



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 22 526 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		
17.10.2011 PONIEDZIAŁEK							
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		0.2	0.0 (r)	0.2
18.10.2011 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	wrz		-45.0	-43.3	-48.3
14:00	POL	Place r/r (%)	wrz	5.2	5.4	5.4	5.2
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	wrz	2.9	2.9	3.1	2.8
14:30	USA	PPI m/m (%)	wrz		0.2	0.0	0.8
19.10.2011 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	wrz	4.9	5.1	8.1	7.7
14:00	POL	PPI r/r (%)	wrz	7.7	7.2	6.6	8.1
14:30	USA	Housing starts (tys. SAAR)	wrz		592	572 (r)	658
14:30	USA	Housing permits (tys. SAAR)	wrz		610	620 (r)	594
14:30	USA	Inflacja CPI r/r (%)	wrz		3.9	3.8	3.9
20:00	USA	Beżowa Księga					
20.10.2011 CZWARTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	wrz	2.9	2.8	2.7	
	POL	Minutes RPP	paź				
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.10		400	404	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	wrz		-9.0	-17.5	
16:00	USA	Existing home sales (mln SAAR)	wrz		4.9	5.0	
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt)	wrz		-20.1	-19.1	
21.10.2011 PIĄTEK							
10:00	GER	Indeks IFO	wrz		106.2	107.5	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** Publikacja NBP o 14:00 inflacji bazowej. Inflacja bazowa powinna spaść do 2,6%. Ponadto publikacja „Minutes” z październikowego posiedzenia RPP, gdzie wśród argumentów o spowolnieniu w strefie euro oraz stabilizacji kursu walutowego nie spodziewamy się niczego nadzwyczajnego.
- **Gospodarka globalna.** Z gospodarki amerykańskiej przede wszystkim stan koniunktury w regionie Filadelfi (Philly Fed), co przybliży obraz stanu koniunktury w USA. Rynek oczekuje drugiej z rządu poprawy. Ponadto publikacja danych z rynku nieruchomości, gdzie nie spodziewamy się szczególnych zmian. Z Europy poziom zaufania konsumentów, który prawdopodobnie zaliczy kolejny spadek będący pochodną złej sytuacji.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Majszyzyk (MinFin): Od przyszłego roku samorządy jako całość mogą osiągnąć nadwyżkę.
- Chojna-Duch (RPP): Stabilizacja stóp powinna potrwać na pewno do końca tego roku. Część członków była zdania, że po okresie stabilizacji, w przyszłym roku prawdopodobieństwo podwyżek stóp może być większe niż obniżek, jeśli inflacja będzie utrzymywała się powyżej celu w wyniku trwającego osłabienia złotego.
- Schaeuble (Minister Finansów Niemiec): Przewidywany początkowo na 440 mld EUR EFSF powinien się zwiększyć do maksymalnie 1 bln EUR, ale z udziałem Niemiec nie przekraczającym ustalonych już 211 mld EUR. Zwiększenie siły interwencyjnej EFSF ma się odbyć za pomocą dźwigni finansowej.
- „Wall Street Journal”: Oficjele europejscy odrzucili propozycję, aby EFSF bezpośrednio gwarantował emisje długu. Zamiast tego poszczególne kraje będą mogły pożyczać od EFSF w celu zagwarantowania części emisji. Takie rozwiązanie będzie wiązało się z dalszym wzrostem zadłużenia zagrożonych krajów, co dodatkowo zwiększa niepewność przed wynikami weekendowego szczytu.
- „Financial Times”: Potrzeby kapitałowe sektora bankowego zostały wyszacowane przez europejskie instytucje (European Banking Authority) na około 85mld EUR, podczas gdy IMF szacuje je na 200mld EUR a konsensus rynkowy opiewa prawie na 300mld EUR. W takiej sytuacji nie można wykluczyć kolejnego, mocnego rozczarowania uczestników rynku.
- Agencja S&P obniżyła rating Słowenii z AA do AA-, podając jako powód pogarszającą się sytuację budżetową tego kraju od czasu kryzysu finansowego z roku 2008 oraz że rząd nie zaprezentował wiarygodnej strategii konsolidacji.

Decyzja RPP (9.11.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.038	-0.052
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.176	-0.012
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.754	0.045
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

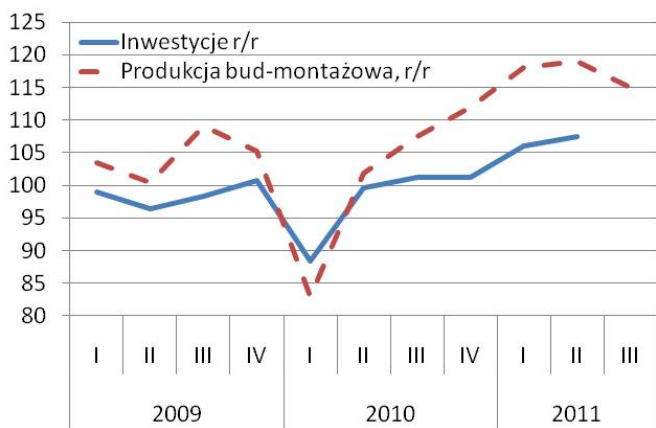
Polski przemysł nadal rośnie

We wrześniu dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się jedynie nieznacznie z 8,1% r/r do 7,7% r/r. Po wyeliminowaniu efektów związanych z różnicą w liczbie dni roboczych produkcja przemysłowa wzrosła o 7,1 r/r w porównaniu z 5,4% r/r zanotowanymi w sierpniu.

Wzrost w ujęciu rocznym zanotowano w 26 z 34 sekcji. Wysokie dynamiki roczne zanotowano w sekcjach wybitnie eksportowych w produkcji mebli - 20,5%, metali - 18,9%, wyrobów z metali - 16,7%, pojazdów samochodowych, przyczep i naczep 11,8%. Kolejne pozytywne zaskoczenie w polskim przemyśle tłumaczymy impulsem globalnym związanym z udroźnieniem łańcuchów dostaw po szeregu katastrof w Japonii (czynnik ten pchał w górę produkcję w USA oraz krajach strefy euro) oraz faktem korzystania przez polskich producentów z rosnącej przewagi kosztowej (słaby złoty).

Tendencje hamowania w gospodarce światowej i niemieckiej są jednak na tyle silne, że w kolejnych miesiącach będą oddziaływać na obniżenie dynamiki polskiego przemysłu. Podkreślamy jednak, że obecna dynamika spowolnienia przemysłu nie przypomina i nie będzie przypominać tej z 2008 roku. Podtrzymujemy też naszą prognozę dynamiki PKB na 2012 rok na poziomie +3,2% r/r.

Również produkcja budowlano-montażowa okazała się we wrześniu pozytywną niespodzianką. Po dwóch miesiącach niepokojąco niskich odczytów, koniec wakacji przyniósł odregowanie. Produkcja w sektorze budowlanym wzrosła o 18,1% (co rzeczywiście stanowi istotną poprawę wobec około 14% w miesiącach wakacyjnych). Niemniej jednak jest to za mało, aby zachować hurraoptymizm w zakresie nakładów inwestycyjnych - prawdopodobnie tempo realizacji nakładów publicznych spowalnia (patrz wykres).



Nie wydaje nam się jednak, że oznacza to bezpośrednio ryzyko kontrakcji nakładów inwestycyjnych w 2012 roku (a także, że jest to bezpośredni dowód na to, że dynamika inwestycji w II połowie 2011 roku będzie faktycznie niższa). Krótki dotychczasowy cykl inwestycji prywatnych, agregaty monetarne, solidna kondycja sfery podażowej czy też nieporównywalnie lepsze warunki płynności (+ niższe stopy procentowe) sugerują, że znacznego hamowania inwestycji prywatnych możemy nie zaobserwować. W konsekwencji dynamika inwestycji w 2012 roku uplasuje się prawdopodobnie powyżej zera.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu we wrześniu zaskoczyły "in plusz" o 8,1% wobec oczekiwań rynkowych na poziomie 7,2% (nasza prognoza 7,7%). W górę (do 6,8% z 6,6%) zrewi-

dowana została również roczna dynamika cen w poprzednim miesiącu (spodziewaliśmy się rewizji w górę o 0,1pp.). W ujęciu miesięcznym ceny producenta wzrosły o 1,4%, co niemal w całości można powiązać ze wzrostem cen przetwórstwa przemysłowego o 1,6%; pozostałe kategorie zachowały się we wrześniu wyjątkowo stabilnie (górnictwo 0,8%, dostarczanie mediów 0%). Po wyłączeniu z przetwórstwa kategorii "koks i produkcji rafinacji ropy naftowej" (wiedzionej głównie czynnikami egzogenicznymi) ceny wzrosły o 1,4%. Oznacza to, że efekt kursowy we wrześniu był wyjątkowo dotkliwy i rozłożył się proporcjonalnie pomiędzy różne rodzaje działalności przetwórstwa przemysłowego. Zaznaczamy przy tym, że skala wzrostu cen osiągnęła maksimum postulowane przez nasze modele ekonometryczne. Wypada nam więc na obecnym etapie wycofać tezę, że rosnąca konkurencja na kurczącym się rynku będzie powodowała, że wzrosty cen będą tym razem bardziej umiarkowane niż w przeszłości, zwłaszcza że dane o produkcji przemysłowej sugerują, że obecne spowolnienie ma bardzo niewiele wspólnego z hamowaniem odnotowanym w 2009 roku. W kolejnym miesiącu możemy zobaczyć dalszy wzrost dynamiki cen w ujęciu rocznym, zwłaszcza że sprzyja temu neutralna baza statystyczna.



Dane przełożyły się na niewielki wzrost stawek FRA i IRS. Na rynku obligacji utrzymują się dobre nastroje po aukcji i ociepleniu globalnego sentymentu. RPP i kwestia ewentualnego poluzowania monetarnego szachowana jest obecnie nie tyle lepszymi danymi makro, co ciągle słabym i niestabilnym kursem złotego. Spodziewamy się, że kwestia braku destabilizacji oczekiwań inflacyjnych oraz pewien spadek samej inflacji na początku 2012 roku pozwoli RPP na odwrócenie części zapobiegawczego zacieśnienia monetarnego. RPP obniży stopy procentowe (o 50pb) w I połowie 2012 roku.

Zaskakująco wysoki wzrost nowobudowanych domów

We wrześniu liczba rozpoczętych prac budowlanych podskoczyła do 658tys. SAAR z 572tys. SAAR przed miesiącem (wzrost o 15%). Wzrost wynika jednak wyłącznie ze skoku liczby budowanych konstrukcji wielorodzinnych (227tys. SAAR wobec 148tys. SAAR przed miesiącem, a więc +53,4%), przy niewielkim wzroście konstrukcji jednorodzinnych (jedynie +1,7%), będących znacznie lepszym indykatorem koniunktury na rynku domów. Skok w przypadku budownictwa wielorodzinnego może wynikać z konieczności wykorzystania przeterminowujących się



pozwoleń budowlanych przez deweloperów. Takie rozumowanie potwierdza analiza pozwoleń budowlanych, które nie dość że we wrześniu spadły (-5,0%), to jeden z najwyższych spadków wygenerowany został w przypadku budownictwa wielorodzinnego (-13,2%).

Najnowsze dane z rynku budowlanego nie stanowią zatem wiarygodnego sygnału odwrócenia koniunktury. Jest to zresztą spójne ze wskazaniami najnowszej Beżowej Księgi Fed. Wprawdzie notuje się symptomy niewielkiej poprawy koniunktury w sektorze budowlanym, to jednak ogólna jej ocena pozostaje bardzo słaba. Nie spodziewamy się również zmiany sytuacji w perspektywie najbliższych miesięcy. Rynek budowlany osiągnął stan równowagi przy bardzo niskim poziomie aktywności i biorąc pod uwagę pogorszenie optymizmu konsumentów, pogorszenie na rynku pracy oraz wzrost niepewności, rynek pozostanie w stanie zawieszenia do czasu zakończenia odbudowy bilansów przez gospodarstwa domowe. Słabej sytuacji na rynku pierwotnym sprzyjać będzie bardzo duży nawis podaży na rynku wtórnym (foreclosures). Kiepska sytuacja sektora budowlanego jest jednym z elementów odpowiedzialnych za słabość ożywienia koniunktury w USA po ostatniej recesji, a także za jego kruchość, która stała się przyczynkiem obecnie doświadczanego spowolnienia.



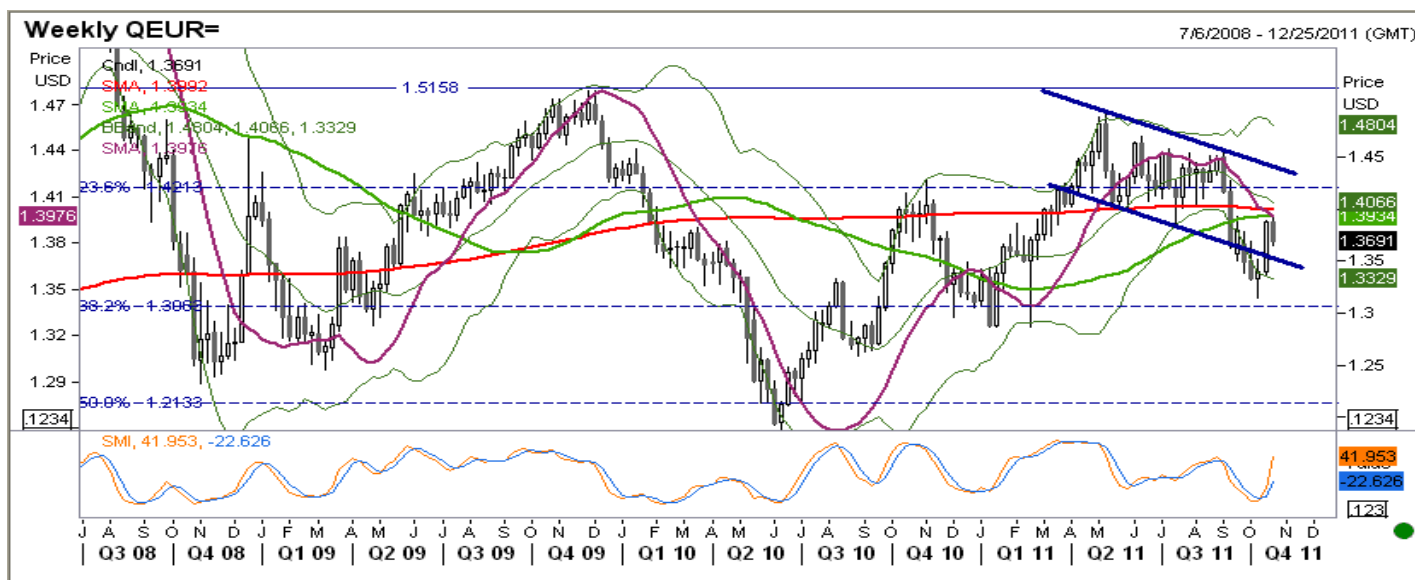
EURUSD fundamentalnie

EUR bez zmian (nagrobek na świeczce). Do sesji amerykańskiej umacniało się, później zaczęło się osłabiać kończąc dzień na poziomach z otwarcia. Wsparciem ku wzrostom była wtorkowa informacja o wspólnych ustaleniach Niemiec i Francji odnośnie zwiększenia funduszy EFSF z 440 mld EUR do 1,5-2 mld EUR (kwota hipotetyczna, wygenerowana w postaci gwarancji). Schaeuble poinformował później, że fundusze powinny wzrosnąć maksymalnie do 1 bln EUR przy niezmienionym udziale Niemiec. Publikacje danych z amerykańskiego rynku pozostały w cieniu wydarzeń w Europie. Stanowiska Niemiec i Francji odnośnie funduszy EFSF oraz roli EBC są rozbieżne, co popsuło optymistyczne nastroje i osłabiło kurs. Przede wszystkim odrzucona została propozycja, aby EFSF bezpośrednio gwarantował emisje długu, a jedynie kraje pożyczają celem zagwarantowania części emisji długu. Ponadto pojawiła się informacja, że potrzeby kapitałowe sektora bankowego zostały wyszacowane na około 85 mld EUR (EBA), podczas gdy IMF szacuje je na 200 mld EUR, a rynki wskazują na 300 mld EUR. Dziś publikacja kolejnych amerykańskich danych, z których największą uwagę przykuje Philly Fed.

EURUSD technicznie

EURUSD wcześniej przebił dolne ograniczenie kanału deprecjacyjnego i znajduje się pomiędzy FIBO a poziomem wsparcia (1.3680). Oscylator zawrócił. Na wykresie dziennym dojdzie, co stanowi sygnał odwrócenia. Na wykresie tygodniowym kurs zawrócił w okolicach wężła wyznaczonego przez 3 średnie (okolice 1,4000), które okazało się skutecznym oporem dla kursu.

Wsparcie	Opór
1,3680	1,3970
1,3516	1,3900
1,3245	1,3874





EURPLN fundamentalnie

Złoty stabilny/słabszy. Porusza się w ślad za EUR, co oznacza że cały czas pozostaje bardziej pod wpływem czynników globalnych niż lokalnych. Polityczne zawirowania wokół EFSF oraz oczekiwania inwestorów (choć mocno wystudzone) odnośnie zbliżającego się weekendowego szczytu determinują kierunki wahań złotego. Wypowiedź członka RPP - Chojny-Duch, że po okresie stabilizacji stóp procentowych, w przyszłym roku prawdopodobieństwo podwyżki stóp może być większe, jeśli inflacja będzie utrzymywała się na podwyższonym, nie odbiła się na kursie. Wczorajsze dane o produkcji przemysłowej okazały drugi raz z rzędu sporym zaskoczeniem dla rynku (in plus). Podobnie dane o PPI, który okazał się dużo wyższy od oczekiwań. Summa summarum miały one umiarkowany wpływ na rynek FX oraz długu. Dziś od rana złoty słabszy w reakcji na informacje o nienajlepszych propozycjach odnośnie EFSF. Publikacja inflacji bazowej oraz „Minutes” z ostatniego posiedzenia RPP raczej bez wpływu na kurs.

EURPLN technicznie

EURPLN znajduje się nieco powyżej MA14 (ona i górna wstęga B. stały w ostatnich sesjach solidny opór). Układ opadającej MA14 i rosnącej MA55 wskazuje, że złoty w najbliższej perspektywie będzie się konsolidować. Na oscylatorze wyraźny ruch w górę. Na wykresie tygodniowym kurs wyraźnie powyżej FIBO (4,2665), które stanowi silne wsparcie. Jak na razie realizuje się nakreślony przez nas scenariusz podwójnego dna (wykres dzienny), co sprzyjać powinno dalszej korekcie w górę.

Wsparcie	Opór
4,3380	4,4622
4,3270	4,4118
4,2815	4,3655-90





IRS	BID	ASK
1Y	4.6905	4.74
2Y	4.6105	4.66
3Y	4.5955	4.65
4Y	4.6505	4.70
5Y	4.7205	4.77
6Y	4.7855	4.84
7Y	4.8405	4.89
8Y	4.8855	4.94
9Y	4.9155	4.97
10Y	4.9355	4.99

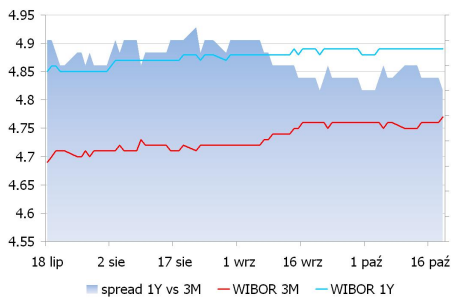
depo	BID	ASK
ON	4.3	4.6
1M	4.5	4.7
3M	4.6	4.8

FRA	BID	ASK
1x2	4.60	4.65
1x4	4.72	4.77
3x6	4.72	4.75
6x9	4.58	4.61
9x12	4.44	4.50

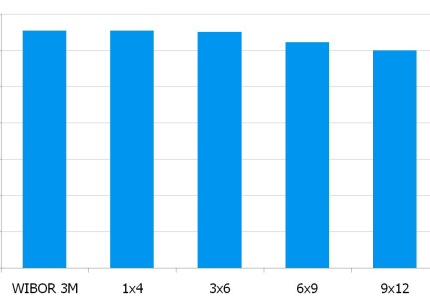
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3334
USD/PLN	3.1347
CHF/PLN	3.4820

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3753
EUR/JPY	105.67
EUR/PLN	4.3445
USD/PLN	3.1588
CHF/PLN	3.4951

WIBOR 3M i 1Y



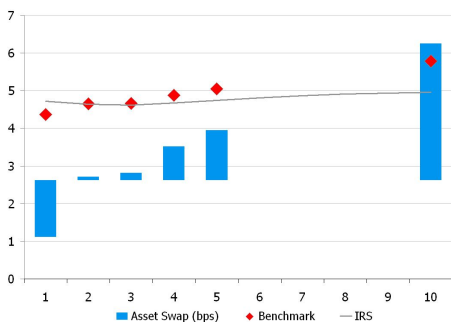
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



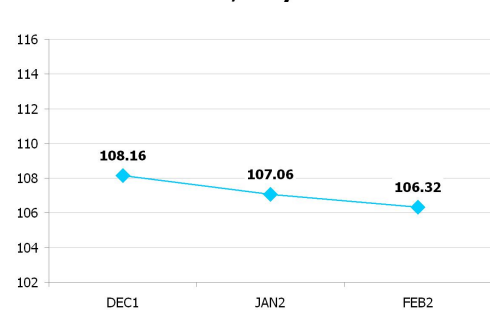
Asset swap i IRS



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.