



## 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.ziembinska@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		
<b>03.10.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
9:00	POL	PMI (pkt)	wrz	51.1		51.9	
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt)	wrz		50.0	50.0	
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	wrz		48.4	48.4	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	wrz		50.5	50.6	
<b>04.10.2011 WTOREK</b>							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sier		0.0	2.4	
<b>05.10.2011 ŚRODA</b>							
	POL	Decyzja RPP (%)	paź	4.5	4.5	4.5	
9:55	GER	PMI w usługach (pkt)	wrz		50.3	50.3	
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt)	wrz		49.1	49.1	
14:15	USA	Wskaźnik ADP (tys.)	wrz		70	91	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	wrz		53.0	53.3	
<b>06.10.2011 CZWARTEK</b>							
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sier		0.0	-2.8	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	paź		1.5	1.5	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	1.10		410.0	391.0	
<b>07.10.2011 PIĄTEK</b>							
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sier		-2.0	4.0	
14:30	USA	Non-farm payrolls (tys.)	wrz		50	0.0	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	wrz		9.1	9.1	

## W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** Dziś (9:00) zostanie opublikowany wskaźnik PMI w przemyśle. Oczekujemy dalszego spadku do poziomu 51,1 pkt w ślad za słabszymi wskaźnikami koniunktury w Niemczech oraz strefie euro (obecnie poniżej progu 50 pkt). Scenariusz ten jest wspierany spowolnieniem w przemyśle oraz słabymi indeksami sentymentu. W środę decyzja ws. stóp procentowych oraz konferencja RPP. Oczekujemy pozostawienia stóp na dotychczasowym poziomie. Ostatnie dane o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej wskazały na trwające jeszcze dość silne momentum w gospodarce. Istotnym czynnikiem wstrzymującym RPP przed zmianą nastawienia i obniżką stóp to zmienność oraz słaby kurs złotego.
- **Gospodarka globalna.** Dziś poznamy wskaźniki koniunktury w przemyśle Niemiec oraz strefy euro, a ponadto z USA wskaźnik ISM w przemyśle. Po silnych spadkach koniunktury spodziewamy się kolejnych słabych odczytów. W przypadku strefy euro wskaźniki wskazują na występowanie już recesji. Gospodarka Niemiecka natomiast z uwagi na swoją silną konkurencyjność powinna jej się oprzeć. Na ISM prawdopodobnie nieznaczne pogorszenie, co byłoby kolejnym sygnałem potwierdzającym, że gospodarka amerykańska zmierza ku recesji. We wtorek dane o zamówieniach w przemyśle amerykańskim, gdzie rynek spodziewa się braku zmian wobec poprzedniego miesiąca. W czwartek największa uwaga rynków będzie zwrócona na Europę, z uwagi na decyzję EBC ws stóp procentowych. Ogólny bilans ryzyk w strefie euro przemawia za obniżeniem stóp, o co ostatnio nawet MFW zaapelował. Słabe dane z poszczególnych gospodarek europejskich przemawiają za tym scenariuszem, ale ostatni odczyt inflacji jest silnym czynnikiem powstrzymującym. Sama Rada EBC ws stóp jest podzielona. To też będzie ostatnie posiedzenie Tricheta. W piątek przede wszystkim dane z amerykańskiego rynku pracy, gdzie spodziewane jest lekkie ożywienie w działach pozarolniczych, ale oczekiwana stopa bezrobocia bez zmian. Z Niemiec istotna będzie produkcja przemysłowa, spodziewany spadek, ale to z powodu czynnika jednorazowego.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Rostowski (MinFin): Dziś mamy zapewnione takie oszczędności w budżecie na ten i przyszły rok, że powinniśmy mieć nawet w sytuacji kryzysowej doprowadzić do zlikwidowania nadmiernego deficytu bez jakichkolwiek podwyżek podatków.
- NBP: Oczekiwana przez osoby prywatne średnia stopa inflacji w ciągu najbliższych 12 miesięcy wyniosła we wrześniu 3,8%, wobec 4,2% w sierpniu.
- Strefa euro: Inflacja w strefie euro wyniosła niespodziewanie we wrześniu 2011 r., w ujęciu r/r, aż 3,0%.

Decyzja RPP (5.10.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.949	0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.919	-0.028
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.938	-0.001
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		



## Inflacyjna niespodzianka w strefie euro

Inflacja w strefie euro przyspieszyła we wrześniu z 2,5% do 3,0%. Jako że jest to odczyt flash, nie znamy bezpośredniej przyczyny nagłego przyspieszenia procesów inflacyjnych, zwłaszcza że oczekiwania rynkowe opiewały na 2,6%. Biorąc pod uwagę poprzednie doświadczenia prognostyczne po zmianie metodologii liczenia elementów sezonowych koszyka inflacyjnego, naturalnym kandydatem na sprawcę niespodzianki jest kategoria "odzież i obuwie", która wykonała podobną woltę - tyle, że w przeciwnym kierunku - w czerwcu.

Odczyt inflacyjny niesie za sobą dwojakie konsekwencje. Po pierwsze, czujemy się w obecnej chwili dość komfortowo z relatywnie wysoką prognozą inflacji bazowej w Polsce za wrzesień (2,9% wobec konsensusu rynkowego 2,8%). Różnica pomiędzy naszą prognozą a konsensusem wynika głównie z założenia o wysokich wzrostach cen odzieży i obuwia (w Polsce są one tym bardziej prawdopodobne, że zmiana kolekcji na zimowo-jesienną zbiegła się ze znacznym osłabieniem kursu złotego).

Po drugie, choć na pierwszy rzut oka wysoka inflacja komplikuje najbliższe posiedzenie banku centralnego, nie wydaje nam się aby dzięki tej publikacji sposób myślenia członków Rady Gubernatorów został w jakikolwiek sposób zakłócony. Publikacja nie zmąciła również poglądu uczestników rynku (już od dobrego miesiąca kontrakt FRA 1x4 zaczyna powoli wyceniać obniżkę stóp procentowych). Wraz z dalszym hamowaniem gospodarki również inflacja powinna spadać i praktycznie nikt nie ma co do tego żadnych wątpliwości. Nie uważamy tym samym, że komunikat po czwartkowym posiedzeniu ECB zawierał będzie zmiany odnośnie perspektyw dla inflacji (pozostaną zbilansowane). Co więcej, można się nawet spodziewać, że Trichet odniesie się do znacznie większej niepewności i nieprzewidywalności w zakresie dynamiki PKB (tym samym negatywne ryzyka dla wzrostu zostaną przesunięte jeszcze bardziej w dół).

Czy jednak dojdzie w czwartek do obniżki stóp? Zdania na ten temat są podzielone w grupie decydentów ECB (Mersh powiedział nawet, że wyceniając obniżkę stóp procentowych uczestnicy rynku "zgubili północ na swoich kompasach"). Nie sposób także odmówić sensowności argumentacji, że obniżka nie rozwiąże problemów strukturalnych strefy euro (a nawet może je pogłębić); pamiętać należy również o „separation principle” stosowanej przez ECB - obecne napięcia mają charakter strukturalny i płynnościowy, na razie w mniejszej mierze cykliczny. Z drugiej strony, ostatnią kwestią jakiej obecnie pragnąłby ECB byłoby negatywne zaskakiwanie rynków finansowych. Stąd też - choć szybka obniżka nie ma większego sensu (potrzebna jest przede wszystkim płynność, czyli przywrócenie 12M LTRO oraz być może zawężenie korytarza między stopą główną a depozytową) - nie można jej też wykluczyć...







IRS	BID	ASK
1Y	4.717	4.75
2Y	4.6452	4.70
3Y	4.6753	4.73
4Y	4.7353	4.79
5Y	4.8153	4.87
6Y	4.8703	4.92
7Y	4.9103	4.96
8Y	4.9403	4.99
9Y	4.9653	5.02
10Y	4.9803	5.03

depo	BID	ASK
ON	4.2	4.5
1M	4.4	4.6
3M	4.6	4.8

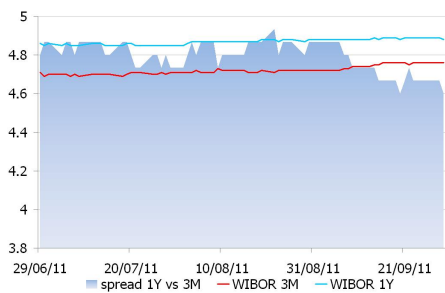
FRA	BID	ASK
1x2	4.60	4.65
1x4	4.72	4.78
3x6	4.71	4.74
6x9	4.59	4.62
9x12	4.47	4.53

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.4112
USD/PLN	3.2574
CHF/PLN	3.6165

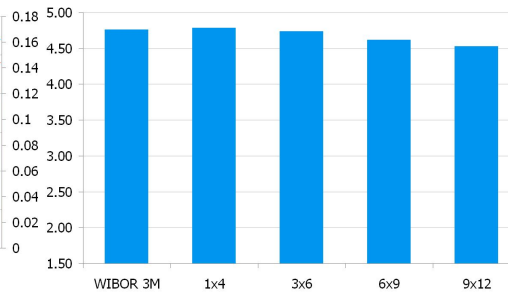
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3336
EUR/JPY	102.90
EUR/PLN	4.4255
USD/PLN	3.3161
CHF/PLN	3.6296

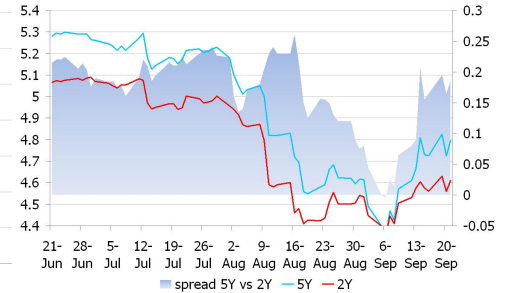
WIBOR 3M i 1Y



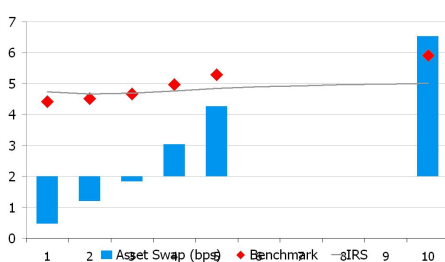
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



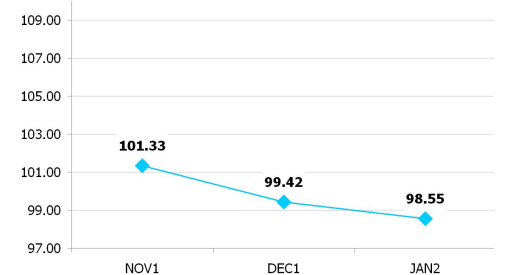
Asset swap i IRS



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.