



Departament 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 66
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		
07.10.2013 PONIEDZIAŁEK							
9:00	CZE	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sie		-1.2	2.1	1.6
08.10.2013 WTOREK							
3:45	CHN	PMI w usługach (pkt.)	wrz			52.8	52.4
8:00	GER	Eksport m/m (%)	sie		1.1	-0.8 (r)	1.0
8:00	GER	Import m/m (%)	sie		0.7	0.3 (r)	0.4
9:00	HUN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sie		1.5	2.5	0.9
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sie		1.0	-1.9 (r)	-0.3
09.10.2013 ŚRODA							
9:00	CZE	CPI r/r (%)	wrz		1.2	1.3	1.0
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sie		1.0	-1.7	1.4
" , 20:00	USA	Minutes FOMC	wrz				
10.10.2013 CZWARTEK							
1:50	JPN	Zamówienia na nowe maszyny m/m (%)	sie		2.5	0.0	5.4
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sie		0.6	-0.6	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni	05.10		307	308	
11.10.2013 PIĄTEK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	wrz		1.2	1.3	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sie	12800	12478	12952	
14:00	POL	Import (mln EUR)	sie	12150	12150	12659	
14:00	POL	Bilans obrotów bieżących (mln EUR)	sie	163	-230	-178	
15:55	USA	Indeks U. Michigan wstępny (pkt.)	paź		77.0	77.5	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka globalna.** Dziś w USA zostaną opublikowane dane na temat liczby nowych zasiłków dla bezrobotnych z pierwszego tygodnia października, kiedy to rząd federalny pozostawał zamknięty. Trudno jest przewidzieć, jak problemy budżetowe wpłyną na zachowanie rynku pracy, ale wydaje się, że bilans ryzyk plasuje się po negatywnej stronie (część sieci donosi o spadku sprzedaży w pierwszym tygodniu października, dane Gallupa o wysokiej częstotliwości na temat nastrojów konsumentów wskazują na najgłębsze jednorazowe pogorszenie). Ponadto, warto odnotować dane na temat produkcji przemysłowej we Francji. Po nieznacznie pozytywnej niespodziance z Niemiec dane francuskie powinny pomóc określić, czy strefa euro utrzymała w III kwartale skromny wzrost gospodarczy.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Dziekański (Kancelaria Prezydenta): Prezydent nie będzie zwlekał z powołaniem nowego członka RPP w miejsce Zyty Gilowskiej.
- Tusk: W czwartek zakończą się prace nad zmianami w OFE i od piątku rozpoczną się nad nimi konsultacje.
- USA: Prezydent Barack Obama zgodnie z oczekiwaniami nominował w środę na stanowisko prezesa Fed Janet Yellen, dotychczasową wiceprezes Rezerwy Federalnej.
- Strefa euro: W Niemczech w sierpniu 2013 r. produkcja przemysłowa wzrosła o 1,4 proc. mdm, podczas gdy w poprzednim miesiącu spadła o 1,1 proc., po korekcie.

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	1.847	0.036
USAGB 10Y	2.667	0.033
POLGB 10Y	4.435	0.005
Dotyczy benchmarków Reuters		



Fed odegrał rolę zarządzającego ryzykiem

Na poprzednim posiedzeniu FOMC był praktycznie gotowy do zmniejszenia tempa zakupów aktywów (sama decyzja była mocno kompromisowa a liczność grup jastrzębi i gołębi mniej więcej jednakowa). Przeważała troska o reakcję gospodarki na wyższe stopy procentowe (rynek domów), niepewność w zakresie polityki fiskalnej (w tym kontekście ex post decyzja okazała się jak najbardziej trafna) oraz mieszane dane makro. Należy zaznaczyć, że ten ostatni czynnik może nie być przesłanką za odkładaniem zmniejszenia zakupów papierów wartościowych w nieskończoność. Dyskutanci byli zgodni, że rynek może mieć problem z odbiorem polityki pieniężnej, w której w jednym miesiącu mieszane dane makro są przesłanką za utrzymaniem dotychczasowego stopnia akomodacji, a w drugim już nie. Naszym zdaniem oznacza to próbę komunikacji, że może właśnie dojść do niespójności tego typu – służy temu podkreślanie roli zarządzającego ryzykiem, w którą wcielił się ostatnio Fed. Gdy tylko wspomniane ryzyka oddalą się, problem ograniczenia zakupu aktywów powróci. Wydaje nam się, że można przyjąć iż aktywność gospodarcza w trakcie poprzedniego posiedzenia mogła być dla Fed wystarczająca do ograniczenia skali zakupów – nie doszło do niej jednak z uwagi na wspomniane ryzyka. Uwaga jednak – jeśli Fed zaryzykował pewne nadszarpnięcie wiarygodności i działanie wbrew oczekiwaniom rynkowym (pewne ograniczenie zakupów było już wycenione), obecnie jest też już bardziej cierpliwy.

Techniczne aspekty zmniejszenia akomodacji polityki pieniężnej pozostają praktycznie bez zmian i są jednocześnie zgodne z dostępną powszechnie informacją. Po pierwsze, zmniejszenie skali zakupów nastąpi kosztem papierów skarbowych, a nie hipotecznych (aby dodatkowo nie generować presji na wzrost stóp procentowych). Po drugie, zmniejszenie skali zakupów powinno zbiec się ze wzmocnieniem/uwypukleniem forward guidance i pokazaniem różnic pomiędzy stopą procentową Fed Funds a skalą zakupów aktywów. Po trzecie wreszcie, odpowiednie wyklarowanie intencji Fed w zakresie mieszanki ustalania krótkich stóp procentowych oraz wpływania na stopy dłuższe poprzez zakupy aktywów nie będzie prawdopodobnie możliwe tylko w formie pisemnej – zmiana polityki pieniężnej wymaga zatem odpowiedniej konferencji prasowej prezesa (kolejna w grudniu).

Czy w związku z powyższym Ben Bernanke będzie chciał na siłę zakończyć to, co zaczął i na ostatnim posiedzeniu ze swoim udziałem (grudzień) dojdzie do ograniczenia skali zakupów? Wydaje nam się, że ta rola przypadnie już Janet Yellen, która właśnie została nominowana przez prezydenta Obamę na nowego prezesa (z uwagi na fakt, że kandydatura Yellen jest mało kontrowersyjna, nie powinno być problemów nad zatwierdzeniem jej przez kongresmenów). O ile niepewność fiskalna może się zmniejszyć, to jedynie mechanicznie. W obecnej chwili akceptowane przez obie partie (nocne plotki anonimowych doradców Pelosi i Boehnera...) rozwiązanie to podniesienie limitu zadłużenia i kontynuacja targów o cięcia wydatków. Długie negocjacje o podniesienie limitu zadłużenia stwarzają problem gospodarczy – w takich wypadkach zwykle spadało zaufanie konsumentów, firmy mogły wstrzymać się z inwestycjami. Z tego względu publikacje w listopadzie i grudniu mogą więc być nie tyle mieszane, co po prostu kiepskie. Dodatkowo Fed został z przyczyn technicznych pozbawiony części danych, które pozwalałyby na bieżąco ten proces monitorować (a przecież polityka Fed stała się właśnie

bardziej od tych danych zależna). Wreszcie, ocena wpływu skokowego podniesienia stóp procentowych na gospodarkę to ćwiczenie dłuższe niż 2-miesięczne, zwłaszcza jeśli brakuje danych. Z powyższych względów bardziej dogodne warunki na zmniejszenie QE mogą się pojawić dopiero w okolicach I-II kwartału 2014 roku.

Inflacja w Czechach zaskakuje w dół, ale prognozy inflacji w Polsce nie zmieniamy

Inflacja w Czechach wyniosła 1,0% wobec oczekiwań na poziomie 1,2%. Presja na spadek cen została wywołana przede wszystkim przez ceny turystyki zorganizowanej, gdzie obniżki sięgnęły kilkunastu procent, jednak to nie ta kategoria wpłynęła na zaskoczenie publikacją, gdyż zachowała się identycznie, jak w ubiegłym roku. Przyczyną większego od oczekiwań obniżenia inflacji są ceny żywności, które spadły o 0,8%, odbiegając (in minus) od sezonowego wzorca, plasując się jednocześnie w okolicach minimów wieloletnich.

Szybki przegląd artykułów żywnościowych charakteryzujących się największymi spadkami cen sugeruje, że w zakresie warzyw i owoców zaobserwowane przez nas wzorce na rynku polskim były bardzo podobne (także w obrębie poszczególnych grup produktowych). Z kolei artykuły z grupy nabiału, pieczywa i przetworów mącznych charakteryzują się w Polsce zdecydowanie większą sztywnością w dół (tzn. znaczne spadki w tych kategoriach zdarzają się bardzo rzadko), a więc bezpośrednie przełożenie cen żywności w Czechach na ceny żywności w Polsce nie jest uprawnione, choć oczywiście można spodziewać się utrzymania dodatniej korelacji.

Nasza prognoza cen żywności na poziomie -0,1/0,2% nie tylko wpisuje się w tę dodatnią korelację (zmniejszenie dynamiki spadku cen z poziomu -1,2% w sierpniu), ale także stanowi wielkość charakterystyczną dla lewego ogona rozkładu zmian cen we wrześniu (punkt masowy to brak zmian cen, zaś duże wzrosty charakterystyczne są tylko dla zaburzeń na rynku zbożowym, których obecnie nie obserwujemy). Do prognozy z modelu ekonometrycznego nie przywiązujemy dużej wagi, gdyż model ten ma tendencję do zawyżania zmian cen we wrześniu. Nasza prognoza wpisuje się w obserwowane już wcześniej przestrzelenia, zarówno dla zmiennych objaśniających złożonych wyłącznie z danych polskich, jak i zbioru uzupełnionego o dane z Czech.

Reasumując, prognozę 1,1% inflacji na wrzesień pozostawiamy bez zmian.



EURUSD fundamentalnie

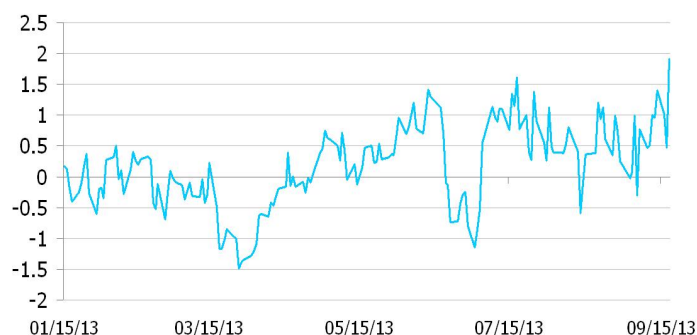
Dolar w dalszym ciągu odrabia straty z pierwszych dni października - w dniu wczorajszym po raz pierwszy od tygodnia kurs EURUSD znalazł się (co prawda na krótko) poniżej 1,35. Pomagają przede wszystkim sygnały pewnego postępu w rozwiązywaniu budżetowego pała w Stanach Zjednoczonych - żądania Republikanów zmierzają w kierunku bardziej realistycznych, a pewne plotki wskazują na możliwość negocjacji po podniesieniu limitu zadłużenia. Minutes FOMC przeszły praktycznie bez echa, bo choć ich wydźwięk jest jastrzębi (niewiele zabrakło do minimalnego cięcia QE, sygnalizującego dalszy kierunek polityki), to dziś funkcjonujemy w innym świecie. Konieczność rozwiązania problemów budżetowych, obserwacji efektów zaburzeń w polityce fiskalnej i wzrostu stóp rynkowych przesunęła ograniczanie QE na przyszły rok. Dziś warto obserwować cotygodniowe dane z rynku pracy, dotyczą one bowiem pierwszego tygodnia, w którym rząd federalny był częściowo zamknięty.

EURUSD technicznie

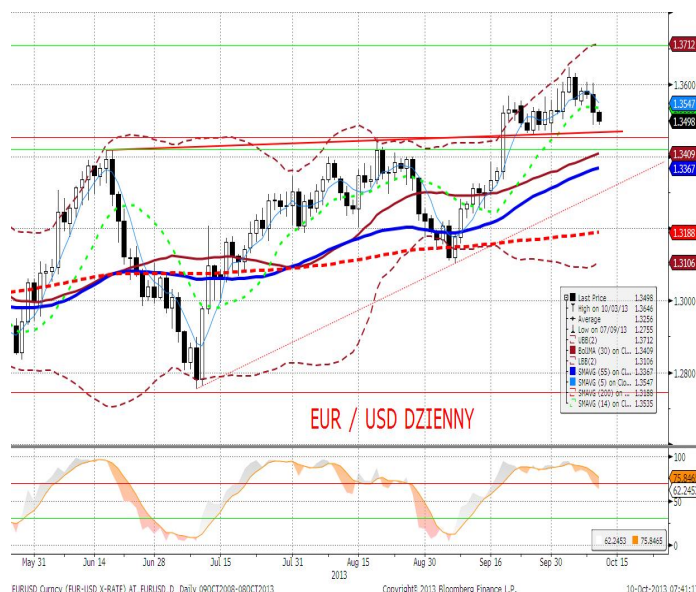
Wczorajsza sesja przyniosła przełamania zarówno MA14 na wykresie dziennym jak MA55 na 4H. Najbliższym wsparciem jest przedział wyznaczany przez lokalne minima oraz linię trendu, 1,3460 – 1,3470. W tym rejonie można spodziewać się konsolidacji, a ewentualne przełamanie będzie zwiastować ruch w kierunku zniesień fibo (1,3441–1,3377). W ciągu najbliższych kilku dni kursem rządzić będą raczej plotki o postępie negocjacji w Kongresie, sygnały techniczne mogą być zatem ingorowane. Nie ryzykujemy więc pozycji.

Wsparcie	Opór
1,3460	1,3708
1,3441	1,3648
1,3400	1,3550

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

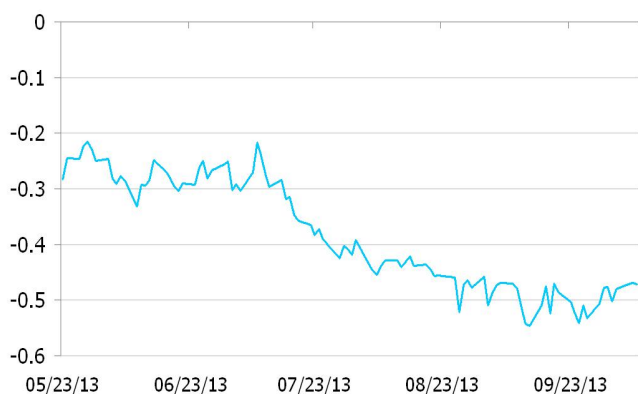
EURPLN nieznacznie niżej po dość spokojnej sesji (i kurs uparcie nie wraca powyżej 4,20). Jak wskazywaliśmy wielokrotnie, coraz więcej czynników sprzyja aprecjacji polskiej waluty: równoważenie się gospodarki, sygnały poprawy koniunktury, a wkrótce również oczekiwania podwyżek stóp procentowych. Wczorajsze *Minutes* FOMC przeszły praktycznie bez echa, ale ich implikacje dla państw EM są znaczące. Jest jasne, że w sytuacji, gdy pat budżetowy nie jest rozwiązany, a jego wpływ na gospodarkę nieznany (ale negatywny), trudno oczekiwać wycofywania akomodacji monetarnej w tym roku, a najprawdopodobniej również w pierwszych miesiącach przyszłego. Z tego też względu, przy założeniu niezrealizowania najgorszych scenariuszy dotyczących konfliktu politycznego w USA, carry trades na walutach bardziej pozytywnie postrzeganych państw EM (a takim jest Polska) znów mają sens.

EURPLN technicznie

Kurs konsoliduje wokół wykreślonej na wykresie dziennym MA200 oraz górnego ograniczenia krótkoterminowego kanału trendu spadkowego. Momentum ruchu się wyczerpało, od przekroczenia MA200 poruszamy się raczej w bok, a pozycje otwierane w range'u zazwyczaj źle się kończą. Wybiecia w którąś ze stron będą dobrą okazją do zajęcia pozycji. Przebicie MA200 od dołu i wybiecia górą z kanału trendu spadkowego będzie początkiem nowej fali wzrostowej zwiastując ruch w stronę średnich ruchomych (4,2270), natomiast kolejna świeca zamykająca się poniżej MA200 oraz przebicie poziomu 4,1861 będzie zwiastować marsz na południe, w okolice 4,15.

Wsparcie	Opór
4,1861	4,2226
4,1833	4,2147
4,1700	4,2081

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.

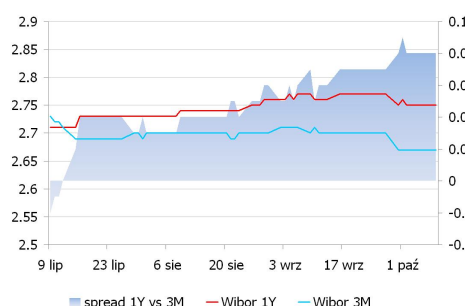




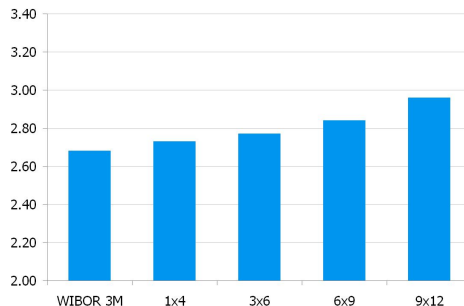
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.8175	2.85	ON	2.2	2.7	EUR/PLN	4.2010
2Y	3.155	3.21	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.1057
3Y	3.405	3.46	3M	2.4	2.6	CHF/PLN	3.4168
4Y	3.6201	3.67					
5Y	3.7901	3.84					
6Y	3.92	3.97					
7Y	4.025	4.08					
8Y	4.1	4.15					
9Y	4.155	4.21					
10Y	4.19	4.24					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.60	2.65	EUR/USD	1.3523
1x4	2.67	2.73	EUR/JPY	131.63
3x6	2.72	2.77	EUR/PLN	4.1960
6x9	2.79	2.84	USD/PLN	3.1031
9x12	2.93	2.96	CHF/PLN	3.4093

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 MIĘDZYPANKOWEGO 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.