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		
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	53.7
	POL	Decyzja RPP (%)	paź	4.50	4.50	4.75	4.75
9:55	GER	PMI w usługach (pkt)	wrz		50.6	50.6 (p)	49.7
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt)	wrz		46.0	46.0 (p)	46.1
14:15	USA	Wskaźnik ADP m/m (tys)	wrz		145	189 (r)	162
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	wrz		53.4	53.7	55.1
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	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś decyzja EBC - po ostatnio ogłoszonym nowym programie OMT jedyne czego można się spodziewać to doprecyzowanie szczegółów (przede wszystkim odnośnie warunkowości programu) i ewentulane rozwianie wątpliwości dotyczących jego legalności. Wieczorem opublikowane zostaną Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC, które mogą być interesujące ze względu na analityczne szczegóły wprowadzonego nieograniczonego QE3 oraz wydłużenie okresu zobowiązania do utrzymania rekordowo niskich stóp procentowych.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• RPP zdecydowała, że nie zmienia stóp procentowych, pozostawiając główną z nich, referencyjną, na poziomie 4,75 procent. Rada może obniżyć stopy procentowe jeśli dane i listopadowa projekcja będą potwierdzać spowolnienie gospodarcze, a presja inflacyjna będzie ograniczona (więcej czytaj w sekcji analizy).
• Belka: RPP chciałaby obniżając stopy procentowe pozostawić je na realnie dodatnim poziomie i nie boi się, że silny złoty zaszkodzi gospodarce. Wysoka inflacja oraz chęć upewnienia się o tendencjach w zakresie PKB i inflacji skłoniły RPP do pozostawienia w październiku stóp procentowych na niezmienionym poziomie.
• Fitch: Zwiększenie deficytu budżetowego na 2013 rok pokazuje, że polski rząd przyjął bardziej realistyczne prognozy dotyczące wzrostu gospodarczego i nie oznacza zmniejszenia tempa konsolidacji fiskalnej.

Decyzja RPP (7.11.2012)	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	1.429	-0.011
USAGB 10Y	1.620	0.017
POLGB 10Y	4.690	0.030

Dotyczy benchmarków Reuters

Stopy procentowe NBP bez zmian po październikowym posiedzeniu.. ale Rada zapowiada obniżkę w listopadzie

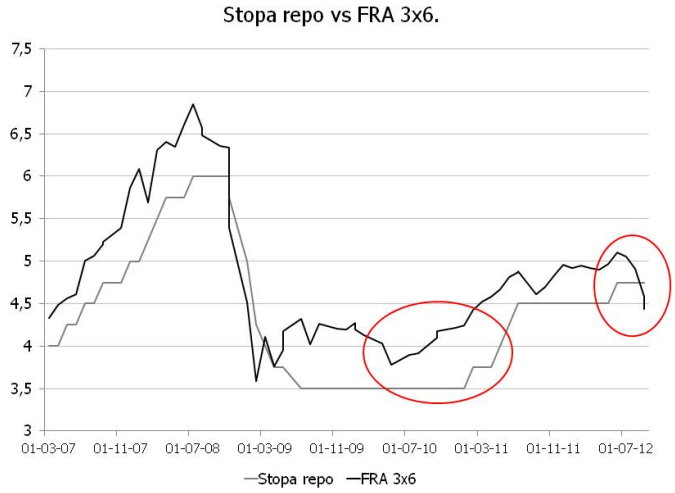
Wbrew oczekiwaniom uczestników rynku oraz analityków Rada nie zmieniła stóp na październikowym posiedzeniu. Tym samym Rada pozostała niewzruszona wobec wyraźnie pogarszającej się koniunktury w Polsce, a więc i rosnącej przestrzeni do poluzowania monetarnego. Na proces ten zresztą wskazano bezpośrednio w komunikacie - „w najbliższych kwartałach inflacja będzie się stopniowo obniżać, czemu sprzyjać będzie wygasanie statystycznych efektów bazy w warunkach obniżającej się dynamiki popytu w gospodarce". Rada kontynuuje tym samym obrany jeszcze przed wakacjami kurs obrony swojej reputacji po kontrowersyjnej, majowej podwyżce stóp procentowych. Obronie reputacji ma służyć bardzo powolna, świadcząca o braku paniki w gremium, zmiana nastawienia i skoordynowanie w czasie obniżki stóp z publikacją projekcji. Obniżka została praktycznie zasygnalizowana w samym komunikacie (zmiana „rozważyńa „dokona złagodzenia polityki pieniężnej" i potem przez Belkę w czasie konferencji). Działanie takie prawdopodobnie wbrew intencjom prezesa NBP (możemy się tylko domyślać powodów jego wyjątkowego zdenerwowania podczas konferencji) nie czyni decyzji RPP bardziej przewidywalnymi.

Jedno co po dzisiejszej decyzji jest niemal pewne to to, że Rada po raz kolejny (patrz późniejsze rozpoczęcie podwyżek w 2011 roku, zamiast na jesieni 2010, całkowicie nie w tempo podwyższenie stóp w maju 2012) potwierdziła, że działa ze znacznym opóźnieniem względem cyklu osłabiając antycykliczną funkcję polityki pieniężnej w Polsce.

Co zatem czeka nas w kolejnych miesiącach? Jak już wspomnieliśmy RPP obniży stopy w listopadzie (jedynie o 25 pb trzymając się obrony reputacji) potem w kolejnych miesiącach kontynuowała będzie politykę obniżek małymi krokami. W całym cyklu obniżki przekroczą 100-125 pb (na taki scenariusz wydaje się być Rada już gotowa sygnalizując zgodnie w niezależnych wypowiedziach powrót inflacji do celu na poziomie 2,5% i limit obniżek jako ten przy którym stopa realna pozostanie wyższa od zera). Sekwencja danych makroekonomicznych w kolejnych miesiącach (głębsze spowolnienie, spadek produkcji przemysłowej i projekcja inflacyjna potwierdzająca powrót inflacji do celu i obniżenie się inflacji pod koniec tego roku) sprzyjać będą generowaniu oczekiwań na pełen cykl poluzowania w skali zbliżonej do tej z poprzednich cykli.

Twierdzenie (niestety popularne w samej RPP) o nieskuteczności polityki pieniężnej w Polsce to ekonomiczny nihilizm. Efektywność polityki pieniężnej zwiększyło ostatnio wyłączenie możliwości substytucji kredytu złotowego walutowym (regulacje KNF) oraz płynny kurs złotego (złoty jest zatem obecnie za mocny biorąc pod uwagę fazę cyklu koniunkturalnego i dodatkowo staje się wdzięcznym obiektem carry trades). Opóźnienie cyklu obniżek stóp prawdodpdobnie przełoży się zatem na pogłębienie spowolnienia - w **I kw. 2013 tempo wzrostu PKB może zbliżyć się do zera w ujęciu rocznym.**

Wpływ decyzji RPP na rynek był ograniczony gdyż **scenariusz poluzowania monetarnego nie został zanegowany, a jedynie przesunęła się o miesiąc jego realizacja.** Najbardziej ucierpiały krótkie obligacje i kontrakty FRA, złoty umocnił się o ponad 1%.



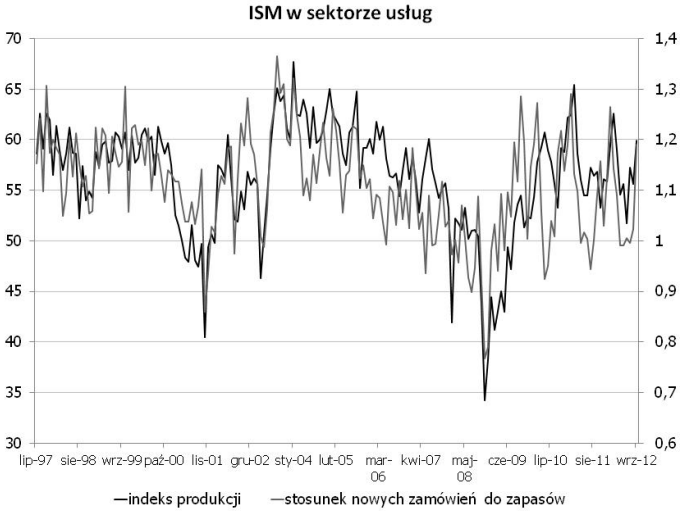
Silne wzrosty indeksów ISM w USA

Wrześniowe odczyty indeksów ISM ze Stanów Zjednoczonych zaskoczyły pozytywnie - opublikowany w poniedziałek indeks z sektora przemysłowego ponownie wzrósł powyżej 50 pkt. do poziomu 51,5 pkt, zaś podany wczoraj indeks z sektora usług wyniósł 55,1 pkt. (oczekiwania rynkowe kształtowały się na poziomach odpowiednio 48,7 pkt oraz 53,4 pkt). W sektorze usług okres ekspansji (indeks powyżej 50pkt) trwa nieprzerwanie od 33 miesięcy, podczas gdy sektor przemysłowy wrócił na ścieżkę wzrostu po 3 miesiącach spowolnienia.

Kompozycja wzrostów w obu indeksach jest zbliżona, jednak indeks z sektora przemysłowego odbija ze znacznie niższych poziomów. W sektorze usług wzrost produkcji był znacznie silniejszy niż w sierpniu (wzrost indeksu o 4,3 pkt do poziomu 59,9 pkt), zaś w przemysłowym produkcja spadła jedynie nieznacznie (indeks 49,5 pkt). W obu sektorach nastąpił silny wzrost nowych zamówień (indeksy wyniosły odpowiednio 57,7 i 52,3 pkt), zamówienia eksportowe pozostały na zbliżonym poziomie do sierpnia w sektorze usług (indeks 50,5 pkt) i zauważalnie obniżyły się w sektorze przemysłowym (48,5 pkt). Wzrost nowych zamówień został opatrzony komentarzami o odbudowie zapasów przy sprzyjających prognozach sprzedaży. Rozkład składowych indeksów wskazuje na zdecydowaną poprawę sentymentu (szczególnie w sektorze usług, co dobrze wróży wzrostowi PKB pod koniec roku) - choć niektórzy pozostają ostrożni w swoich ocenach to wiarygodny indykator w postaci stosunku nowych zamówień do zapasów istotnie wzrósł we wrześniu (patrz wykres) wskazując na duże prawdopodobieństwo kontynuacji rosnącego trendu w kolejnych miesiącach. Nieznacznie negatywny sygnał płynący ze wskaźnika zatrudnienia w sektorze usług, który obniżył się o 2,7 pkt. nie jest jednak kluczowy - indeksy zatrudnienia pozostają powyżej 50 pkt., zaś sektor przemysłowy zanotował znaczne wzrosty (54,7 pkt).

Pozytywne dane liczbowe także w rozbiciu na składowe uzupełnione były równie optymistycznymi komentarzami (w sektorze przemysłowym - ostrożnie pozytywnymi), co wskazuje na odbicie indeksów koniunktury w USA. Jedynie ankietowani z sektora przemysłowego odnieśli się do wprowadzonego QE3

i ocenili jego ewentualny wpływ na poprawę sytuacji gospodarczej jako ograniczony. Produkcja napędzana jest przede wszystkim przez popyt wewnętrzny, zaś zewnętrzny oceniony został negatywnie, co może w przyszłości ograniczać bardziej spektakularne ożywienie. Niektórzy ankietowani wyrażali także obawy związane z niepewnością sytuacji politycznej. Wszystkie te czynniki układają się w scenariusz ostrożnie optymistycznego ożywienia w amerykańskiej gospodarce.



EURUSD fundamentalnie

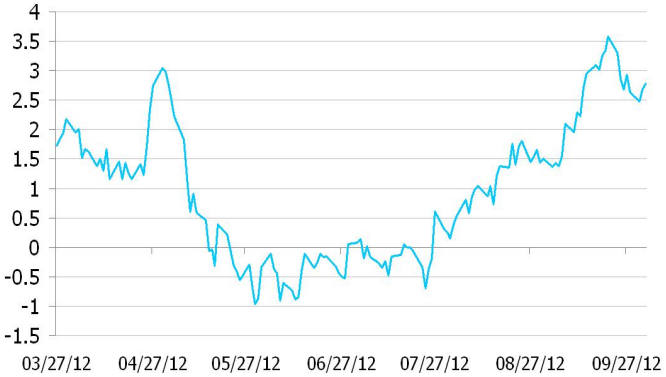
EURUSD zaczął dzień od wzrostów, po czym kurs spadał, po czym znów nieznacznie rósł... Ostatecznie dzień został zakończony prawie bez zmian. Na lepsze dane z rynku amerykańskiego kurs reagował bardzo powściągliwie. Podobnie zresztą jak na ogłoszenie EBA, że europejskie banki będą potrzebować większych poduszek kapitałowych. Dziś dzieje się niewiele w kontekście danych makro. Rynki pozostaną skupione na decyzji ECB, a właściwie na rundzie pytań i odpowiedzi. Wydaje nam się, że w zasadzie wszystko zostało już powiedziane (teraz jak zwykle piłeczka jest po stronie rządów), stąd otwiera się pewien obszar do rozczarowania. Ruchy na kursie są robaczkowe, tym samym nie oczekujemy złamania konsolidacji.

EURUSD technicznie

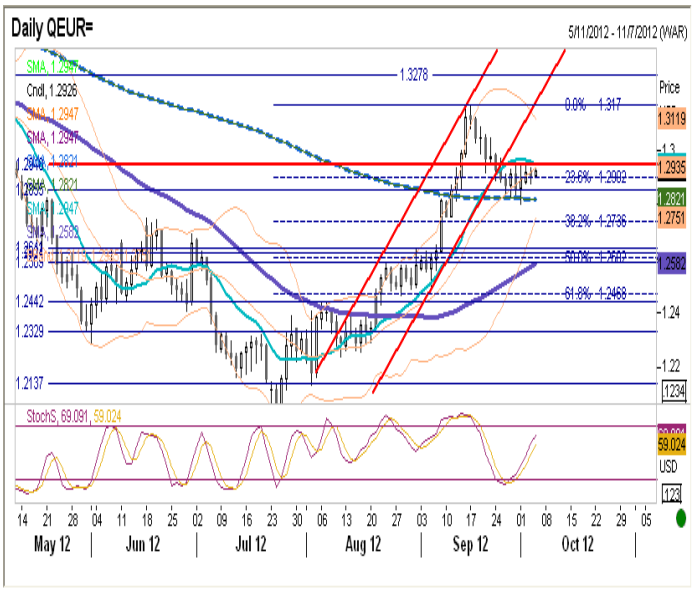
Bez zmian (inside day). Notowania będą próbowały ustanowić szerszy obszar zmienności (1,2736-1,2950). Widzimy już jednak zagrożenie także i dla takiego scenariusza, gdyż na wykresie tygodniowym notowania zamknęły się poniżej trendu aprecjacyjnego a na Stochastic nastąpiło przecięcie, dające sygnał do zamknięcia długich pozycji w EUR. W tym tygodniu do czasu złamania 1,2736 jesteśmy neutralni i obstawiamy konsolidację w ww. widełkach. Oscylator pnie się w górę, a więc to w najbliższym czasie ukształtuje się potencjał do złamania konsolidacji (silne rozgrzanie rynku). Jeśli nie w najbliższych dniach to później będzie coraz trudniej, gdyż obraz w dłużej perspektywie obraz znacząco się psuje.

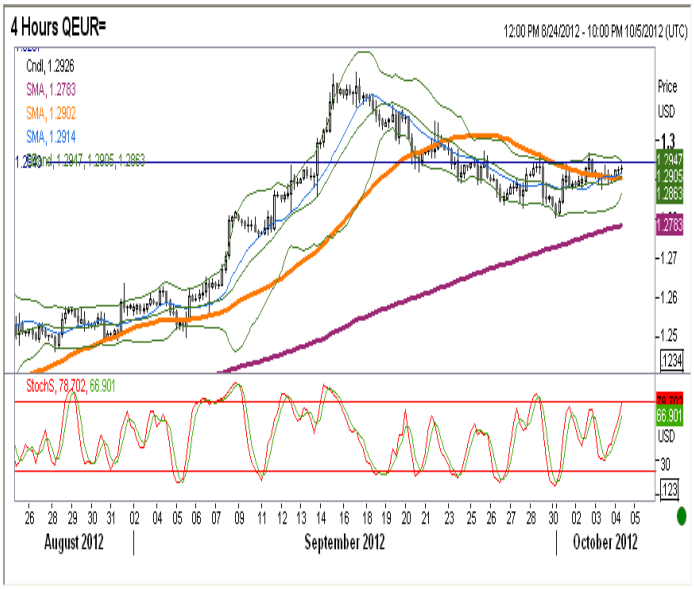
Wsparcie	Opór
1,2902	1,3170
1,2855	1,3047
1,2731/36	1,2948

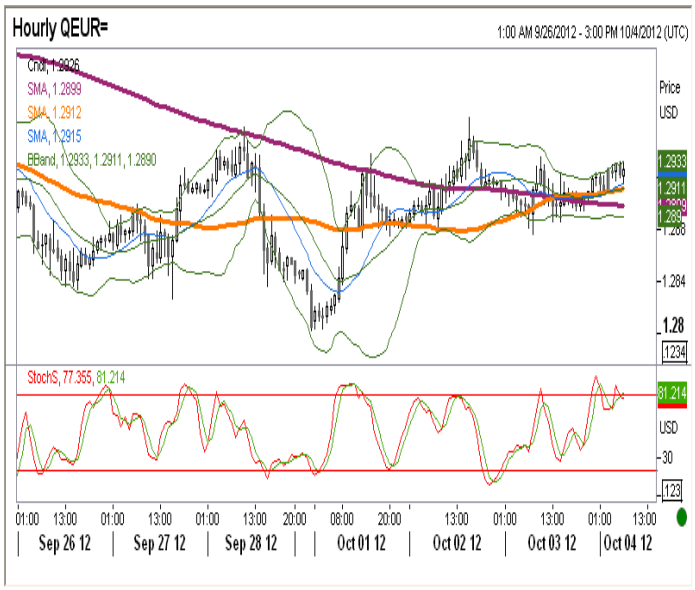
Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



* 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.







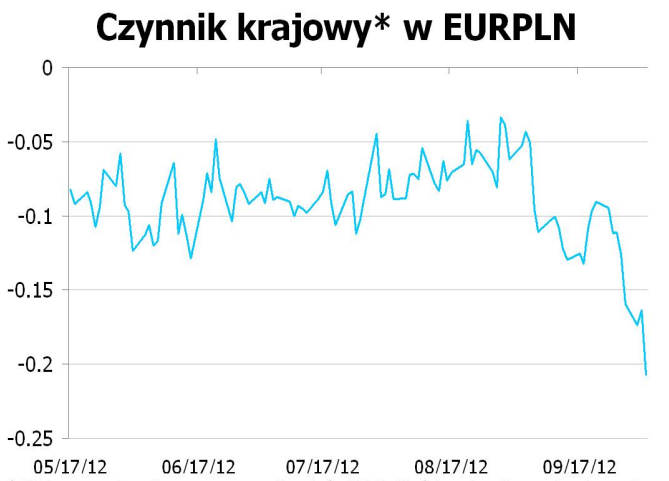
EURPLN fundamentalnie

EURPLN znacznie mocniejszy. Podstawową determinantą umocnienia była wczorajsza zaskakująca decyzja RPP o pozostawieniu stóp na niezmienionym poziomie. Jak widać nasze przypuszczenia odnośnie osłabienia złotego po tego rodzaju decyzji na bazie gry na błędy polityki pieniężnej były scenariuszem stanowczo na wyrost. Obecnie dla inwestorów w PLN liczy się carry, a to kształtuje się bardzo atrakcyjnie zarówno względem EUR, jak i krajów regionu (także HUF biorąc poprawkę na premię za ryzyko). Złotego mogły wesprzeć także pozytywne komentarze fiskalne Fitch. Dziś do gry wracają czynniki globalne w postaci decyzji ECB.

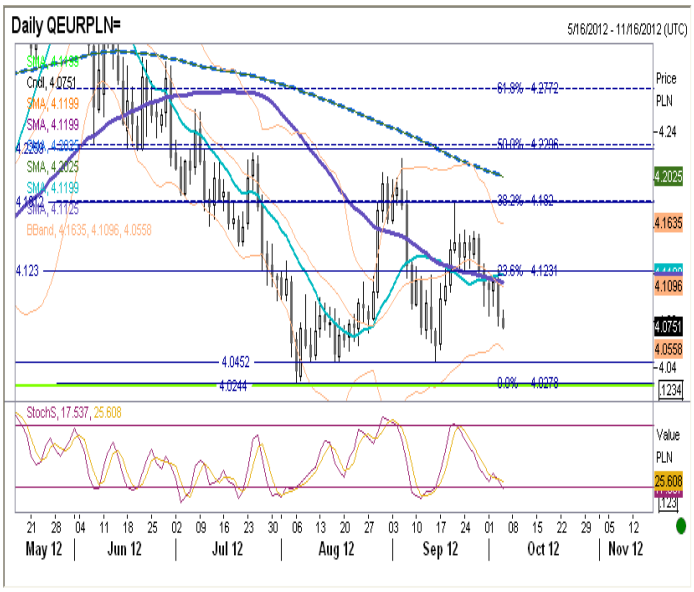
EURPLN technicznie

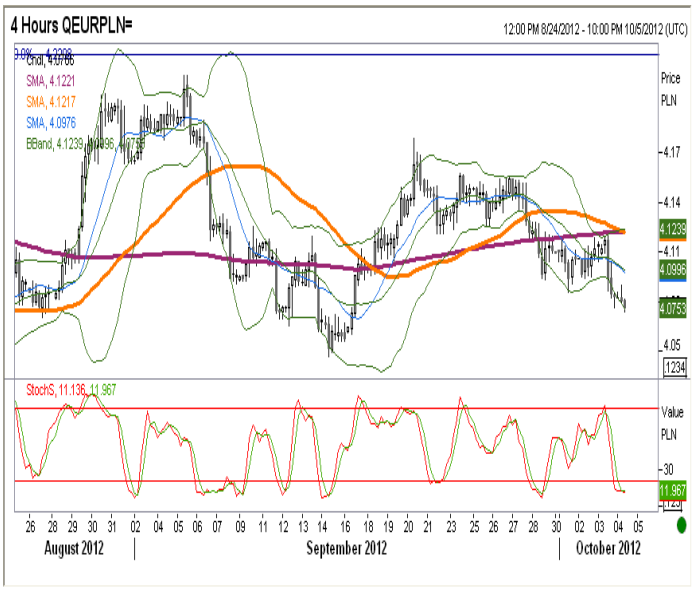
Ostatnie 3 świeczki były sygnałem ostrzegawczy, że impuls wzrostowy, którego sygnałem było odwrócenie na 38,2% Fibo dobiega końca. Zasadniczym wsparciem stał się jednak brak obniżki stóp i tym samym utworzona została duża, czarna świeca sygnalizująca kontynuację trendu. Wciąż zatem celujemy ostatecznie w 4,0244, który to poziom powinien wytrzymać jako dolne ograniczenie konsolidacji. Obraz popsuje się dopiero po przekroczeniu 4,1231.

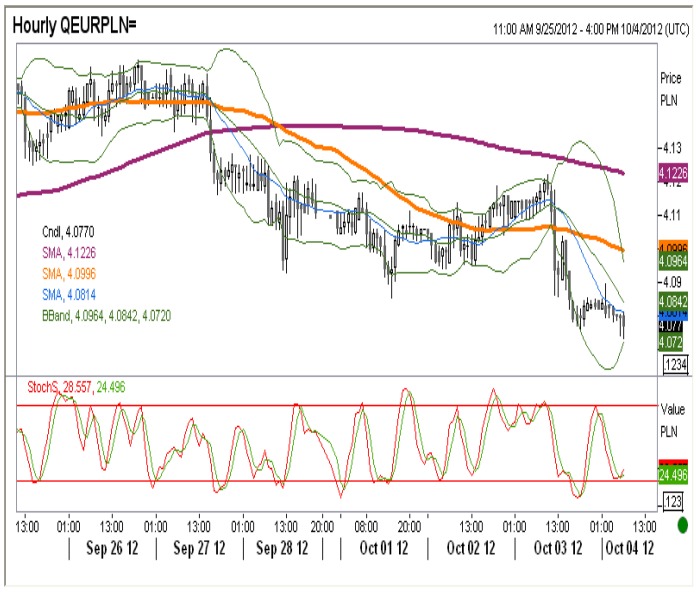
Wsparcie	Opór
4,0452	4,1820
4,0244	4,1561
3,9170	4,1231



* 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	4.36	4.39
2Y	4.255	4.29
3Y	4.21	4.25
4Y	4.225	4.27
5Y	4.26	4.30
6Y	4.289	4.32
7Y	4.325	4.36
8Y	4.368	4.40
9Y	4.408	4.44
10Y	4.41	4.45

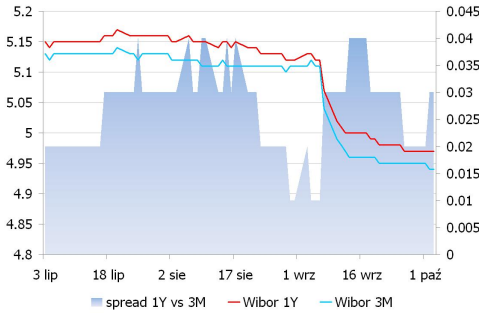
depo	BID	ASK
ON	4.5	4.8
1M	4.9	5.1
3M	4.5	4.9

FRA	BID	ASK
1x2	4.76	4.82
1x4	4.86	4.91
3x6	4.48	4.51
6x9	3.98	4.01
9x12	3.83	3.86

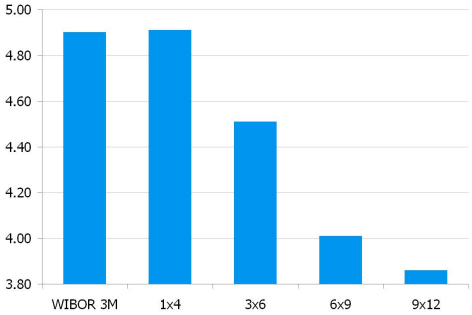
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1202
USD/PLN	3.1896
CHF/PLN	3.4044

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2904
EUR/JPY	101.26
EUR/PLN	4.0826
USD/PLN	3.1639
CHF/PLN	3.3703

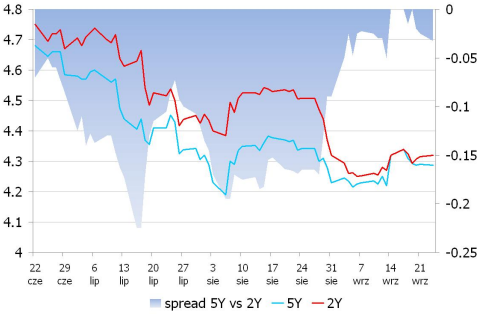
WIBOR 3M i 1Y



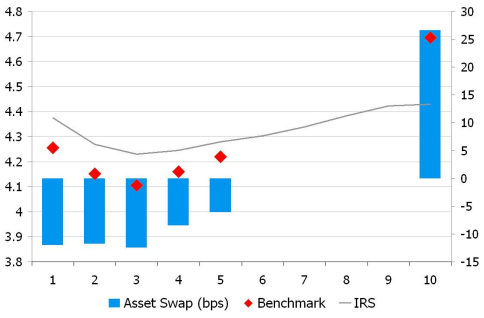
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y

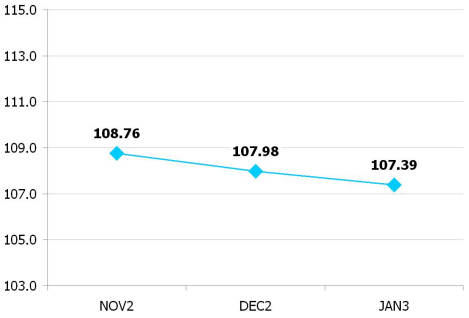


Asset swap i IRS



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 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.