



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		
24.09.2012 PONIEDZIAŁEK							
10:00	GER	Indeks Ifo (pkt)	wrz		102.8	102.3	
25.09.2012 WTOREK							
8:00	GER	Indeks Gfk (pkt)	paź		5.9	5.9	
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	sier	3.7	5.9	6.9	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	sier	12.3	12.3	12.3	
14:00	HUN	Decyzja dot. stóp proc. (%)	wrz		6.63	6.75	
14:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS					
15:00	USA	Case Shiller indeks r/r (%)	lip		1.2	0.5	
16:00	USA	Indeks CB koniunktury konsumenckiej (pkt)	wrz		63.0	60.6	
26.09.2012 ŚRODA							
	GER	CPI r/r flash (%)	wrz		0.0	0.4	
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys)	sier		380	372	
27.09.2012 CZWARTEK							
10:00	EUR	M3 r/r (%)	sier		3.6	3.8	
11:00	EUR	Indeks ESI (pkt)	wrz			86.1	
13:00	CZK	Decyzja dot. stóp proc. (%)	wrz		0.25	0.50	
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR final (%)	Q2		1.7	1.7	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	sier		-4.5	4.1	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	22.09.			382	
16:00	USA	Podpisane umowy na sprzedaż domów m/m (%)	sier		-0.6	2.4	
28.09.2012 PIĄTEK							
1:30	JPN	CPI r/r (%)	sier		-0.6	-0.3	
1:50	JPN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sier		-3.7	-0.8	
11:00	EUR	HICP r/r flash (%)	wrz		2.4	2.6	
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	sier		0.5	0.4	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	sier		0.2	0.3	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	wrz		53.1	53.0	
15:55	USA	Indeks Uni. Michigan (pkt)	wrz		78.7	79.2 (p)	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Ostatnia porcja sierpniowych danych z polskiej gospodarki zostanie opublikowana we wtorek. Sprzedaż detaliczna powinna pokazać dalsze spowolnienie aktywności zakupowej - trend na większości kategorii się obniża, wyraźnie spadkowe tendencje kategorii sprzedaż w sklepach niewyspecjalizowanych, na odzież i obuwiu i kategorii pozostałe. Efekty bazowe, które podnosiły wskaźniki w minionych miesiącach przestały działać (jedynie sprzedaż mebli wchodzi w okres wysokiej bazy statystycznej). Aktywności zakupowej nie sprzyja spowolnienie na rynku pracy - we wtorek opublikowana zostanie też stopa bezrobocia, która po odsezonowaniu rośnie, a nie spada (!). Uważamy, że sierpniowy odczyt będzie statnim stabilnym, zaś kolejne miesiące podniosą stopę bezrobocia w kierunku 13,5-13,6% na koniec roku.

• **Gospodarka globalna.** W poniedziałek opublikowany zostanie indeks Ifo - pomimo zeszłotygodniowych wzrostów indeksów PMI nie należy spodziewać się rewelacji. Ifo ciągle pozostaje na relatywnie wysokim poziomie, na odczyty indeksów PMI mógł oddziaływać efekt bazy z zeszłego roku (choć sam indeks nie wskazuje zmian poziomu r/r, to niektórzy ankietowani mogą takie porównanie obrać za naturalny benchmark do odpowiedzi) i w końcu - Ifo zbiera dużo bardziej ogólne odpowiedzi, przez co krótkookresowa korelacja z PMI jest zaburzona. W czwartek opublikowany zostanie finalny odczyt PKB z USA za II kw. - dane powinny potwierdzić wstępne wyliczenia na poziomie 1,7%. Równolegle publikowane zamówienia na dobra trwałe mogą jednak wskazać silnie ujemny wynik i choć część spadku należy przypisać wysokiej bazie z lipca (zamówienia z lotnictwa), to dane po wyłączeniu kategorii transportowej mogą także wskazać na osłabienie aktywności w sektorze przemysłowym. W piątek porcja danych konsumenckich z USA (dochody, wydatki, indeks Uni.Mich.), które wskazują ciągle na powolne ożywienie.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

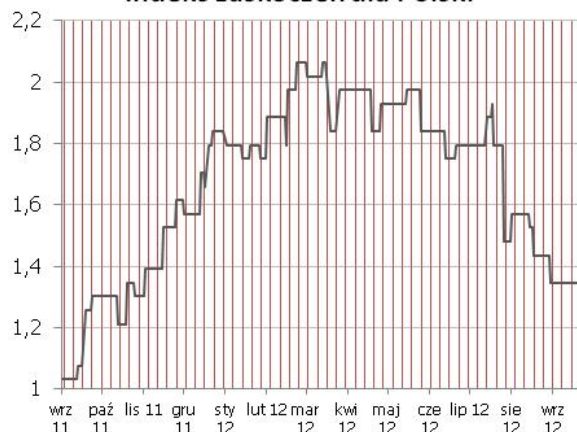
• **Kaźmierczak:** Należy rozważyć łagodzenie polityki pieniężnej, ale październik to za wcześnie, aby obniżyć stopy procentowe. Przed podjęciem decyzji o poluzowaniu polityki pieniężnej RPP powinna mieć absolutną pewność, że proces dezinflacji będzie miał charakter trwały. Dlatego pierwszym możliwym terminem, kiedy można podjąć dyskusję o ewentualnym luzowaniu polityki pieniężnej, będzie listopadowe posiedzenie Rady, kiedy znane będą wyniki najnowszej projekcji NBP.

• **Gilowska:** Nastąpiła zmiana struktury ryzyk w polityce pieniężnej, obecnie prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych jest wyższe, niż prawdopodobieństwo podwyżek. Ważnym elementem w dyskusji RPP będzie listopadowa projekcja NBP, która poprzez ewentualne wskazanie trwałego trendu obniżania się inflacji do celu może być impulsem dla rozważań o poluzowaniu polityki pieniężnej.

Decyzja RPP (3.10.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.622	-0.024
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	1.751	-0.007
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	4.934	0.056
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 25 bps				

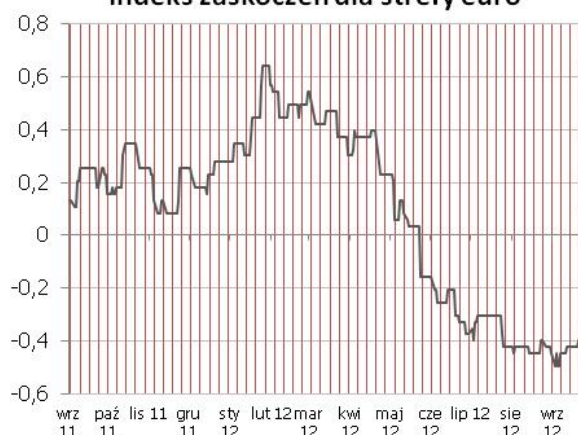
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


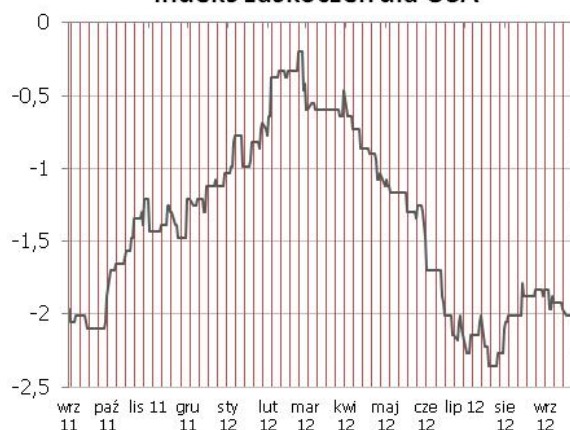
Indeks zaskoczeń pozostał na niezmiennym poziomie pomimo niewątpliwie negatywnego wydźwięku publikowanych danych. Szczególnie warto podkreślić bardzo słaby odczyt produkcji przemysłowej na poziomie 0,5% r/r (mediana prognoz z Bloomberg'a wyniosła 1,1%, podczas gdy ankietowani polscy analitycy wskazali na 1,9%). Jutrzejsza publikacja sprzedaży detalicznej powinna wpisać się w ten trend, który naszym zdaniem powinien przekonać RPP do poluzowania polityki pieniężnej już w październiku.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Indeks zaskoczeń nieznacznie wyżej po publikacjach indeksów koniunktury - szczególnie niemieckich PMI. Tym samym trend spadkowy indeksu zaskoczeń został zatrzymany.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


Dane z USA ciągle wskazują na powolną poprawę sytuacji (w minionym tygodniu przede wszystkim z rynku nieruchomości) - indeks zaskoczeń pozostał na niezmiennym poziomie. Utrzymanie trendu bocznego jest ciągle prawdopodobne ze względu na umiarkowane oczekiwania analityków - zatem pomimo wielu publikacji w rozpoczynającym się tygodniu nie spodziewamy się jego istotnych ruchów.

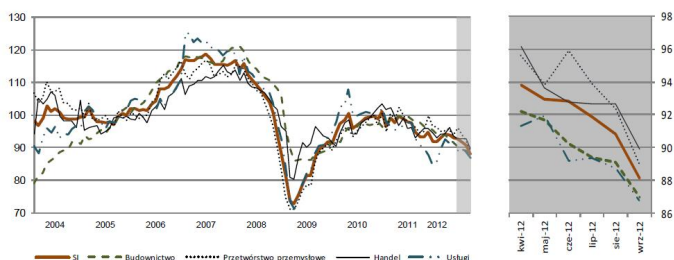
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Dalsze pogorszenie koniunktury

Dane o koniunkturze (za wrzesień) opublikowane w piątek przez GUS wskazują na dalsze pogorszenie warunków w sektorze przemysłowym, budownictwie, handlu detalicznym i usługach. Ogólny klimat koniunktury w przetwórstwie przemysłowym oceniony został gorzej niż przed miesiącem (indeks spadł z -3pkt. do -6pkt.). W budownictwie wrześniowe oceny były najgorsze od 12 lat (w analogicznym miesiącu). W przetwórstwie i budownictwie ograniczane są zamówienia i produkcja, prognozy dla ich wolumenów także są negatywne. Pogłębiają się także trudności w regulowaniu bieżących zobowiązań finansowych. Na ograniczanie nowych zamówień w większym stopniu wpłynął spadek krajowego niż zagranicznego portfela zamówień, stan zapasów zdaniem ankietowanych zbliża się do poziomu uznawanego za niedmierny, co wpłynie na postępujące ograniczanie produkcji i redukcję zatrudnienia. Analizując poszczególne sekcje przetwórstwa - najbardziej korzystne oceny (choć w większości także gorsze niż przed miesiącem) formułowali producenci wyrobów farmaceutycznych, papieru i urządzeń elektrycznych, zaś najbardziej negatywne odzieży, metali i wyrobów ze skór. Z kolei firmy budowlane wskazały na utrzymujące się znaczące opóźnienia w terminowym ściąganiu należności. W sektorze budowlanym stosunkowo mniejsze pogorszenie koniunktury wskazywały największe przedsiębiorstwa. W sektorze budowlanym wykorzystanie mocy produkcyjnych było we wrześniu o 4pp. niższe niż przed rokiem i wyniosło 75% - aż 21% ankietowanych uważa je ciągle za zbyt duże w stosunku do oczekiwanego portfela zamówień. Podobnie negatywnie oceniona została koniunktura w handlu i sektorze usług (jedynie przedsiębiorstwa z kategorii pozostała działalność usługowa oceniają swoją sytuację lepiej niż przed miesiącem, zaś w kategoriach działalność finansowa i ubezpieczeniowa, informacja i komunikacja oraz działalność związana z obsługą rynku nieruchomości pozostają w swoich ocenach optymistyczne). Prognozy sprzedaży są bardziej pesymistyczne od zgłaszanych w ubiegłym miesiącu i przedsiębiorcy nadal sygnalizują nadmierny poziom zapasów.

Z badań koniunktury wyłania się negatywny obraz nie tylko sytuacji bieżącej, ale także oczekiwań. Co więcej, podobne wskazania są we wszystkich rozbiciach i wszystkich kategoriach. Spada produkcja i nowe zamówienia wpływając na wzrosty zapasów i spadki zatrudnienia. Syntetyczny wskaźnik koniunktury pozostaje od kilku miesięcy w trendzie spadkowym wskazując na postępujące spowolnienie w gospodarce.

WSKAŹNIK SYNTETYCZNY I JEGO DEKOMPOZYCJA



EURUSD fundamentalnie

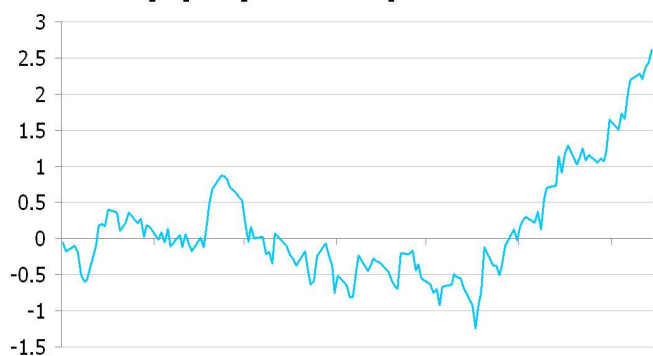
W piątek EUR umacniało się względem USD, jednak dziś otwarcie poniżej czwartkowego zamknięcia (1,294). Na wahaniami kursu ważą przede wszystkim oczekiwania na decyzję Hiszpanii o zgłoszeniu się po pomoc orazb przecieki odnośnie rzeczywistego poziomu deficytu w Grecji. W tym tygodniu opublikowane zostaną stress-testy hiszpańskich banków, medialne są także różnice między Merkel i Hollande w sprawie unii bankowej, raport Troiki zostanie przedstawiony dopiero w październiku - wszystkie te informacje ważyć będą na ruchach EURSUD, który powrócił do wahań w okolicach 1,30.

EURUSD technicznie

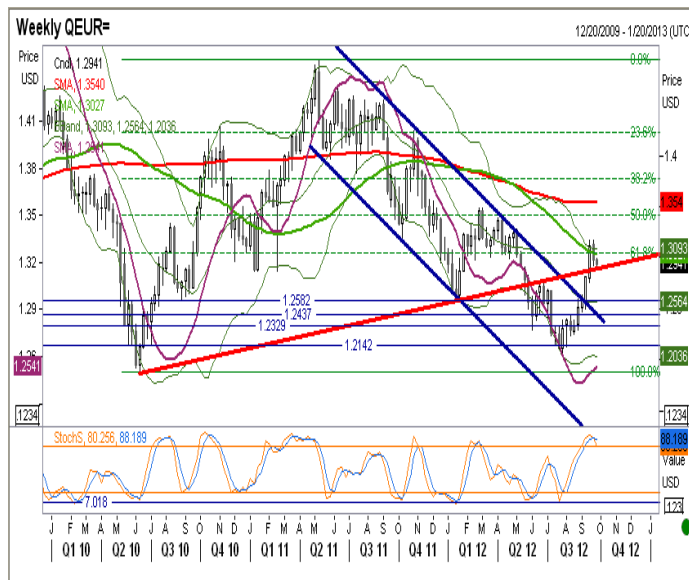
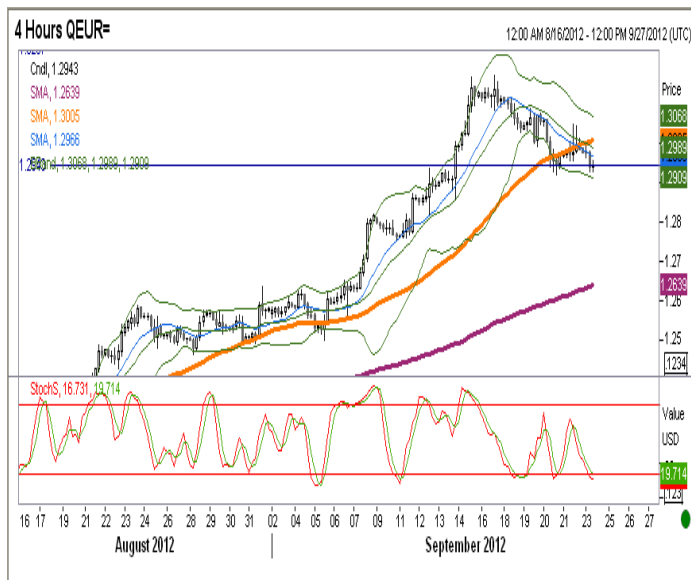
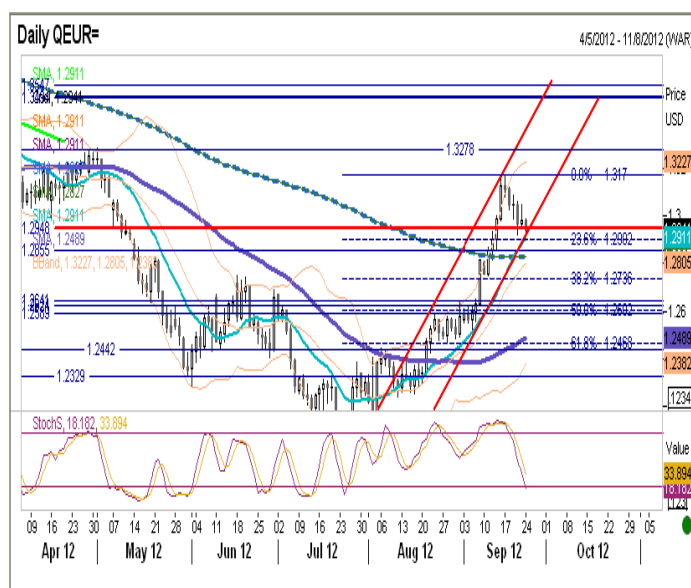
EURUSD nadal znajduje się w przy dolnym ograniczeniu kanału wzrostowego (wykres dzienny) i przy 23,6% zniesieniu Fibo dla ruchu aprecyjnego od przełomu lipca i sierpnia. Na wykresie tygodniowym, po przebicciu długoterminowej linii trendu aprecyjnego, stał się on skutecznym wsparciem (1,2891). Dopóki 1,2902 nie zostanie złamane, trend wzrostowy powinien być kontynuowany. Istnieje jednak spore prawdopodobieństwo strzału stochastycznego na oscylatorze. Jeśli do tego dojdzie, nie tylko 1,2902 prawdopodobnie nie wytrzyma, ale notowania skorygują się głębiej do średniej MA200 z dziennego (1,2800), czy też 38,2% zniesienia Fibo (1,2736).

Wsparcie	Opór
1,2902	1,3278
1,2855	1,3170
1,2736	1,3060

**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

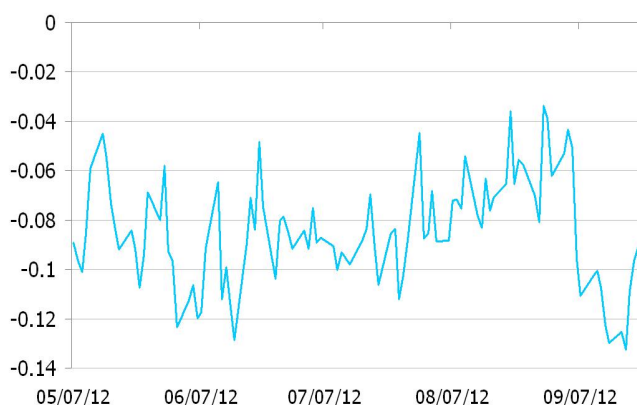
W piątek złoty umocnił się odrabiając straty z połowy zeszłego tygodnia. Tym razem wpływ miały głównie czynniki krajowe, a konkretniej wypowiedzi członków RPP - Kaźmierczak i Gilowska uważają, że choć bilans ryzyk dla dalszego kierunku polityki monetarnej się zmienia, to dopiero publikacja listopadowej projekcji będzie kluczowa dla dla poziomu stóp procentowych. W najbliższych dniach złoty pozostanie pod wpływem oczekiwań na poluzowanie monetarne (a zatem uwaga będzie zwrócona na wypowiedzi członków RPP po jutrzejszym odczycie sprzedaży detalicznej) oraz nowe informacje ze strefy euro - pod koniec miesiąca sentyment globalny będzie determinowany przez oczekiwania na wyniki kontroli i negocjacji, a także sytuacji na rynku długu w Grecji, Hiszpanii i Włoszech.

EURPLN technicznie

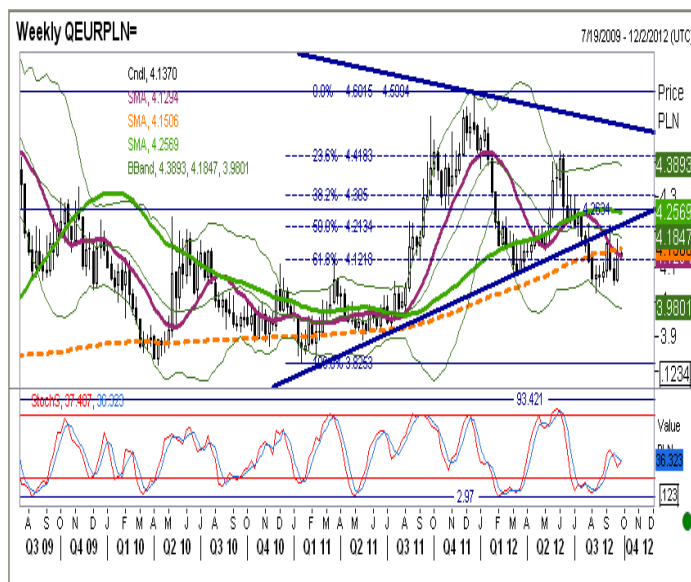
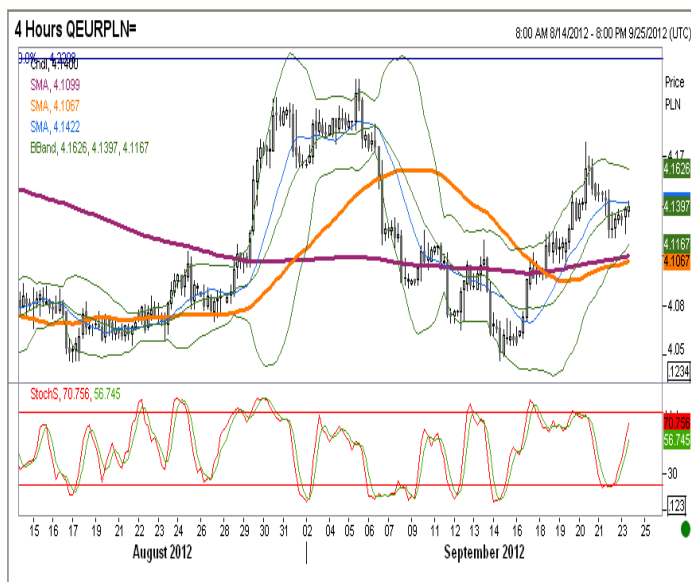
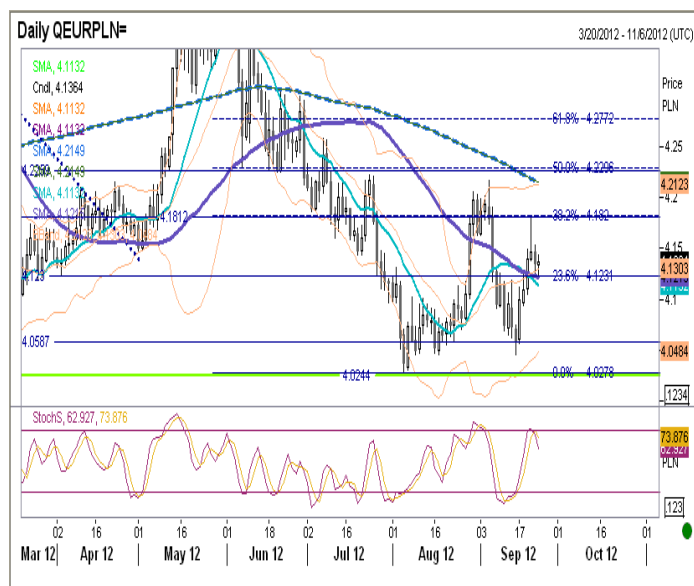
Na wykresie tygodniowym notowania zamknęły się poniżej MA200 i MA14 (włas świadczą o słabości kupujących EUR). Na wykresie dziennym notowania odbiły się w środę tygodnia od 38,2% Fibo (4,1820) i uformowały niemal nagrobek. To plus odwrócenie oscylatora sugeruje, że impuls wzrostowy w perspektywie co najmniej kilkudniowej dobiegł końca i w najbliższym czasie przetestujemy minima (4,04). Najpierw jednak notowania zmierzają się ze średnimi (4,12). Ważnym oporem będzie wspomniane wyżej Fibo.

Wsparcie	Opór
4,1231	4,2166
4,0600	4,1820
4,0400	4,1530

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.

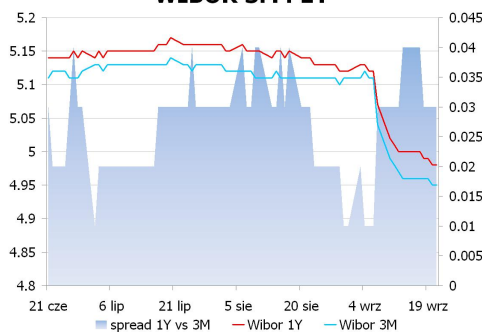




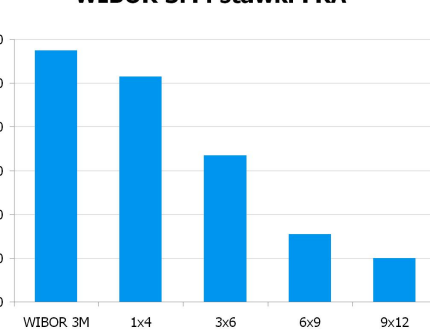
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.42	4.47	ON	5.0	5.5	EUR/PLN	4.1340
2Y	4.315	4.35	1M	5.0	5.5	USD/PLN	3.1712
3Y	4.28	4.31	3M	4.8	5.3	CHF/PLN	3.4126
4Y	4.278	4.31					
5Y	4.29	4.32					
6Y	4.32	4.35					
7Y	4.355	4.39					
8Y	4.398	4.43					
9Y	4.438	4.47					
10Y	4.45	4.48					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.73	4.78	EUR/USD	1.2980
1x4	4.78	4.83	EUR/JPY	101.41
3x6	4.44	4.47	EUR/PLN	4.1340
6x9	4.08	4.11	USD/PLN	3.1760
9x12	3.97	4.00	CHF/PLN	3.4051

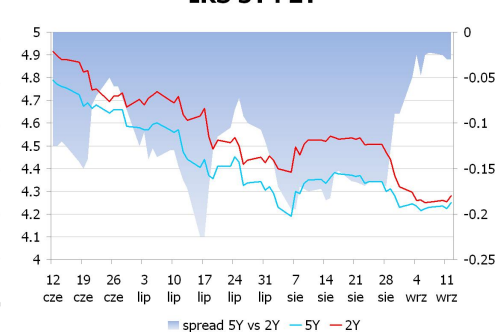
WIBOR 3M i 1Y



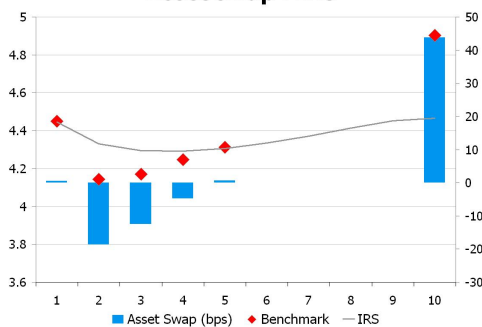
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



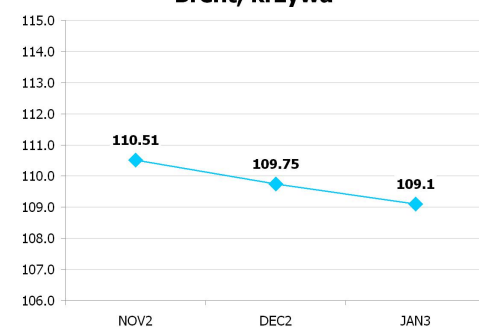
Asset swap i IRS



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 POPARTYJ 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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.