



## 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 22 526 70 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	50.2
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt)	wrz		50.0	50.0	50.3
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	wrz		48.4	48.4	48.5
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	wrz		50.5	50.6	51.6
<b>04.10.2011 WTOREK</b>							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sier		0.0	2.1 (r)	-0.2
<b>05.10.2011 ŚRODA</b>							
	POL	Decyzja RPP (%)	paź	4.5	4.5	4.5	4.5
9:55	GER	PMI w usługach (pkt)	wrz		50.3	50.3	49.7
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt)	wrz		49.1	49.1	48.8
14:15	USA	Wskaźnik ADP (tys.)	wrz		75	89 (r)	91
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	wrz		52.8	53.3	53.0
<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	

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Decyzja zostanie ogłoszona o godzinie 13:45. Rynek jest podzielony w sprawie obniżek stóp procentowych (obniżka jest „prawie” wyceniona przez kontrakty FRA). Trudno się dziwić, jako że decydenci ECB również nie dają jasnego sygnału co do kształtu polityki pieniężnej w tak bliskiej przyszłości. Na razie wydaje się dominować pogląd, że szybka obniżka stóp procentowych nie zmieni problemów strukturalnych strefy euro, a do łagodzenia napięć na rynku międzybankowym lepiej pasują operacje płynnościowe (nowe 12-miesięczne LTRO, być może zawężenie korytarza między stopami ECB). Podzielamy to zdanie, jednak granie przeciwko rynkowi to ostatnia rzecz, której ECB pragnąłby w obecnym momencie. Stąd też uważamy, że obniżka jest możliwa. Scenariuszem minimum pozostaje wznowienie 12-miesięcznych przetargów (12M LTRO) oraz zawężenie korytarza między stopami. Scenariusz maksimum to ww. działania plus obniżka głównej stopy ECB o 25pb.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka (NBP): Możliwe są dalsze operacje sprzedaży walut za złote.
- Chojna-Duch (RPP): Wzrost gospodarczy w tym roku oscyluje wokół poziomu 4,0%, a w przyszłym nieuniknione jest spowolnienie, jednak, w zależności od rozwoju sytuacji w strefie euro, możliwa jest sytuacja, w której utrzymany zostanie dość wysoki poziom wzrostu PKB, niewykluczone, że 3,5%.
- Rostowski: MinFin będzie od czasu do czasu wymieniało środki z Unii Europejskiej na rynku walutowym po cenach, jakie resort uzna za dogodne.
- Rostowski: Rząd planuje zrównoważyć wynik sektora finansów publicznych w 2015 roku i utrzymać go przez trzy lata, co pozwoliłoby w 2018 roku obniżyć dług publiczny do 45% PKB.
- UE, MFW i EBC prawdopodobnie zarekomenduje przekazanie Grecji nowej transzy pomocy międzynarodowej, ale Ateny nie powinny traktować tego jako oczywistości, tylko najpierw wykazać, że przeprowadzą reformy.

Decyzja RPP (9.11.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.776	-0.005
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.884	-0.010
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.931	-0.060
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Stopa referencyjna bez zmian

Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopę referencyjną na niezmiennym poziomie 4,5%. W komunikacie zwrócono uwagę na osłabienie aktywności gospodarczej na świecie, spadek indeksów koniunktury w Polsce (pomimo lepszych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej), stagnację na rynku pracy oraz utrzymującą się na podwyższonym poziomie inflację (choć sierpniowy wzrost CPI do 4,3% wiązał się głównie ze wzrostem cen usług telekomunikacyjnych, to podobne poziomy utrzymują się będą w kolejnych miesiącach). Fragment komunikatu dotyczący kursu polityki pieniężnej nie został zneutralizowany - pozostało zdanie: „Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu”, co zostało zinterpretowane przez rynek jako stosunkowo jastrzębi komentarz (reakcja odzwierciedlona m.in. we wzroście stawek FRA). Taka retoryka uzasadniona jest przede wszystkim przeprowadzonymi w ostatnim czasie trzema interwencjami na rynku walutowym, których kontynuację zapowiedział prezes Belka podczas konferencji. Jednocześnie zwrócił uwagę, że NBP nie broni konkretnych poziomów złotego, a jedynie powstrzymuje działania spekulacyjne i uspokaja rynek walutowy. W ocenie Belki obecne poziomy kursu PLN odbiegają od fundamentów polskiej gospodarki i poziomów równowagi oraz utrudniają NBP kontrolę inflacji. W perspektywie kolejnych miesięcy ryzyko odpływu kapitału i wysoka inflacja wpłyną na utrzymanie podobnej stosunkowo jastrzębiej retoryki i oddadą perspektywę poluzowania monetarnego. Dopiero przyszły rok z niższą ze względu na efekty bazy inflacją (istotna będzie także nowa listopadowa projekcja NBP) oraz mniejszą zmiennością kursu złotego otworzy drogę do obniżek.

## Spowolnienie w sektorze usług strefy euro

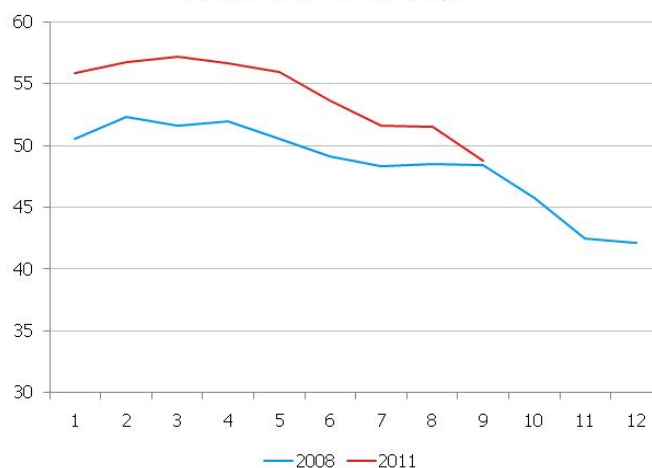
Finalny odczyt indeksu PMI w sektorze usług w strefie euro okazał się niższy od flaszowego o 0,3pkt. i spadł do poziomu 48,8pkt. (2,7pkt. niżej niż w sierpniu, co jest największym spadkiem od 31 miesięcy) - po raz pierwszy od września 2009r. poniżej granicznej wartości 50pkt. Podobnie indeks PMI composite spadł we wrześniu do 49,1pkt. z 50,7pkt. w sierpniu.



W sektorze usług za tak silny spadek odpowiedzialne są

przede wszystkim Hiszpania i Włochy, w Niemczech indeks po raz pierwszy od lipca 2009r. spadł poniżej 50pkt., zaś we Francji i Irlandii utrzymał się na poziomie powyżej granicznego (odpowiednio 51,5 i 51,3pkt). We wszystkich wymienionych krajach spadł także indeks oczekiwań (obok ilorazu zamówień do zapasów w sektorze przemysłowym traktowany często jako indikator przyszłych tendencji gospodarczych) - najsilniej i poniżej 50pkt. w Niemczech. Zatrudnienie w sektorze usług strefy euro wzrosło tylko (!) za sprawą Niemiec, jednak we Francji, Irlandii i Hiszpanii zmalało kolejny miesiąc z rzędu. Słabość popytu na usługi została odzwierciedlona przez pierwsze od stycznia obniżki ich cen. Podobnie jak dla sektora przemysłowego, tak i w usługach obserwowane od początku roku zachowanie indeksu PMI dla strefy euro (dla Niemiec obrazek jest podobny) wskazuje, że mamy do czynienia z podobnym kształtem krzywej jak w 2008r. - obecnie nawet w silniejszym trendzie spadkowym, podczas gdy w 2008r. nastąpiła eskalacja kryzysu.

strefa euro: PMI w usługach



We wrześniu po raz pierwszy od połowy 2009r. indeks PMI composite opisujący ogólny stan gospodarki europejskiej spadł poniżej 50 pkt. sygnalizując spowolnienie w obu sektorach - przemysłowym i usług. Sytuacja podobnie wygląda także w Niemczech, które dotąd traktowane były jak siła napędowa europejskiej gospodarki oraz katalizator oddziaływania jej negatywnych impulsów na Polskę. Spowolnienie wzrostu w strefie euro stało się faktem i z pewnością odbije się także na polskich danych. Prawdopodobnie dopiero rozwiązanie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro będzie sprzyjać odbiciu indeksów PMI dalej od granicznego poziomu 50pkt.



### EURUSD fundamentalnie

EUR w zasadzie bez zmian. Wczoraj była widoczna huśtawka na EURUSD. Zapowiedź agencji Moody's po wcześniejszym obniżeniu ratingu Włochom dalszych obniżek w krajach strefy euro nie miało istotnego wpływu. Słabe dane z gospodarek strefy euro oraz nieco lepsze dane z USA również bez istotnego wpływu. Wydaje się, że kurs chwilowo uodpornił się na tego typu dane oraz trwające polityczne zamieszanie wokół EFSF i dalszych działań zmierzających opanowaniu kryzysu zadłużeniowego. Wczorajsza informacja o prawdopodobnym zarekomendowaniu przez tzw. trojkę kolejnej wypłaty transzy pakietu pomocowego dla Grecji odbiła się bez specjalnego echa. Dzisiaj kurs zapewne zareaguje na decyzję oraz komunikat EBC. Jeśli ECB nie obniży w czwartek stóp procentowych, może zostać wygenerowany solidny potencjał do kilkupunktowej korekty w górę.

### EURUSD technicznie

Kurs zawrócił tuż przed Fibo (1,3126), dotarł do górnego ograniczenia kanału, a wczoraj je przebił. NA Stochastic rysuje się wyraźna dywergencja, co sugerowałoby że w najbliższym czasie należałoby oczekiwać kontynuacji korekty w górę. Przebicie 1,3680 neutralizuje perspektywę dla EUR a 1,3900 zmienia na pozytywną. Analizy z wykresu dziennego nie potwierdza wykres tygodniowy, co przesądza o lokalnym zasięgu korekty.

Wsparcie	Opór
1,3126	1,3680
1,2865	1,3513
1,2647	1,3364





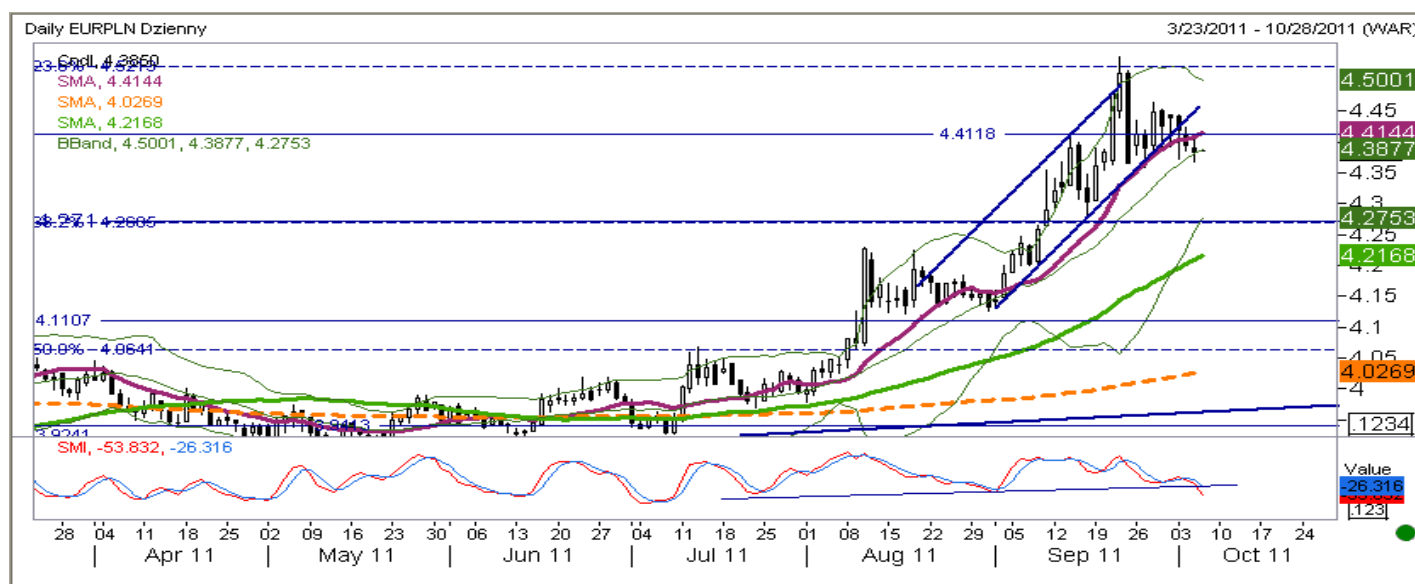
### EURPLN fundamentalnie

Złoty silniejszy. Złotemu pomogło przede wszystkim utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Pozytywny dla złotego był również komentarz po posiedzeniu, gdzie utrzymano stosunkowo jastrzębią retorykę (spójną z przeprowadzanymi interwencjami NBP) oraz zapowiedziano kontynuację sprzedaży walut na rynku walutowym. Z drugiej strony osłabiająco działają zbliżające się wybory. Interwencje NBP i jej słabe skutki mogą w dalszej perspektywie zachęcać do testowania kolejnych poziomów oporu na EURPLN.

### EURPLN technicznie

Kurs wcześniej przebił dolne ograniczenie kanału deprecjacyjnego, a następnie średnią ruchomą MA14. Stochastic potwierdza, że panujący trend jest wzrostowy. Czynniki techniczne będą obecnie na drugim planie. Kurs utrzymywany jest w konsolidacji przez interwencje NBP. Uważamy, że przebicie 4,3600 (dużo zleceń S/L) przy interwencji wygenerowałoby potencjał do zejścia kursu do nawet do 4,2685.

Wsparcie	Opór
4,3723	4,5213
4,3600	4,4500
4,2685	4,4144





IRS	BID	ASK
1Y	4.6852	4.74
2Y	4.5853	4.64
3Y	4.6102	4.66
4Y	4.6753	4.73
5Y	4.7603	4.81
6Y	4.8203	4.87
7Y	4.8653	4.92
8Y	4.9003	4.95
9Y	4.9253	4.98
10Y	4.9403	4.99

depo	BID	ASK
ON	4.3	4.4
1M	4.5	4.6
3M	4.5	4.7

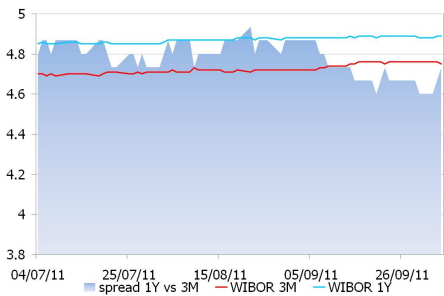
FRA	BID	ASK
1x2	4.61	4.66
1x4	4.71	4.77
3x6	4.70	4.73
6x9	4.58	4.61
9x12	4.46	4.52

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3918
USD/PLN	3.2966
CHF/PLN	3.5794

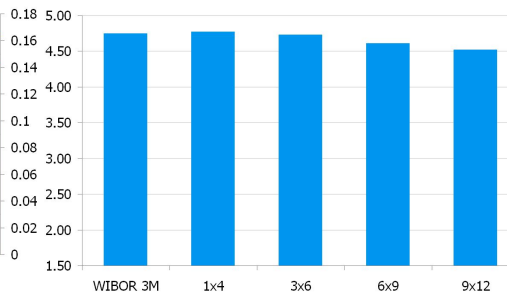
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3353
EUR/JPY	102.51
EUR/PLN	4.3796
USD/PLN	3.2770
CHF/PLN	3.5552

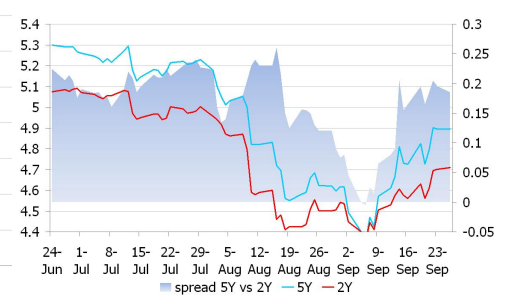
WIBOR 3M i 1Y



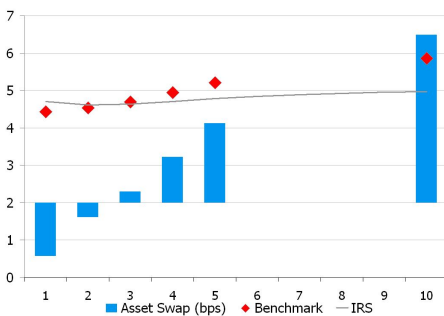
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



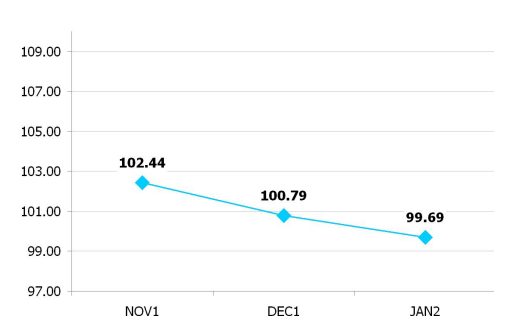
Asset swap i IRS



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