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 Ziembińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.ziembinska@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		
10.09.2012 PONIEDZIAŁEK							
1:50	JPN	PKB kw/kw *final* (%)	II kw.		0.3	0.3	0.2
8:45	FR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		-0.5	0.0	0.2
9:00	CZK	CPI r/r (%)	sier		3.3	3.1	3.3
11.09.2012 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	sier		6.0	5.8	6.0
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	lip	-1763	-1258	-1240	-1027
14:30	USA	Bilans handlowy (mld dol.)	lip		-44.5	-41.9	-42.0
12.09.2012 ŚRODA							
8:00	GER	CPI r/r *final* (%)	sier		2.0	2.0	2.1
9:00	GER	Decyzja Trybunału Konstytucyjnego w sprawie ESM					
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		0.1	-0.6	0.6
	NZL	Wybory parlamentarne					
13.09.2012 CZWARTEK							
9:30	SUI	Decyzja NBS (%)			0.00	0.00	0.00
14:00	POL	CPI r/r (%)	sier	3.9	3.8	4.0	3.8
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	08.09		370	367 (r)	382
14:30	USA	PPI m/m (%)	sier		1.2	0.3	1.7
18:30	USA	Decyzja FOMC (%)			0.25	0.25	0.25
14.09.2012 PIĄTEK							
11:00	EUR	CPI r/r (%)	sier		2.6	2.6 (p)	
14:30	USA	CPI r/r (%)	sier		0.6	0.0	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	sier		0.7	0.8	
15:15	USA	Prosukcja przemysłowa m/m (%)	sier		0.0	0.6	
15:55	USA	Indeks Uni. Michigan *wstępny* (pkt)	wrz		74.0	74.3	
	EUR	Spotkanie EcoFin					

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** O 14 opublikowany zostanie wskaźnik podaży pieniądza za sierpień. Konsensus rynkowy i nasza nieznacznie niższa prognoza wynikają przede wszystkim z efektów bazowych (na depozytach niemonetarnych instytucji finansowych i kategorii pozostałe obniżają dynamikę o ok. 0,8pp). Spodziewamy się utrzymania trendów na kategoriach depozytowych - ciągle obserwujemy znaczne przyrosty depozytów gospodarstw domowych (jednak przez efekty bazowe dynamika roczna zmalała do ok. 11-12%), oczekujemy dalszego spadku stopy wzrostu depozytów przedsiębiorstw (do ok. 3% r/r). Po stronie kredytowej kontynuowany jest powolny trend spadkowy stóp wzrostu zarówno dla kredytów detalicznych, jak korporacyjnych.
• **Gospodarka globalna.** Dziś sporo danych z amerykańskiej gospodarki - inflacja (wyższe ceny surowców mogą podnieść wskaźnik CPI do 1,7%), sprzedaż detaliczna (nominalnie podwyższana wyższą inflacją) i wskaźnik zaufania konsumentów Uniwersytetu Michigan (po ostatnim pozytywnym zaskoczeniu oczekiwania ustawione są ostrożnie) oraz produkcja przemysłowa (indeksy koniunktury wskazują na osłabienie koniunktury w sektorze). Dziś odbędzie się także spotkanie eurogrupy, zaś po nim nastąpi i będzie kontynuowane w sobote spotkanie EcoFin - kluczowe pozostają sprawy unii bankowej, pomocy dla Grecji i Hiszpanii.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Bratkowski: Nie ma potrzeby, żeby czekać z obniżkami stóp procentowych. Jest dość duża szansa, że RPP zdecyduje się na obniżenie stóp proc. w tym roku, ale członkowie RPP nie są skłonni do zbyt gwałtownych ruchów..Pojawienie się nowej prognozy będzie elementem zmniejszającym presję związaną z bieżącymi danymi. Nie twierdzę, że listopad to pierwszy możliwy termin.
• Chojna-Duch: Dane na temat inflacji w sierpniu pokazują, że decyzja o obniżce stóp procentowych w październiku byłaby uzasadniona.
• Reuters: Dwóch jastrzębich członków RPP było nieobecnych na ostatnim posiedzeniu Rady 4-5 września, w trakcie którego nie obniżono stóp procentowych.
• Majszczyk: Deficyt po sierpniu wyniósł ok. 21 mld zł wobec 23 mld zł szacowanych wcześniej.
• Rezerwa Federalna rozpocznie program skupu obligacji zabezpieczonych hipotekami MBS wartych 40 mld USD miesięcznie. Nowy program skupu obligacji nie będzie ograniczony czasowo, a jeśli nie przyniesie on zakładanej poprawy na amerykańskim rynku pracy, jego wartość może zostać zwiększona (więcej czytaj w sekcji analizy).
• Bernanke: Zadaniem Fed jest zapewnienie, że bank zrobi wszystko, co konieczne, by wesprzeć gospodarkę.
• SNB postanowił w czwartek, że nie zmienia stóp procentowych i zadeklarował, że zamierza bronić ustalonego 6 września ubiegłego roku minimalnego kursu wymiany na poziomie 1,2 franka za euro.

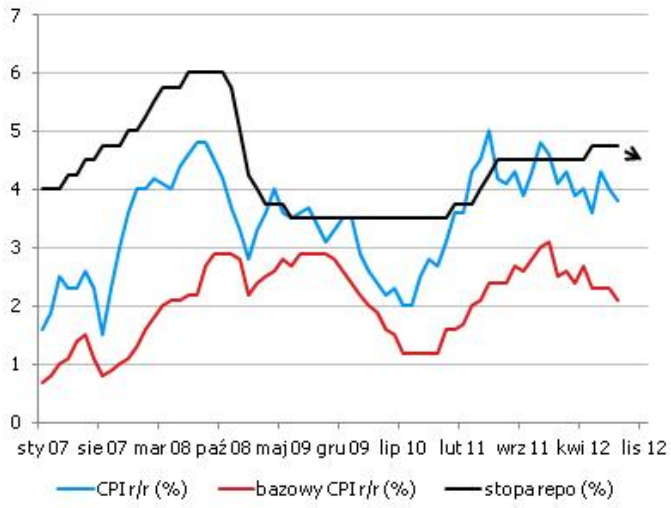
Decyzja RPP (3.10.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	0%
obniżka 25 bps	100%
PROGNOZA BRE	**obniżka 25 bps**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.623	0.012
USAGB 10Y	1.730	0.019
POLGB 10Y	4.868	-0.002

Dotyczy benchmarków Reuters

Niższa inflacja w sierpniu. Trend spadkowy wskaźnika coraz bardziej widoczny.

W sierpniu roczny wskaźnik inflacji obniżył się do 3,8% z 4,0%. Spadek inflacji był zgodny z oczekiwaniami analityków. W ujęciu miesięcznym ceny konsumentów spadły o 0,3%. Podobnie jak przed miesiącem zasadniczym powodem obniżenia się wskaźnika były niższe ceny żywności (spadek o 1,1% m/m - analogiczny do odczytu w Czechach) oraz odzieży i obuwia (spadek o 2,8% m/m - silniejszy niż u naszych sąsiadów). Kontynuowane są sezonowe spadki cen warzyw i owoców (prawie o 9%). Paliwa zdrożały o 0,9% w ujęciu miesięcznym. Wśród kategorii bazowych wzrosty cen wahały się w przedziale 0-0,2% m/m (pomijając wspomnianą kategorię odzież i obuwie), co sumarycznie wpłynęło na spadek wskaźnika inflacji bazowej i 0,2pp. do poziomu 2,1% z 2,3% miesiąc temu. Na wskaźnikach inflacji bazowej trend spadkowy zaczyna być coraz bardziej widoczny.



W kolejnym miesiącu oczekujemy wzrostu rocznego wskaźnika inflacji do powyżej 4% wiedzione przez silny wzrost cen paliw m/m. Bardziej istotne spadki inflacji powinny nastąpić dopiero w październiku, kiedy realizować będzie się efekt wysokiej bazy. Obecnie zmiany inflacji powodowane są głównie przez czynniki sezonowe zaś skala jej spadku do końca roku ograniczana będzie przez globalnie rosnące ceny żywności (mięso). Na koniec roku inflacja powinna obniżyć się do poziomu nieznacznie przewyższającego 3%.

Dana bez większego wpływu na rynek. Naszym zdaniem uprawdopodabnia ona obniżkę stóp w październiku (na takiej zasadzie, że w odróżnieniu od wyższej inflacji ta nie jest widziana jako przeszkoda dla działania Rady). Wypowiedź Bratkowskiego tuż po publikacji danych oraz wcześniejsze ekspresowe zmienienie nastawienia we wrześniu wskazuje, że 25-punktowa obniżka w październiku jest bardzo prawdopodobna. Taki scenariusz, a nawet apetyt na bardziej zdecydowany ruch (50pb) powinny potwierdzić dane o produkcji przemysłowej (spodziewamy się spadku w ujęciu rocznym). Uważamy, ze spowolnienie w Polsce będzie dość głębokie, a RPP w efekcie przeprowadzi pełny cykl luzowania monetarnego (125pb plus).

Fed ogłosił nieograniczone i bezterminowe QE3

Fed zrealizował plan maksimum - nie tylko wydłużył okres zobowiązania do utrzymania ultra niskich stóp procentowych do połowy 2015 roku, ale także ogłosił nowy program skupu aktywów (niezależny od przeprowadzanych od czerwca Operacji Twist, które mają trwać do końca 2012) w wersji nielimitowanej i bezterminowej (tzw. open-ended QE3). Amerykański Bank Centralny wskazał swoje zaniepokojenie przede wszystkim rynkiem pracy (co jest zgodne z jego dualnym mandatem) i po raz pierwszy zobowiązał się wspierać gospodarkę nawet, gdy ożywienie przybierze na sile - Fed wskazuje tym samym, że obawy przed powracającą recesją jeszcze przez bardzo długi okres będą wspierały bardzo luźną politykę monetarną. W głosowaniu był jeden głos sprzeciwu (Lacker).

Równolegle opublikowane prognozy wskazują, że Fed podwyższył prognozę wzrostu PKB w 2013 i 2014 (odpowiednio z 2,2-2,8% i 3-3,5% do 2,5-3% i 3-3,8%) i jedynie nieznacznie obniżył dla Q4'2012 (do 1,7-2%). Prognozy inflacji wzrosły w 2012 roku ze względu na ceny ropy, jednak w 2013 i 2014 pozostały niezmienione, zaś prognozy stopy bezrobocia obniżono w 2014 roku (do 6,7-7%). 12 z 19 członków FOMC uważa, że odpowiednim momentem na pierwszą podwyżkę stóp procentowych jest 2015 rok. Taka decyzja w kontekście przedstawionych prognoz makroekonomicznych także wskazuje na determinację Fed do kontynuowania polityki akomodacyjnej „ for a considerable time after the economic recovery strenghtens".

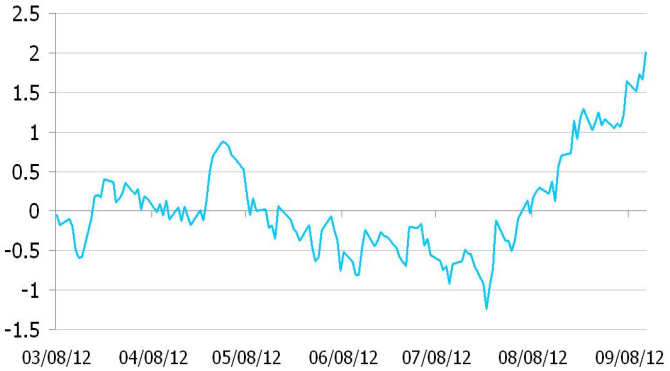
Przechodząc szczegółów QE3, Fed będzie skupował obligacje zabezpieczone hipotecznie (MBS) w kwocie 40 mld USD miesięcznie, co do końca roku skutkować będzie zwiększeniem bilansu Fed o 85 mld USD miesięcznie (łącznie z Operation Twist). Celem takiego działania jest obniżenie długoterminowych stóp procentowych oraz wsparcie rynku hipotecznego. Decyzja o braku ograniczeń czasowych programu ma zapewnić Fed elastyczność, zaś zobowiązanie do podjęcia dalszych akcji: „gdyby rynek pracy nie wykazał znacznej poprawy, to komitet będzie kontynuował skup MBS, zacznie skupować inne aktywa oraz podejmie inne środki w celu osiągnięcia tego celu" jasno wskazuje, że Fed zostawia sobie wszystkie furtki otwarte. Taki komunikat może być istotny np. punktu widzenia problemów budżetowych USA i fiscal cliff, z którym decydenci będą zmuszeni zmierzyć się już pod koniec roku (czy wyborów prezydenckich). Presja na uruchomienie dodatkowych działań może nasilić się na początku 2013 roku, gdy zakończą się operacje twist, problemy budżetowe przybiorą na sile, a ożywienie ciągle nie będzie zadowalające.

Komunikat spełnił oczekiwania rynków (plan maksimum mógł jeszcze zakładać skup nie tylko MBS, ale także treasuries oraz wyższe sumy zakupów). Ciąg decyzji z ostatniego tygodnia - nowy program skupu obligacji EBC, decyzja Trybunału Konstytucyjnego Niemiec umożliwiająca inaugurację funduszu ESM i w końcu wczorajsze QE3 ogłoszone przez Fed - jest dużym wsparciem dla aktywów EM i kontynuacji fazy risk-on na rynkach. Reakcją na decyzję Fed było m.in. przebicie poziomu 1,3 przez EURUSD i wzrosty na giełdach. Na rynkach bazowych krzywe dochodowości mogą się wystromić (ryzyka inflacyjne), zaś w Polsce decyzje te wzmocnią walutę i mają szansę neutralizować ryzyko kredytowe pojawiające się przy spowolnieniu gospodarczym.

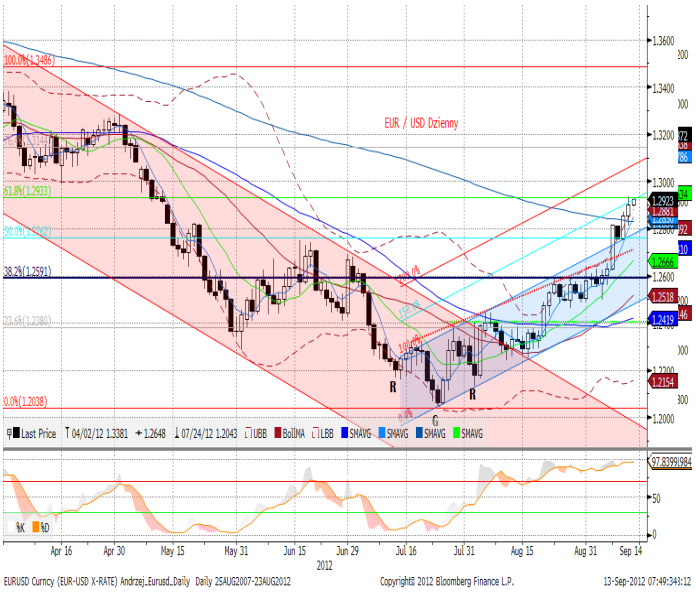
EURUSD fundamentalnie

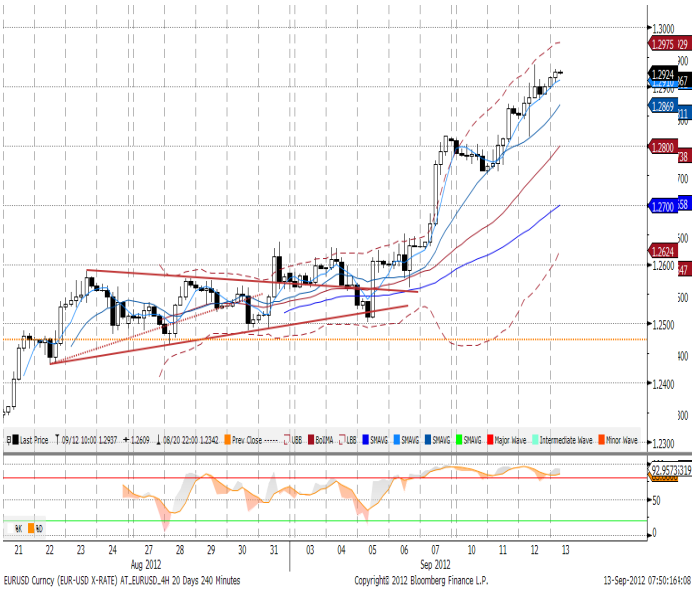
Decyzja o open-ended QE3 i determinacja Fed to wspierania amerykańskiej gospodarki przez wydłużony okres czasu wzmocniły pozytywny sentyment na EURUSD i prawdopodobnie wyznaczyły kierunek na kolejne dni. Pojawiające się informacje dotyczące przedłużenia terminów dla Grecji lub nawet potrzeby kolejnego pakietu pożyczkowego, ciągnąca się niepewność dotycząca sytuacji w Hiszpanii będą niewątpliwie tematem dyskutowanym na rozpoczynających się dzisiaj spotkaniach eurogrupy i EcoFin. Rynki jednak na razie wierzą we wsparcie banków centralnych i dzisiejsze dane (spory pakiet zza oceanu) powinny pozostać w wczorajszej decyzji Fed.

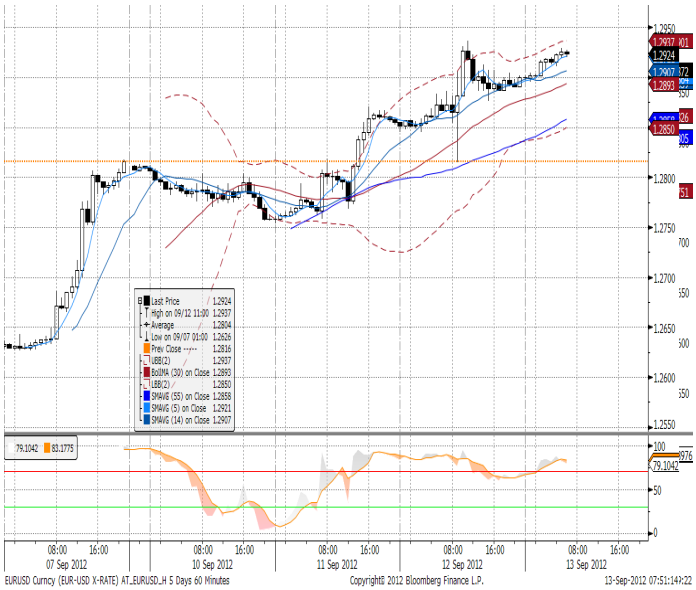
Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

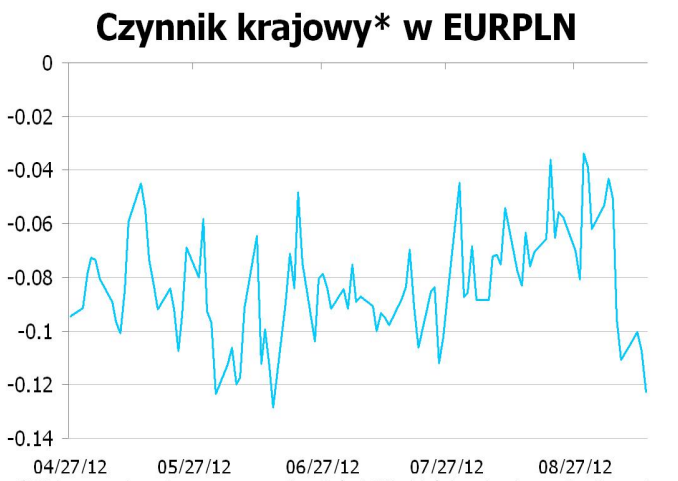




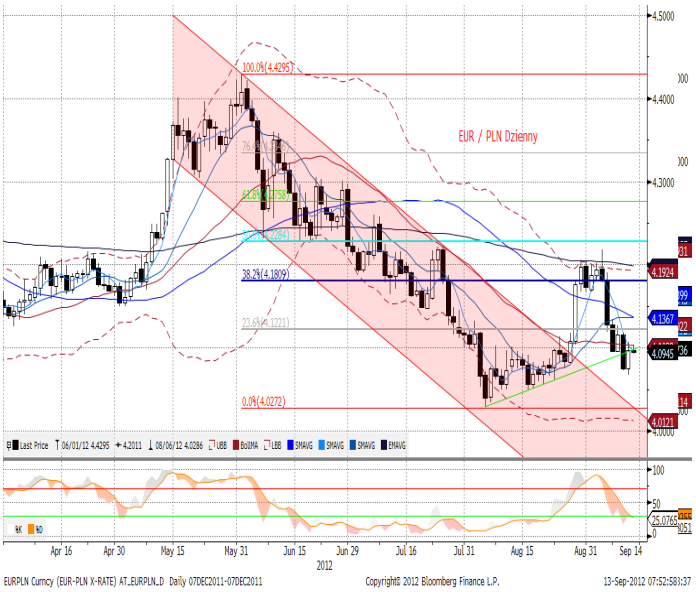


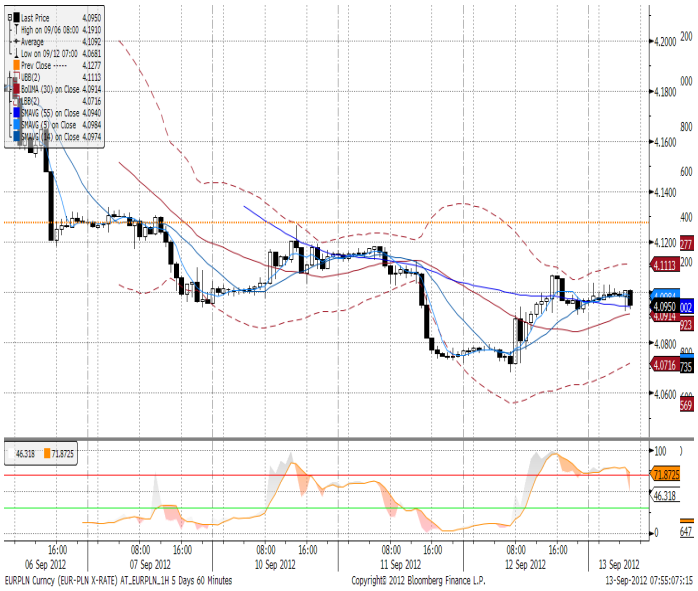
EURPLN fundamentalnie

Złoty odrobił środowe straty ponownie powracając poniżej 4,07. Waluty EM są beneficjentami ogłoszonego przez Fed QE3 (w niemal maksymalnej oczekiwanej wersji - więcej czytaj w sekcji analizy). Wczorajszy odczyt inflacji na poziomie konsensusu pozostał w cieniu oczekiwania na decyzję Fed, podobnie neutralne dla rynku FX były gołębie wypowiedzi Bratkowskiego i Chojny-Duch (uważamy, że szala przechyla się w kierunku obniżki już w październiku - kluczowe pozostają publikacje produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej). Czynnik krajowy mógł zostać wzmocniony przez jeszcze niższy niż zapowiedziano (i znacznie niższy od planu) deficyt budżetowy na poziomie 21 mld zł (po sierpniu). Ciąg decyzji z ostatniego tygodnia - nowy program skupu obligacji EBC, decyzja Trybunału Konstytucyjnego Niemiec umożliwiająca inaugurację funduszu ESM i w końcu wczorajsze bezterminowe QE3 ogłoszone przez Fed - jest dużym wsparciem dla aktywów EM i kontynuacji fazy risk-on na rynkach. Dzisiejsze dane o M3 pozostaną bez wpływu na rynek.



* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.





IRS	BID	ASK
1Y	4.4	4.44
2Y	4.27	4.33
3Y	4.22	4.28
4Y	4.21	4.27
5Y	4.22	4.28
6Y	4.25	4.31
7Y	4.29	4.35
8Y	4.33	4.39
9Y	4.36	4.42
10Y	4.36	4.42

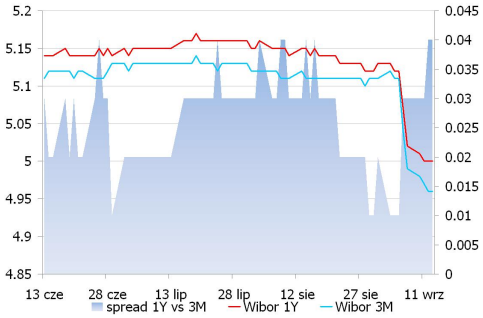
depo	BID	ASK
ON	4.8	4.9
1M	4.9	5.0
3M	4.5	5.0

FRA	BID	ASK
1x2	4.65	4.70
1x4	4.71	4.75
3x6	4.41	4.45
6x9	4.05	4.10
9x12	3.93	3.98

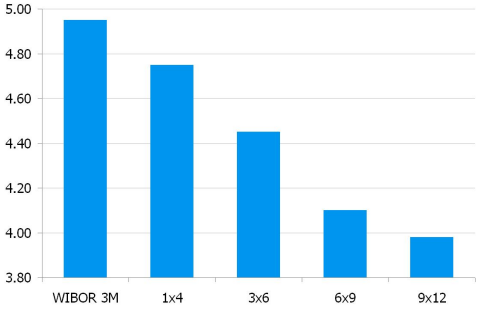
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1146
USD/PLN	3.1852
CHF/PLN	3.3963

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2987
EUR/JPY	100.65
EUR/PLN	4.0710
USD/PLN	3.1366
CHF/PLN	3.3541

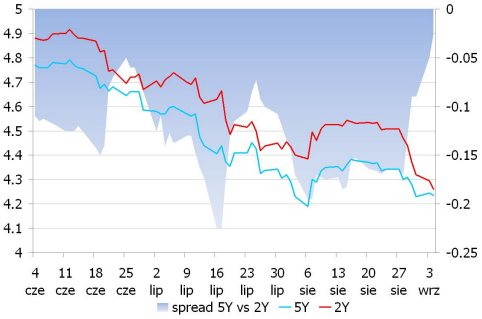
WIBOR 3M i 1Y



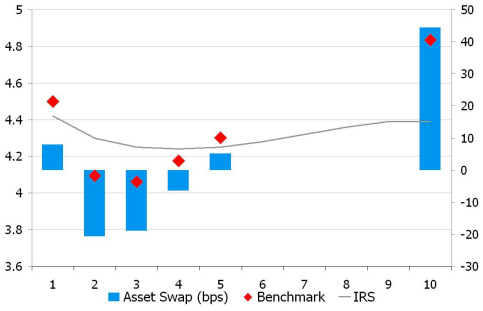
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y

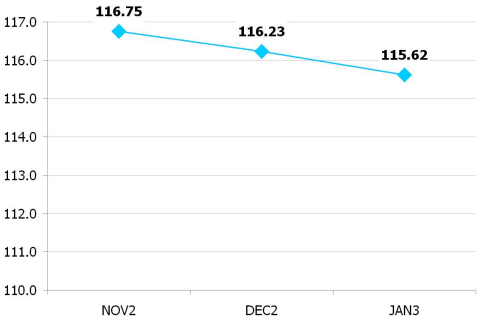


Asset swap i IRS



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 OBROCIE 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 INTRUMENTÓW 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.