



Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 83
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.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		
1.10.2012 PONIEDZIAŁEK							
3:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt)	wrz		50.1	49.2	49.8
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt)	wrz	48.0	47.9	48.3	
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt)	wrz		47.3	47.3 (p)	
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	wrz		46.0	46.0 (p)	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	wrz		49.8	49.6	
2.10.2012 WTOREK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
3.10.2012 ŚRODA							
3:00	CHN	PMI w usługach (pkt)	wrz			56.3	
	POL	Decyzja RPP (%)	paź	4.50	4.50	4.75	
9:55	GER	PMI w usługach (pkt)	wrz		50.6	50.6 (p)	
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt)	wrz		46.0	46.0 (p)	
14:15	USA	Wskaźnik ADP m/m (tys)	wrz		145	201	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	wrz		53.4	53.7	
4.10.2012 CZWARTEK							
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	paź		0.75	0.75	
14:00	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	29.08.		370	359	
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	wrz				
5.10.2012 PIĄTEK							
	JPN	Decyzja Banku Japonii (%)	paź		0.1	0.1	
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sier		-0.5	0.5	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys)	wrz		115	96	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	wrz		8.2	8.1	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Dziś publikacja indeksu PMI - ostatnia negatywna niespodzianka bazowała przede wszystkim na silniejszym spadku produkcji i nowych zamówień, zaś dane opublikowane we wrześniu (produkcja, rynek pracy, wskaźniki koniunktury) wskazują na dalsze pogorszenie sytuacji. Niemieckie indykatory zaskoczyły pozytywnie wstępny odczytami za wrzesień. Uważamy, że indeks na razie pozostanie w przedziale 45-50pkt. W środe RPP ogłosi decyzję dot. stóp procentowych - uważamy, że Rada zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych (o 25pb, możliwy wynik głosowania 5:4). Rada niejako antycypując gorszą projekcję inflacyjną (publikacja w listopadzie) da również sygnał do kolejnej obniżki na listopadowym posiedzeniu. Z danych publikowanych w październiku otrzymamy kolejne potwierdzenie słabnięcia koniunktury. Nieskorygowane/ surowe odczyty ze sfery realnej mogą, ze względu na różnicę dwóch dni roboczych w ujęciu rocznym (zatem mocno prawdopodobna ujemna roczna dynamika produkcji), mieć negatywny wpływ na nastroje rynku oraz nastroje w samej RPP.

• **Gospodarka globalna.** Dziś opublikowane zostaną finalne odczyty indeksów PMI z sektora przemysłowego - pozytywne niespodzianki ze strefy euro i Niemiec wywołane wstępny danymi nie powinny zostać przyćmione, jednak uważamy, że możliwe zmiany kierunku na indeksach są ciągle pieśnią przyszłości. Podobne są oczekiwania względem indeksu ISM z USA. Podobne wnioski płyną z danych sektora usług - publikacja w środę. Głównymi punktami w kalendarzu danych globalnych będzie jednak czwartkowa decyzja EBC (po ostatniej decyzji, która spełniła oczekiwania rynkowe w 100% w październiku nie powinien nastąpić żaden przełom - ewentualnie podane zostaną szczegóły zaproponowanego programu OMT) i piątkowe dane z rynku pracy w USA - po ostatnim negatywnym zaskoczeniu oczekiwany jest wzrost liczby miejsc pracy powyżej 100 tys., co jednak ciągle pozostaje mizernym wynikiem i nie powstrzyma wzrostu stopy bezrobocia. Poza danymi makro kluczowa będzie dzisiejsza decyzja Moody's w sprawie Hiszpanii i czwartkowa aukcja jej obligacji.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- RPP przyjęła założenia polityki pieniężnej na 2013 rok, które, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiają cel inflacyjny na dotychczasowym poziomie 2,5 procent plus minus jeden punkt procentowy (więcej czytaj w sekcji analizy).
- We wrześniu 2012 roku oczekiwania inflacyjne spadły - w ciągu najbliższych 12 miesięcy średnia oczekiwana stopa inflacji osiągnie 4,1 procent.
- Hiszpania zrewidowała swój deficyt budżetowy za rok 2011, który sięgnął 9,4 proc. PKB zamiast 8,9 proc., jak początkowo szacowano. W 2012 r. deficyt wyniesie 7,4 proc. PKB, a nie planowane 6,3 proc.
- Z niezależnego audytu przeprowadzonego wśród 14 największych hiszpańskich banków wynika, że w razie poważnego gospodarczego załamania mogą potrzebować one 59,3 miliarda euro.

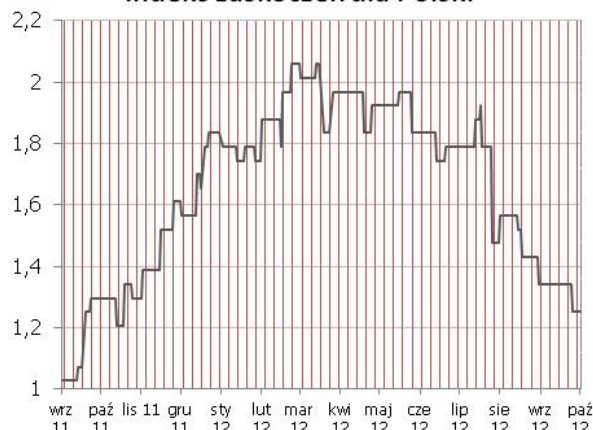
Decyzja RPP (3.10.2012)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.466	0.036
stopy bez zmian		0%		USAGB 10Y	1.623	-0.017
obniżka 25 bps		100%		POLGB 10Y	4.735	0.106
PROGNOZA BRE		obniżka 25 bps		Dotyczy benchmarków Reuters		



Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

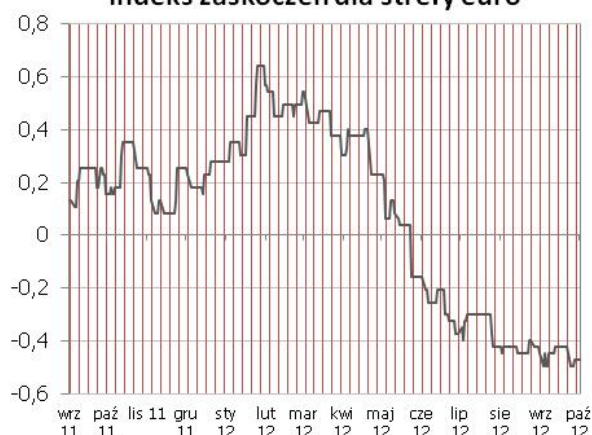
Indeks zaskoczeń dla Polski



Indeks zaskoczeń spał po publikacji ostatniej porcji danych za sierpień - sprzedaż detaliczna r/r wzrosła zgodnie z oczekiwaniami 5,8%, zaś stopa bezrobocia wzrosła do 12,4% (wobec oczekiwanych 12,3%). Indeks utrzymuje tym samym trend spadkowy, co jest spójne ze scenariuszem kontynuacji spowolnienia w polskiej gospodarce. W tym tygodniu poza dzisiejszą publikacją PMI kluczowa będzie śródrodowa decyzja RPP.

STREFA EURO

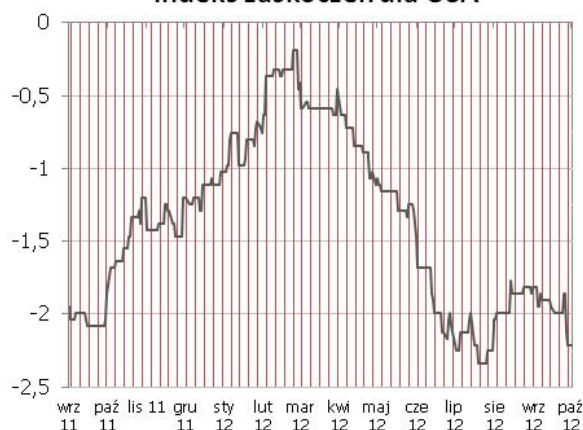
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Trend spadkowy indeksu europejskiego został zatrzymany - w minionym tygodniu wahania w dół spowodowane były niższymi od oczekiwań odczytami Ifo, zaś w górę wskaźnikami cen (także z Niemiec).

USA

Indeks zaskoczeń dla USA



Znaczny spadek indeksu pod koniec tygodnia spowodowany był niższymi od oczekiwań odczytami zamówień na dobra trwałe, indeksu Uniwersytetu Michigan i Chicago PMI. Na początku tygodnia ruch w górę spowodował wzrost indeksu cen nieruchomości. Taka korekta w dół indeksu zaskoczeń sprawia, że powrócił on do poziomu z przełomu lipca i sierpnia.

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.



Założenia polityki pieniężnej na 2013 rok - bez przełomu

W najnowszym dokumencie NBP na pierwszy rzut oka widać przede wszystkim zmianę długości tekstu poświęconego stricte strategii polityki pieniężnej - wynika to jednak nie tyle z daleko idących zmian treści tego dokumentu, co zmiany sposobu formatowania tekstu. Już na wstępie - podobnie zresztą jak w przypadku poprzednich założeń do polityki pieniężnej - NBP zaznacza utrzymanie dotychczasowej polityki pieniężnej NBP z założeń do niej przedstawionych w 2012 roku. Wyliczanka "zasad prowadzenia polityki pieniężnej" praktycznie się nie zmieniła. Dodano pewne aspekty reakcji Banku centralnego w przypadku zmian awersji do ryzyka, jednak wydaje się nam, że wpisują się one w paradygmat działania na podstawie ocen trwałości szoku makroekonomicznego, więc nie widzimy potrzeby poświęcania im szerszego komentarza (zwłaszcza, że wprowadzona zmiana ogranicza się do dodatkowego, 2 zdaniowego paragrafu).

O ile widoczną jakościową zmianą w założeniach do 2012 roku było dodanie fragmentu o staniu na straży stabilności finansowej, w założeniach na 2013 roku stabilność ta rozwija się w pojęcie polityki makro-ostrożnościowej, która jest istotna w kontekście zaleceń Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego i w prowadzeniu której wiodąca rola powinna przyspaść bankowi centralnemu. Polityka ta to nic innego jak ograniczanie ryzyk powstawania nierównowag w gospodarce, co dopuszcza większą swobodę stosowania dostępnych instrumentów polityki pieniężnej.

Sporo miejsca w tekście zajmuje uzasadnienie zmiany podejścia banków centralnych w kwestii inflacji, które nastąpiło w ostatnim czasie. Zwieńczeniem dywagacji jest (wydawałoby się, że oczywiste) stwierdzenie, że „w swoich decyzjach banki centralne biorą pod uwagę przede wszystkim ocenę ryzyka utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie w średnim okresie. Jeżeli pojawieniu się czynników podwyższających inflację towarzyszy pogorszenie średniookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego, to ryzyko nasilenia się presji płacowej, a w konsekwencji ryzyko pojawienia się efektów drugiej rundy - prowadzących do utrwalenia się podwyższonej inflacji - może być ograniczone. Elastyczna reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy, dostosowana do oceny ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy, pozwala na zmniejszenie wahań produkcji i inflacji”. Trudno stwierdzić w jakim celu NBP zdecydował się uwypuklić założenia o ten element, zwłaszcza że teoretycznie jest to już wpisane w strategię bezpośredniego celu inflacyjnego; co więcej - dostosowanie reakcji Banku w zależności od trwałości jego skutków było już dotychczas filarem polityki pieniężnej. Całość kończy jeszcze konstatacją, że polityka pieniężna RPP była prowadzona w sposób elastyczny. W kontekście ostatnich ruchów RPP wydaje nam się to co najmniej zagadkowe, zwłaszcza biorąc pod uwagę występujące w pewnym momencie wręcz chorobliwe przywiązanie do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego uzewnętrzniane przez wielu członków RPP, które znalazło ujście w majowej podwyżce stóp procentowych i dalszej jastrzębiej retoryce (być może jednak można to zachowanie wtłoczyć w ramy polityki makro-ostrożnościowej i w tym kontekście wydaje się ono bardziej zrozumiałe).

Summa summarum uważamy, że publikacja nowych założeń polityki pieniężnej na pewno nie utrudni obniżek stóp procen-

towych, gdyż przewijający się w wielu miejscach dokumentu nacisk na elastyczne dostosowywanie parametrów polityki pieniężnej i analizowanie zmian w gospodarce w kontekście trwałości szoków (także inflacyjnych) może idealnie pasować do rozpoczęcia cyklu obniżek bez zbędnej zwłoki, gdyż - cytując w tym miejscu z ostatniego wywiadu z M. Belką - czynniki krajowe będą działać jednoznacznie dezinflacyjnie. Podtrzymujemy, że w październiku dojdzie do obniżki stóp procentowych.



EURUSD fundamentalnie

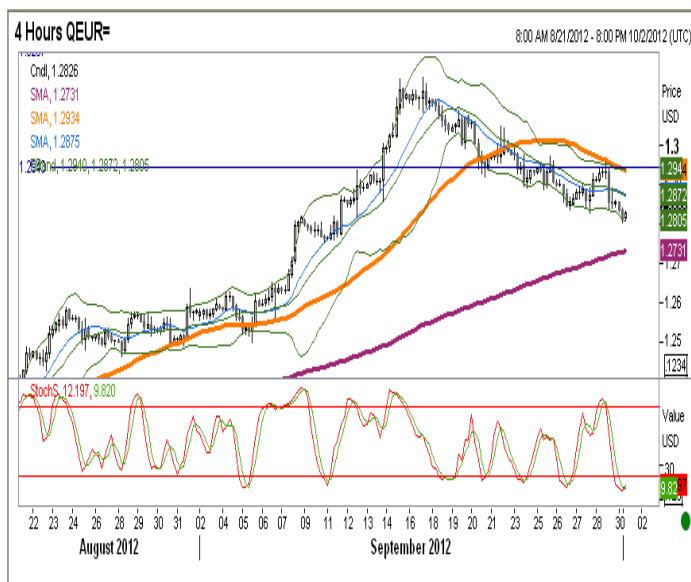
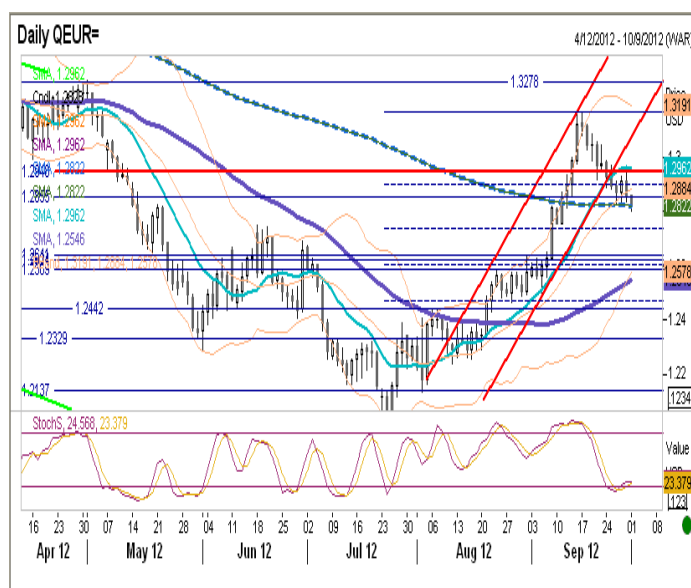
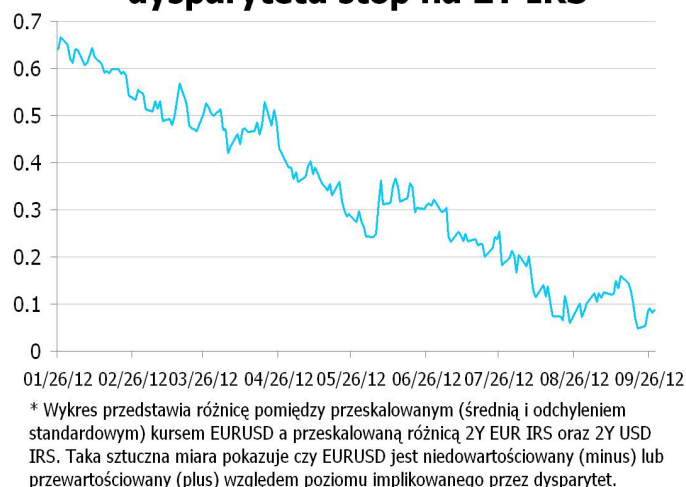
Piątek był kiepskim dniem dla EUR. Kurs osłabiał się praktycznie od południa, osiągając minimum 1,2836. Niewielkie odreagowanie przyszło wraz z publikacją wyników stress testów hiszpańskich banków (prawie 60mld niedoborów kapitałowych, zgodnie z oczekiwaniami), jednak reakcja na dane makro (wydatki konsumencie w USA) była już negatywna, zwiększając zainteresowanie dolarem (spadały też giełdy). Faza risk on stoi obecnie pod dużym znakiem zapytania. Prawdopodobnie znacznie pomogłoby zwrócenie się Hiszpanii po oficjalną pomoc (wtedy automatycznie do gry włączy się też OMT), jednak raczej nie nastąpi to już w tym tygodniu. Dlatego na razie uwagę zwracamy głównie na dane. Już dziś publikacja ISM dla przemysłu, w piątek NFP. Obie dane mogą być rozczarowaniem dla inwestorów, nie pozwalając na rozwinięcie się fazy risk-on. Dziś także prawdopodobnie Moody's ogłosi rating Hiszpanii. Decyzja ECB również nie będzie ekscytująca (Draghi wyraził się jasno, że warunki OMT leżą w gestii rządów). Stąd też może się szykować tydzień kontynuacji konsolidacji, ew. dalszych spadków EURUSD.

EURUSD technicznie

Dziś rano konsolidacja 1,2824-1,2950 została złamana i tak jak się spodziewaliśmy, notowania będą próbowały ustanowić szerszy obszar zmienności (1,2736-1,2950). Widzimy już jednak zagrożenie także i dla takiego scenariusza, gdyż na wykresie tygodniowym notowania zamknęły się poniżej trendu aprecjacyjnego a na Stochastic nastąpiło przecięcie, dające sygnał do zamknięcia długich pozycji w EUR. W tym tygodniu do czasu złamania 1,2736 jesteśmy neutralni i obstawiamy konsolidację w ww. widełkach, zwłaszcza że oscylator nieśmiało zawraca w górę (wykres dzienny). W dłuższej perspektywie obraz znacząco się psuje.

Wsparcie	Opór
1,2731/36	1,2948
1,2641	1,2902
1,2546	1,2855

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



EURPLN fundamentalnie

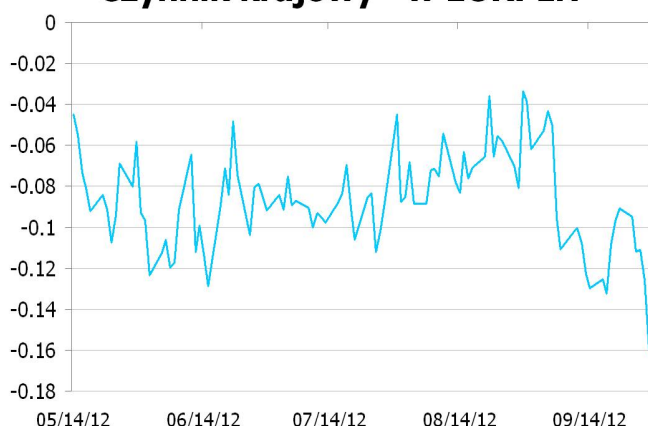
EURPLN radził sobie do godziny 14:15 bardzo dobrze. Przy spadającym EURUSD złoty zdołał się umocnić do 4,0931. Około 2 groszy umocnienia można przypisać grze pod fixing ECB, po którym przeliczone zostały dopłaty bezpośrednie dla rolników (rynek spekulował, że MF rękami BGK będzie starał się zbijać kurs jak najniżej, kumulując w tym dniu wymiany EUR na PLN). Tuż po fixingu notowania powróciły do 4,11-12. W tym tygodniu decyzja RPP - obniżka stóp jest praktycznie w cenach, stąd też nie spodziewamy się, aby była zdolna znacznie zaszkodzić złotemu. Już dziś natomiast publikacja danych o PMI (9:00); jeśli spełni się nasza prognoza (odczyt praktycznie bez zmian), nie powinno się to przełożyć na jakąkolwiek reakcję na złotym. Ważniejsze dla krajowej waluty będą wydarzenia globalne; przy naszym scenariuszu dla EURUSD aprecjacja złotego jest mało prawdopodobna.

EURPLN technicznie

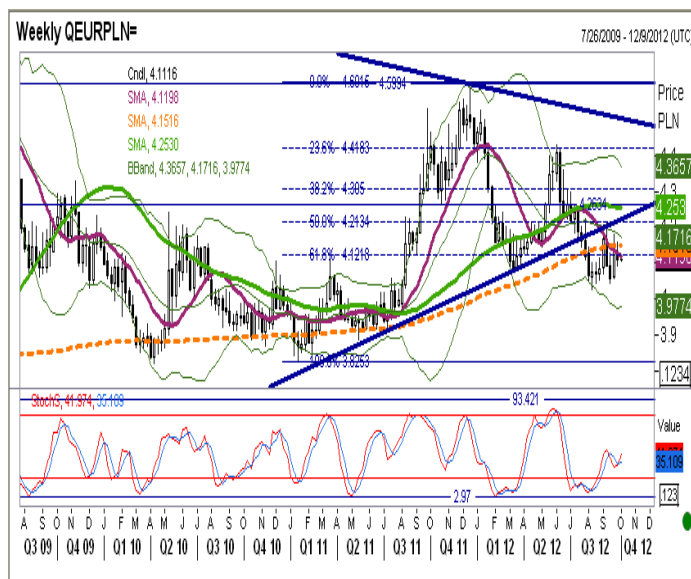
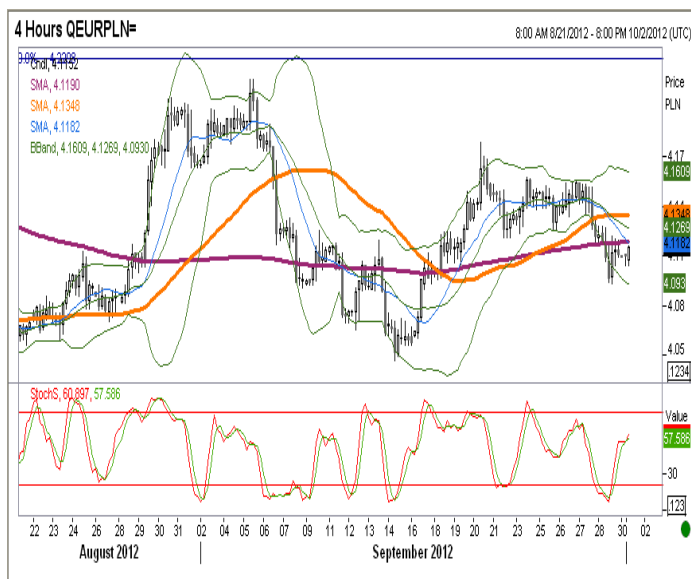
Na dziennym notowaniu zamkły się poniżej Fibo (23,6%) oraz średnich. Na tygodniowym również zamknięcie poniżej wcześniejszych ważnych wsparć, które obecnie stały się oporami. Impuls wzrostowy, którego sygnałem było odwrócenie na 38,2% Fibo jest kontynuowany i najbliższym celem jest 4,0587 a następnie 4,0244. Aprecjacyjny obraz zepsuje zamknięcie powyżej 4,1561, gdyż w takim układzie prawdopodobnie nie wytrzyma też 4,1820 (38,2% Fibo). Mimo konstruktywnego dla PLN układu, okres monotonicznej aprecjacji dobiegł obecnie prawdopodobnie końca i będziemy teraz poruszać się w range 4,0244-4,2296.

Wsparcie	Opór
4,0926	4,1820
4,0587	4,1561
4,0244	4,1231

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.

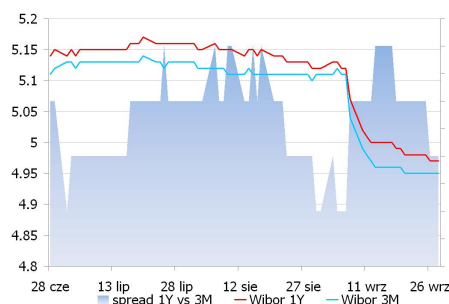




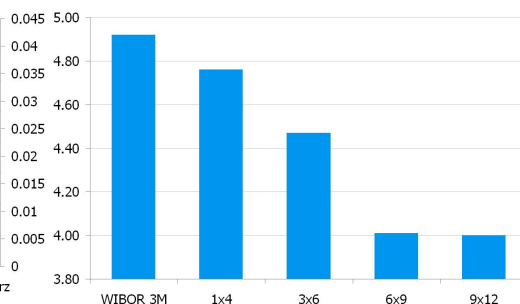
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.345	4.38	ON	5.0	5.5	EUR/PLN	4.1138
2Y	4.22	4.25	1M	5.0	5.5	USD/PLN	3.1780
3Y	4.1799	4.22	3M	4.8	5.3	CHF/PLN	3.4008
4Y	4.175	4.22					
5Y	4.2	4.24					
6Y	4.205	4.26					
7Y	4.235	4.29					
8Y	4.27	4.32					
9Y	4.305	4.36					
10Y	4.34	4.38					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.67	4.73	EUR/USD	1.2858
1x4	4.71	4.76	EUR/JPY	100.21
3x6	4.44	4.47	EUR/PLN	4.1120
6x9	3.96	4.01	USD/PLN	3.1947
9x12	3.97	4.00	CHF/PLN	3.3962

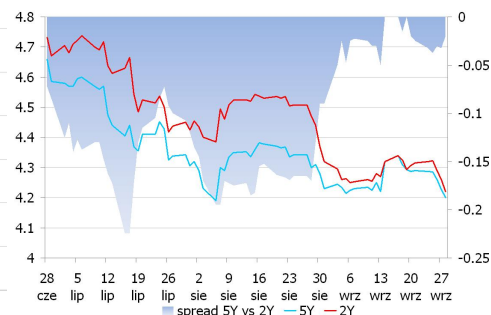
WIBOR 3M i 1Y



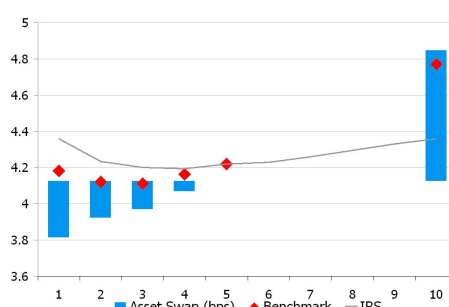
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



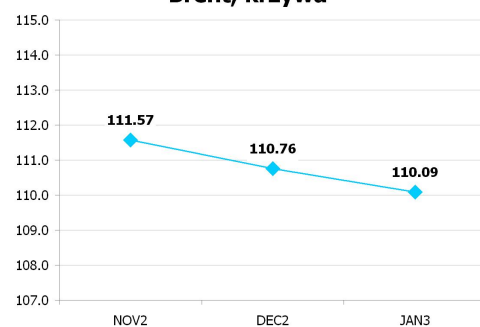
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYPANOWEGO 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. DYSTYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.