



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.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	47.0
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt)	wrz		47.3	47.3 (p)	47.4
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	wrz		46.0	46.0 (p)	46.1
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	wrz		49.8	49.6	51.5
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	

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Moody's: Zbliżające się dokapitalizowanie hiszpańskich banków jest pozytywne dla wiarygodności kredytowej, jednak może okazać się niewystarczające.
- Fitch: Podane w ubiegłym tygodniu informacje na temat budżetu na 2013 rok i wyniki audytu hiszpańskich banków nie zmieniają kluczowych założeń oceny wiarygodności kredytowej Hiszpanii.

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

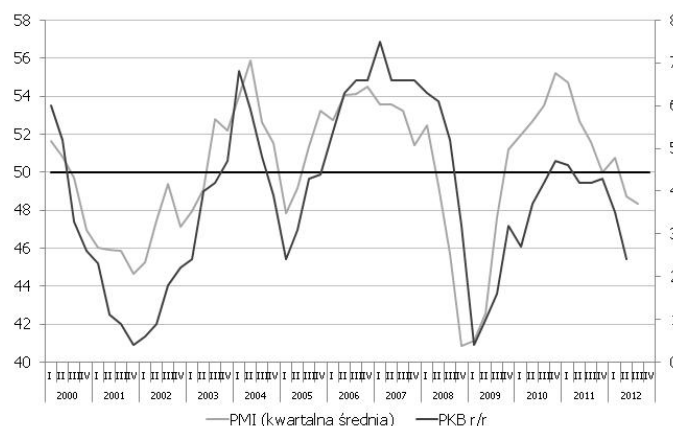
Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.449	-0.033
USAGB 10Y	1.622	0.000
POLGB 10Y	4.832	0.040
Dotyczy benchmarków Reuters		

Coraz gorsze dane z sektora przemysłowego

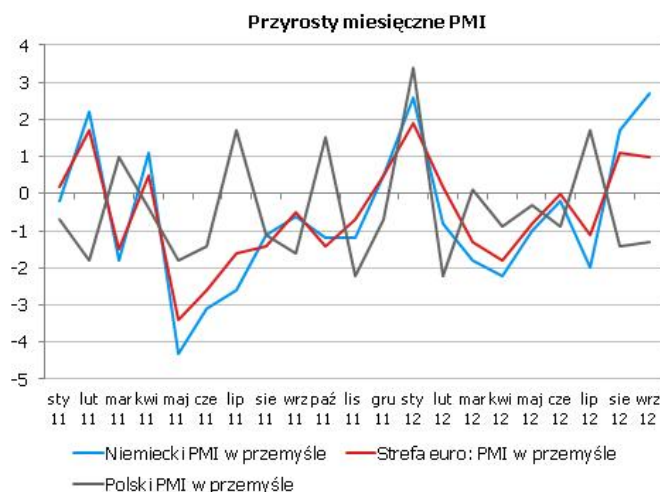
Indeks PMI z polskiego sektora przemysłowego spadł silniej niż oczekiwano do 47,0 pkt. z 48,3 pkt zanotowanych w sierpniu. Z raportu płyną same negatywne informacje, co wskazuje, że pozostający na recesyjnych poziomach od pół roku indeks utrzyma w kolejnych miesiącach trend spadkowy.

We wrześniu wielkość produkcji spadła w tempie najszybszym od czerwca 2009. Spadek nowych zamówień przybrał na sile (przede wszystkim krajowych - tempo spadku zamówień eksportowych utrzymało się na poziomie sprzed miesiąca), co odbija się nie tylko na produkcji, ale także na malejących zaległościach produkcyjnych, mniejszych zakupach i zapasach oraz po raz pierwszy od początku roku także na ograniczaniu zatrudnienia (subindeks spał do poziomu 48,1 pkt). Negatywnie na sytuację przedsiębiorców wpłynął także wzrost kosztów produkcji - choć tempo inflacji było niewielkie (generowane przede wszystkim przez wysokie ceny paliw i ropy naftowej), to presja konkurencyjna na rynku krajowym i międzynarodowym (plus umocnienie złotego) nie pozwoliła na przerzucenie tych zmian na konsumentów - ceny wyrobów gotowych spadły trzeci miesiąc z rzędu. Ankietowani wskazywali, że ze względu na niższy popyt i malejące zamówienia konieczna jest dokładniejsza kontrola wielkości produkcji i poziomu zapasów oraz restrukturyzacja zatrudnienia i cięcia kosztów. Wszystkie składowe indeksy PMI (poza inflacją) znajdują się poniżej granicznych 50 pkt.

Dane jednoznacznie wskazują na osłabienie aktywności w sektorze produkcyjnym, co potwierdzają oficjalne publikacje GUS - w danych za wrzesień oczekujemy ujemnego tempa wzrostu produkcji przemysłowej w ujęciu rocznym (po wczorajszym odczycie nasza prognoza na poziomie -3,4% obciążona jest ryzykiem w dół) i dalszego spadku liczby zatrudnionych, który przełożyć się może na ujemną dynamikę roczną (-0,1%). Podobne wnioski wyciągnąć można z publikowanych z opóźnieniem (ostatnia publikacja za lipiec), ale zdecydowanie głośniejszych i wskazujących na trwałe trendy wskaźników koniunktury OECD (patrz wykres). Jeśli ankietowani dodatkowo odnoszą się do swojej sytuacji z poprzedniego roku (jak niektórzy uzasadniają ostatnie nieoczekiwane wzrosty indeksów europejskich - efektem bazowym z 2011 roku) to kolejne miesiące mogą nie przynieść typowej dla indeksów dyfuzji korekty, a ich dalsze osłabienie.



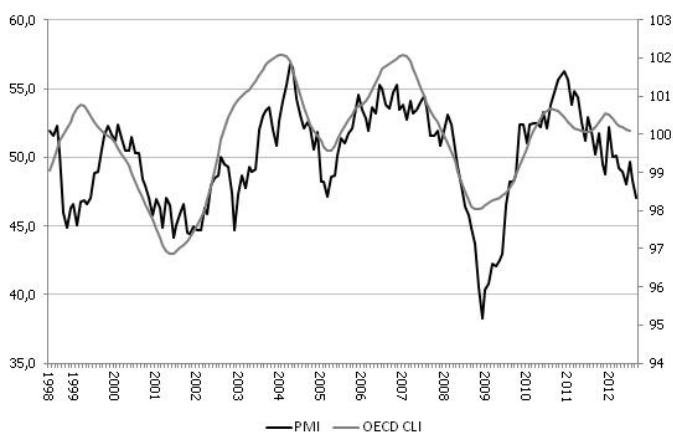
Warto także zwrócić uwagę na krótkookresowe rozkorelowanie polskiego indeksu z europejskimi odpowiednikami (patrz wykres - wczorajsze finalne odczyty PMI z Europy potwierdziły wcześniejsze wstępne publikacje), co wskazuje na silniejszy (osłabiający) wpływ czynnika krajowego.



USA: ISM zaskakuje pozytywnie

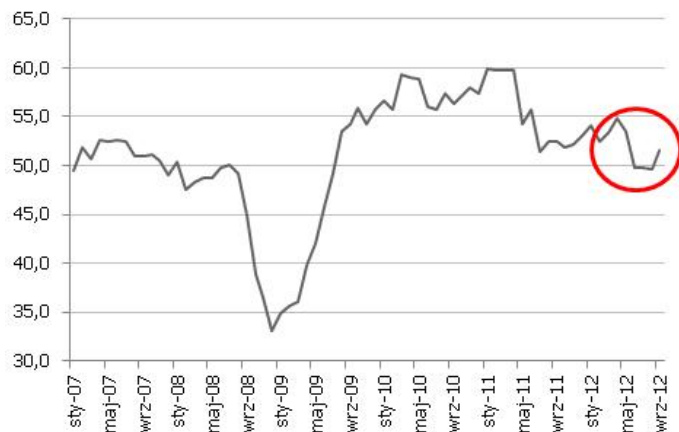
Najnowsza publikacja ISM jest pozytywnym zaskoczeniem, zwłaszcza biorąc pod uwagę „złożenie” wskaźników regionalnych a także alternatywny PMI dla gospodarki USA publikowany przez Markit. ISM w przemyśle podniósł się do 51,5pkt. z 49,6pkt. uciekając tym samym z terytoriów recesyjnych (wykres wygląda tak, jakby notowania utworzyły już twarde dno).

Kompozycja indeksu też wygląda lepiej, lecz bez fajerwerków. Nowe zamówienia podniosły się do 52,3pkt. z 47,1pkt. (niemniej komentarze przedsiębiorców nie są już tak optymistyczne, przeważają komentarze o spadających zamówieniach, a nawet ich braku na 2013 roku; co więcej - sekcje, które odnoszą się do kompozycji zamówień sugerują deficyt przede wszystkim tych zagranicznych). Indeks produkcji wzrósł do 49,5pkt. z 47,2pkt., zatrudnienia do 54,7pkt. z 51,6pkt., oszacowanie cen podniosło się do 58pkt. z 54pkt., nieco zmniejszyła się dynamika zapasów (50,5pkt. wobec 53,0pkt. w poprzednim miesiącu), co pozwoliło na uspokojenie ilorazu nowe zamówienia-zapasy (ostatnio

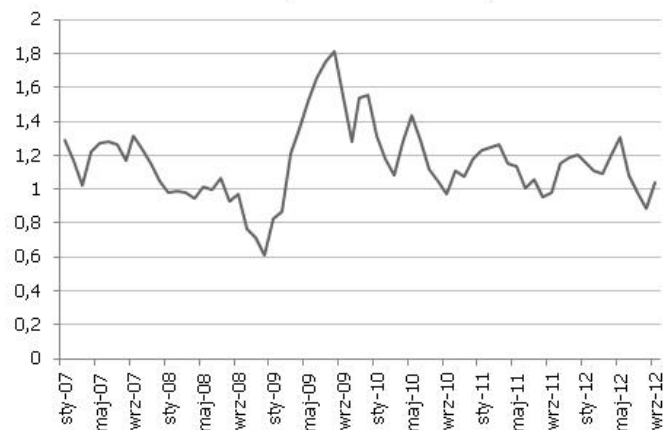


znajdował się on poniżej poziomów z których nurkowało ostro pod koniec 2008 roku, a więc poziomów stricte recesyjnych).

ISM w przemyśle (twarde dno?)



Stosunek nowych zamówień do zapasów



Najnowsza publikacja sugeruje ostrożny optymizm w ocenie amerykańskiej gospodarki. Giełdy zareagowały na tę informację pozytywnie, tym bardziej że Ben Bernanke zobowiązał się utrzymać stymulację monetarną nawet w sytuacji przyspieszenia wzrostu. Jak na razie scenariuszem, którym się należy martwić jest jednak dalsze hamowanie gospodarki (szczególnie w przypadku aktywności inwestycyjnej), które pochodzi i z czynników krajowych (fiscal cliff) i globalnych (spowolnienie gospodarki chińskiej, ale także postępujące wraz z nim hamowanie innych dużych gospodarek DM nastawionych eksportowo: Niemiec i Japonii). W kontekście reakcji rynków finansowych problem ten przynajmniej po części rozwiązuje elastyczne podejście do QE, które powinno zapobiegać gwałtownemu powrotowi fazy risk-off. Obecnie uwaga inwestorów skupiona będzie na raporcie o rynku pracy (piątek). Ostatnie dane otworzyły przestrzeń do pozytywnej niespodzianki.



EURUSD fundamentalnie

Po osiągnięciu nowych minimów EURUSD poruszał się w poniedziałek na północ. Do gry przystąpili prawdopodobnie z jednej strony gracze techniczni, z drugiej prawdopodobnie fundamentalni, zwiędzeni nieco lepszymi danymi (nieznacznie lepszy PMI w Brazylii, odrobinę wyższe finalne odczyty PMI w strefie euro) oraz oczekującymi pozytywnego rozstrzygnięcia ze strony Moody's (faktycznie - nie zmienił ratingu Hiszpanii). Co więcej, niemiecka prasa coraz wyraźniej sugeruje, że Grecja i tak będzie podtrzymywana przy życiu (nawet jeśli cięcia budżetowe nie spełnią wszystkich oczekiwań), gdyż stawka jest obecnie zbyt wysoka dla pozostałych krajów o wrażliwej kondycji finansowej. Dodatkowo, optymiści otrzymali wczoraj znacznie lepszy odczyt ISM z USA oraz zapewnienie Bernanke, że polityka niskich stóp procentowych będzie obowiązywać nawet, kiedy wzrost przyspieszy. Te wszystkie czynniki zdecydowały, że faza risk-on nie dobiegła końca, a konsolidacja na EURUSD trwa nadal. W obliczu dzisiejszego, pustego kalendarza spodziewamy się kontynuacji handlu w trendzie bocznym; czynniki negatywne zeszły nieco na dalszy plan.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

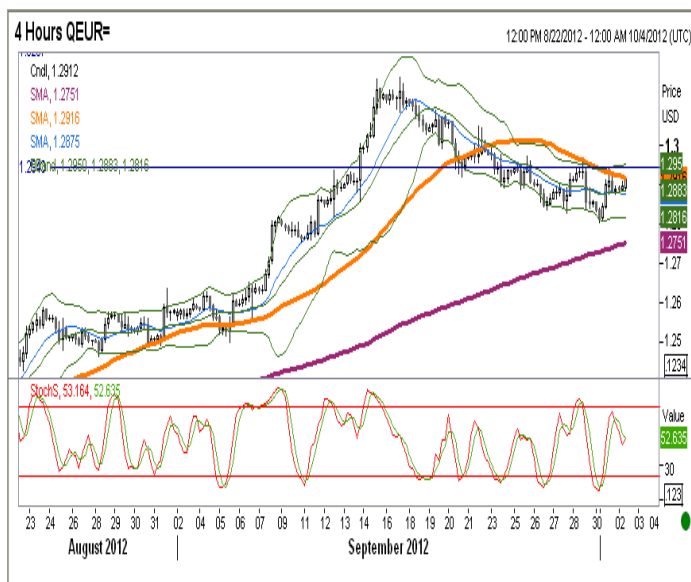
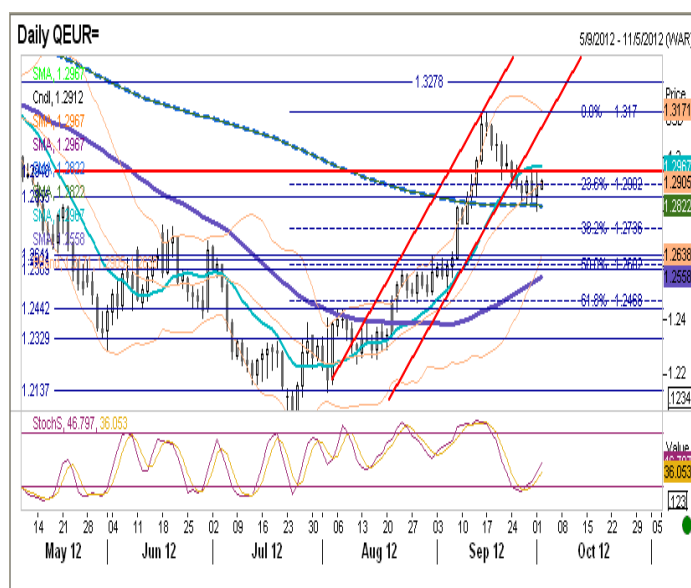


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Bez zmian (inside day). 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. Uwaga na wykres 4h, notowania mają wyraźny problem z przekroczeniem MA200 i tym samym ustanowieniem trendu wzrostowego - duże prawdopodobieństwo negatywnego rozstrzygnięcia.

Wsparcie	Opór
1,2902	1,3170
1,2855	1,3047
1,2731/36	1,2948





EURPLN fundamentalnie

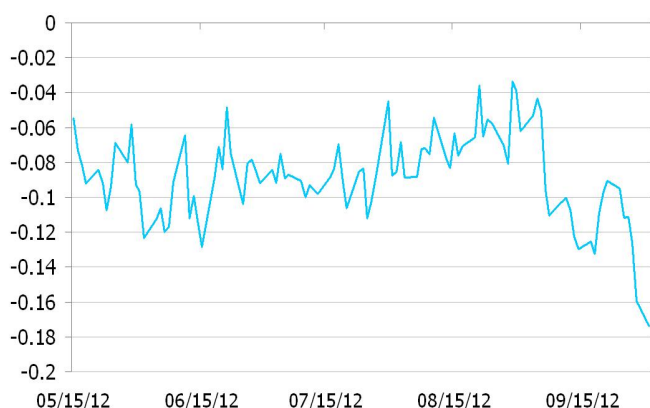
EURPLN po poniedziałkowej sesji umocnił się nieznacznie, zaś ruchy intraday pozostały silnie skorelowane z EURUSD. Niższy od oczekiwań odczyt polskiego PMI pozostał bez wpływu na kurs, co jest zgodne z naszą interpretacją - uważamy, że indeks w kolejnych miesiącach pozostanie w przedziale 45-50 pkt. i jego zmiany nie będą istotnie wpływać na postrzeganie spowalniającej polskiej gospodarki (więcej czytaj w sekcji analizy). Czynniki krajowy w wycenie EURPLN dalej się umacnia, co wskazuje na relatywną regionalną siłę złotego (przy osłabiających się CZK i HUF). Poza nieprzerwanym wpływem czynników globalnych istotną będzie jutrzejsza decyzja RPP, choć obniżka stóp jest praktycznie w cenach i nie spodziewamy się, aby była zdolna znacznie zaszkodzić złotemu. Ważniejsze dla krajowej waluty będą wydarzenia globalne; przy naszym scenariuszu dla EURUSD silniejsza aprecjacja złotego jest raczej mało prawdopodobna.

EURPLN technicznie

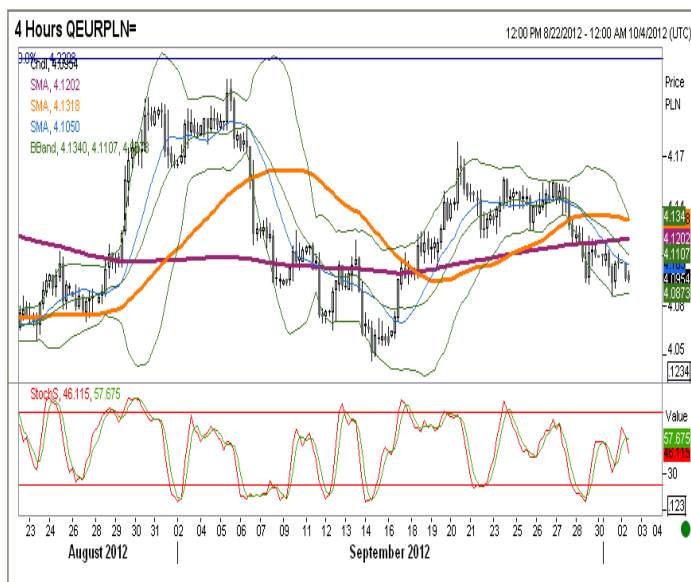
Bez zmian. Impuls wzrostowy, którego sygnałem było odwrócenie na 38,2% Fibo jest kontynuowany i najbliższym celem jest 4,0587 a następnie 4,0244. Aprecjacyjny obraz zepsuje zamknięcie powyżej 4,1561, gdyż w takim układzie prawdopodobnie nie wytrzyma też 4,1820 (38,2% Fibo). Mimo konstruktywnego dla PLN 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 resztę 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.

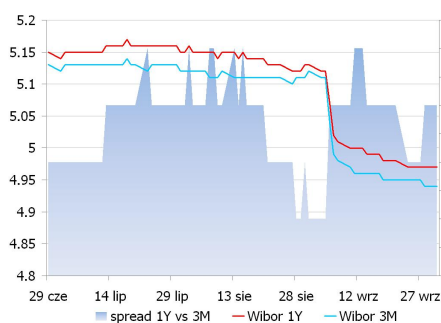




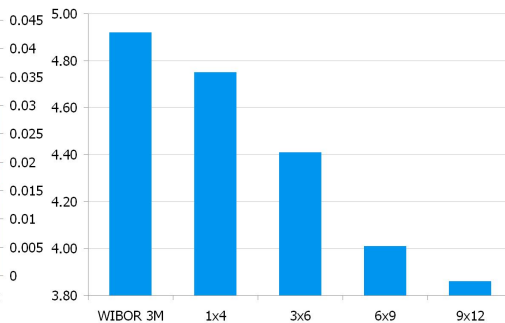
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.33	4.36	ON	5.0	5.2	EUR/PLN	4.1020
2Y	4.205	4.24	1M	4.9	5.1	USD/PLN	3.1809
3Y	4.16	4.20	3M	4.7	4.9	CHF/PLN	3.3925
4Y	4.165	4.21					
5Y	4.2025	4.24					
6Y	4.221	4.25					
7Y	4.258	4.29					
8Y	4.294	4.32					
9Y	4.326	4.36					
10Y	4.3499	4.39					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.65	4.71	EUR/USD	1.2886
1x4	4.70	4.75	EUR/JPY	100.52
3x6	4.38	4.41	EUR/PLN	4.1056
6x9	3.96	4.01	USD/PLN	3.1846
9x12	3.83	3.86	CHF/PLN	3.3930

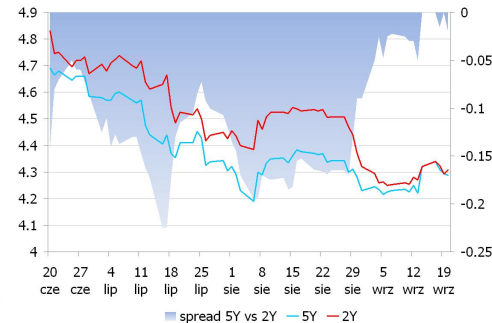
WIBOR 3M i 1Y



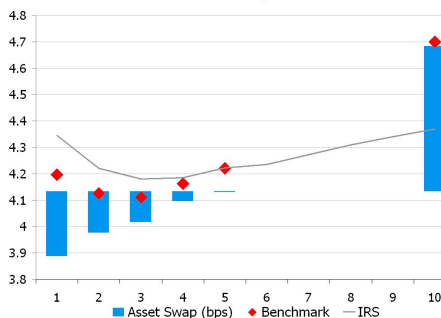
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



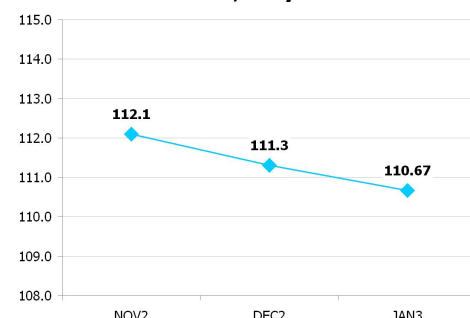
Asset swap i IRS



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 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.