	0.8	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	wrz		55.5	56.5	
15:55	USA	Zaufanie kons. Umich flash (pkt)	wrz		57.8	57.8	

W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** W czwartek zostaną opublikowane przez NBP dane o bilansie płatniczym za II kwartał. Zgodnie z odczytami miesięcznymi należy spodziewać się poprawy salda rachunku bieżącego w odniesieniu do I kwartału. W piątek zaś NBP opublikuje oczekiwania inflacyjne, gdzie spodziewamy się wzrostu.
- **Gospodarka globalna.** Dziś zostaną opublikowane dane o sprzedaży nowych domów w USA oraz indeks IFO w Niemczech. Po zeszlotygodniowych mieszanych danych z rynku nieruchomości spodziewamy się kolejnego słabego odczytu. Odnośnie indeksu IFO oczekujemy trzeciego z rzędu spadku będącego pochodną tracącej właśnie momentum gospodarki niemieckiej oraz kryzysu zadłużeniowego strefy euro. W środę poznamy zamówienia na dobra trwałe w USA, gdzie spodziewany jest spadek, co byłoby to zgodne z hamującą sprzedażą detaliczną w związku ze wzrostem niepewności. W piątek m.in. inflacja bazowa PCE oraz wydatki konsumpcyjne i dochody osobiste amerykańców. Oczekujemy nieznacznego wzrostu inflacji PCE, a w przypadku wydatków i dochodów spodziewamy się spadku z uwagi na wciąż nienajlepszą sytuację na rynku pracy oraz panującą niepewność.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **Belka (NBP):** NBP nie ma kursu docelowego, którego chce bronić. Celem polskiego banku centralnego jest to, aby ci, którzy grają na zniżkę złotego musieli uwzględnić w tej grze czynnik ryzyka. NBP w każdym momencie może znów wejść na rynek.
- **Radziwiłł (MinFin):** Sytuacja na rynku walutowym uzasadnia sprzedaż większej puli walut po korzystnym kursie, a ostatnia zmienność i osłabienie kursu złotego oraz rynku obligacji nie mają uzasadnienia w fundamentach polskiej gospodarki.
- **Tusk:** Osłabienie złotego ma charakter spekulacyjny, a rząd nie powinien się włączać do gry poprzez nieustanną interwencję na rynkach finansowych. Polska gromadzi środki, gdyby miało dojść do poważniejszych zagrożeń dla stabilności finansowej.
- **Wenizelos (Minister finansów Grecji):** Widzi trzy scenariusze rozwiązania kryzysu zadłużenia, w tym jeden zakładający kontrolowane bankructwo z 50-procentową redukcją dla posiadaczy obligacji.
- **Merkel (Niemcy):** Dopuszczenie do bankructwa Grecji zachwiałoby zaufaniem inwestorów do całej strefy euro i groziłoby rozprzestrzenieniem kryzysu na wszystkie państwa.

Decyzja RPP (5.10.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.715	-0.032
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.854	-0.048
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	6.115	-0.029
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Wspólna interwencja NBP i MF

W piątek w godzinach popołudniowych doszło do wspólnej interwencji MF i NBP na rynku walutowym oraz interwencji MF na rynku stopy procentowej. W pierwszej kolejności BGK kupował obligacje o dłuższych terminach zapadalności, parę chwil później pojawiły się pierwsze oferty sprzedaży EUR na rynku ze strony BGK (działającego z ramienia MF) oraz - co zdecydowanie rzadsze - oferty ze strony NBP. Skutkiem interwencji było spore spadki rentowności na 10Y (prawie figura w cenie w górę na niektórych papierach) oraz umocnienie złotego do EUR z 4,52 do 4,36 na koniec sesji. Interwencję można uznać tym samym za skuteczną.

Skupowanie obligacji przez BGK to przede wszystkim demonstracja siły przez MF (nadwyżka płynnościowa wynosi obecnie około 55mld zł) i czynnik destabilizujący ostatni kilkudniowy (lecz intensywny) trend sprzedaży obligacji 10Y przez zagranicznych inwestorów. Poprzez takie działanie MF daje do zrozumienia, że trzyma rękę na pulsie i nie dopuści do wzrostu kosztów finansowania długu, zwłaszcza przy tak dużej poduszce płynnościowej. Podobnie ukierunkowana była interwencja na rynku walutowym, zwłaszcza że zbiegła się ona z wcześniejszymi wypowiedziami prezesa Belki o istotnym odejściu kursu EURPLN od fundamentów polskiej gospodarki.

Uważamy, że jeszcze w czwartek "werbalna" interwencja prezesa NBP miała pozostać właśnie w takim wymiarze. Tymczasem w piątek warunki rynkowe uległy poprawie (oczekiwanie inwestorów na przyspieszenie prac nad ESM w strefie euro zaowocowało wzrostem rentowności bundów, coraz więcej mówi się także o przywróceniu nieograniczonego finansowania przez ECB na dłuższe terminy w ramach LTRO), co pozwoliło na zaburzenie gry spekulacyjnej na złotym stosunkowo niewielkim kosztem (rynkowe plotki sugerują, że łącznie wymieniono kwotę rzędu 1-2mld EUR).

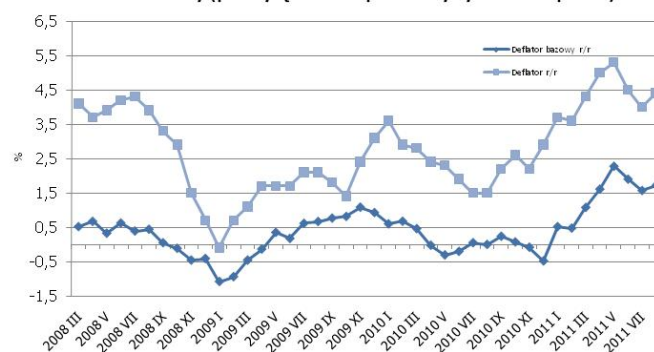
Uważamy, że NBP nie będzie bronił konkretnego poziomu kursu złotego (wbrew spekulacjom, że sprzedaż walut koordynowana jest z MF w celu nieprzekroczenia 55% poziomu długu publicznego do PKB, gdyż naszym zdaniem jest na to stanowczo za wcześnie), a piątkowe działania ukierunkowane były na "przeszkadzanie" inwestorom grającym z trendem osłabienia złotego. Naszym zdaniem interwencja nie jest wstępem do podwyżek stóp procentowych, gdyż polscy decydenci będą z pewnością dążyli do utrzymania różnic pomiędzy gospodarką polską i węgierską, gdzie kurs walutowy stał się narzędziem do walki z inflacją a stopy procentowe głównie elementem kompensującym wyższą premię za ryzyko. W takim kontekście nie możemy jednak wykluczyć dalszych interwencji walutowych (w arsenale NBP wciąż znajduje się około 70mld EUR aktywów rezerwowych a MF dysponuje około 6-7mld EUR środków europejskich), zwłaszcza że złoty obecnie znajduje się pod ciągłą presją z powodu niepewnej sytuacji w strefie euro (rynk wyceniają ryzyko w sposób binarny: albo rozpad strefy euro i eskalacja problemów sektora bankowego połączona z brakiem płynności i recesją, albo kontynuacja pomocy dla gospodarek peryferyjnych połączona ewentualnie z kontrolowaną niewypłacalnością Grecji połączoną z rekapitalizacją banków) a także obniżenia momentum wzrostu polskiej i globalnej gospodarki (powtarzamy do znudzenia, że złoty jest przede wszystkim walutą cykliczną).

Niespodziewany wzrost sprzedaży detalicznej: 11,3% r/r

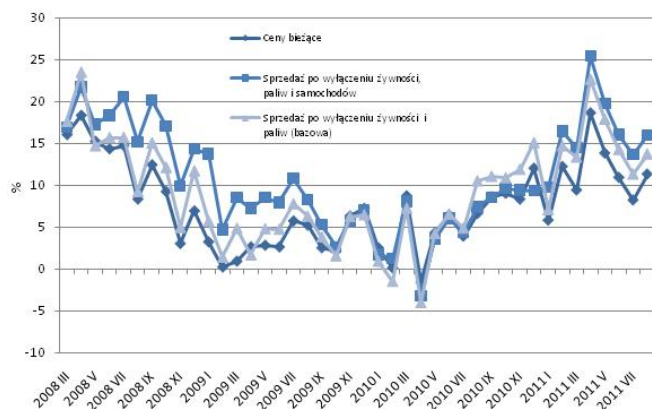
Sprzedaż detaliczna zaskoczyła w sierpniu pozytywnie - wzrost roczny wyniósł 11,3% po 8,2% zanotowanych w lipcu. W ujęciu miesięcznym sprzedaż wzrosła o 1,1%. Takie zachowanie agregatu może być traktowane jako korekta wcześniejszych 3-miesięcznych spadków - tym bardziej, że dotyczy także agregatów po wyłączeniu żywności i paliw oraz żywności, paliw i samochodów, czyli kategorii „bazowych”.

Przechodząc do analizy poszczególnych składowych - największą ważącą sprzedaż żywności wzrosła 4,4% r/r (-0,1% m/m, czyli nieznacznie powyżej wzorca sezonowego), znacznie powyżej wzorca sezonowego uplasowała się sprzedaż paliw (+17,1% r/r) oraz sprzedaż samochodów (+4,2% r/r). W kategoriach bazowych największą kontrybucję do zmian utrzymuje ciągle zmienna kategoria pozostałe - po spadkach w lipcu zanotowała ona silny wzrost 6,5% m/m. Nastąpiła także oczekiwana korekta w sprzedaży kategorii odzież/obuwie oraz meble/rtv/agd (odpowiednio -9,1% m/m, +1,2% m/m). Rozbicie danych nie potwierdza zatem bardzo pozytywnego wydźwięku odczytu headlinowego. Podtrzymujemy zatem naszą prognozę, że konsumpcja prywatna będzie się w kolejnych miesiącach obniżać ze względu na negatywny sentyment związany z sytuacją zadłużeniową w strefie euro, niepewną sytuacją na rynku pracy (patrz słabe dane o zatrudnieniu) oraz ciągle oddziałującym efekcie kursu CHFPLN na budżety konsumentów.

Deflator agregatu sprzedaży detalicznej oraz deflator bazowy (po wyłączeniu sprzedaży żywności i paliw)



Tradycyjnie policzyliśmy deflatory sprzedaży detalicznej. Ceny całej sprzedaży detalicznej wzrosły w sierpniu o 4,4%. Przyspieszenie cen obserwowane jest także na kategorii bazowej, co może sugerować, że również ceny po wyłączeniu łączności, która wygenerowała nagły skok inflacji bazowej, mogą uporczywie utrzymywać się wysoko.

Roczna dynamika sprzedaży detalicznej


Lepsze dane o sprzedaży detalicznej następujące po niespodziewanym wzroście produkcji przemysłowej w sierpniu wskazują na ciągle stosunkowo silną sferę realną polskiej gospodarki, co w kontekście wyższego odczytu CPI i słabego złotego nie pozwoli na złagodzenie retoryki NBP (zwłaszcza w kontekście przeprowadzonej interwencji walutowej). O ile jednak inflacja do końca roku utrzyma się na wysokim poziomie, widoczne w nadchodzących miesiącach obniżenie wzrostu gospodarczego, spadek produkcji i sprzedaży detalicznej, a przede wszystkim niepewna sytuacja w strefie euro są zdolne zasiać ziarno niepewności w szeregach RPP. Spadek inflacji w nowym roku połączony z poluzowaniem polityki pieniężnej EBC stworzy na początku przyszłego roku dogodny moment do obniżek stóp procentowych, który stosunkowo gołębia Rada będzie starała się wykorzystać.



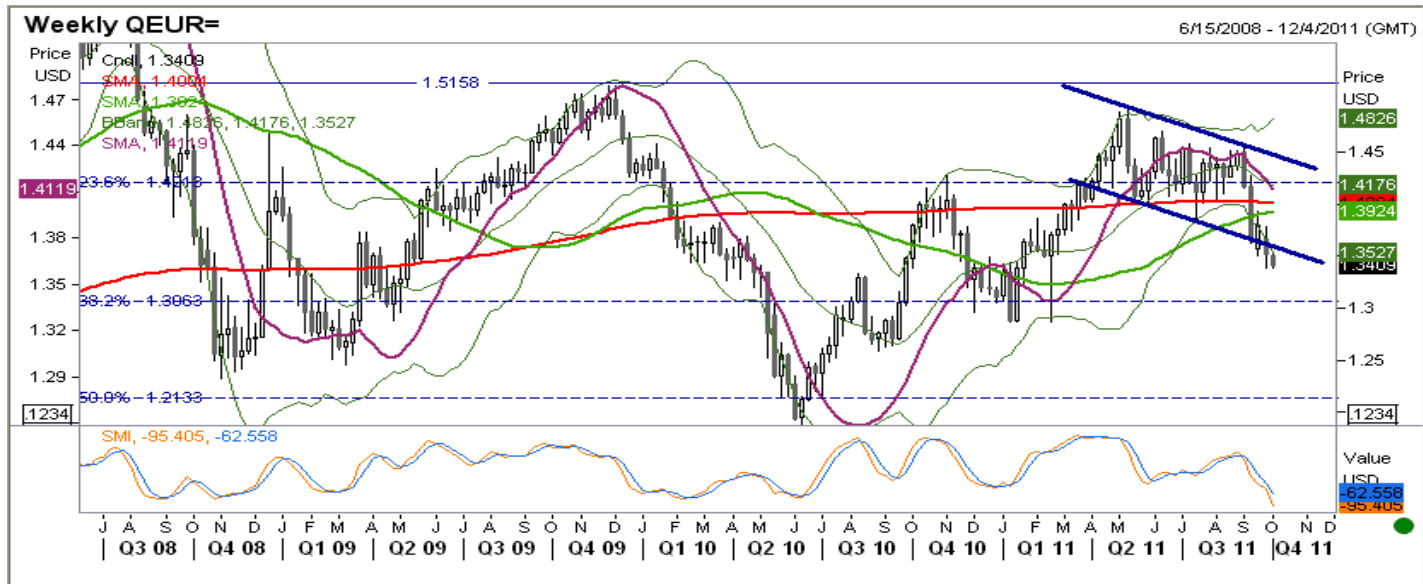
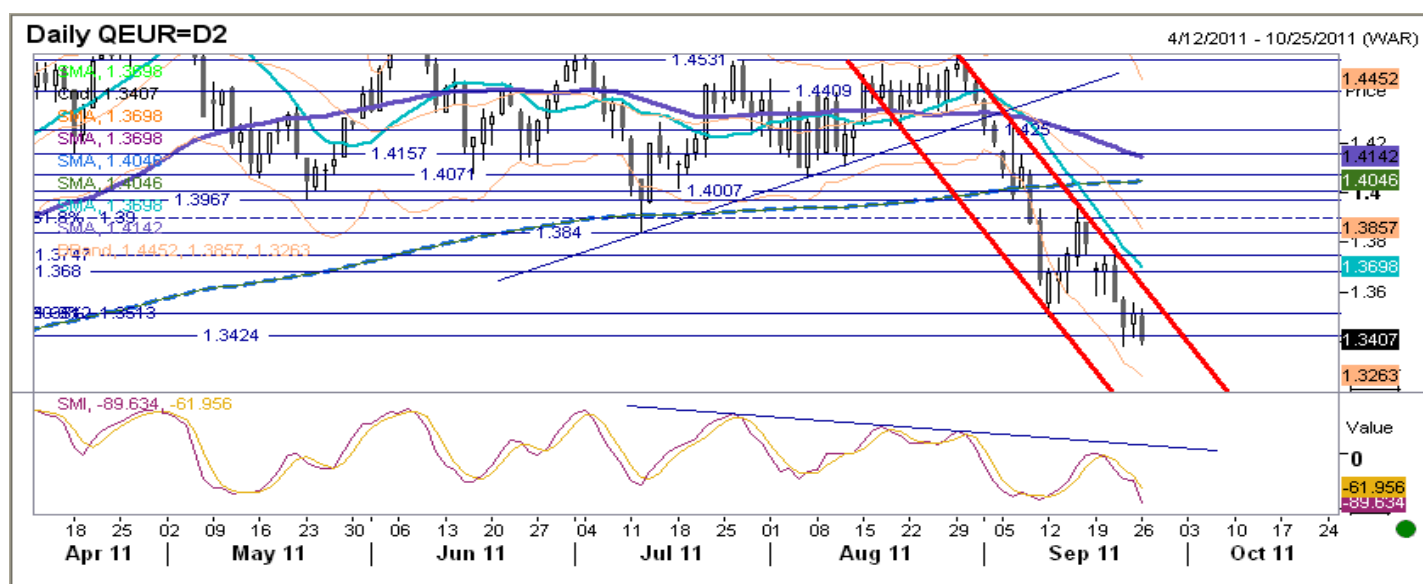
EURUSD fundamentalnie

EUR w piątek nieco odreagowało. Kurs nadal był pod wpływem negatywnych nastrojów na globalnych rynkach finansowych głównie w związku z obawami o bankructwo Grecji. Nienajlepiej na nastroje wpłynęła informacja o obniżeniu ratingu greckim bankom przez agencję Moody's. Wspólnej walucie natomiast nieco pomogła informacja, że EBC wznowia 12-miesięczne linie kredytowe dla banków europejskich. Z kolei spotkanie G20 w Waszyngtonie nie przyniosło specjalnie nic nowego, żadnych zdecydowanych rozstrzygnięć. Lagarde jedynie zapewniła, że IMF dysponuje dużym kapitałem pomocowym, ale w razie eskalacji kryzysu ten kapitał może być niewystarczający. Dziś kurs nadal będzie pod wpływem negatywnych nastrojów. Wpływ może mieć publikowany indeks Ifo w Niemczech (duży spadek potwierdzi tendencje recesyjne). Spekulacje na temat kontynuacji pomocy dla Grecji (pojawiła się plotka, że ostateczna decyzja o kontynuacji pomocy może zostać podjęta później - coraz więcej spekuluje się jednak o kontrolowanym bankructwie) będą działać osłabiająco na kurs.

EURUSD technicznie

EURUSD potwierdza wybiecie z kanału deprecjacyjnego w dół na wykresie tygodniowym (baza close). Na wykresie dziennym notowania również w kanale deprecjacyjnym, niepokojąco blisko ostatnich minimów (1,3386), których złamanie pociągnie kurs w okolice 4,31 lub nawet niżej. Trend spadkowy na Stochasitc jest kontynuowany. Perspektywa negatywna z celem na wcześniej wymienionym poziomie.

Wsparcie	Opór
1,3386	1,3747
4,3100	1,3680
1,3063	1,3510-80





EURPLN fundamentalnie

Złoty względnie stabilny po interwencji mimo osłabienia na EURUSD. Dzisiejszy dzień będzie testem skuteczności piątkowej interwencji. Marek Belka sugeruje (Reuters), że interwencje będą miały charakter „losowy”. Zgadza się oczywiście, że NBP nie ma zamiaru bronić konkretnego poziomu kursu, tylko raczej przeszkadzać inwestorom grającym z trendem (zwłaszcza w okresach, kiedy z na rynku będą tylko oferty sprzedaży PLN). Nie uważamy również, że interwencja jest preludium do podwyżek stóp - takie rozwiązanie to ostateczność; na razie bank centralny nie chce w żadnym wypadku przypominać swoimi działaniami akcji węgierskiego banku centralnego. Zaznaczamy jednak, że złoty może nadal się osłabiać biorąc pod uwagę spowolnienie wzrostu w Polsce oraz napięcia w strefie euro.

EURPLN technicznie

Układ średnich wciąż w3zrostowy i mimo dużej korekty notowania wciąż znajdują się w kanale deprecyjnym. Testem dla notowań będzie poziom 4,33-34, gdzie zbiegają się lokalne maksimima z 2010 roku, średnia MA14 oraz dolne ograniczenie kanału. Dopiero po zamknięciu na bazie close poniżej tego poziomu można będzie myśleć o aprecjacji PLN. Z technicznego punktu widzenia obecne poziomy są wciąż bardzo dogodne dla budowania długich pozycji w EURPLN. Dostatecznym zniechęceniem dla inwestorów grających na osłabienie było zamknięcie poniżej 4,2665 (61,8% Fibo, wykres tygodniowy).

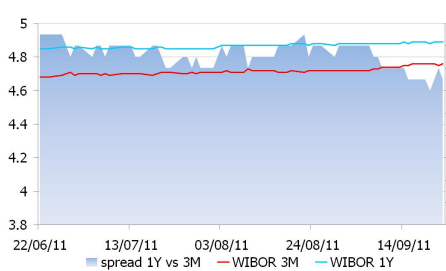
Wsparcie	Opór
4,33-34	4,5405-90
4,2685	4,5213
4,1600	4,4120



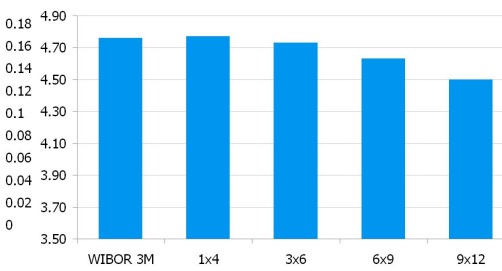


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.7005	4.75	ON	4.3	4.6	EUR/PLN	4.4900
2Y	4.7005	4.75	1M	4.4	4.6	USD/PLN	3.3171
3Y	4.7455	4.80	3M	4.6	4.8	CHF/PLN	3.6745
4Y	4.8105	4.86					
5Y	4.8955	4.95	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.9655	5.02	1x2	4.61	4.66	EUR/USD	1.3507
7Y	5.0155	5.07	1x4	4.72	4.77	EUR/JPY	103.34
8Y	5.0505	5.10	3x6	4.70	4.73	EUR/PLN	4.3798
9Y	5.0755	5.13	6x9	4.60	4.63	USD/PLN	3.2379
10Y	5.0955	5.15	9x12	4.45	4.50	CHF/PLN	3.5784

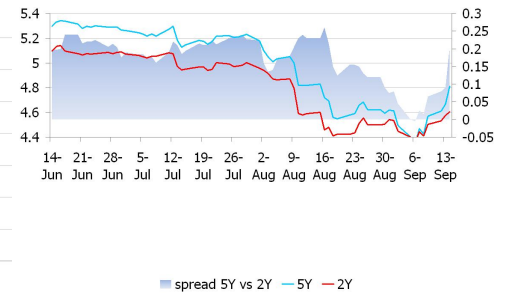
WIBOR 3M i 1Y



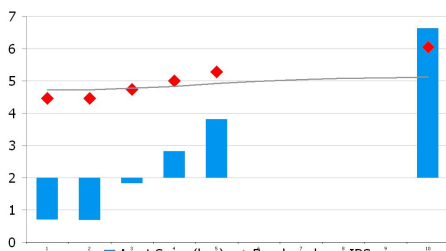
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



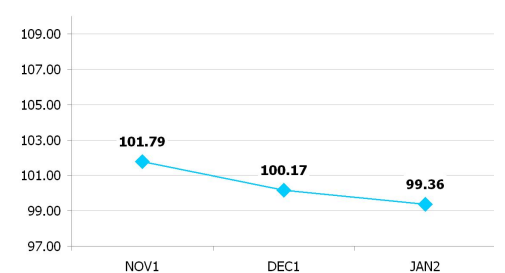
Asset swap i IRS



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.