



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	2.2
14:00	POL	PPI r/r (%)	sie	-0.7	-0.7	-0.8	-1.1
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	sie		923	883 (r)	891
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	sie		950	954 (r)	918
20:00	USA	Decyzja FOMC (mld USD / msc)	wrz		75	85	85.0
19.09.2013 CZWARTEK							
10:00	POL	Raport NBP o sytuacji finansowej przeds.	Q2				
14:00	POL	Minutes RPP	wrz				
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	13.09		330	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.** Dziś opublikowane zostaną minutes z wrześniowego posiedzenia RPP. Właściwie trudno o zaskoczenie, ponieważ wszystko zostało już powiedziane na niedawnej konferencji prasowej po posiedzeniu RPP. Potencjalnie interesujący może być zapis dyskusji na temat obietnicy utrzymywania stóp bez zmian do końca roku. Raport NBP o sytuacji finansowej przedsiębiorstw w drugim kwartale może przynieść wskazówki dotyczące skali odbudowy popytu inwestycyjnego oraz konsumpcyjnego w drugim kwartale.
- **Gospodarka globalna.** Dziś publikacja danych z amerykańskiego rynku nieruchomości – sprzedaż domów na rynku wtórnym. Negatywny wpływ wyższych stóp procentowych powinien być już widoczny, rynek oczekuje lekkiego spadku w stosunku do poprzedniego miesiąca. Także dzisiaj wrześniowy indeks indeks Philly Fed oraz liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych w drugim tygodniu września.

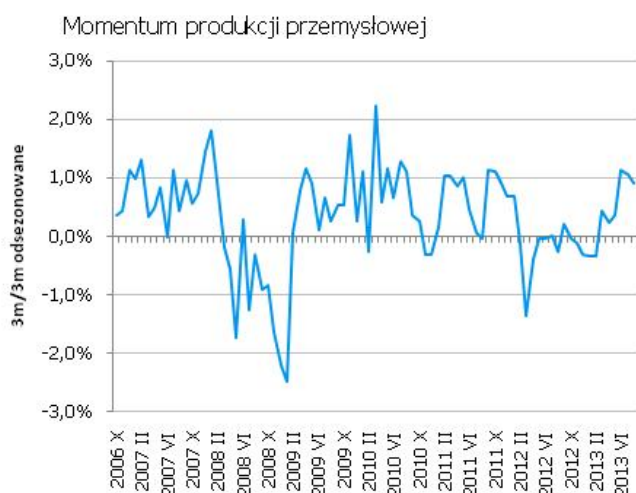
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Produkcja przemysłowa w sierpniu wzrosła o 2,2 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem spadła o 4,5 proc. (**więcej w sekcji analizy**).
- Rezerwa Federalna zdecydowała w środę o utrzymaniu bez zmian realizowanego obecnie programu luzowania ilościowego. Fed będzie tym samym dalej miesięcznie skupować obligacje skarbowe warte 45 mld USD oraz obligacje zabezpieczone hipotekami MBS warte 40 mld USD.

Decyzja RPP (2.10.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.967	-0.002
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.704	-0.013
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.455	0.007
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

Niższa dynamika produkcji przemysłowej dzięki dniom roboczym

Produkcja przemysłowa wzrosła w ujęciu rocznym o 2,2%, zgodnie z naszą prognozą i nieco poniżej konsensusu rynkowego (odpowiednio, 2,3% i 2,7%). Na niższym niż w poprzednim miesiącu zaważyły przede wszystkim dni robocze (-1 r/r vs. +1 r/r), choć - nie pierwszy raz - nie jest to odzwierciedlone w istotnie wyższej dynamice odsezonowanej produkcji (+2,6% r/r). Tym niemniej, momentum produkcji przemysłowej pozostaje bardzo dobre (patrz poniżej). Produkcja przemysłowa wzrosła w 26 sekcjach - jest to typowy w ostatnich miesiącach miks branż zorientowanych na eksport (samochody, urządzenia elektryczne) i na rynek wewnętrzny (papier i wyroby z papieru, koks, wyroby z gumy o tworzyw sztucznych), co potwierdza nasze wcześniejsze wnioski na temat coraz bardziej wszechstronnego charakteru ożywienia.

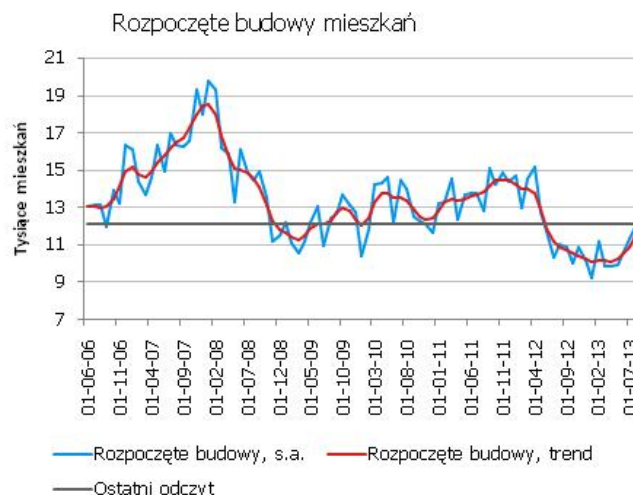


Przyszły miesiąc powinien przynieść przyspieszenie dynamiki produkcji przemysłowej do ok. 7-8% r/r, co w powiązaniu z nie najgorszymi wynikami produkcji budowlano-montażowej w ostatnich miesiącach sugeruje, że gospodarka polska rozwijała się w III kwartale w tempie ok. 2% r/r. Z punktu widzenia PKB, wygasanie gigantycznych efektów bazowych w budownictwie okazuje się być zbawienną okolicznością.

Ceny producentów spadły o 1,1% (nasza prognoza i konsensus rynkowy: -0,7%), co wynika przede wszystkim ze spadku cen w przetwórstwie przemysłowym - tu z kolei swoją cegiełkę dołożyły ceny koksu. W ujęciu bazowym ceny w bazowym przetwórstwie przemysłowym (z pominięciem koksu i produktów rafinacji ropy naftowej) ponownie nie zmieniły się, co jest zasadniczo zgodne z niewielkim umocnieniem złota w sierpniu. Dane te potwierdzają (podobnie jak stabilizacja bazowego CPI) brak presji inflacyjnej w polskiej gospodarce.

Mimo dobrych warunków pogodowych (w opinii GUS) w sierpniu produkcja budowlano-montażowa spadła o 11,1% w ujęciu rocznym (konsensus: -9%, nasza prognoza: -8,9%). Do spadku przyczyniła się m.in. niekorzystna różnica dni roboczych (-1 r/r). W ujęciu odsezonowanym produkcja spadła o 9,8% r/r. Ze względu na tradycyjnie dużą zmienność tej kategorii nie przywiązywaliśmy istotnej wagi do nieco większego niż oczekiwano spadku aktywności w budownictwie.

W naszej opinii w kolejnych miesiącach i kwartałach sektor będzie wspierany nie tylko przez stabilizujące się zamówienia publiczne, ale również przez prywatną aktywność inwestycyjną, co powinno wpłynąć na zmniejszenie skali spadków (pierwszy plus w grudniu). Tu warto odnotować dynamiczny wzrost liczby rozpoczętych budów mieszkań (dane za sierpień opublikowane wczoraj - patrz wykres poniżej), które wchodzą na trajektorie wzrostową, oraz stabilizację widoczną w danych o pozwoleniach na budowę.



Rynek zareagował w minimalnym stopniu na dane: rentowności przesunęły się o 2-3 pb w dół, a publikacja wypadła w trakcie niewielkiej deprecjacji złota. Zaskoczenie jest zaniedbywalne i nie zmienia pozytywnego obrazu polskiej gospodarki w miesiącach letnich. Lepsze dane w kolejnych miesiącach powinny wzmacniać oczekiwania wzrostu stóp procentowych.

Fed zaskakuje, ale drzwi do ograniczania QE zostawia otwarte na oścież

Spośród wszystkich dostępnych możliwości, członkowie FOMC na wrześniowym posiedzeniu zdecydowali się na najprostszą i najostrożniejszą z nich, pozostawiając bez zmian zarówno skalę miesięcznego skupu aktywów, jak i politykę dotyczącą stop procentowych. Stało się tak wbrew oczekiwaniom dużej części inwestorów (w tym i naszym), prowadząc do ogromnego zaskoczenia.

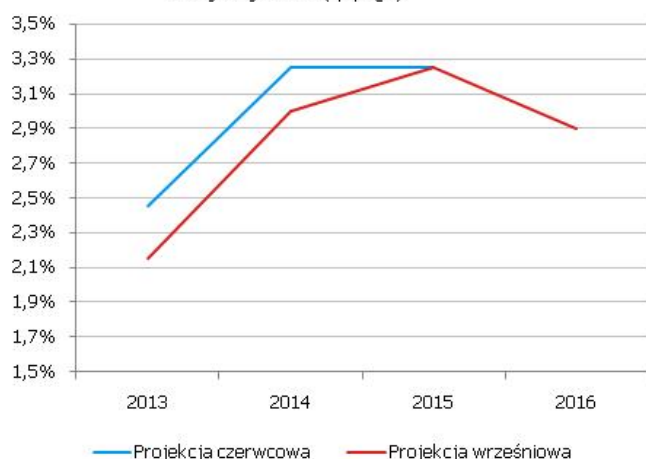
Dlaczego więc nie doszło do ograniczenia QE3? Jak zawsze podkreślał Bernanke, kluczem są dane, a te nie zapewniają dostatecznego potwierdzenia, że realizuje się scenariusz nakreślony kilka miesięcy temu. Wskazówek dostarcza przede wszystkim komunikat Komitetu, który po raz kolejny wskazuje na restrykcyjną politykę fiskalną, a także - po raz pierwszy - na konieczność obserwacji efektów zacieśnienia monetarnego zainicjowanego w czerwcu przez taper talk. Pierwsze wydaje się aktualne w kontekście zbliżającej się kolejnej walki o podniesienie limitu zadłużenia. Drugie to w naszej opinii nieco zawołowane sformułowanie obaw o rynek nieruchomości - negatywny wpływ wyższego oprocentowania kredytów hipotecznych jest w zasadzie już faktem, ale nie jest znana ani jego skala, ani czas trwania. FOMC daje sobie tutaj czas na obserwację. Jednocześnie jednak do kosza trafiają nieformalne

"kotwice"(na jednym z kilku kolejnych posiedzeń", "przed końcem roku", pośredni cel 7% na stopie bezrobocia), które ukształtowały oczekiwania rychłego obcięcia QE. Nie sposób nie odnieść wrażenia, że strategia komunikacji Fed jest problematyczna.

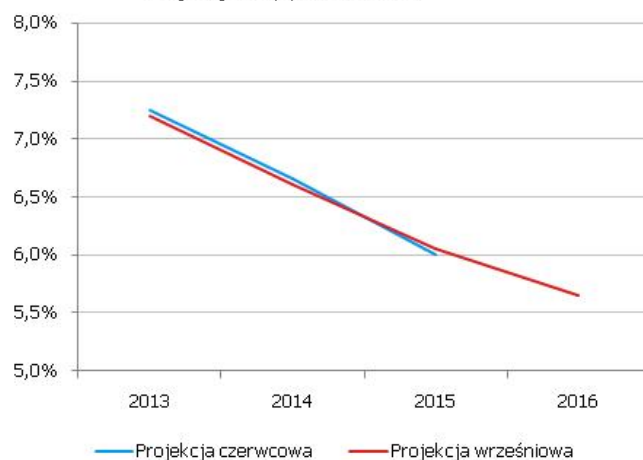
Przy okazji Bernanke potwierdził to, co wielu uczestników rynku od początku podejrzewało, mianowicie, że jednym z celów "taper talk" było zmuszenie inwestorów do likwidacji zbyt ryzykownych pozycji i złagodzenia problemów płynnościowych. Cel ten został osiągnięty, a Fed ewidentnie czuje się komfortowo z większą zmiennością na rynkach finansowych. Granie przeciw Fed ma być zadaniem dla strażników.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, zaprezentowane projekcje wskazują, z jednej strony, na bardziej ostrożną wizję gospodarki (duża obniżka prognoz PKB na rok bieżący i minimalna na przyszły rok), nieznacznie bardziej optymistyczną wizję rynku pracy (trochę niższa prognoza stopy bezrobocia) i, jakkolwiek odległa by to nie była perspektywa, gospodarkę bliską pełnemu zatrudnieniu w 2016 roku (kształt ścieżek centralnych projekcji na poniższych wykresach). Co ciekawe, pomimo osiągnięcia pełnego zatrudnienia w 2016, stopy procentowe mają w opinii większości członków FOMC pozostać w okolicy 2%, a więc znacząco poniżej poziomu historycznie spójnego z takim stanem gospodarki i poniżej oczekiwań rynku. Komentatorzy, którzy dostrzegają w tym niespójność, mylą się jednak, jako że esencją forward guidance jest utrzymanie stóp procentowych na niższym niż normalny poziomie. Forward guidance ma w zamierzeniu być, używając popularnej definicji, wiarygodną obietnicą bycia nieodpowiedzialnym w przyszłości, bądź wymianą wiarygodności krótkookresowej na długookresową. Czy taka zapowiedź będzie skuteczna, jest zupełnie inną kwestią.

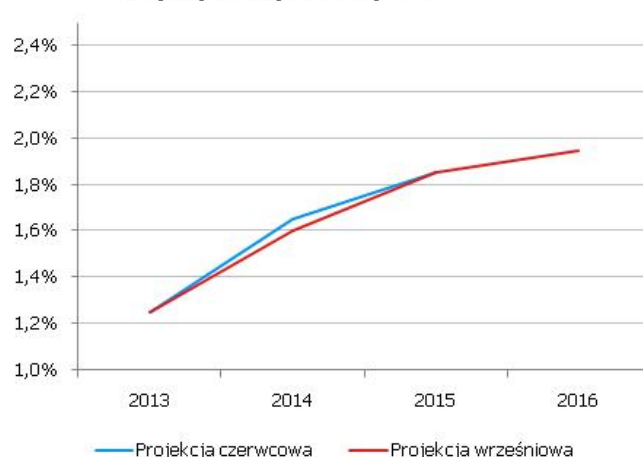
Projekcja PKB (r/r, Q4)



Projekcja stopy bezrobocia



Projekcja inflacji bazowej PCE

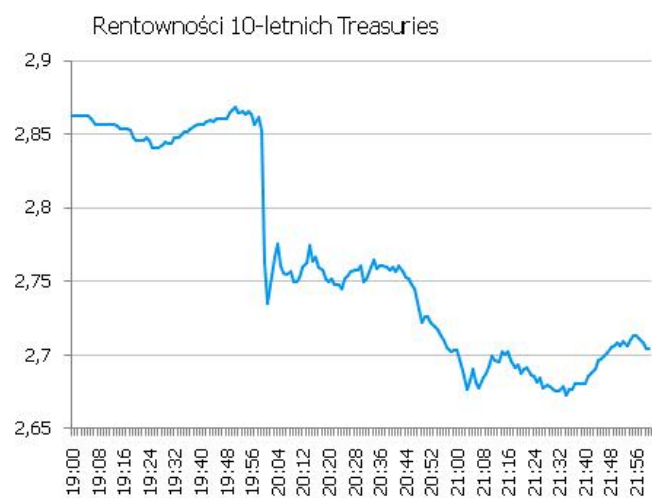


Choć moment ograniczania QE jeszcze nie nadszedł, trudno mieć złudzenia, że ten krok został odroczony na dłużej niż parę miesięcy. Po pierwsze, szok stóp procentowych jest dla rynku nieruchomości jedynie przejściowym zakłóceniem i historycznie, w trendach wzrostowych, nie prowadził do załamania, stąd obawy o efekty wzrostu stóp są przejściowe. Po drugie, Bernanke w sposób dobitny podkreślił, że Fed uważa forward guidance za skuteczniejszy instrument niż skup aktywów. Ograniczenie QE może nastąpić jeszcze w tym roku, a po wczorajszym posiedzeniu wiemy jedynie to, że będzie to zależeć wprost od danych, a nie od kalendarza. Stąd, należy obserwować zarówno stan gospodarki amerykańskiej (możliwa sekwencja gorszych danych), jak i wyniki rozmów budżetowych (1 połowa października).

Decyzja, jak i gołębia konferencja Bernanke wywołały monstrualną reakcję rynkową: EURUSD w okolicach 1,35; ustanowienie nowych szczytów na amerykańskich giełdach i spadek rentowności obligacji (150 punktów bazowych dla 10-latek - patrz wykres poniżej). Efekty drugiego rzędu będziemy obserwować również dziś na rynkach europejskich, przed bezkompromisowo byczym nastawieniem do polskich aktywów powinny jednak powstrzymać dwa fakty: (1) ograniczanie QE nastąpi; (2) przecena po decyzji FOMC jest świetną okazją do likwidacji długich pozycji na aktywach EM. Wreszcie, średnioterminowy trend na obligacjach pozostaje negatywny (wzrosty rentowności długich papierów) i spójny z powrotem gospodarki do normal-



ności - pamiętajmy, że oprocentowanie długich obligacji zaczęło rosnąć kilka tygodni przed pierwszą zapowiedzią Bernanke.





EURUSD fundamentalnie

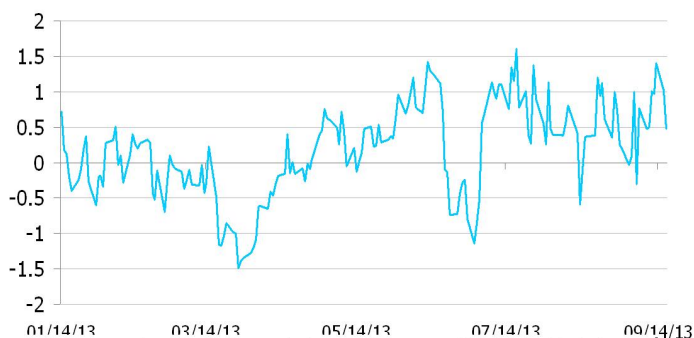
Ogromne osłabienie dolara na wczorajszej sesji zostało wywołane bardzo gołym komunikatem po zakończonym wczoraj posiedzeniu FOMC. Dolar osłabił się w wyniku przesunięcia o kilka miesięcy oczekiwań co do momentu rozpoczęcia normalizacji polityki pieniężnej oraz wypłaszczenia oczekiwanej ścieżki wzrostu stóp procentowych. Rynek nie miał racji, stąd gigantyczna korekta oczekiwań. Należy spodziewać się lekkiej korekty wczorajszego ruchu i uspokojenia nastrojów. Dzisiejsze dane teoretycznie z drugiej ligi (sprzedaż domów na rynku wtórnym, Philly Fed i cotygodniowe dane z rynku pracy), ale mają swoje istotne miejsce w obrazie gospodarki, który zadecyduje o dalszym kształcie polityki pieniężnej.

EURUSD technicznie

Szalony wieczór i noc na EURUSD. Trzeba było dopiero czynnika fundamentalnego (Fed), żeby wyłamać kurs z ostatniego zakresu wahań. Nowe maksimum lokalne to 1,3542. Oznacza to równocześnie, że otwarta jest droga do 1,3711 (max 2013 roku). Zajmowanie pozycji na razie nie ma sensu, aczkolwiek charakter ruchu i wybiecie poza wstęgę Bol na wykresach 4H i D sugeruje częściową korektę / realizację zysków. Wsparcie na dawnym maksimum lokalnym.

Wsparcie	Opór
1,3452	1,3900
1,3400	1,3711
1,3356	1,3600

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

Gołębie zaskoczenie po stronie Fed przynosi gwałtowne umocnienie złotego. Mamy więc symetryczne odbicie sytuacji z czerwca b.r., kiedy to eskalacja oczekiwań na wycofywanie QE przyniosła deprecjację złotego. Reakcja na decyzję FOMC na rynkach EM jest jak najbardziej zrozumiała, ale najprawdopodobniej nie będzie trwała. Duża część inwestorów spodziewała się obcięcia QE już teraz, stąd obserwowana akcja cenowa. Należy jednak pamiętać, że ograniczanie QE nie zostało odwołane, a jedynie przesunięte, zaś mocniejsze waluty i droższe aktywa EM to prezent dla inwestorów chcących likwidować długie pozycje. Gdy oczekiwania na zacieśnienie monetarne powrócą (a naszym zdaniem nie stanie się to przed listopadem-grudniem), możemy spodziewać się osłabienia złotego, ale nie w skali widocznej w miesiącach letnich. Pod koniec roku mogą powoli wracać do gry czynniki krajowe.

EURPLN technicznie

Zamknięcie długich pozycji na EURPLN było znakomitą pomysłem (a kto zrobił to w ciągu dnia, ten zarobił jeszcze więcej niż my). Czynniki fundamentalny (Fed) przeniósł EURPLN do innego świata. Złamane zostały wszystkie wsparcia i obecnie startujemy z 4,15, czego nie widzieliśmy od maja b.r. Na płytkim rynku (w momencie pisania niniejszego komentarza) trudno wyznaczyć wsparcia, ale wydaje się, że 4,15 stanowi przynajmniej chwilowy punkt równowagi. Ryzykantom proponujemy taktyczną pozycję long z obecnych poziomów z T/P na 4,19 i S/L na 4,14.

Wsparcie	Opór
4,1500	4,2140
4,1400	4,1907/13
4,1300	4,1800

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.

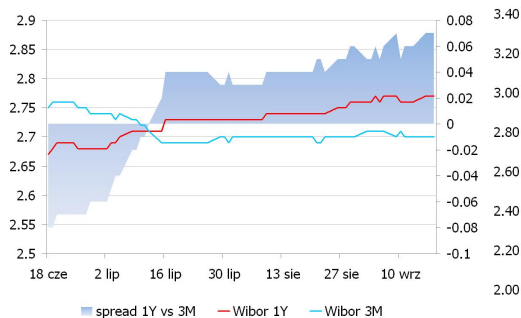




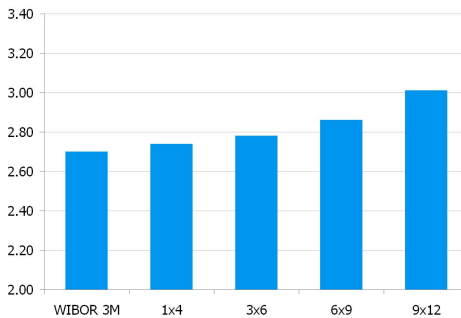
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.83	2.86	ON	2.4	2.7	EUR/PLN	4.2302
2Y	3.1675	3.22	1M	2.3	2.5	USD/PLN	3.1689
3Y	3.435	3.49	3M	2.4	2.6	CHF/PLN	3.4217
4Y	3.6551	3.71					
5Y	3.83	3.88					
6Y	3.945	4.01					
7Y	4.035	4.10					
8Y	4.105	4.17					
9Y	4.165	4.23					
10Y	4.21	4.26					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.62	2.67	EUR/USD	1.3520
1x4	2.69	2.74	EUR/JPY	132.41
3x6	2.73	2.78	EUR/PLN	4.1619
6x9	2.81	2.86	USD/PLN	3.0779
9x12	2.96	3.01	CHF/PLN	3.3741

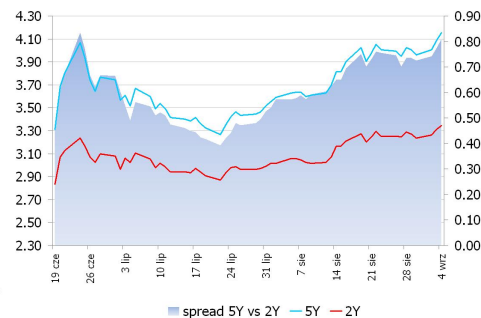
WIBOR 3M i 1Y



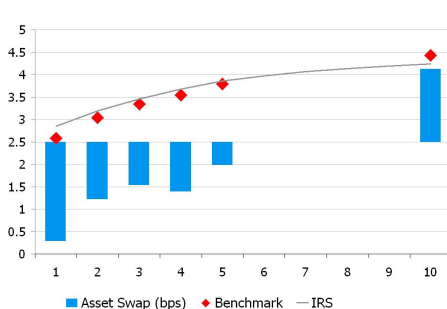
WIBOR 3M i stawki FRA



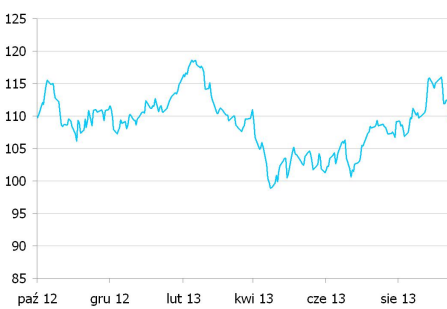
IRS 5Y i 2Y



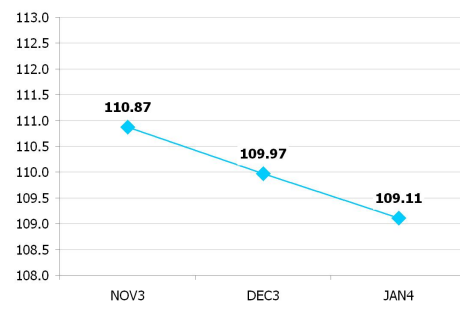
Asset swap i IRS



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 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.