



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

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@brebank.pl

Marek Ignaszak
analityk
tel. +48 22 829 02 56
marek.ignaszak@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		
16.09.2013 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sie	1.5	1.4	1.4	1.4
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	wrz		9.00	8.24	6.3
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	sie			73.0	72.9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sie		0.4	0.0	0.4
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	sie		77.8	77.6	77.8
17.09.2013 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	wrz		45.5	42.0	49.6
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	wrz		20.0	18.3	30.6
14:00	POL	Średnie wynagrodzenie r/r (%)	sie	2.4	2.8	3.5	2.0
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sie	-0.6	-0.6	-0.7	-0.5
14:30	USA	CPI r/r (%)	sie		1.6	2.0	1.5
18.09.2013 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	sie	2.3	2.7	6.3	
14:00	POL	PPI r/r (%)	sie	-0.7	-0.7	-0.8	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	sie		923	896	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	sie		950	954 (r)	
20:00	USA	Decyzja FOMC (mld USD / msc)	wrz		75	85	
19.09.2013 CZWARTEK							
14:00	POL	Minutes RPP	wrz				
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	13.09			292	
15:45	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	wrz		10.0	9.3	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym SAAR (mln)	sie		5.25	5.39	
20.09.2013 PIĄTEK							
14:00	POL	Koniunktura gospodarcza GUS	wrz				
14:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS	wrz				
16:00	EUR	Wsk. koniunktury konsumenckiej (pkt)	wrz		-14.3	-15.6	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** Oczekiwany przez nas wolniejszy wzrost produkcji przemysłowej przypisujemy przede wszystkim negatywnej różnicy dni roboczych r/r. Tym niemniej, dobre momentum przetwórstwa i pozytywne niespodzianki w PMI i produkcji samochodów stwarzają pewną przestrzeń do nieco lepszego od oczekiwań wzrostu. Z kolei dynamika cen producentów powinna utrzymać się na poziomie zbliżonym do poprzedniego miesiąca, ponieważ wzrosty cen surowców niwelowane zostały umocnieniem złotego oraz brak jest efektów bazowych z poprzedniego roku.
- **Gospodarka globalna.** Dziś poznamy dane z amerykańskiego rynku budowlanego – liczbę rozpoczętych budów oraz wydanych pozwoleń na budowę. Jednak najważniejszym wydarzeniem dzisiejszego dnia będzie ogłoszenie decyzji FOMC o ograniczeniu skupu aktywów, o którym piszemy szerzej w sekcji analizy.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Przeciętne wynagrodzenie brutto w sierpniu wyniosło 3.760,45 zł, co oznacza, że rdr wzrosło o 2,0 proc., a mdm spadło o 1,8 proc. (**więcej w sekcji analizy**).
- Ceny konsumpcyjne w USA w sierpniu 2013 r. wzrosły o 0,1 proc. w ujęciu miesiąc do miesiąca po wzroście o 0,2 proc. mdm w lipcu.
- Nadwyżka w handlu strefy euro w lipcu 2013 r. wyniosła 18,2 mld euro, bez uwzględniania czynników sezonowych (nsa), wobec nadwyżki 16,5 mld euro w poprzednim miesiącu.

Decyzja RPP (2.10.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.951	-0.004
USAGB 10Y	2.844	-0.009
POLGB 10Y	4.385	0.002
Dotyczy benchmarków Reuters		

Dziś decyzja Fed

O godzinie 20.00 czasu polskiego Fed ogłosi decyzję o stopach procentowych oraz tempie zakupu obligacji skarbowych i MBS. Nie oczekujemy zmiany stóp procentowych (utrzymanie przedziału 0-0,25%), spodziewamy się natomiast zapoczątkowania ograniczenia tempa QE. Nie jest do końca jasne, czy dane makro za 2013 rok wpisują się (samo broadly consistent ustanowione jako warunek obciążenia QE jest nieprecyzyjne) w marcowe projekcje Fed. Wzrost gospodarczy w pierwszej połowie roku (i prawdopodobnie również w III kwartale) rozczarował i obniżenie prognoz na 2013 rok jest praktycznie pewne; do ignorowania niskiej w I połowie roku inflacji bazowej PCE skłaniać może zarówno dobre momentum w ostatnich miesiącach, jak i stopniowy wzrost oczekiwań inflacyjnych; najbliższa projekcjom jest ścieżka stopy bezrobocia, nawet jeżeli tempo jej spadku nie odzwierciedla w pełni poprawy sytuacji na rynku pracy. Tym niemniej, dane te nie wykluczają cięcia QE, a silna poprawa wskaźników koniunktury uzasadnia pozytywny scenariusz dla amerykańskiej gospodarki.

Prawdopodobnie ograniczenie to będzie jedynie symboliczne, czyli 10-15 mld USD i będzie dotyczyć obligacji skarbowych (konsensus rynkowy w tej chwili leży gdzieś pomiędzy cięciem o 10 mld a odłożeniem decyzji na później). Będzie ono jednak oznaczać otwarcie nowego rozdziału w polityce Fed (pamiętajmy, że w przyszłym roku dość istotnie zmienia się skład FOMC), czego skutki dla rynków finansowych mogą mieć charakter średniokresowy. Fed prawdopodobnie będzie chciał podkreślić rozdzielenie polityki QE od polityki stóp procentowych i potwierdzi utrzymanie zerowych stóp przez wydłużony okres (modyfikacja forward guidance jest więc prawdopodobna) i ich gradualną normalizację - średnia prognoz stóp na 2016 to nie normalny poziom 4,0%, a bardziej 2,5%. Stąd, projekcje makroekonomiczne Fed (po raz pierwszy obejmujące rok 2016 i prawdopodobnie pokazujące powrót do pełnego zatrudnienia w tymże roku) mogą kontrastować z retoryką Fed.

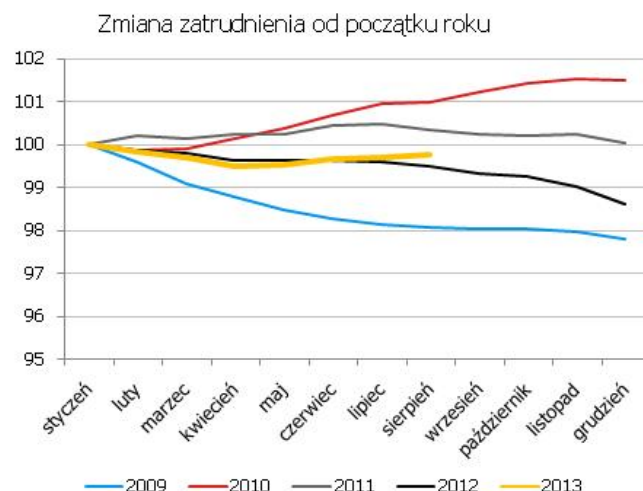
O 20.30 odbędzie się konferencja Bernanke, na której dodatkowo objaśniona może być strategia ograniczenia QE i potwierdzone utrzymanie niskich stóp Fed funds.

Inwestorzy oczekują dość łagodnego wydzwiku dzisiejszego posiedzenia Fed (dużo zatem z takiego scenariusza obligacje już wyceniają). Naszym zdaniem nawet, jeśli pierwsza reakcja okaże się pozytywna dla rynku obligacji (bądź co bądź, trafia na podatny grunt i konstelację słabszych danych w USA) trend średniokresowy zmienił się na negatywny dla obligacji (rynków bazowych i EM) i ewentualny spadek rentowności powinien być traktowany jako okazja do ich sprzedaży.

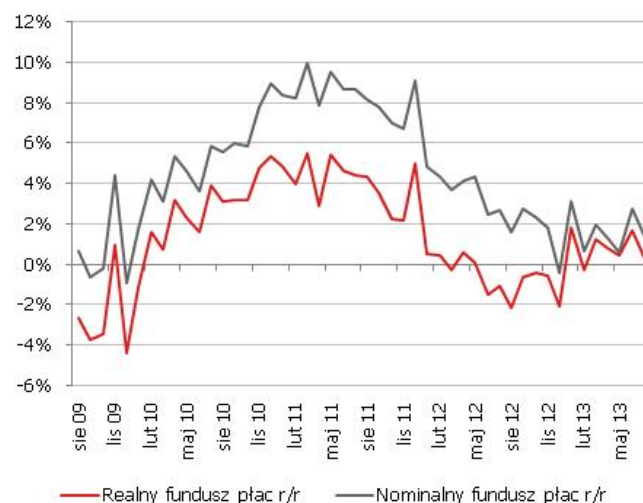
Lepsze informacje z rynku pracy

Zatrudnienie w ujęciu rdr spadło o 0,5% (nasza prognoza i konsensus rynkowy opiewały na -0,6%), co w ujęciu miesięcznym przekłada się na wzrost o ok. 4 tys. etatów. Zaskoczenie wynika z prostej przyczyny - wzrost zatrudnienia w sierpniu jest sprzeczny ze wzorcem sezonowym sugerującym minimalny spadek liczby pracujących. Szybki przegląd szeregu czasowego zatrudnienia wskazuje, że pod tym względem był to najlepszy sierpień od 2007 roku, czyli od czasów bezprecedensowego boomu na polskim rynku pracy. W 2010 roku sierpień przyniósł

jedynie ok. 2 tys. nowych etatów. Wskazuje to, z jednej strony, na dalszą poprawę sytuacji w gospodarce realnej skłaniającą przedsiębiorstwa do zwiększania popytu na pracę, ale również na zmianę wrażliwości tegoż na koniunkturę - dynamika PKB niezbędna dla wygenerowania wzrostu zatrudnienia jest niższa niż jeszcze kilka lat temu.



Roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw spadła z 3,5% do 2,0%, co jest wynikiem gorszym niż oczekiwania analityków (i zbliżonym do naszej prognozy). Dzisiejsze dane to informacja sygnałowa. Możemy jedynie spekulować, że za wzrostem wynagrodzeń stoi różnica w liczbie dni roboczych (-1 r/r), efekt wysokiej bazy z poprzedniego roku i przesunięcia premii w górnictwie miedzi. Dynamika w przedziale 2-2,5% jest natomiast spójna z trendem. Nominalny fundusz płac wzrósł o 1,5%, realny zaś - o 0,4%. W perspektywie kolejnych miesięcy możemy liczyć jedynie na lekko wznoszącą ścieżkę wynagrodzeń - stosunkowo niskie dynamiki płac to stały element nowego krajobrazu, gdzie polscy przedsiębiorcy muszą stale kontrolować stronę kosztową.



Dane z rynku pracy nie wpłynęły na polski rynek finansowy. My dane te postrzegamy jako pozytywne i wskazujące na solidne podstawy ożywienia gospodarczego. Stąd też, co do tendencji (oczywiście biorąc pod uwagę kierunek procesów w gospodarce światowej), oczekujemy wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp w



Polsce i spójne ze scenariuszem ożywienia stromienie krzywej dochodowości.



EURUSD fundamentalnie

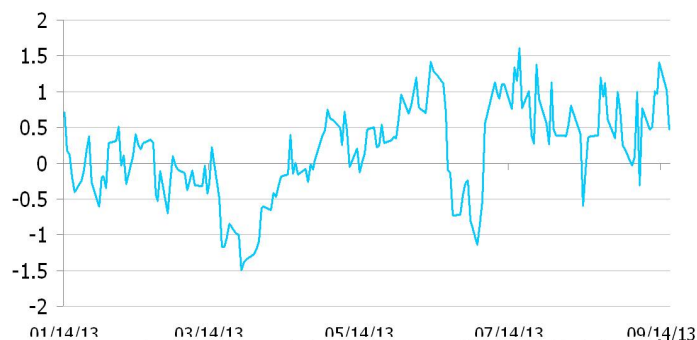
EURUSD lekko w górę w oczekiwaniu na ogłoszenie decyzji Fed o ograniczeniu QE. Pomogły lepsze dane ze strefy euro - wprawdzie niemiecki indeks ZEW dostarcza zdecydowanie mniej informacji niż wyniki ankiet wśród przedsiębiorstw (PMI i Ifo), ale pozytywna niespodzianka pozostaje pozytywną niespodzianką. Dziś decyzja Fed - o makroekonomicznych aspektach piszemy w sekcji analizy, a dla kursu najważniejszym czynnikiem będzie retoryka Fed kształtująca oczekiwania co do dysparytetu stóp pomiędzy strefą euro na Stanami, tj. wydłużenie forward guidance, debata nad celem stopy bezrobocia dla polityki pieniężnej oraz projekcje makro.

EURUSD technicznie

W górę, w kierunku twardo stawiającego opór FIBO 76.4% na 4H (1,3370). Dostrzeżona tamże dywergencja jak na razie okazała się fałszywym sygnałem, ale niedźwiedzie nie składają broni. Trend wzrostowy pozostaje w mocy, ale dla jego potwierdzenia oczekivalibyśmy przynajmniej wyrównania ostatnich maksimów lokalnych (1,3452), a do tego daleko. Dziś dominują czynniki fundamentalne (decyzja FOMC), stąd pozostajemy neutralni i innym doradzamy to samo.

Wsparcie	Opór
1,3319	1,3452
1,3220	1,3400
1,3154	1,3370

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

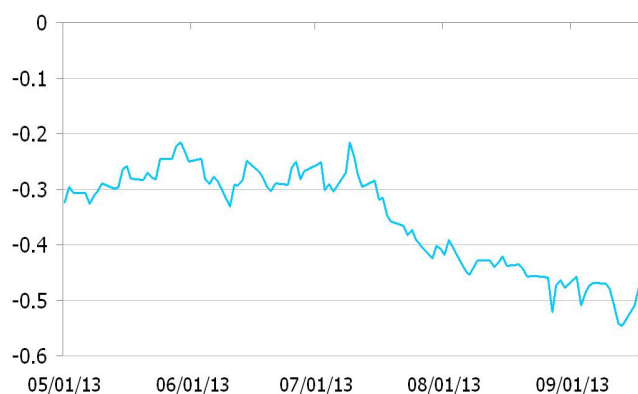
EURPLN nieznacznie wyżej (znów powyżej 4,20), w ślad za wzrostem rentowności SPW, ale jak na razie trudno dostrzec tutaj cokolwiek ponad realizację zysków po dwutygodniowym rajdzie. Polskie dane makro, choć w łącznym wydzwieku pozytywne (więcej czytaj w sekcji analizy), zupełnie bez wpływu na kurs. Dziś dane o produkcji przemysłowej, ale złoty w dalszym ciągu pozostanie na łasce globalnego sentymentu - a tu kluczowy jest Fed. Wprawdzie odnosimy wrażenie, że to ostatnie zdarzenie może paradoksalnie mieć mniejszy format niż wskazują na to wyśrubowane oczekiwania, aktualny range pozostanie nienaruszony.

EURPLN technicznie

W górę, ale jak na razie ofiarą ruchu EURPLN na północ padła jak narazie tylko BolMA i pierwszy szczybel FIBO na 4H (4,2111). Momentum ruchu jest dobre, a dzienny oscylator dopiero zaczął zawracać, stąd jest szansa na wizytę bliżej środka obecnego range (mniej więcej 4,25). Nasza pozycja zarobiła jak na razie 150 pipsów i choć taki zarobek nie jest dla nas satysfakcjonujący, zamykamy pozycję. Powód? Czynniki fundamentalne mogą dziś namieszać i nie jesteśmy w stanie przewidzieć, jak duża zmienność się pojawi (teoretycznie, każdy rozsądny S/L może zostać uruchomiony). Czekamy i w sprzyjających okolicznościach odnowimy pozycję w dniu jutrzejszym.

Wsparcie	Opór
4,2000	4,2470
4,1897	4,2419
4,1804	4,2301

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.

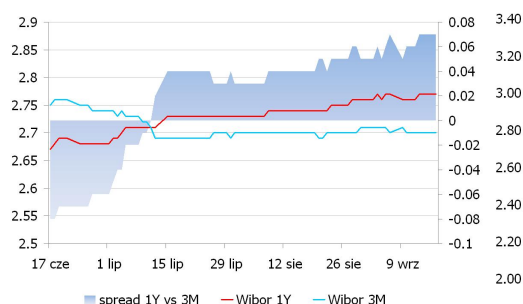




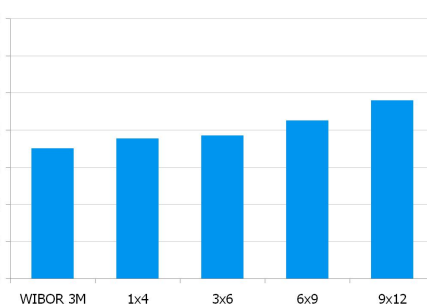
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.84	2.87	ON	2.4	2.7	EUR/PLN	4.2144
2Y	3.195	3.25	1M	2.3	2.5	USD/PLN	3.1552
3Y	3.455	3.51	3M	2.3	2.5	CHF/PLN	3.4074
4Y	3.685	3.74					
5Y	3.86	3.91					
6Y	3.975	4.04					
7Y	4.065	4.13					
8Y	4.135	4.20					
9Y	4.195	4.26					
10Y	4.2401	4.29					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.61	2.66	EUR/USD	1.3358
1x4	2.69	2.75	EUR/JPY	132.36
3x6	2.71	2.77	EUR/PLN	4.2158
6x9	2.79	2.85	USD/PLN	3.1548
9x12	2.93	2.96	CHF/PLN	3.4092

WIBOR 3M i 1Y



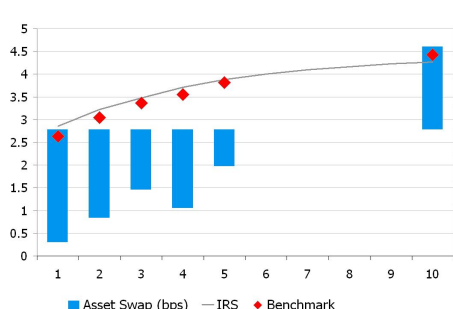
WIBOR 3M i stawki FRA



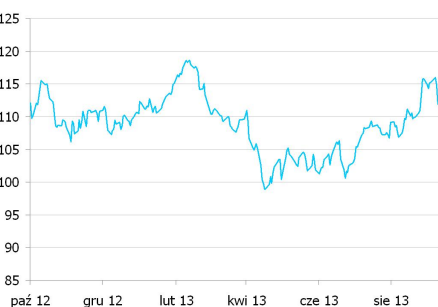
IRS 5Y i 2Y



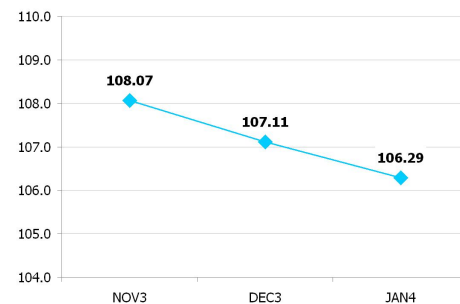
Asset swap i IRS



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