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 *wstępny* (%)	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 *oficjalny* (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 *finalny* (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 *finalny* (pkt.)	wrz		51.3	51.3	51.1
10:00	EUR	PMI w przemyśle *finalny* (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							
11:50	POL	Decyzja RPP (%)	paź	2.50	2.50	2.50	2.50
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	paź		0.50	0.50	0.50
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	wrz		175	159 (r)	166
03.10.2013 CZWARTEK							
9:50	FRA	PMI w usługach *finalny* (pkt.)	wrz		50.7	50.7	
9:55	GER	PMI w usługach *finalny* (pkt.)	wrz		54.4	54.4	
10:00	EUR	PMI w usługach *finalny* (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 globalna.** Dziś poznamy finalne odczyty europejskich indeksów PMI w usługach, mogące przynieść minimalną korektę informacji z zeszłego tygodnia. Najważniejsze będą jednak odczyty indeksów z peryferii. Następnie opublikowana zostanie miesięczna zmiana wielkości sprzedaży detalicznej w strefie euro – oczekiwany wzrost o 0,2% wskazuje na stopniową poprawę sytuacji. Zza Oceanu przyjdzie odczyt indeksu ISM dla usług. Znane w chwili obecnej wyniki regionalnych badań koniunktury wskazują na nieznaczne spadki wskaźnika. Ponadto informacja o zamówieniach w przemyśle oraz cotygodniowy raport o liczbie nowo zarejestrowanych bezrobotnych.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Rada Polityki Pieniężnej na środowym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie. RPP podtrzymuje, że stopy procentowe powinny zostać utrzymane na niezmienionym poziomie przynajmniej do końca bieżącego roku, nie dyskutowano jednak o wydłużeniu, poza 2013 rok, okresu stabilizacji stóp procentowych (**więcej w sekcji analizy**).
• USA: W firmach w USA przybyło we wrześniu 166 tys. miejsc pracy - wynika z raportu prywatnej firmy ADP Employer Services.
• Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego pozostawiła podstawowe stopy procentowe bez zmian. (**więcej w sekcji analizy**).

Decyzja RPP (6.11.2013)	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	1.804	0.008
USAGB 10Y	2.617	0.007
POLGB 10Y	4.421	-0.005

Dotyczy benchmarków Reuters

Decyzja RPP - stopy bez zmian. Trwają przygotowania do tego co zrobić z niefortunnym , bo już zaledwie dwumiesięcznym forward guidance

Decyzje i komunikowane konkluzje z posiedzenia RPP okazały się absolutnie nieprzełomowe. Stopy pozostały na poziomie 2,5%. Utrzymano dotychczasowe forward guidance, a więc wskazówkę do tego kiedy stopy pozostaną bez zmian (w komunikacie pozostało zatem sformułowanie, że będzie tak do końca roku). Ton komunikatu okazał się nieco bardziej optymistyczny, jeśli chodzi o diagnozę sytuacji w gospodarce globalnej i dostrzeżone pierwsze sygnały ożywienia w gospodarce polskiej. Już na konferencji Prezes Belka podtrzymał oczekiwania, że ożywienie w Polsce będzie postępować, ale bardzo powoli. W komunikacie potwierdzono wreszcie, że utrzymuje się niska presja inflacyjna.

Belka uciął dyskusję na temat ewentualnego wydłużenia forward guidance, ale nie zdystansował się od wcześniejszego poglądu, że - podobnie, jak część RPP - uważa, że stopy powinny pozostać bez zmian do II połowy 2014 r. i chyba ta wypowiedź przypieczętowała interpretację komunikacji RPP jako nieco łagodniejszej. Belka wskazał, że kształt tzw. forward guidance może zależeć od listopadowej projekcji inflacyjnej. Ciekawym wątkiem okazał się wątek seminarium/szkolenia, które Instytut Ekonomiczny zorganizował dla RPP. Oznaczałoby to, że Rada jest ciągle na etapie analizy adekwatności tego instrumentu w polskich warunkach. Najbardziej możliwe są zatem dwa scenariusze - wydłużenie forward guidance, tak aby mogło ono wpłynąć na oczekiwania dotyczące polityki pieniężnej, lub elegancka rezygnacja z tego instrumentu.

Jak wspominaliśmy, inwestorzy słowa Belki zinterpretowali jako złagodzenie przekazu, stąd kilkupunktowa, płytka korekta na rynku stopy procentowej po konferencji Rady. Naszym zdaniem ożywienie w Polsce okaże się bardziej dynamiczne niż oczekują analitycy i NBP: nasza prognoza dynamiki PKB w 2014 roku to 3,1% r/r. Dodatkowo zwracamy uwagę na znaczny wzrost wskaźnika inflacji w I połowie 2014 (dojdzie on do celu inflacyjnego NBP). W tej sytuacji rynki, bazując na historycznych doświadczeniach z obecną proaktywną Radą, mogą wycenić dość agresywne zacieśnienie w Polsce. Stąd tez strategię polegającą na instalowaniu pozycji PAY na przełomie roku uważamy za wysoce uzasadnioną, nawet, jeśli myślimy, że sama Rada, pomna skutków wyprzedzającego zacieśnienia, może opóźnić moment podwyżek stóp na II połowę 2014.

EBC: stopy bez zmian. LTRO? Nie przy obecnych warunkach na rynku międzybankowym

Posiedzenie nie przyniosło żadnej niespodzianki w zakresie decyzji o stopach procentowych. Informacja o dyskusji o zmianie stóp procentowych w gronie Rady Gubernatorów (wobec powtarzalności tego incydentu na poprzednich posiedzeniach) także zaskakująca nie była. Komunikat po posiedzeniu - a także gros pobocznych komentarzy Draghiego podczas sesji pytań i odpowiedzi w zasadzie odpowiada obranej już wcześniej linii rozumowania, wygłoszonej między innymi w Parlamencie Europejskim. Rynek potraktował konferencję dość jastrzębio - nie spełniło się myślenie życzeniowe o kolejnym, długim LTRO, bank okazał stoicką postawę wobec umocnienia euro i zwrócił uwagę na czynniki jednorazowe wpływające na niski poziom inflacji.

W dalszym ciągu przymiotniki opisujące obecne ożywienie to „wczesne", „niepewne", „wrażliwe" a perspektywy obarczone są ryzykiem w dół. Naszym zdaniem tylko po części wynika to z faktycznej wiary Rady Gubernatorów w taki właśnie scenariusz. Reszta uzasadnienia do takiej argumentacji to niejako urzędowy pesymizm konieczny do utrzymania stóp procentowych w ryzach w sytuacji, gdy rynki finansowe traktują po macoszemu wersję forward guidance proponowaną przez EBC. Sytuację na razie ratuje niska inflacja i podkreślane na każdym kroku przywiązanie EBC właśnie do celu inflacyjnego (obecne prognozy EBC to zaledwie 1,3% wzrost cen w 2014 roku). Rynki finansowe reagują jednak dość nerwowo na wszelkie wskazania odnośnie kompozycji inflacji (że jest zaniżona przez żywność, przez ceny energii) - sprawia to, że mimo znaczenia dla polityki banku centralnego, ceny są tematem obecnie niechętnie poruszanym na konferencji, zaś informacje o „reakcji z odpowiednim wyprzedzeniem" traktowane są przez rynek wręcz jastrzębio (np. dziś). Na froncie walki z rzekomo zbyt mocnym kursem walutowym Draghi nadal podkreśla... że nie jest on celem banku centralnego. Brak jakichkolwiek werbalnych interwencji uzasadniony jest na gruncie ostatniej projekcji inflacyjnej. Kurs w ujęciu efektywnym znajduje się wciąż w okolicach poziomów zaaplikowanych w modelach, a więc jako taki nie stwarza ryzyka dla i tak już niskiej ścieżki inflacji. Wreszcie, w zakresie operacji płynnościowych powtórzona została znana już mantra: EBC użyje wszelkich dostępnych środków, aby utrzymać stopy na poziomie spójnym z ich adekwatnością do bieżącej polityki pieniężnej.

Goodbye kolejne 3y LTRO? Takie postawienie sprawy przez EBC de facto wyklucza doraźne użycie tego narzędzia, gdy do dyspozycji banków są wciąż nieograniczone przetargi roczne po stałej stopie (do połowy 2014 roku). Stopień restrykcyjności warunków finansowych w strefie euro jest w obecnym momencie zbyt niski, zaś stopy rynkowe znajdują się zbyt daleko od stopy refi (a ich zmienność jest ciągle jeszcze zbyt niska), aby EBC musiał interweniować w taki właśnie sposób. Warunki finansowe w strefie euro są beneficjentem działań FOMC. Dopóki EBC może oszczędzać amunicję - będzie to robił. Oczywiście efektem ubocznym jest umocnienie waluty, jednak jak wspomnieliśmy już, nie dość znaczne aby generować presję na zmianę stanowiska banku (poza tym część umocnienia jest endogeniczna wobec koniunktury i zakresu fragmentacji w strefie euro, które ewidentnie powoli, lecz poprawiają się). Doraźny charakter ewentualnego, kolejnego 3y LTRO podkreśla sam Draghi sugerując, że na drodze do ożywienia nie można sobie pozwolić na problemy płynnościowe (nawiązanie do wygasających 3y LTRO w 2015 roku). W tym samym jednak zdaniu prezes podkreśla rolę odpowiedniej kapitalizacji sektora bankowego, aby takiemu incydentowi zapobiec - gospodarka rynkowa über alles.

EURUSD fundamentalnie

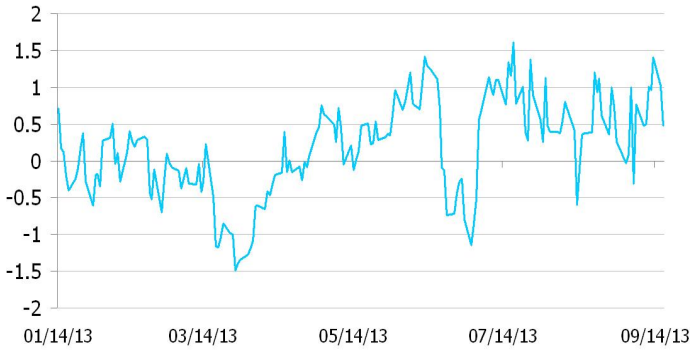
Trend wzrostowy na EURUSD jest kontynuowany. Tym razem pomogły dwa czynniki europejskie - zażegnanie kryzysu politycznego we Włoszech (w nieprawdopodobny sposób – przez powrót partii Berlusconiego do rządu) i niespełnione oczekiwania na nowe kroki w polityce EBC. W kontekście tego ostatniego należy zauważyć, że prezes Draghi nie tylko nie poświęcił nowym LTRO specjalnej uwagi, ale wręcz skupił się na potencjalnych kosztach wzrostu nadpłynności sektora bankowego. Co więcej, deprecjonując kwestię kursu walutowego, Bank dał de facto przyzwolenie na dalszą aprecjację wspólnej waluty. Jedyne choćby umiarkowanie istotne dane (ADP) przeszły tym razem praktycznie bez echa, pomimo negatywnej niespodzianki. Stabilność polityki EBC w powiązaniu z przedłużającym się kryzysem budżetowym w Stanach Zjednoczonych stanowi póki co idealną konstelację do dalszych wzrostów EUR kosztem USD. Dzisiejsze dane (potencjalnie pozytywna niespodzianka w usługowym ISM) mają jedynie potencjał do korygowania tego trendu.

EURUSD technicznie

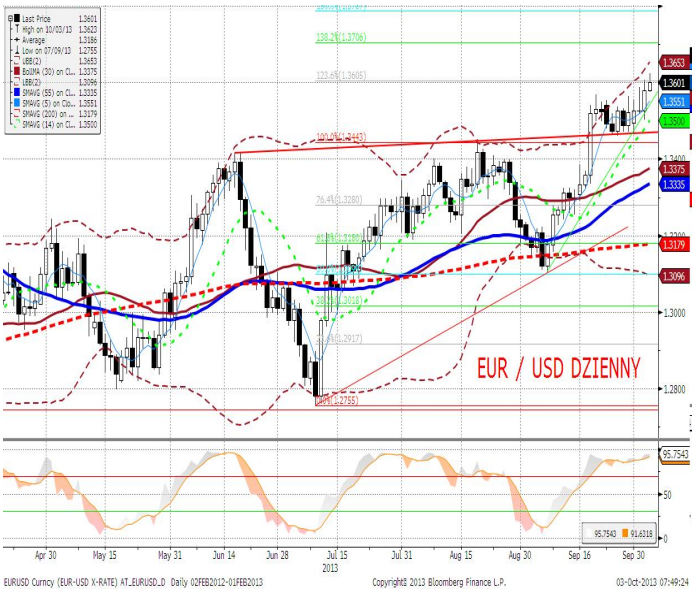
Mamy w końcu zdecydowane wybicie z czterogodzinowego MA55 i kolejne przełamanie lokalnych maksimów – w efekcie po raz pierwszy od stycznia EURUSD znalazł się powyżej 1,36. Nie ma żadnych sygnałów odwrócenia i sytuacja techniczna wskazuje na kontynuację wzrostów. Najbliższym celem są styczniowe maksima (1,3711), za którymi w praktyce rozpościera się otchłań (brak istotnych oporów). Wsparcie dla ewentualnych korekt wyznaczamy na MA55 i pierwszym poziomie zniesienia od porannego maksimum (1,3501/20).

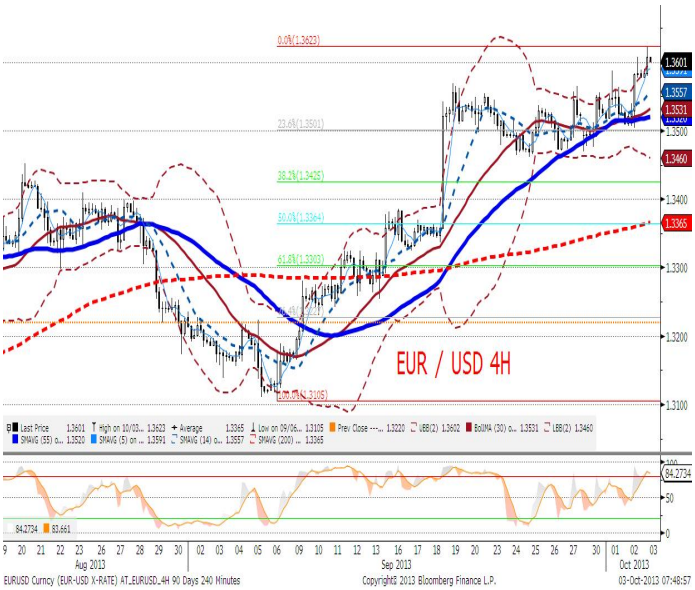
Wsparcie	Opór
1,3520	1,4000
1,3454/59	1,3900
1,3400	1,3711

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.





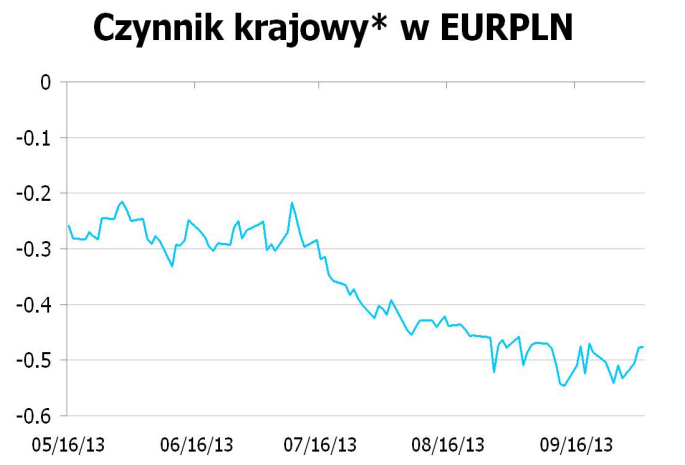
EURPLN fundamentalnie

Złoty stabilny. Podczas wczorajszej sesji złoty nieznacznie umocnił się w odpowiedzi na konferencję EBC (w ślad za dynamicznym umocnieniem euro). Późniejsza konferencja po posiedzeniu RPP miała znikomy wpływ na kurs, nie przynosząc oczekiwanych wcześniej informacji (szerzej o posiedzeniach obu banków centralnych piszemy w sekcji analizy). Czynniki krajowe odsuwają się zatem w cień i dziś znów rządzić będą kwestie globalne: słabnięcie dolara, dane ze Stanów (ISM, nowo zarejestrowani bezrobotni).

EURPLN technicznie

Na dziennym notowania powoli skapują w dół, zmierzając w stronę węzła MA200d, bariery psychologicznej i kolejnego poziomu zniesienia (4,1982/87/2000). Na 4H mamy potwierdzenie złamania MA55, ale jest to raczej dryf niż wiarygodny sygnał. Notowania utknęły na FIBO 38,2% (4,2076) i dopiero jego złamanie powinno otworzyć drogę do wspomnianego węzła na dziennym. Kurs powoli zbliża się do miejsca, w którym kupowanie EURPLN byłoby zyskownym krokiem, z dobrym risk/reward, my póki co czekamy.

Wsparcie	Opór
4,2076	4,2400
4,2000	4,2300
4,1982	4,2220



* 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	2.82	2.85
2Y	3.1425	3.19
3Y	3.38	3.43
4Y	3.59	3.64
5Y	3.755	3.81
6Y	3.875	3.94
7Y	3.975	4.04
8Y	4.05	4.11
9Y	4.11	4.17
10Y	4.16	4.21

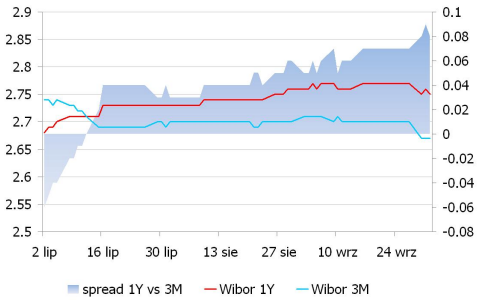
depo	BID	ASK
ON	2.2	2.5
1M	2.4	2.5
3M	2.3	2.5

FRA	BID	ASK
1x2	2.60	2.65
1x4	2.69	2.74
3x6	2.72	2.77
6x9	2.80	2.85
9x12	2.93	2.96

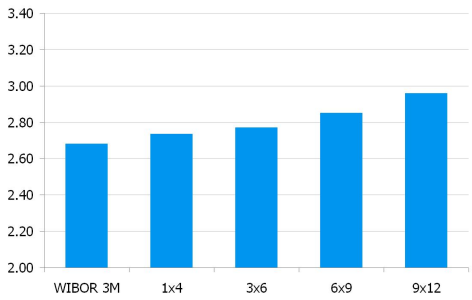
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2231
USD/PLN	3.1212
CHF/PLN	3.4488

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3576
EUR/JPY	132.15
EUR/PLN	4.2090
USD/PLN	3.1017
CHF/PLN	3.4334

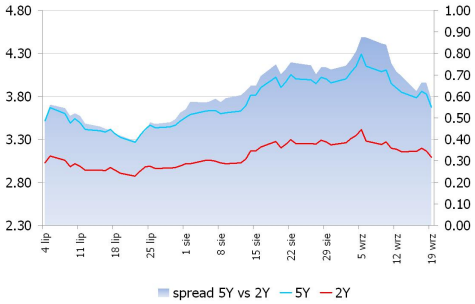
WIBOR 3M i 1Y



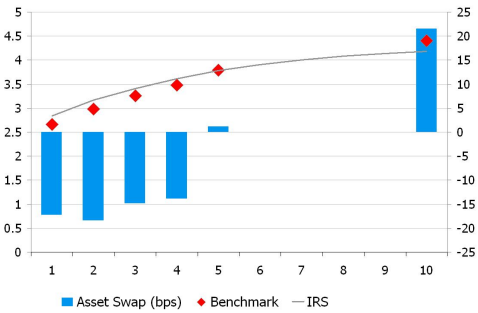
WIBOR 3M i stawki FRA



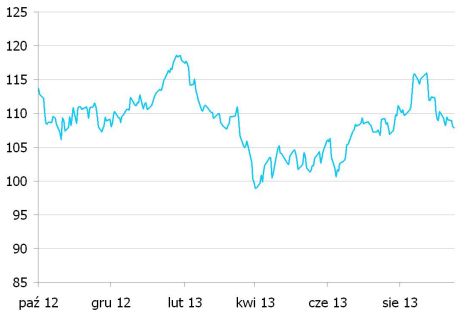
IRS 5Y i 2Y



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 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.