



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		
30.09.2013 PONIEDZIAŁEK							
1:50	JPN	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sie		-0.3	3.4	-0.7
11:00	EUR	CPI r/r <i>wstępny</i> (%)	sie		1.2	1.3	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	wrz	1.1	1.0	0.2	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	Q2	1000	1453	-2055	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	wrz		54.3	53.0	
01.10.2013 WTOREK							
1:30	JPN	Stopa bezrobocia (%)	sie		3.8	3.8	
3:00	CHN	PMI <i>oficjalny</i> (pkt.)	wrz		51.5	51.0	
9:00	POL	PMI (pkt.)	wrz	52.4	52.5	52.6	
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	wrz		49.5	49.5	
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	wrz		6.8	6.8	
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	wrz		51.3	51.3	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	wrz		51.1	51.1	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	wrz		55.2	55.7	
02.10.2013 ŚRODA							
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	paź		0.50	0.50	
	POL	Decyzja RPP (%)	paź	2.50	2.50	2.50	
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	wrz		175	176	
03.10.2013 CZWARTEK							
9:50	FRA	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	wrz		50.7	50.7	
9:55	GER	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	wrz		54.4	54.4	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	wrz		52.1	52.1	
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	sie		0.2	0.1	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	28.09		315	305	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sie		0.2	-2.4	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	wrz		57.0	58.6	
04.10.2013 PIĄTEK							
	JPN	Decyzja BoJ (%)	paź		0.10	0.10	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	wrz		178	169	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	wrz		7.3	7.3	

W tym tygodniu...

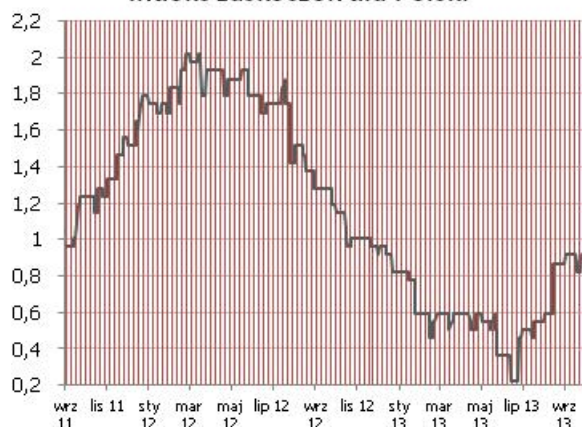
• **Gospodarka polska.** Tydzień rozpoczyna się od kwartalnej rewizji danych o bilansie płatniczym (oczekujemy spadku nadwyżki o ok. 400 mln euro, głównie ze względu na niższe saldo handlowe) i informacji na temat kształtowania się oczekiwań inflacyjnych we wrześniu (wzrost w ślad za inflacją). We wtorek opublikowany zostanie wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu. Korekta (w dół) niemieckiego i europejskiego PMI, przy pozytywnym oddziaływaniu czynników krajowych, stwarza przestrzeń do zahamowania wzrostów indeksu - stąd konserwatywny konsensus i nasza prognoza. Trend poprawy koniunktury będzie jeszcze jednym argumentem za utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Tym niemniej, umiarkowany wzrost gospodarczy i brak presji inflacyjnej został już zinternalizowany przez Radę i zostanie ponownie zaakcentowany w komunikacie zawierającym odniesienia do okresu stałych stóp proc. Widzimy jednak potencjał do wydłużenia "forward guidance" (zbliża się wszakże koniec roku).

• **Gospodarka globalna.** W środę (wyjątkowo, z uwagi na dzień wolny w Niemczech) odbędzie się październikowe posiedzenie EBC. Spodziewamy się utrzymania łagodnego nastawienia, o co łatwiej w otoczeniu nieco gorszych danych makro (PMI, negatywne zaskoczenie dot. produkcji przemysłowej w lipcu). Tym niemniej, pomimo licznych sugestii ze strony członków Rady Gubernatorów, nie zostaną ogłoszone żadne nowe działania w polityce pieniężnej. W szczególności, uważamy ogłoszenie nowych LTRO za nieprawdopodobne. Finalne odczyty europejskich PMI (wtorek - przemysł, czwartek - usługi) przyniosą zapewne minimalną korektę informacji z zeszłego tygodnia, ale tu kluczowe będą raporty dotyczące państw peryferyjnych strefy. W strefie euro warto odnotować również dane z niemieckiego rynku pracy (prawdopodobnie stabilizacja stopy bezrobocia), a także informacje dotyczące sprzedaży detalicznej w eurolandzie. W Stanach Zjednoczonych czas na kluczowe dane ISM o koniunkturze we wrześniu oraz comiesięczną informację z rynku pracy. Znanie w chwili obecnej wyniki regionalnych badań koniunktury wskazują na nieznaczne spadki wskaźników ISM (trochę większe niż konsensus). Przyrost liczby miejsc pracy utrzymał się najprawdopodobniej na bliskim kilkumiesięcznej średniej poziomie - dalszych wskaźników dostarczą ISM i dane ADP (czwartek). Warto odnotować, że w razie zawieszenia funkcjonowania rządu opublikowane zostaną tylko dane gromadzone przez firmy prywatne (a więc ADP i ISM).

Decyzja RPP (2.10.2013)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.760	-0.022
stopy bez zmian		100%		USAGB 10Y	2.595	-0.025
obniżka 25 bps		0%		POLGB 10Y	4.438	-0.014
PROGNOZA BRE		stopy bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

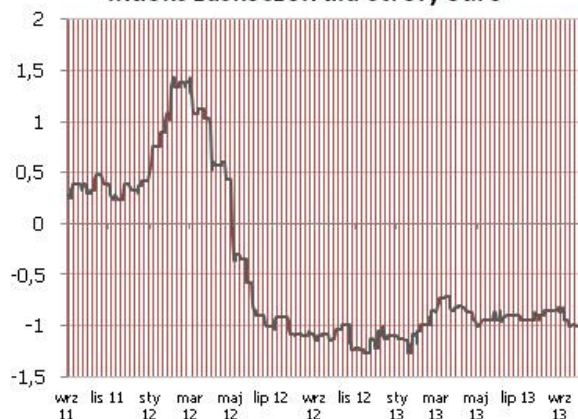
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


Pozytywna niespodzianka dotycząca stopy bezrobocia (spadek, podczas gdy konsensus wskazywał na utrzymanie na niezmienionym poziomie) przynosi wyrównanie strat z poprzedniego tygodnia. Tydzień dość ubogi w istotne dla rynku publikacje, ale PMI ma szansę podtrzymać serię pozytywnych niespodzianek (konserwatywnie ustawiony konsensus).

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Mocno w dół po negatywnych niespodziankach w danych PMI i Ifo. Na trend wzrostowy w europejskim indeksie zaskoczeń czekamy jak na Godota.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


W górę po danych z rynku pracy, bazowym deflatorze wydatków konsumpcyjnych i indeksie NAI Chicago Fed, minimalnie w dół po danych o zamówieniach na dobra trwałe. W konsekwencji, amerykański indeks zaskoczeń kontynuuje trend wzrostowy.

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.

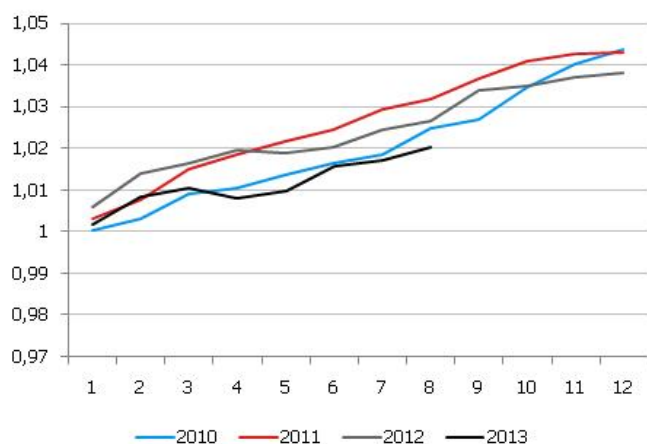
USA: dochody i wydatki przyzwoite, ale ryzyk wciąż sporo

Dochody Amerykanów podniosły się w sierpniu o 0,4% w porównaniu do 0,2% wzrostu odnotowanego w poprzednim miesiącu. Dzięki temu odczytowi średnia dynamika dochodów konsumenckich jest w III kwartale najwyższa w tym roku (+0,3%, +0,2% w II kwartale). Struktura wzrostu dochodów jest pozytywna: praktycznie całość wzrostu przypada na podwyżki wynagrodzeń przy pewnych marginalnych spadkach zaobserwowanych na dochodach z aktywów (zyski kapitałowe i dywidendy). Dochody rozporządzalne w ujęciu realnym wzrosły w sierpniu o 0,3% - III kwartał charakteryzuje się dzięki temu najwyższą dynamiką tej kategorii w całym roku.

Wydatki konsumenckie również wyglądają nieźle. 0,3% to przy bieżącej, dość zmiennej ścieżce tej kategorii wynik wcale niezły (3 najwyższy w tym roku). Po przejściowym spadku w poprzednim miesiącu o 0,1% odbudował się popyt na usługi (0,4%), ponownie wzrosły wydatki na dobra trwałe (+0,5% i to przy spadku cen tej kategorii o 0,3%), co jednak zbiegło się ze stagnacją wydatków na dobra nietrwałego użytku.

niem dominujący w średnim okresie (normalizacja/wzrost stóp procentowych powodowana lepszymi danymi makro i oczekiwaniami na zacieśnienie polityki pieniężnej) - korekta (konsolidacja) trwa.

PCE od początku roku



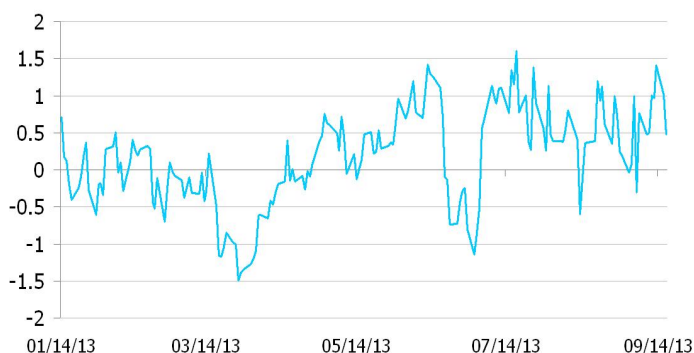
Choć sierpień był niezły, dynamika wydatków konsumpcyjnych od początku roku nie powala i jest najsłabsza od 3 lat... Co prawda z naszych obliczeń wynika, że obecna dynamika rynku pracy i implikowane przez nią tempo wzrostu wynagrodzeń powinny być wystarczające do utrzymania bieżącej dynamiki konsumpcji. Z ostatniej konferencji dowiedzieliśmy się, że to za mało dla Fed. Problem konsumentów zyskał ostatnio miano problemu jajka i kury (Dudley z New York Fed). Konsumenci nie wydają w tempie, do którego przyzwyczailiśmy się w okresach ożywienia, bo tempo wzrostu dochodu rozporządzalnego jest za niskie. Jest ono zbyt niskie, gdyż firmy nie zatrudniają w tempie charakterystycznym dla ożywienia opierając się na niedostatecznym tempie wzrostu popytu. I koło się zamyka. Ostatnie dane rzucają cień optymizmu ten problem, jednak w obliczu zbliżających się wydarzeń politycznych (wyłączenie rządu, limit zadłużenia - wydarzenia te mają zawsze wpływ na optymizm konsumentów) przyspieszenie konsumpcji nie będzie łatwe. Dodając do tego (bądźmy szczerzy - wygenerowane przez Fed) zacieśnienie warunków kredytowania (wyższe stopy) mieszane dane przez najbliższy czas to najwięcej, czego możemy się spodziewać. Nie trzeba czarować, że będzie to zapewne nawet mniej niż spodziewa się tradycyjnie już nazbyt optymistyczny Fed. Nie ma na razie warunków do wejścia w trend, który będzie naszym zda-



EURUSD fundamentalnie

EURUSD wyżej. Wprawdzie piątek przyniósł kolejny dzień słabnięcia euro w większości pozostałych par walutowych (CHF, JPY, GBP), ale w relacji do dolara to europejska waluta póki co zyskuje. Dlaczego? Ucieczkę w kierunku bezpiecznych przystani napędzają, nie po raz pierwszy w tym roku, napięcia polityczne na peryferiach strefy euro, przede wszystkim we Włoszech (problemy greckie raczej nie zachwieją stabilnością tamtejszego rządu). Wyjście partii Berlusconi z rządu oznacza utratę większości parlamentarnej przez słaby (i budowany z trudnością) rząd Letty i możliwość wcześniejszych wyborów. Do problemów tego rodzaju inwestorzy zapewne zdążyli się już przyzwyczaić. Z drugiej strony, mamy słabość dolara związana z walką o podniesienie limitu zadłużenia i zapobieżenie zawieszeniu funkcjonowaniu rządu (to drugie wydaje się coraz trudniejsze do uniknięcia). Stąd też równowaga na parze EURUSD. Ten tydzień przynosi kluczowe dane za wrzesień (ISM i NFP), ale ich wpływ na rynki w otoczeniu politycznych przepychanek może być mniejszy niż zazwyczaj, nie mówiąc już o tym, że publikacja danych NFP stoi pod znakiem zapytania...

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

Na tygodniowym czarna świeca, ale zamknięcie wciąż nad FIBO 50%, a sygnałów trzeba szukać na krótszych wykresach. Piątek przyniósł nieudane testowanie ostatnich maksimów (dlatego też złamanie trendu wzrostowego bokiem nie było dla nas wiarygodnym sygnałem), tym niemniej, w dalszym ciągu trwa konsolidacja w przedziale 1,3462-1,3569. Wskutek działania czynników fundamentalnych (Włochy) EURUSD otworzył się po weekendzie z luką na wykresie 4H. Do jej domknięcia brakuje obecnie kilkunastu ticków, stąd też niewiele jest tu do ugrania. Dywergencja na 4H jest już dojrzała i w normalnych okolicznościach doradzalibyśmy sprzedawanie, ale dobrze trzymać się MA55 i momentum wygląda dość niemrawo. Zastanowimy się, jeśli padnie MA55.

Wsparcie	Opór
1,3454/59	1,3900
1,3400	1,3711
1,3377	1,3569





EURPLN fundamentalnie

EURPLN nieznacznie umocnił się w piątek. Dziś nastąpi apogeum gry na umocnienie polskiej waluty przed fixingiem o 11:00, kiedy to ustalony zostanie kurs, po którym środki EUR na dopłaty bezpośrednie dla rolników zostaną przeliczone na złote. Nie jest tajemnicą, że MF zależy na jak najniższym kursie a więc w dniu dzisiejszym mogą koncentrować się miesięczne przewalutowania środków EUR przez BGK. Czynniki globalne (wyłączenie funkcjonowania rządu w USA, zbliżający się limit zadłużenia) mogą także działać w kierunku umocnienia złotego (kanał zwiększenia oczekiwań na wydłużenie QE w związku z negatywnym wpływem niepewności na wzrost w USA), przy neutralnym wpływie na perspektywy wzrostu związane z czynnikami krajowymi. Krajowa polityka pieniężna (posiedzenie RPP w środę) może zyskać znaczenie jeśli tylko Rada zdecyduje się na wydłużenie forward guidance, gdyż będzie to oznaczało cofnięcie części oczekiwań na podwyżki stóp procentowych (kontrakt 6x9 wy-cenia prawie jedną podwyżkę stóp w okolicy połowy 2014 roku).

EURPLN technicznie

Na tygodniowym wieje nudą (zeszłotygodniowej świecy szukać można ze szkłem powiększającym...). Od przeszło tygodnia EURPLN pozostaje zablokowany między dwiema średnimi na 4H (MA55 i MA200), zmienność dramatycznie spadła. Prędzej czy później dojdzie do wylamania z obecnego zakresu wahań (choć nie wiadomo, czy dziś...). Nasza pozycja short w chwili obecnej jest na zero, ale nie jesteśmy skłonni się z nią rozstawać (dobry risk/reward), nawet jeśli dłuższe wykresy nie uzasadniają byczego nastawienia do złotego.

Wsparcie	Opór
4,2236	4,2468
4,2142	4,2400
4,2076	4,2359

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.

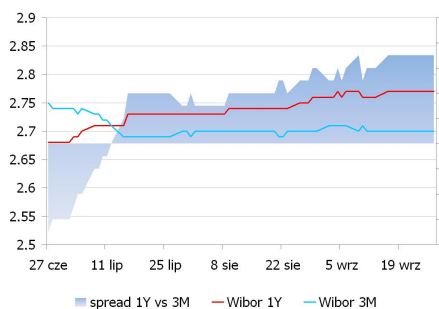




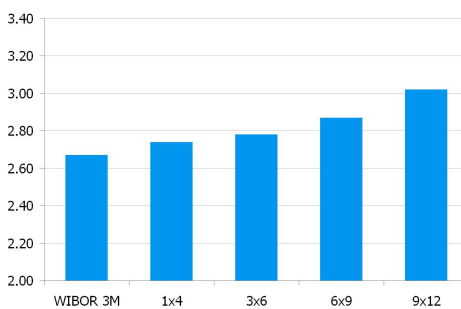
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.8225	2.86	ON	2.3	2.6	EUR/PLN	4.2310
2Y	3.1575	3.21	1M	2.2	2.4	USD/PLN	3.1328
3Y	3.385	3.44	3M	2.3	2.5	CHF/PLN	3.4506
4Y	3.605	3.66					
5Y	3.765	3.82					
6Y	3.88	3.94					
7Y	3.98	4.04					
8Y	4.06	4.12					
9Y	4.12	4.18					
10Y	4.17	4.22					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.60	2.65	EUR/USD	1.3478
1x4	2.69	2.74	EUR/JPY	132.00
3x6	2.72	2.78	EUR/PLN	4.2165
6x9	2.82	2.87	USD/PLN	3.1200
9x12	2.96	3.02	CHF/PLN	3.4352

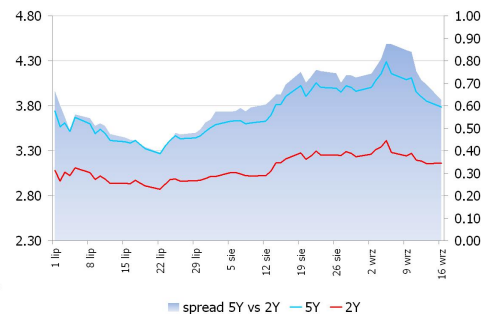
WIBOR 3M i 1Y



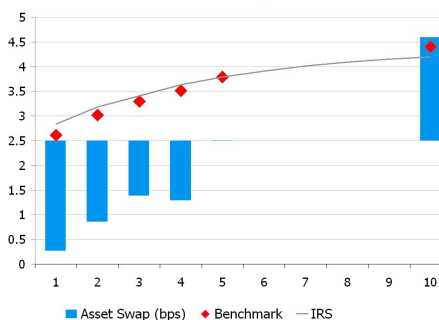
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



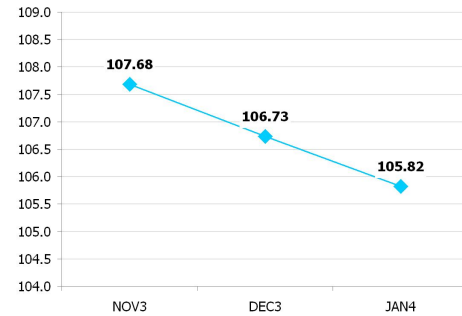
Asset swap i IRS



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.