



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.ziemińska@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		
17.09.2012 PONIEDZIAŁEK							
14:30	USA	Empire State Index (pkt)	wrz		-2.0	-5.9	-10.4
18.09.2012 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt.)	wrz		-20.0	-25.5	-18.2
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sier	0.0	0.0	0.0	0.0
14:00	POL	Wynagrodzenia r/r (%)	sier	3.1	3.1	2.4	2.7
19.09.2012 ŚRODA							
	JPN	Decyzja BoJ (%)	wrz		0.1	0.1	0.1
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sier	-0.7	1.9	5.2	0.5
14:00	POL	PPI r/r (%)	sier	2.9	3.0	3.7	3.1
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys)	sier		767	733 (r)	750
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów (tys)	sier		796	811	803
14:30	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln)	sier		4.55	4.47	4.82
20.09.2012 CZWARTEK							
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	wrz		46.3	46.0	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	wrz		49.4	49.2	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	wrz		45.4	44.7	
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	wrz		48.5	48.3	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	wrz		45.5	45.1	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	wrz		47.6	47.2	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sier	2.1	2.1	2.3	
14:00	POL	Minutes RPP	sier				
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	15.09.			382	
16:00	EUR	Indeks zaufania konsumentów (pkt)	wrz		-23.8	-24.6	
16:00	USA	Indeks CB m/m (%)	sier		0.1	0.5	
16:00	USA	indeks Philly Fed (pkt)	wrz		-2.0	-7.1	
21.09.2012 PIĄTEK							
14:00	POL	Koninktura GUS					

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** O 14 NBP opublikuje wskaźnik inflacji bazowej za sierpień (oczekujemy spadku do 2,1% przez niższe ceny odzieży i obuwni w sierpniu) oraz Minutes z sierpniowego posiedzenia RPP (już nieco historyczne).
- **Gospodarka globalna.** Dzień zdominowany przez publikacje europejskich i amerykańskich indeksów koniunktury. Oczekiwane lekkie wzrosty europejskich indeksów PMI mogą okazać się trochę większe ze względu na decyzję EBC (oraz zatwierdzenie funduszu ESM przez niemiecki TK, a także QE3), która zwiększyła oczekiwania na poprawę koniunktury. Nie należy jednak spodziewać się spektakularnych odczytów - PMI tworzony jest na podstawie ankiet przedsiębiorców, którzy mają mniej kontaktu z rynkami finansowymi niż analitycy czy inwestorzy (poprawa ich oczekiwań była widoczna w poniedziałkowym odczycie indeksu ZEW), a bardziej odczuwają realne spowolnienie. Komponent oczekiwań jest też uwzględniany w indeksach PMI ze znacznie mniejszą wagą. Oddziaływanie danych z USA jest ciągle przyćmione efektem ogłoszonego QE3.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- PAP: RPP przyjęła założenia polityki pieniężnej na 2013 rok utrzymując cel inflacyjny na poziomie 2,5 procent.
- Kowalczyk (MF): Jeśli sytuacja rynkowa będzie stabilna MF chciałoby prefinansować w tym roku ponad 20 procent potrzeb pożyczkowych na 2013. Bank Gospodarstwa Krajowego może w 2013 roku nadal wymieniać waluty na zlecenie Ministerstwa Finansów bezpośrednio na rynku walutowym. Może też być stabilizatorem rynku długu w przypadku nagłego odpływu inwestorów. Planowane przez Ministerstwo Finansów zmiany w ustawie o finansach publicznych, które zakładają uelastycznienie sankcji i procedur ostrożnościowych związanych z progami ostrożnościowymi 50 i 55 proc. relacji długu publicznego do PKB zostały pozytywnie odebrane przez inwestorów i agencje ratingowe. Deficyt sektora finansów publicznych w 2012 roku powinien być poniżej 3,5 proc. PKB, a w 2013 roku zbliżyć się do 3 proc. Dług publiczny w relacji do PKB będzie się w kolejnych latach nadal obniżał.
- S&P: Jest mało prawdopodobne, że w najbliższym okresie rating Hiszpanii zostanie obniżony do poziomu spekulacyjnego.

Decyzja RPP (3.10.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.000	0.000
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	1.775	-0.031
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	4.926	0.008
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 25 bps				

Mizerny wzrost produkcji przemysłowej w sierpniu, kontynuacja spadków produkcji budowlanej

Produkcja. W sierpniu produkcja przemysłowa wzrosła jedynie o 0,5% r/r (oczekiwania analityków oscylowały wokół 2%) po 5,2% r/r wzroście zanotowanym w lipcu. Na niższy od oczekiwań odczyt wskazywały wcześniejsze odczyty PMI oraz produkcji samochodów (dane SAMAR), a także słabsze dane z sektora przemysłowego Niemiec i efekt wysokiej bazy z 2011 roku. Po skorygowaniu o czynniki sezonowe produkcja wzrosła w lipcu o 1,9% r/r wobec 4,7% w lipcu (w ujęciu miesięcznym spadła o 0,4% po odsezonowaniu).

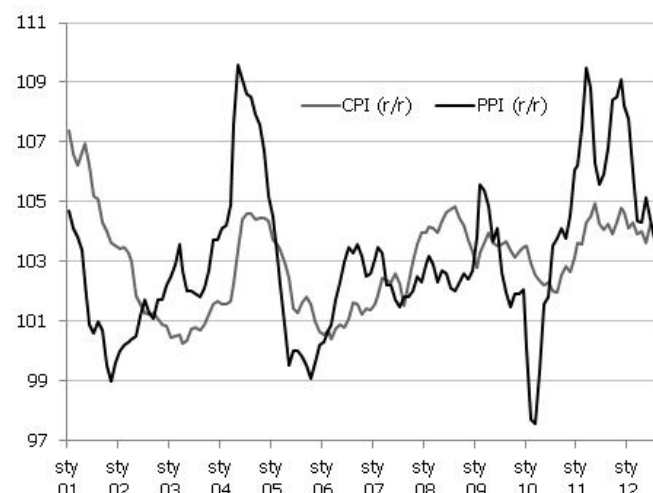
Przechodząc do wskaźników dyfuzji, wzrost zanotowano w 19 sekcjach (wobec 23 sekcji w lipcu i 18 w czerwcu), co potwierdza, że lipcowy szybszy wzrost był jedynie jednorazowy. Największe wzrosty zanotowano w produkcji chemikaliów (10,5%), maszyn i urządzeń (6,8%) oraz papieru (5,6%). Spadki wystąpiły m.in. w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (-12,3%), farmaceutyków (-9,1%), samochodów (-8,3%) i mebli (-7,1%). Skala spadków była zatem większa niż skala wzrostów w odpowiednich kategoriach. Warto zwrócić uwagę, że firmy produkujące produkty z ostatnich dwóch kategorii spadkowych przeznaczają 60-80% swojej produkcji na eksport, zaś przemysł motoryzacyjny znajduje się globalnie w silnym trendzie spadkowym.

Zgodnie z naszymi przypuszczeniami lipcowy większy wzrost produkcji był jedynie jednorazowym wybiciem (pozytywną niespodziankę należy naszym zdaniem złożyć na karb cyklu zapasów, warunków pogodowych itd.), zaś osłabienie koniunktury w kraju i u naszych głównych partnerów handlowych (w Niemczech spodziewany jest ujemny odczyt PKB za III kw.) powodują istotne osłabienie tempa produkcji. Utrzymujący się efekt wysokiej bazy statystycznej z zeszłego roku i 2 dni robocze mniej r/r obniżą dynamikę produkcji przemysłowej poniżej zera w kolejnych miesiącach.

Produkcja budowlano-montażowa. W sierpniu produkcja budowlano-montażowa obniżyła się o 5,0% w porównaniu z analogicznym miesiącem poprzedniego roku, zaś po wyeliminowaniu czynników sezonowych o 2,7% r/r i 0,2% m/m. Nastąpiła korekta istotnego lipcowego spadku robót związanych z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej - w sierpniu zanotowały one wzrost o 4,6% po spadku w lipcu o 12,9%. W pozostałych kategoriach produkcja spadła - wznoszenie budynków o 13,3%, wykonywanie robót specjalistycznych o 6,3%. Pomimo odczytu lepszego od oczekiwań (konsensus opiewał na spadek o 8,2%) produkcja budowlano-montażowa istotnie spowolniła i uważamy, że roboty budowlane będą miały zdecydowanie ujemną kontrybucję do dynamiki PKB w II połowie roku. Nie pozostanie to bez wpływu na aktywność inwestycyjną dla całej gospodarki (oczekujemy ujemnych dynamik inwestycji na początku 2013 roku).

Ceny producentów. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły w sierpniu o 3,1% (konsensus wynosił 3,0%). Silniejszy wzrost wynikał z 0,2% m/m wzrostu cen producentów z przetwórstwa przemysłowego (roczny wzrost identyczny jak odczytu headline) - największy wpływ na ceny w tej kategorii miały ceny produkcji ropy i koksu (+4,1% m/m). Dalej obniżały się ceny w górnictwie (o 1,2% m/m). Biorąc pod uwagę trendy na rynkach

surowców (wzrosty dotyczą tylko ropy naftowej), zachowanie EURPLN oraz presję konkurencyjną na rynku, kolejny miesiąc powinien przynieść dalszy spadek cen producentów, lecz w nieco mniejszej skali niż dotychczas.



W sierpniu kontynuowane jest obniżenie dynamiki cen producentów poniżej dynamiki cen konsumentów (patrz rysunek). Takie techniczne spojrzenie na inflację sugeruje, że warunek konieczny do spadków inflacji CPI w kolejnych miesiącach został spełniony - będziemy monitorować sytuację na bieżąco, jeśli wspomniana „sytuacja techniczna” się odwróci.

Podsumowanie. Podtrzymujemy naszą negatywną ocenę perspektyw dla polskiej gospodarki na kolejne kwartały (w centrum uwagi zawracająca krajowa składowa cyklu koniunkturalnego oraz mniejsze nakłady na inwestycje infrastrukturalne i brak pola do istotnej stymulacji fiskalnej). W III kw. PKB wzrośnie w tempie około 2,0% r/r, a w ostatnim kwartale roku wzrost produktu krajowego może się obniżyć do 1,3% r/r.

Wczorajsze dane obniżyły krótszy koniec krzywej o ok. 2-3pb. Bliski zera odczyt produkcji przemysłowej wpisuje się w ciąg słabych danych publikowanych we wrześniu i naszym zdaniem przesądza o obniżce stóp procentowych w październiku o 25 pb. RPP może potrzebować podkładki w postaci nowych niższych prognoz (publikacja w listopadzie), by zdecydować się na bardziej agresywne działanie. Dane wspierają także naszą niższą od konsensusu prognozę sprzedaży detalicznej (publikacja we wtorek).



EURUSD fundamentalnie

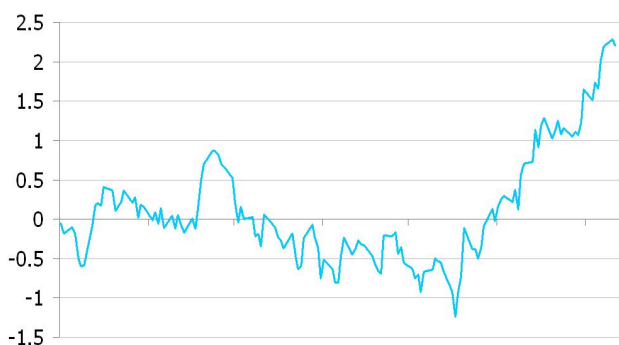
Dziś otwarcie na EURUSD na poziomie zbliżonym do wtorkowego zamknięcia, wczoraj do południa EUR się osłabiał, by odrobić straty, zaś w nocy znowu przesunąć się poniżej 1,30. Trend aprecjacyjny na EURUSD został w tym tygodniu przełamany, od rana ruch skierowany jest dalej na południe. Wpłynęły na to wczorajsze dane z amerykańskiego rynku nieruchomości (ciągle nie przełomowe, ale suma sumarum nieznacznie lepsze od oczekiwań) i przede wszystkim powrót obaw związanych z rozpadem strefy euro (choć pojawiły się plotki, że troika i greckie władze doszły do porozumienia w sprawie cięć budżetowych, jednak poniżej wcześniej ustalonych 11,5 mld euro). Dziś kierunek wyznaczać będą publikacje indeksów PMI (możliwe pozytywne niespodzianki), aukcja 10-latek hiszpańskich i przede wszystkim negocjacje greckie.

EURUSD technicznie

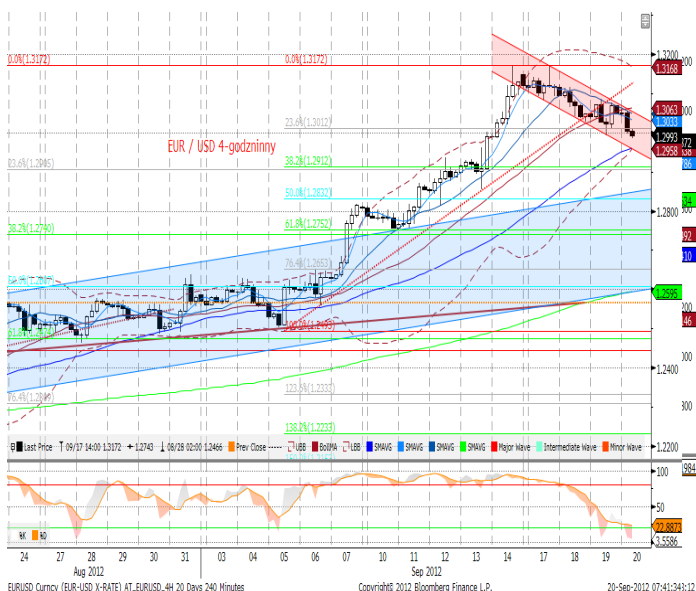
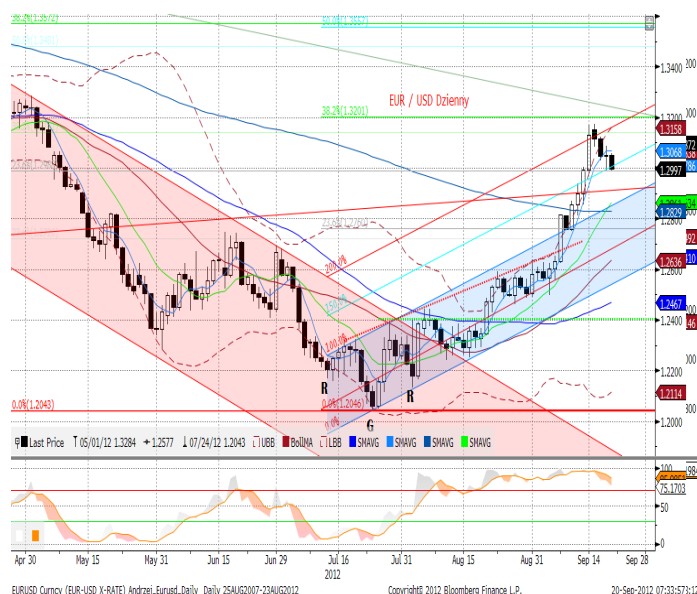
EURUSD rozpoczął odwrót z poziomów projekcji kanału wzrostowego. Wsparciami podczas korekty będą zniesienia fibo niedawnego impulsu wzrostowego, jak i całego ruchu zapoczątkowanego w drugiej połowie lipca. Najbliższe silne wsparcie to przedział 1,2905 – 1,2912. Bezpośredni zasięg ruchu w przypadku wybicia dołem z krótkoterminowego kanału trendu spadkowego to około 100 pipsów. Wybicie górą otwiera drogę do testów lokalnych maksimów.

Wsparcie	Opór
1,2937	1,3284
1,2910	1,3185
1,2746	1,3172

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



03/08/12 04/08/12 05/08/12 06/08/12 07/08/12 08/08/12 09/08/12
* 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

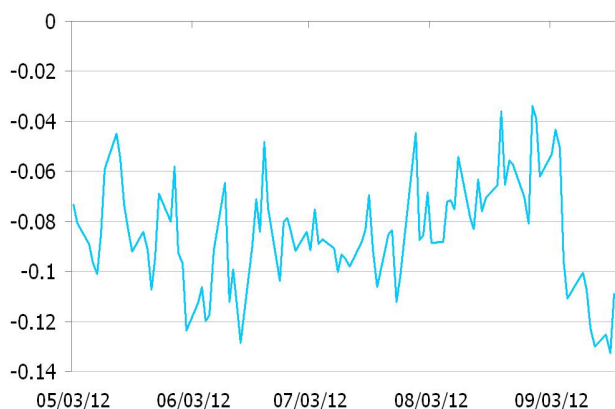
Złoty kontynuuje ruch na północ - EURPLN przebił dziś rano poziom 4,16. Jest to spójne z ruchami na EURUSD, jednak wczoraj istotnie osłabił się także czynnik krajowy (patrz wykres) po publikacji słabych danych o produkcji przemysłowej (0,5% r/r - więcej czytając w sekcji analizy), która naszym zdaniem przesądza o obniżce stóp procentowych w październiku. Dziś publikacja wskaźnika inflacji bazowej - nasze wyliczenia wskazują na spadek o 0,2pp. do poziomu 2,1%. Przebicie psychologicznej bariery 4,15 wraz z napływającymi danymi otwierają przestrzeń do dalszego osłabienia złotego.

EURPLN technicznie

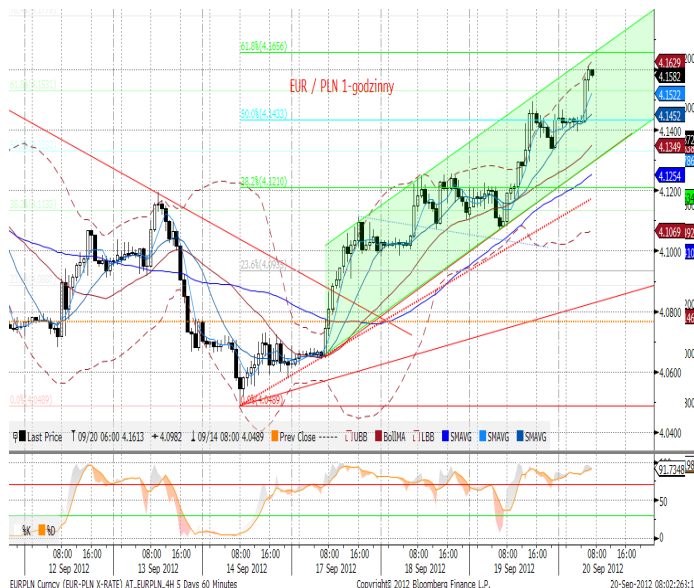
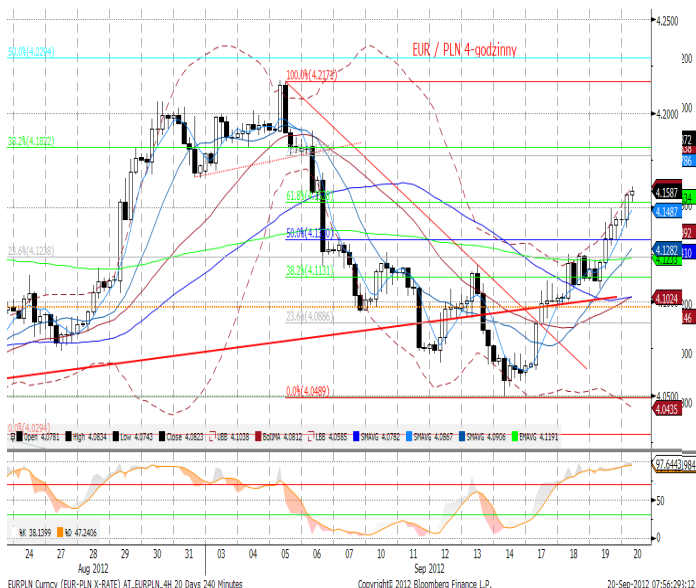
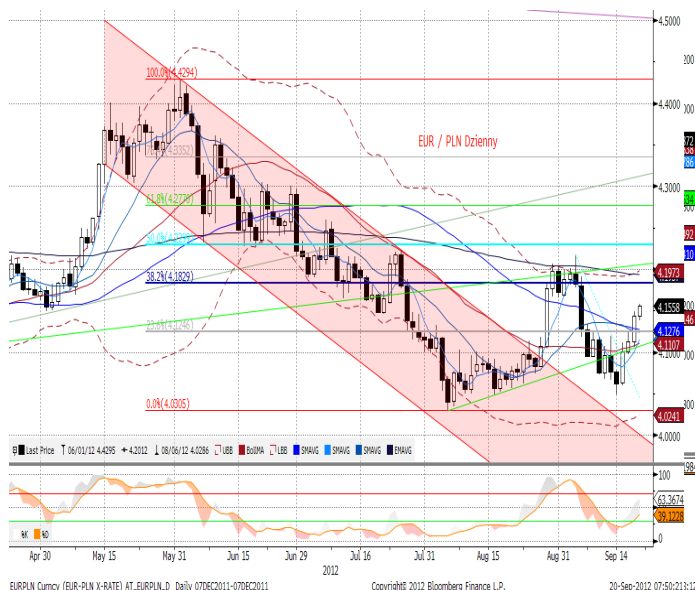
EURPLN kontynuuje odreagowanie niedawnych spadków. Trzy białe świece pod rząd świadczą o sporej sile byków. Impuls wzrostowy przebił 61,8% zniesienia ostatniego spadku zmierzając w stronę lokalnego maksimum na 4,2171. Obecnie kurs zbliża się do górnego ograniczenia kanału trendu wzrostowego, wynik zmagania kursu z tym ograniczeniem będzie testem siły byków na rynku. W przypadku odbicia się od któregoś z oporów wsparcia będą poziomy lokalnych minimów (4,0489 i 4,0286).

Wsparcie	Opór
4,1336	4,2171
4,1072	4,1774
4,0489	4,1656

Czynnik krajowy* w EURPLN



* 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.

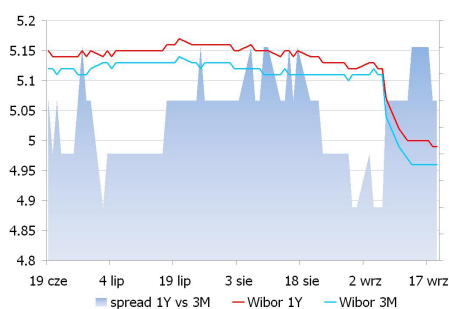




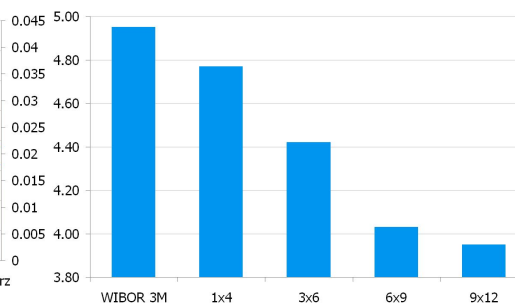
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.38	4.41	ON	4.8	4.9	EUR/PLN	4.1217
2Y	4.2925	4.32	1M	4.8	5.0	USD/PLN	3.1631
3Y	4.255	4.30	3M	4.5	5.0	CHF/PLN	3.4075
4Y	4.26	4.30					
5Y	4.2925	4.33					
6Y	4.32	4.36					
7Y	4.3633	4.40					
8Y	4.4083	4.45					
9Y	4.44	4.48					
10Y	4.46	4.50					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.65	4.70	EUR/USD	1.3048
1x4	4.72	4.77	EUR/JPY	102.25
3x6	4.37	4.42	EUR/PLN	4.1400
6x9	4.00	4.03	USD/PLN	3.1727
9x12	3.92	3.95	CHF/PLN	3.4204

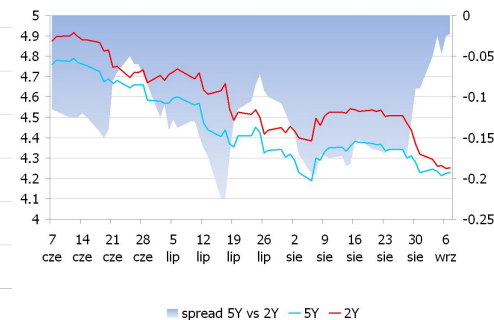
WIBOR 3M i 1Y



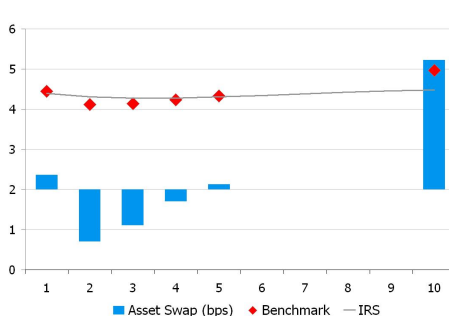
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



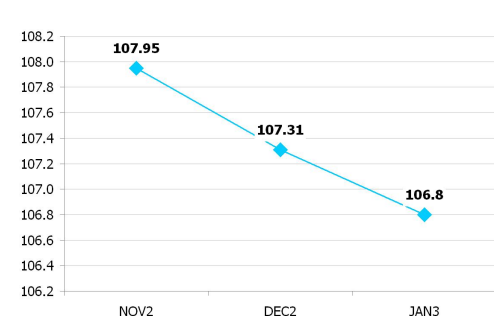
Asset swap i IRS



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, KOOOPERANTÓW, 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.