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		
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 *flash* (pkt)	wrz		46.3	46.0	42.6
9:00	FRA	PMI w usługach *flash* (pkt)	wrz		49.4	49.2	46.1
"," 9:30	GER	PMI w przemyśle *flash* (pkt)	wrz		45.4	44.7	47.30
9:30	GER	PMI w usługach *flash* (pkt)	wrz		48.5	48.3	50.6
10:00	EUR	PMI w przemyśle *flash* (pkt)	wrz		45.5	45.1	46.0
10:00	EUR	PMI w usługach *flash* (pkt)	wrz		47.6	47.2	46.0
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sier	2.1	2.1	2.3	2.1
14:00	POL	Minutes RPP	sier				
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	15.09.		375	385 (r)	382
16:00	EUR	Indeks zaufania konsumentów (pkt)	wrz		-23.8	-24.6	-25.9
16:00	USA	Indeks CB m/m (%)	sier		-0.1	0.5	-0.1
16:00	USA	indeks Philly Fed (pkt)	wrz		-4.5	-7.1	-1.9
21.09.2012 PIĄTEK							
14:00	POL	Koninktura GUS					

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Zielińska-Głębocka: RPP może zdecydować się na obniżkę stóp procentowych w tym roku. Jednak polska gospodarki nie wymaga gwałtownego luzowania polityki monetarnej.
• Bratkowski: Stopa proc. na poziomie 3,5 proc. będzie uzasadniona, jeśli nie będzie poprawy sytuacji w UE.
• Podczas wrześniowego posiedzenia RPP zgłoszone zostały wnioski o obniżkę stóp o 50 i o 25 punktów bazowych, które przepadły w głosowaniu (więcej czytaj w sekcji analizy).
• W czwartek Włochy poinformowały, że recesja w kraju będzie głębsza niż pierwotnie zakładano, podwyższyły także cel deficytu budżetowego. Sugeruje to, że starania, by ograniczyć zadłużenie, nie są wystarczające, mimo wprowadzanych oszczędności.
• We wrześniu opracowywany przez bank HSBC indeks PMI dla chińskiego sektora przemysłu wzrósł do 47,8 punktu z 47,6 punktu w sierpniu.

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	0.000	0.000
USAGB 10Y	1.770	0.023
POLGB 10Y	4.981	-0.004

Dotyczy benchmarków Reuters

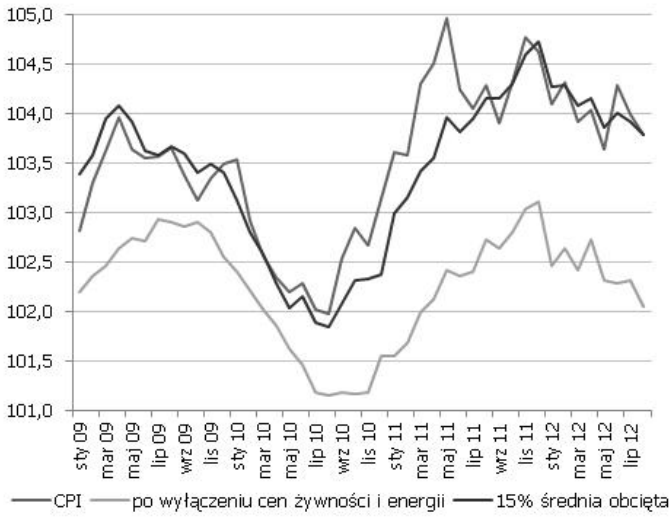
Słabe dane za sierpień otworzyły drogę do poluzowania polityki pieniężnej

Dyskusję na wrześniowym posiedzeniu zdominował temat pogłębiającego się spowolnienia w Polsce (było to pierwsze posiedzenie RPP po publikacji znacznie niższego od prognoz analityków NBP PKB za II kw), które jak przyznano jest silniejsze niż oczekiwano i niż zakładała lipcowa projekcja. Co więcej, rada zauważyła, że obniżenie wzrostu PKB wynika przede wszystkim z czynników wewnętrznych i osłabionego popytu krajowego, zaś pojedyncze wyższe odczyty miesięcznych danych mają różną jakość informacyjną. Trochę więcej miejsca poświęcono tematowi inflacji - zwrócono uwagę na silny wzrost cen surowców energetycznych i rolnych spowodowany zakłóceniami podażowymi (ciągle jednak większość wierzy w projekcję NBP i powrót inflacji do celu w I połowie 2013). Na posiedzeniu głosowano obniżkę stóp o 50pb. i 25 pb. - oba wnioski zostały odrzucone. Reuters podał, że na posiedzeniu nieobecnych było dwóch jastrzębich członków Rady.

Poza jasną oceną niespodzianki PKB z Minutes wyłaniają się dwa obozy członków RPP - jeden wskazujący na ryzyko niższego wzrostu w 2013 roku i szybszego niż dotychczas oczekiwano powrotu inflacji do celu i drugi oceniający obecne spowolnienie, jako krótkotrwałe i zależne od czynników zewnętrznych, zaś perspektywy powrotu inflacji do celu w 2013 roku jako niepewne. Minutes oraz ostatnie wypowiedzi członków RPP (Zielińska-Głębocka „dopuszcza możliwość obniżki stóp w październiku lub listopadzie, jednak nie jest zwolenniczką gwałtownych zmian - jedynie 25pb. wchodzi w grę i może dwie obniżki") wskazują jednak, że pierwsza z tych grup zyskuje zwolenników. Wrześniowy opis dyskusji z posiedzenia Rady otwiera drogę do dostosowania poziomu stóp procentowych już w październiku: „W opinii części członków Rady ryzyko silniejszego niż oczekiwano spowolnienia gospodarczego wraz z perspektywą powrotu inflacji do celu w 2013 roku może przemawiać za obniżeniem stóp procentowych w kolejnych miesiącach. Rada rozważy dostosowanie polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje będą potwierdzały dalsze osłabienie koniunktury." Swoje decyzje RPP uzależnia od napływających danych i wyników listopadowej projekcji. Czynniki reputacyjne powinny zatem mieć zdecydowanie mniejsze znaczenie przy październikowej decyzji, zaś publikowane w ostatnim miesiącu dane (niższa inflacja headline i bazowa, spowalniający rynek pracy, słabe płace, produkcja przemysłowa bliska zera, ujemna stopa wzrostu produkcji budowlanej) powinny przeważyć szalę warunku zawartego w komunikacie. Dodatkowym impulsem będzie wtorkowy odczyt sprzedaży detalicznej (nasza prognoza poniżej 4% jest także istotnie niższa od konsensusu). Uważamy, że RPP obniży w październiku poziom stóp procentowych o 25pb. (bardziej agresywny ruch mógłby wywołać wrażenie spóźnienia i ponownie odbić czkawką majową podwyżkę), zaś publikacja nowej projekcji w listopadzie będzie kolejnym argumentem za kontynuacją cyklu poluzowania. W kolejnych miesiącach nabierające na sile spowolnienie i niższa inflacja (potwierdza to układ czynników takich jak spadające ceny ropy, relatywnie silny złoty, efekty bazowe i brak podwyżek cen gazu zablokowanych przez URE) umożliwią głębsze poluzowanie monetarne w IV kw. 2012 i I kw. 2013.

W sierpniu spadły wszystkie miary inflacji bazowej

Inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności obniżyła się w sierpniu o 0,2pp. do poziomu 2,1% ze względu na znaczące spadki cen odzieży i obuwia oraz efekty bazowe kategorii łączność. Wszystkie pozostałe wskaźniki inflacji bazowej także się obniżyły - najsilniej o 0,3pp. CPI po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych, zaś o 0,1pp. wskaźnik po wyłączeniu cen administrowanych i 15% średnia obcięta. Przypomnijmy, że ta ostatnia miara ma dobre właściwości predykcyjne dla punktów zwrotnych inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii - zatem brak sygnałów odwrócenia trendu uformowanego na niej na początku roku przemawia za dalszym obniżaniem inflacji bazowej. W kolejnych miesiącach spodziewamy się kontynuacji spadków inflacji bazowej - częściowo przez efekty bazy statystycznej, częściowo w wyhamowaniu inflacji będą odzwierciedlać się efekty spowolnienia gospodarczego.

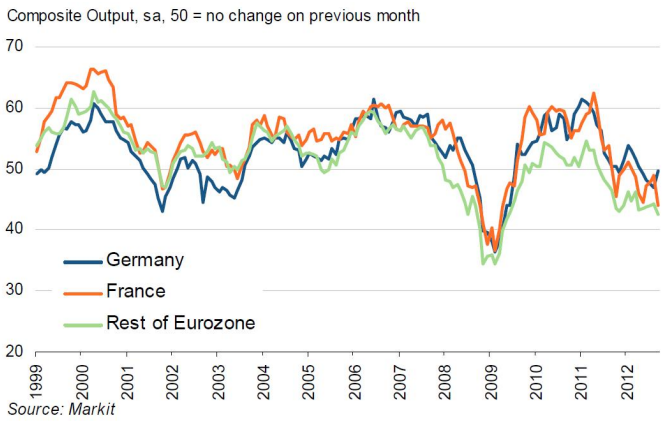


Koniunktura lepsza w Niemczech i znacznie gorsza we Francji

Wstępne odczyty indeksów PMI ze strefy euro wskazują na dalsze pogorszenie sytuacji ekonomicznej - we wrześniu spadki były wiedzione silnym pogorszeniem ocen gospodarki francuskiej, podczas gdy niemieckie odczyty zaskoczyły pozytywnie (patrz wykres). Nieznacznie wzrósł indeks z sektora przemysłowego (z 45,1 pkt. do 46,0 pkt), zaś indeks z sektora usług spadł silniej niż oczekiwano (z 47,2 pkt. do 46,0 pkt).

Największym pozytywnym zaskoczeniem okazał się wzrost niemieckiego indeksu z sektora usług powyżej (choć tylko nieznacznie o 0,6 pkt) granicznych 50 pkt. Indeks dla sektora przemysłowego Niemiec także wzrósł (do półrocznego maksimum 47,3pkt), jednak ciągle wskazuje na coraz mniejszą aktywność tego sektora. Analiza składowych indeksów nie prowadzi jednak do optymistycznych wniosków - wzrost produkcji bazuje na realizacji opóźnionych zamówień, zaś ilość nowych zamówień ciągle spada (choć w tempie wolniejszym niż wcześniej). Szczególnie negatywnym sygnałem jest spadek zatrudnienia w obu sektorach gospodarki najsilniejszy od stycznia 2010 wywołany istotnym pogorszeniem oczekiwań na kolejny rok przedsiębiorców sektora usług. Taka kompozycja odpowiedzi wskazuje, że raportowany wzrost niemieckiej

produkcji determinujący wzrost PMI jest raczej jednorazowy i w kolejnych miesiącach sentyment może ulec pogorszeniu.



Jest to spójne z największą negatywną niespodzianką z Francji - indeks w sektorze usług obniżył się z 49,2pkt w sierpniu do 46,1pkt. we wrześniu, zaś w sektorze przemysłowym z 46,0pkt. do 42,6pkt. Kompozycja wskazuje na podobne mechanizmy jak opisane wyżej z niemieckiego sektora (kluczowy był spadek nowych zamówień), jednak działające słabiej i przez to nie wspierającego produkcji w stopniu pozwalającym na wzrost PMI - warto przy tym zauważyć, że dane ankietowe obarczone są sporym subiektywizmem i typowe obecnie wzrosty produkcji przez realizację zaległości mogą przebiegać w różnym tempie wpływając silnie na kierunki wahań indeksów koniunktury.

W całej strefie euro wzrosty poszczególnych kategorii zanotowano w sektorze przemysłowym, jednak w stopniu niewystarczającym na zrównoważenie spadków z sektora usług - indeksy composite dla kategorii nie-inflacyjnych spadły (inflacja producentów była podwyższona przez rosnące ceny paliw, jednak producenci nie przerzucali ich na konsumentów ze względu na wysoką presję konkurencyjną). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami na sentyment i oczekiwania przedsiębiorców nie wpłynęła decyzja EBC o kolejnym programie wsparcia rynku długu krajów peryferyjnych. Trudno z takiej stabilizacji wyciągać bardzo pozytywne wnioski - powtarzamy jedynie, że ze względu na złożoność przyczyn obecnego kryzysu indeksy koniunktury mogą pozostać w przedziale wahań 40-45 i 45-50 pkt. odpowiednio dla krajów „słabszych" i „silniejszych" i dopiero stabilne rozwiązania problemów strefy euro przełożą się na trwałe wzrosty powyżej granicznych 50 pkt. Globalne spowolnienie (już nie tylko europejskie i amerykańskie, ale także azjatyckie) także nie wspiera poprawy koniunktury i nowych zamówień.

W kolejnych miesiącach uważnie będziemy się przyglądać sentymentowi w Niemczech - poniedziałkowy wzrost indeksu ZEW bazował bowiem jedynie na oczekiwaniach analityków i inwestorów (którzy są zdecydowanie bardziej podatni na wpływ decyzji banków centralnych niż przedsiębiorcy), podczas gdy sytuacja bieżąca została oceniona gorzej niż oczekiwano. W tym kontekście publikacje PMI traktujemy jako jednorazowe wybicie - prawdopodobnie podobnie zachowa się Ifo (ciekawe będą też publikacje przez OECD bardziej gładkiego indeksu CLI, który w lipcu nadal wskazywał trend spadkowy), jednak ewentualne utrzymanie trendu wzrostowego wskazywałoby, że niemiecka gospodarka ma szanse pozostać na plusie.

EURUSD fundamentalnie

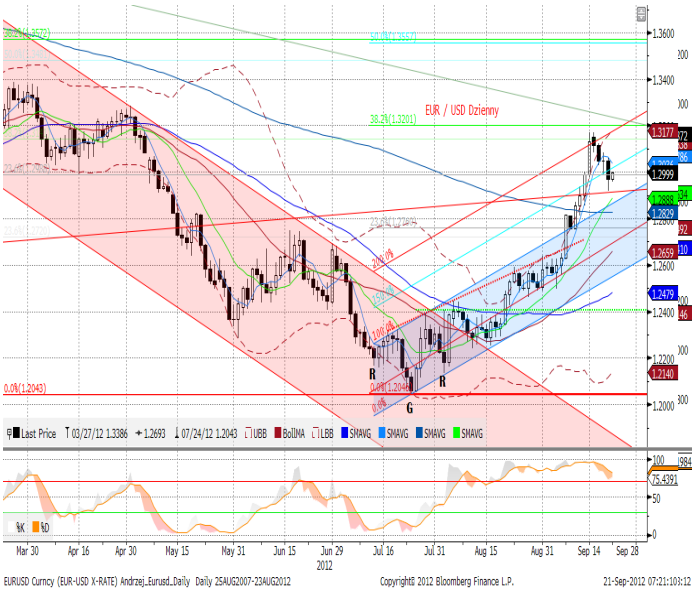
Pierwsza połowa dnia upłynęła wczoraj na kontynuacji korekty i osłabianiu się EUR, zaś podczas sesji amerykańskiej EURUSD powróciło do ruchu na północ. Coraz bardziej oficjalne pogłoski o postępach w negocjacjach Troiki z władzami greckimi, udana auckja hiszpańskich obligacji i pozytywne headline'y danych ze strefy euro i Niemiec (choć na razie tylko headline'y - więcej czytaj w sekcji analizy) wsparły wczorajszy sentyment. Oczekiwania na działania stymulujące gospodarki Chin i Japonii równoważą coraz gorsze dane napływajace z tego regionów. Dane zza oceanu pozostają w cieniu decyzji Fed, zaś komentarze członków FOMC wskazują na determinację w realizacji podjętych decyzji. EURUSD pozostaje zatem pod wpływem informacji europejskich (dziś rano pojawił się komunikat, że Włochy i Hiszpania nie poproszą o pomoc dopóki nie „wypadną z rynku", zaś grecki poziom defictu może rozczarować dopiero przy publikacji raportu Troiki 8 października) - presja pozostaje zatem spora.

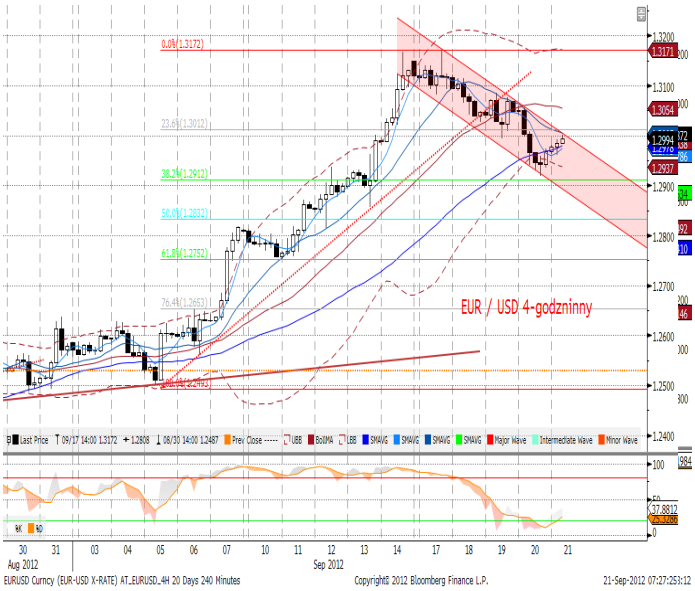
EURUSD technicznie

Na EURUSD korekty ciąg dalszy. Na razie ruch wytracił nieco impet, jednak oscylatory wciąż znajdują się w obszarze wykupienia.Kurs zmaga się aktualnie z górnym ograniczeniem kanału trendu korekty. Jego przebicie otworzy drogę do ustanowienia nowych szczytów. W przypadku wybicia dołem z kanału zasięgiem ruchu jest projekcja kanału oraz zniesienia fibo.

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

* 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.





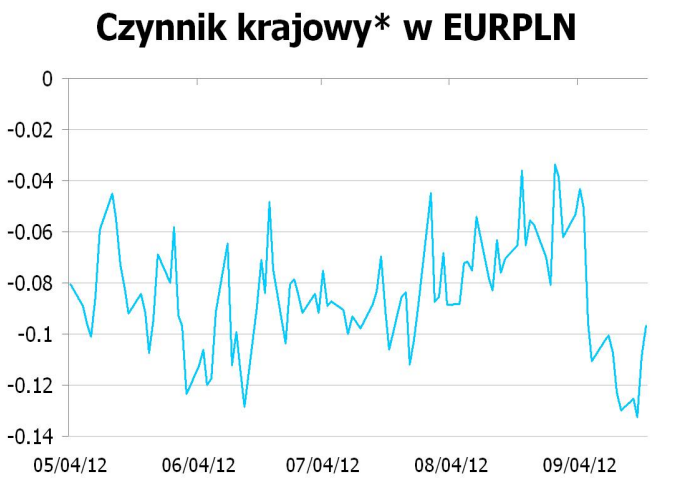
EURPLN fundamentalnie

Kolejny dzień nie przyniósł zmiany poziomu EURPLN - dziś otwarcie zbliżone do środowego zamknięcia w okolicach 4,14. Ruch intraday silnie skorelowany ze zmianami na EURUSD (czynnik krajowy osłabł - patrz wykres). Zależność zmian na polskiej walucie od czynników globalnych zostanie prawdopodobnie utrzymana - kalendarz polskich danych jest ubogi do wtorku (dziś tylko raport o koniunkturze), zatem zmianę sentymentu wywołać mogą jedynie wypowiedzi członków RPP (choć po ostatnich publikacjach - w tym wczorajszych Minutes i niższej inflacji bazowej (komentarz czytaj w sekcji analizy) - wydaje się, że październikowa obniżka stóp o 25pb. jest już wyceniona w EURPLN).

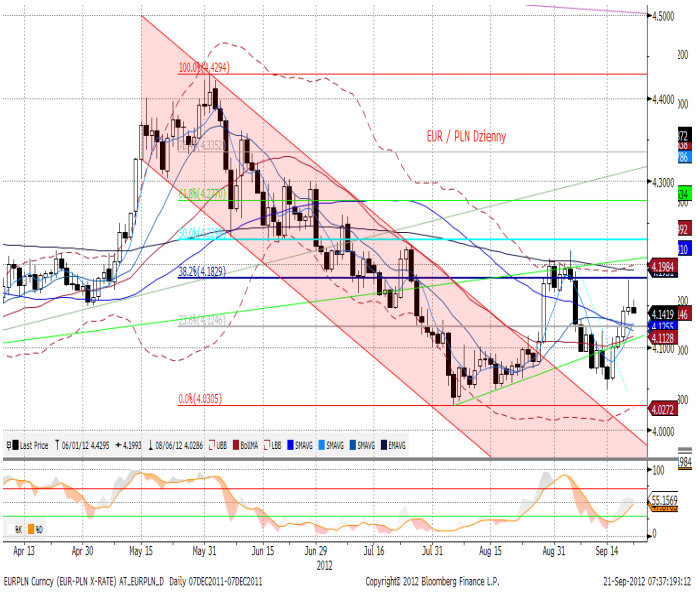
EURPLN technicznie

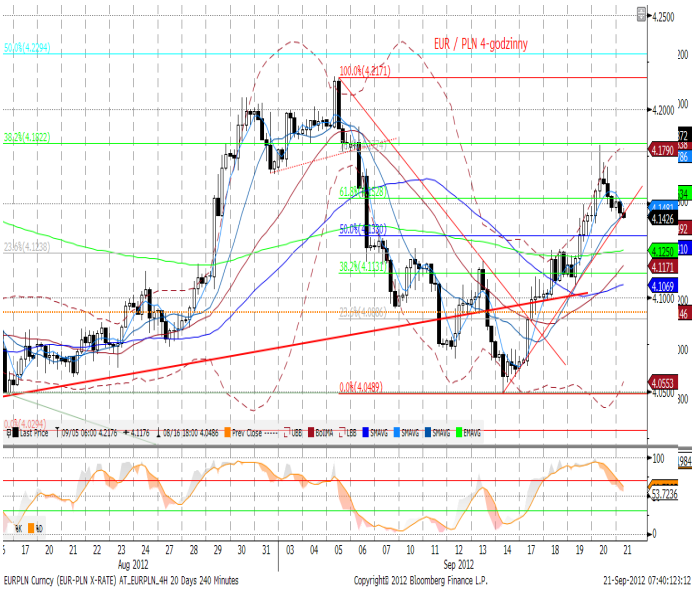
Uformowana na wykresie dziennym świeca o długim górnym cieniu i małym korpusie może zapowiadać koniec impulsu wzrostowego i kolejną falę umocnienia złotego. Warto jednak poczekać na potwierdzenie tego sygnału. W trakcie ruchu aprecjacyjnego złotego wsparciami będą zniesienia fibo ostatnich wzrostów oraz odłożony wzorzec poprzedniej fali spadkowej. Wynikające z nich silne wsparcia to poziomy 4,1149-64 oraz 4,0965 - 93. Ich przebicie otworzy drogę do lokalnych minimów.

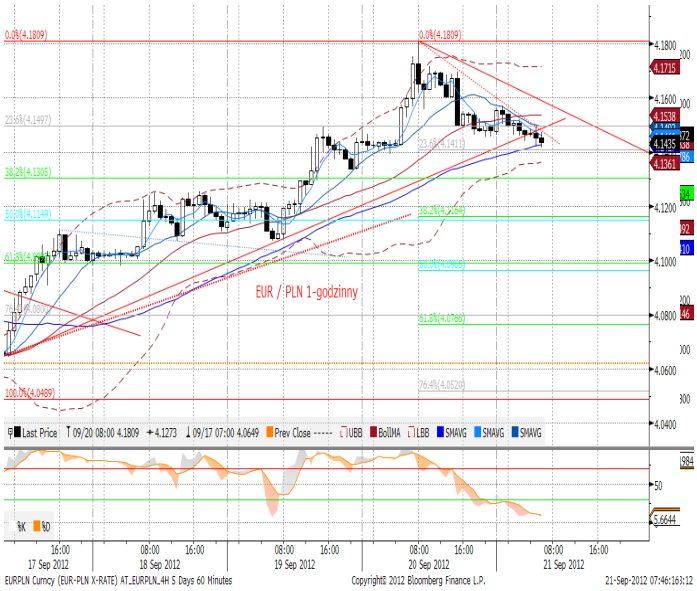
Wsparcie	Opór
4,1336	4,1809
4,1149	4,1774
4,1072	4,1656



* 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.







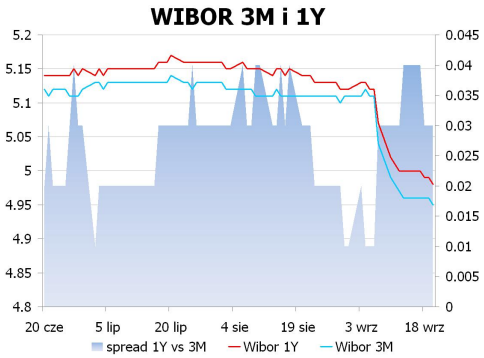
IRS	BID	ASK
1Y	4.385	4.42
2Y	4.3075	4.34
3Y	4.26	4.30
4Y	4.26	4.30
5Y	4.2875	4.33
6Y	4.3167	4.36
7Y	4.36	4.40
8Y	4.405	4.45
9Y	4.4333	4.47
10Y	4.455	4.50

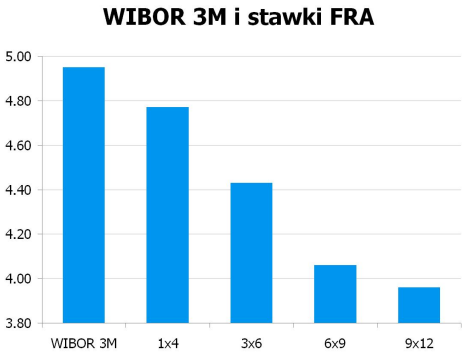
depo	BID	ASK
ON	4.8	4.9
1M	4.8	5.0
3M	4.8	5.0

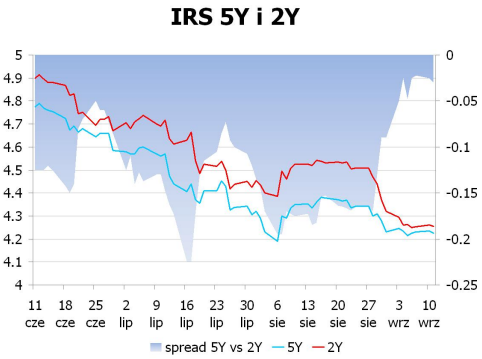
FRA	BID	ASK
1x2	4.67	4.73
1x4	4.72	4.77
3x6	4.38	4.43
6x9	4.01	4.06
9x12	3.91	3.96

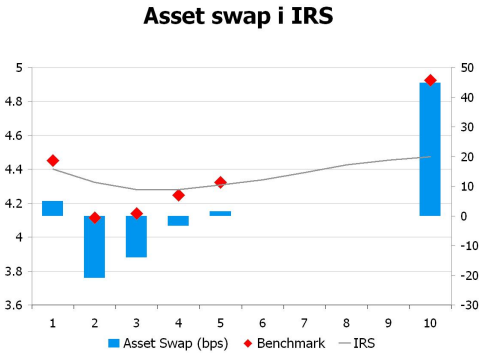
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1635
USD/PLN	3.2092
CHF/PLN	3.4440

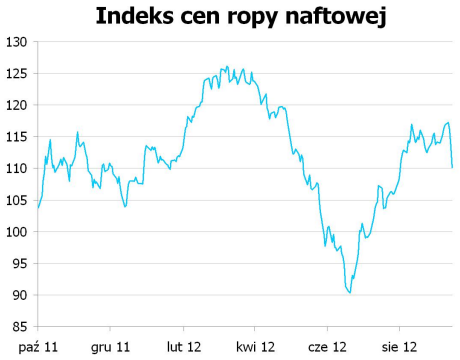
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2968
EUR/JPY	101.47
EUR/PLN	4.1464
USD/PLN	3.1968
CHF/PLN	3.4255

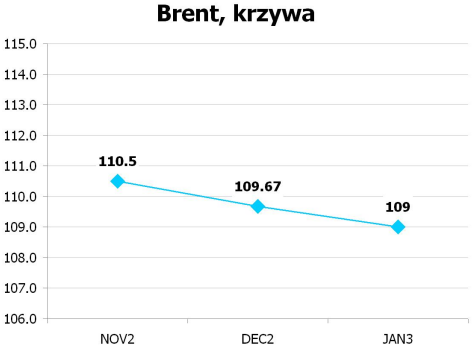












UWAGA!

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.