



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	1.1
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	wrz	1.1	1.0	0.2	1.0
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	Q2	1000	1453	-2313 (r)	362
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	wrz		54.3	53.0	55.7
01.10.2013 WTOREK							
1:30	JPN	Stopa bezrobocia (%)	sie		3.8	3.8	4.1
3:00	CHN	PMI <i>oficjalny</i> (pkt.)	wrz		51.5	51.0	51.1
9:00	POL	PMI (pkt.)	wrz	52.3	52.5	52.6	53.1
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	wrz		49.5	49.5	49.8
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	wrz		6.8	6.8	6.9
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	wrz		51.3	51.3	51.1
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	wrz		51.1	51.1	51.1
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	wrz		55.2	55.7	56.2
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	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś decyzja RPP. Oczekujemy, że stopy procentowe zostaną utrzymane na niezmienionym poziomie – kontynuowany we wrześniu trend poprawy koniunktury (patrz sekcja analizy) będzie jeszcze jednym argumentem za taką decyzją. 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" (potrzeba zwiększenia wiarygodności takiej deklaracji w sytuacji, gdy koniec roku się zbliża). Pewną wskazówką w tym obszarze są ostatnie wypowiedzi prezesa Belki.

• **Gospodarka globalna.** Oczekujemy, że na dzisiejszym posiedzeniu ECB (wyjątkowo w środę ze względu na święto państwowe w Niemczech) parametry polityki pieniężnej nie zostaną zmienione. 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. Zmniejszenie nadpłynności sektora bankowego, podawane często jako powód do przeprowadzania nowego LTRO, powinno być raczej – dopóki nie prowadzi do wzrostu zmienności i nie zbliża zbyt krótkich stóp do stopy refi EBC – postrzegane przez Bank jako pozytyw (zapobiega odnowieniu błędnego koła relacji między bankami a suwerenami). Wobec zawieszenia funkcjonowania amerykańskiego rządu federalnego – w tym Bureau of Labor Statistics, stąd publikacja danych NFP stoi pod znakiem zapytania – waga dzisiejszych danych ADP jest nieco większa niż zazwyczaj.

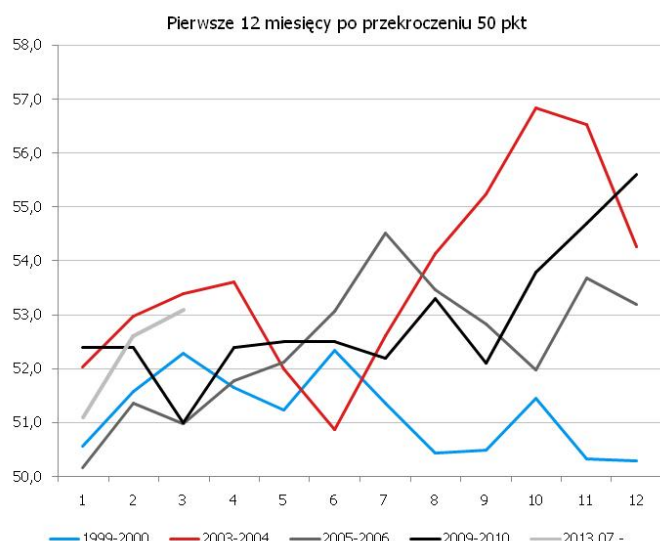
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **HSBC:** Wskaźnik PMI dla Polski we wrześniu wzrósł trzeci raz z rzędu do 53,1 pkt. z 52,6 pkt. w sierpniu. (**więcej w sekcji analizy**)
- **USA:** Wskaźnik aktywności ISM w przemyśle amerykańskim wzrósł we wrześniu do 56,2 pkt. z 55,7 pkt. w poprzednim miesiącu. (**więcej w sekcji analizy**)
- Koszty obsługi długu w 2014 roku spadną do 2,1 proc. PKB z 2,6 proc. 2013 roku, w kolejnych latach ustabilizują się w okolicy 2 proc. PKB - wynika ze Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014-2017", przyjętej w ubiegłym tygodniu przez rząd.

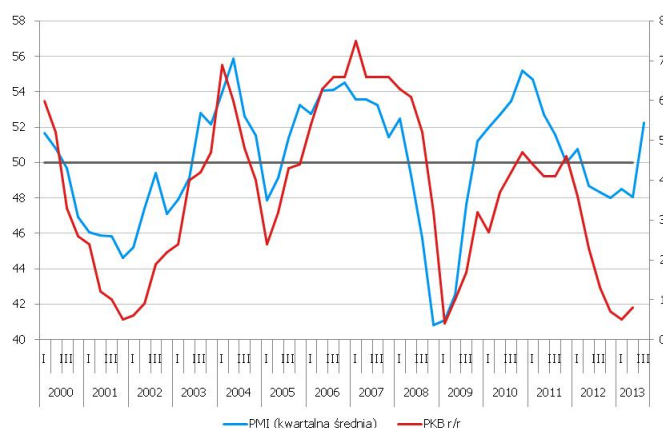
Decyzja RPP (2.10.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.804	-0.005
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.659	-0.013
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.508	-0.008
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Wrześniowy PMI zaskakuje, ale w obszarze rynku pracy

We wrześniu wskaźniki PMI dla polskiego przemysłu wzrósł z 52,6 pkt odnotowanych w poprzednim miesiącu do 53,1. Stało się tak wbrew zadyszce w strefie euro (którą potwierdziły finalne dane opublikowane kilkadziesiąt minut później) i wbrew bazującym na niej dość pesymistycznym prognozom (konsensus: 52,3, nasza prognoza: 52,4). Tym samym, pierwsze trzy miesiące ekspansji gospodarczej zamykamy relatywnie dobrym wynikiem, nawet w porównaniu z latami 2009-2010, kiedy to pierwsze trzy kwartały ożywienia charakteryzowała stagnacja PMI w okolicach 52,5 pkt.



W szczegółach widać, że pesymizm nie był całkowicie pozbawiony podstaw: składowa produkcja spadła minimalnie (z 56,6 do 55,8), zaś tempo przyrostu nowych zamówień mocno spowolniło, wykazując całkiem niezłą korelację ze wskazaniem zachodnioeuropejskich indeksów. Za niespodziankę odpowiada jednak dynamiczny wzrost subindeksu zatrudnienia (z 50,4 do wartości najwyższej od 2007 roku), który potwierdza, że polski rynek pracy znalazł się na trajektorii wzrostowej i sugeruje, że już pod koniec roku powinniśmy zobaczyć dodatnie dynamiki zatrudnienia r/r. Wiarę w siłę polskiego rynku pracy wyrażaliśmy wielokrotnie.

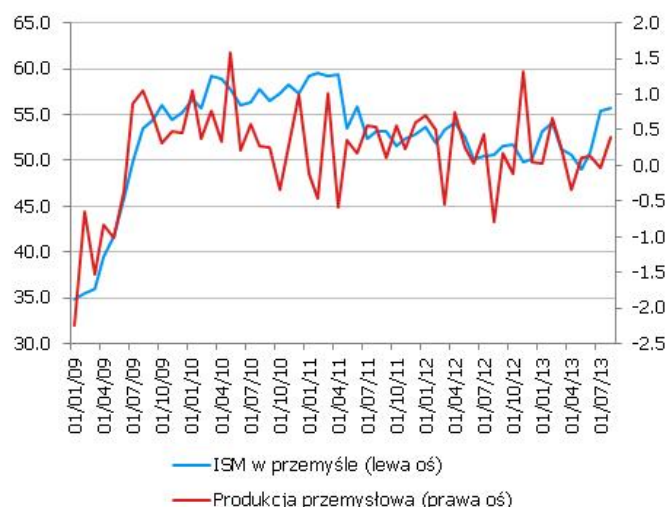


kwiecień – czerwiec. Jak łatwo odnotować, wnioskowanie o dynamice PKB na podstawie wskazań indeksu PMI jest od pewnego czasu zagadnieniem podchwytliwym. Należy jednak zauważyć, że dalsza poprawa sytuacji w przemyśle jest jeszcze jednym potwierdzeniem tego, że aktualny konsensus może nie doceniać przyspieszenia gospodarki w III kwartale. Wg naszych szacunków dynamika przekraczająca 1,5% nie jest w żadnym wypadku wykluczona.

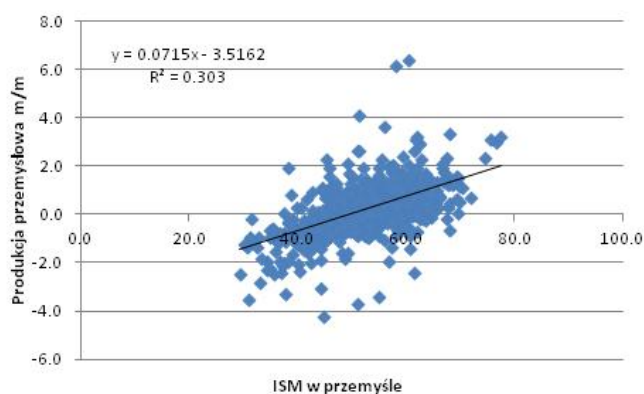
USA: ISM wyżej i wyżej...

Amerykańska koniunktura spletała we wrześniu kolejną niespodziankę. ISM w przemyśle wzrósł do 56,2pkt. wobec 55,7pkt. w poprzednim miesiącu (wbrew konsensusowi pozycjonowanemu na brak zmian/lekki spadek). Szczegóły raportu wyglądają lepiej niż w poprzednim miesiącu. Mimo nieznacznego spowolnienia nowych zamówień (60,5pkt. wobec 63,2pkt.) podniosła się produkcja (55,4pkt.), istotnie zwiększyło się zatrudnienie (55,4pkt. wobec 53,3pkt. w poprzednim miesiącu). Tym razem nieco mniej jest powodów do narzekania w zakresie bardziej miękkich sygnałów poprawy koniunktury: czas dostaw oraz opóźnień w realizacji zamówień. Ten pierwszy wskaźnik delikatnie rośnie, drugi coraz wolniej spada (czas obsługi zamówień wydłuża się). Zdecydowanie lepiej wyglądają też komentarze respondentów (tu jednak uwaga – nie ma jednoznacznego klucza dot. selekcji wypowiedzi pod względem sekcji) – słowem kluczem jest wyraźna poprawa.

Korelacja pomiędzy produkcją przemysłową a oceną koniunktury (patrz wykres) w zasadzie utrzymuje się – serie te miały w swoim związku miesiące lepsze i gorsze (patrz dla przykładu praktycznie cały 2010 rok, kiedy produkcja traciła momentum, a ISM zyskiwało). Poruszając się w nieco szerszym kontekście historycznym (od 1948 roku) obecne poziomy indeksu byłby raczej spójne średnio z około 0,1-0,2pp. szybszym tempem wzrostu produkcji przemysłowej (patrz wykres rozrzutu). Odstępstwa od tej zasady mogą się jednak utrzymywać miesiącami i nie ma powodów do paniki. Podobna sytuacja ma miejsce zresztą w przypadku porównania wskaźników dla całej gospodarki i średniej ze wskaźników regionalnych.



W III kwartale PMI wyniósł średnio 52,3 wobec 48,1 w okresie



Reakcja rynkowa na publikację była niewielka i dość zagadkowa. Tuż po umocnił się dług (a przypomnijmy – oczekiwania nie zakładały wzrostu), dopiero później obserwowaliśmy niewielki wzrosty rentowności. Naszym zdaniem oznacza to, że kwestie fiskalne są obecnie mocno faworyzowane przez inwestorów - być może w myśl przypuszczenia, że to właśnie niepewność w zakresie kształtu polityki fiskalnej zniechęciła Fed od częściowego wycofania się z QE. Taki scenariusz – w połączeniu choćby z utrzymaniem obecnego, mieszanego momentum w danych, może skutkować solidnym powrotem trajektorii wzrostowej na rentownościach obligacji, gdy tylko niepewność się rozwiąże (warunkiem koniecznym jest jednak wieloletnie podniesienie limitu zadłużenia, a nie kolejna proteza w postaci przesunięcia go o miesiąc wprzód).



EURUSD fundamentalnie

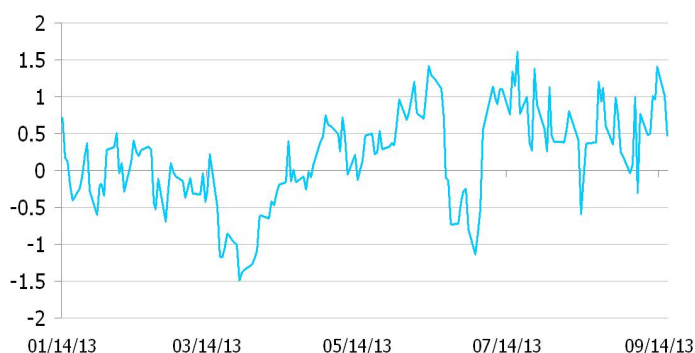
EURUSD stabilnie, choć przebieg dnia był daleki od stabilności. Początek wczorajszej sesji to silne umocnienie euro (wraz z ustanowieniem nowych lokalnych maksimów), który to ruch w praktyce zniknął przed południem. Nie uważamy, aby umocnienie dolara było spowodowane przez nieco gorsze dane ze strefy euro - PMI nie zaskoczyło w stosunku do wstępnych odczytów, a niemiecka stopa bezrobocia nie jest zmienną, która poruszałaby znacząco rynkami. Jest to raczej objaw chwiejnej równowagi między tymczasową awersją do dolara, a obawami o stabilność peryferii strefy euro. Gwoździem do trumny umocnienia euro były lepsze od oczekiwań dane ISM (więcej w sekcji analizy). Z uwagi na to, że w obydwu obszarach nie osiągnięto postępu, dzisiejszy dzień będzie przebiegał raczej pod dyktando ECB - wydaje się, że ECB może, pomimo łagodnego zaskoczenia, negatywnie zaskoczyć.

EURUSD technicznie

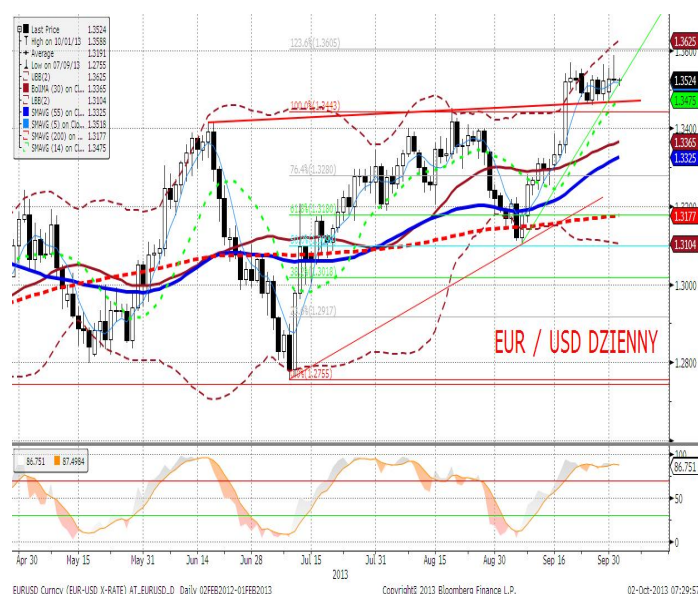
Lokalne maksima na poziomie 1,3569 ponownie okazały się być zbyt dużym oporem dla EURUSD. Długi górny cień uformowanej wczoraj świecy może świadczyć o słabości popytu zwiastując krótkoterminową korektę z pierwszym oporem na poziomie 13454 – 13462. Potwierdzeniem krótkoterminowej korekty będzie przebicie MA55 podtrzymującej na razie kurs na wykresie 4H.

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

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

Wczorajsza sesja nie przyniosła wylamania się złotego z dotychczasowego pasma wahań. Amerykański government shutdown nie był wydarzeniem, który wstrząsnął rynkiem (tak, jak się spodziewaliśmy). Również nieco lepszy od oczekiwań odczyt polskiego PMI został przez uczestników rynku praktycznie zignorowany (niewielka i krótkotrwała pozytywna reakcja) - złoty osłabiał się przez całe przedpołudnie. Dziś w kalendarzu decyzje i konferencje ECB oraz RPP. Spodziewamy się ponownie gołębiej retoryki ECB i poprzestania tylko na retoryce. Nie oczekujemy także żadnych radykalnych działań ze strony RPP (patrz sekcja analizy). Dzień zapowiada się więc spokojnie.

EURPLN technicznie

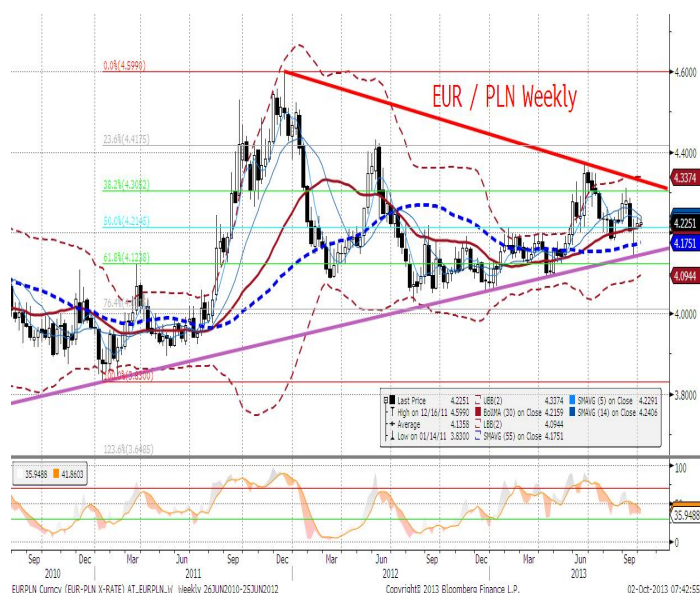
Ciąg dalszy trendu bocznego. Kurs oscyluje w przedziale wyznaczanym przez średnie kroczące. Zarówno wykres dzienny jak i 4H nie daje wskazówek co do kierunku wybicia z range'u, należy ich szukać raczej wśród danych fundamentalnych. Poza to czekać z zajmowaniem pozycji na wybicie z trendu bocznego.

Wsparcie	Opór
4,2236	4,2468
4,2142	4,2400
4,2076	4,2360

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.

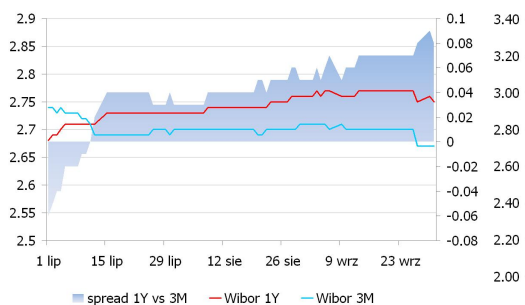




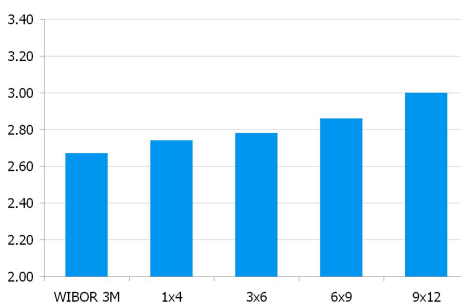
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.83	2.86	ON	2.3	2.6	EUR/PLN	4.2230
2Y	3.155	3.21	1M	2.3	2.5	USD/PLN	3.1170
3Y	3.4	3.45	3M	2.3	2.5	CHF/PLN	3.4512
4Y	3.615	3.67					
5Y	3.7801	3.83					
6Y	3.92	3.98					
7Y	4.02	4.07					
8Y	4.08	4.14					
9Y	4.14	4.20					
10Y	4.19	4.24					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.61	2.66	EUR/USD	1.3524
1x4	2.69	2.74	EUR/JPY	132.50
3x6	2.73	2.78	EUR/PLN	4.2168
6x9	2.81	2.86	USD/PLN	3.1165
9x12	2.95	3.00	CHF/PLN	3.4400

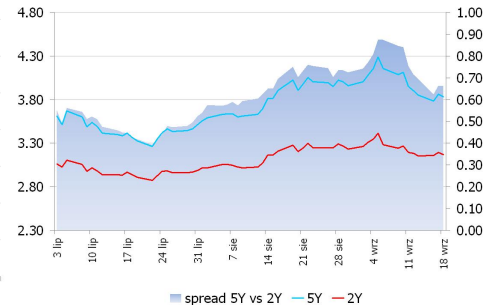
WIBOR 3M i 1Y



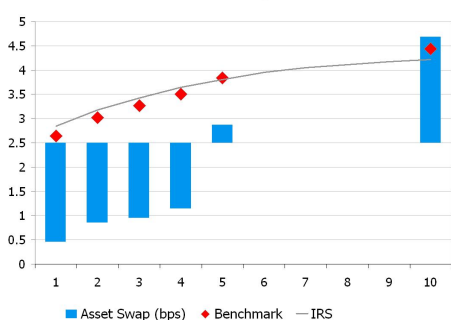
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



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.