



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 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		
14.10.2013 PONIEDZIAŁEK							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	wrz		2.8	2.6	3.1
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sie		0.8	-1.0 (r)	1.0
14:00	POL	M3 r/r (%)	wrz	7.3	6.7	6.2	6.1
15.10.2013 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	paź		49.6	49.6	52.8
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	paź		31.3	30.6	29.7
14:00	POL	CPI r/r (%)	wrz	1.1	1.1	1.1	1.0
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	paź		7.00	6.29	1.52
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	wrz			75.4 (r)	83.2
16.10.2013 ŚRODA							
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	wrz	4.0	3.0	2.0	3.6
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	wrz	-0.2	-0.3	-0.5	-0.3
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	wrz	1.5	1.3	1.4	1.3
20:00	USA	Beżowa księga	paź				
17.10.2013 CZWARTEK							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	wrz	7.9	7.0	2.2	
14:00	POL	PPI r/r (%)	wrz	-1.5	-1.4	-1.1	
14:00	POL	Minutes RPP	paź				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni	11.10		335	374	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	paź		16.0	22.3	
18.10.2013 PIĄTEK							
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q3		7.8	7.5	
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	wrz		10.2	10.4	
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	wrz		13.5	13.4	
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający CB (%)	wrz		0.7	0.7	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś dane z sektora przemysłowego. Istotnie wyższa dynamika produkcji przemysłowej jest konsekwencją efektu dni roboczych (+1 r/r vs. -1 r/r w poprzednim miesiącu) i niskiej bazy statystycznej z poprzedniego roku. Lepszej dynamice produkcji przemysłowej powinien towarzyszyć głębszy spadek cen producentów w ujęciu rocznym (dzięki wysokiej bazie i stabilnym kursom walutowym i surowcom). Minutes RPP to raczej formalność, ale potencjalnie interesujące mogą być fragmenty dyskusji dotyczące okresu utrzymywania stóp proc. bez zmian.

• **Gospodarka globalna.** Dziś jedynie cotygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy oraz drugi z regionalnych wskaźników koniunktury (tym razem z okręgu Filadelfii) - w przypadku tego ostatniego można oczekiwać spadku, w ślad za negatywną niespodzianką w indeksie z okręgu nowojorskiego.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

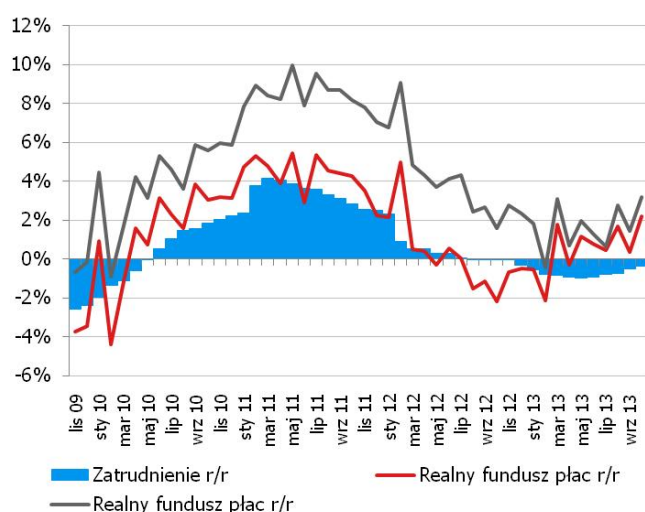
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych we wrześniu wzrosły o 1,0 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,1 proc (**więcej w sekcji analizy**).
- NBP: Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła we wrześniu 1,3 proc. rdr wobec 1,4 proc. rdr w sierpniu.
- GUS: Przeciętne wynagrodzenie brutto we wrześniu wyniosło 3.770,91 zł, co oznacza, że rdr wzrosło o 3,6 proc., a mdm wzrosło o 0,3 proc.
- USA: Zakończono impas legislacyjny wokół budżetu USA. Podpisane porozumienie zapewnia finansowanie instytucji rządowych do 15. stycznia oraz zawiesza limit zadłużenia do 7. lutego. Umowa zobowiązuje obie strony do wypracowania długoterminowego porozumienia przed 13. grudnia. Kryzys został więc jedynie odłożony w czasie i możemy spodziewać się kolejnej batalii w przełomie roku.

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	1.917	-0.006
USAGB 10Y	2.671	-0.017
POLGB 10Y	4.351	-0.004
Dotyczy benchmarków Reuters		

Stabilizacja na rynku pracy

Roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wzrosła z 2,0% do 3,6%, co jest wynikiem nieco lepszym od oczekiwań analityków (i zbliżonym do naszej prognozy). Dzisiejsze dane to informacja sygnałowa. Możemy jedynie spekulować, że za wzrostem wynagrodzeń stoi różnica w liczbie dni roboczych (+1 r/r) i przesunięcia premii w górnictwie miedzi. Po oczyszczeniu z tych efektów otrzymalibyśmy tempo wzrostu płac w przedziale 2-2,5%. W perspektywie kolejnych miesięcy możemy liczyć jedynie na lekko wznoszącą ścieżkę wynagrodzeń – stosunkowo niskie dynamiki płac to stały element nowego krajobrazu, gdzie polscy przedsiębiorcy muszą stale kontrolować stronę kosztową.



Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw podniosło się o nieco ponad tysiąc osób, co – biorąc pod uwagę ostatni krótkookresowy trend – wydaje się wynikiem nieco rozczarującym. Co prawda, roczna dynamika zatrudnienia przyspieszyła z -0,5% do -0,3% (konsensus rynkowy, my obstawialiśmy -0,2%) to jednak przy takiej kreacji nowych miejsc pracy odzwierciedla to słabość rynku pracy w ubiegłym roku (a więc jest to w dużej mierze efekt bazowy). Dopóki nie zobaczymy struktury zatrudnienia (dopiero w momencie publikacji Biuletynu Statystycznego GUS) trudno spekulować o przyczynach mizernego wzrostu na rynku pracy (kilkaset pracowników mniej i zatrudnienie spadłoby w ujęciu rocznym o 0,4% zamiast 0,3%). Być może w grę wchodzi przesunięcia pomiędzy wrześniem a sierpniem, jednak na obecnym etapie jest to tylko spekulacja. Argumentów na rzecz nie pogorszenia sytuacji na rynku pracy szukamy nie bez powodu. Wskaźniki koniunktury dot. zatrudnienia (choćby ten z PMI) sugerują ciągłą poprawę a ich wyprzedzenie względem zmian faktycznego zatrudnienia jest spore. O złamaniu/zanegowaniu trendu raczej nie ma mowy, tym bardziej że coraz więcej dowodów wskazuje, że elastyczność rynku pracy na koniunkturę gospodarczą wzrosła, a więc umocnienie rynku pracy powinno przebiegać przy niższej niż historycznie dynamice PKB.

Wczorajsze dane nie są przełomowe. Wpisują się w bliski konsensusowy pogląd na polską gospodarkę, że ożywienie jest ciągle mało dynamiczne. Dane bez wpływu na rynek, gdzie inwestorzy bardziej patrzą na przepływy i sytuację w USA (groźba niewyłacalności).

Niewielka poprawa koniunktury NBP

Monitoring koniunktury NBP sugeruje jej stałą, choć mało spektakularną, poprawę. Co ciekawe jednak, z badania wylania się obraz gospodarki ciągniętej przez zagranicę (tym samym może być to dowód nie wprost, że to jednak eksport jest wysoki w odniesieniu do importu, co wpływa na utrzymywanie nadwyżki na rachunku handlowym), generującej umiarkowane (i mocno nie-inflacyjne, gdyż plasujące się korzystnie względem tempa wzrostu wydajności) tempo wzrostu zatrudnienia i płac połączone z niewielką inflacją. Jest to także gospodarka, która inwestuje głównie nakładem sektora publicznego, zaś zatrudnia głównie siłą sektora prywatnego. Wylania się z tego obraz gospodarki coraz bardziej pracochłonnej, co w średnim terminie stwarza podstawy do oparcia cyklu na bardziej stabilnym komponencie spożycia indywidualnego, jednak prawdopodobnie bez większej presji inflacyjnej z uwagi na ciągle wysokie rezerwy mocy wytwórczych. Potencjalnie też widzimy coraz większą zależność gospodarki polskiej od koniunktury zagranicą, co jest mniej inflacjogenne: kwestie bilansu płatniczego, mniejszej presji na kurs, czy też automatycznych stabilizatorów w postaci konieczności utrzymania płac w ryzach oraz wysokiej wydajności, które łącznie zapewniają trwanie konkurencyjności eksportowej. Z tego względu – mimo oczekiwań rynkowych na wcześniejsze podwyżki stóp, które oparte będą na dobrym momentum danych marko – do faktycznych podwyżek stóp dojdzie pod koniec 2014 roku. Poniżej prezentujemy naszym zdaniem najciekawszy fragment raportu – o inwestycjach – który w największym stopniu przyczynił się do sformułowania wyżej wymienionych tez.

Plany inwestycyjne przedsiębiorstw lekko drgnęły. W ujęciu przekrojowym występują jednak bardzo duże różnice pomiędzy przedsiębiorstwami. Aktywność inwestycyjna różnie w zasadzie od kilku kwartałów (dzieląc firmy według wielkości) tylko w przedsiębiorstwach największych lub też (dzieląc firmy po sekcjach) w energetyce, górnictwie i wśród wyspecjalizowanych eksporterów (zagraniczny właściciel zdecydowanie pomaga). Prawie (dlaczego prawie, czytaj dalej) cała reszta przedsiębiorstw – mimo faktu, że aktywność w gospodarce już de facto odbiła się od dna – informuje o stagnacji lub tylko marginalnych wzrostach wydatków inwestycyjnych (absolutnie nie jest to dynamika typowa dla ożywienia inwestycyjnego). W tej słabszej grupie jedynym wyjątkiem jest transport, który wyraźnie ruszył do przodu z wydatkami (podobno II kwartał charakteryzował się solidnym zwiększeniem parku samochodowego), jednak korelacje ze wzrostem eksportu są dla nas na tym polu oczywiste.

Reasumując, solidnie rosną nakłady inwestycyjne w działach niewrażliwych na koniunkturę krajową (górnictwo, energetyka), uznawanych za strategiczne i z tego względu podatnych na pomoc rządową (górnictwo, energetyka), czy wreszcie wrażliwych wyłącznie na koniunkturę zagraniczną (oczywiście wyspecjalizowani eksporterzy), czy względem niej pochodnych (transport). Wydaje się to potwierdzać tezę, że pierwiastek krajowy w polskim cyklu to przede wszystkim konsumpcja, cała reszta opiera się na aktywności publicznej (czy to wydaniu bezpośredniej stymulacji za pomocą inwestycji publicznych, czy preferencji inwestycyjnych realizowanych przez Inwestycje Polskie) oraz na eksporcie. Taka kompozycja inwestycji (biorąc pod uwagę także udział inwestycji w sektorach, w których one faktycznie już rosną i wyprzedziły cykl) sugeruje, że cały agregat inwestycji prywatnych będzie poruszał się – niejako wbrew stylizowanym faktom ekonomii – łącznie z cyklem, lub



wręcz za cyklem – w żadnym wypadku nie ma tu już szans na wyprzedzenie. Wy tłumaczenie tego faktu wydaje się proste. NBP podaje, że odsetek firm o niskiej aktywności inwestycyjnej wrósł do 70% w grupie przedsiębiorstw wyceniających niepewność poniżej średniego poziomu. Korelacja niepewności i aktywności inwestycyjnej jest wyraźnie ujemna. Dodatkowo, wraz ze wzrostem poziomu niepewności rośnie także dotkliwość niższego wzrostu PKB. Stąd obecny dołek aktywności w gospodarce był wyjątkowo dotkliwy dla przedsiębiorstw. Gdy niepewność zniknie, inwestycje ruszą. Niestety miarę tę prognozuje się chyba tak samo trudno jak same inwestycje, a na chwilę obecną nie znamy głębokich podstaw niepewności.

Na koniec warto jeszcze wspomnieć, że „niski poziom inwestycji” to rzecz gustu. Prawie połowa ankietowanych przedsiębiorstw nie uważa, że aktywność inwestycyjna jest niska, podobny odsetek jest zdania, że choć aktywność jest niska, to nie przynosi to negatywnych skutków. Wniosek nasuwa się sam – bieżące inwestycje w gospodarce prawdopodobnie w dużej mierze podtrzymują bieżący poziom kapitału lub nawet nie. Dopóki w Polsce lokowana będzie produkcja pracochłonna i tym samym nawet potrzeby odtworzeniowe pozostaną niskie, dopóty nie będzie mowy o zmianie strukturalnie niekorzystnego trendu na inwestycjach prywatnych. Oczywiście nie oznacza to, że prywatna aktywność inwestycyjna nie odbije cyklicznie – odbije, jak to już bywało w przeszłości, jednak każdy kolejny cykl będzie w obecnych warunkach i bardziej płaski i potencjalnie krótszy.



EURUSD fundamentalnie

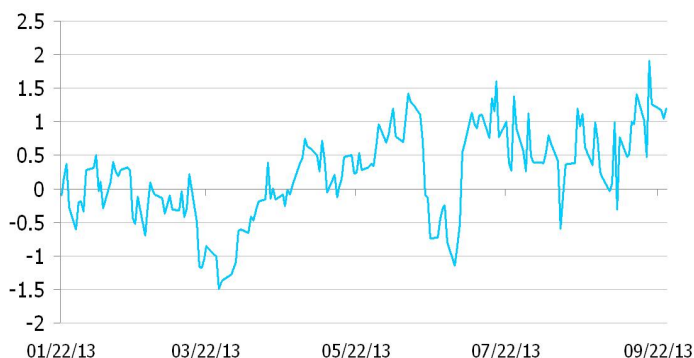
Wczorajsza sesja przyniosła sporą zmienność, jednak ostatecznie dzień zakończyliśmy na poziomie wczorajszego zamknięcia. Ogłoszone w nocy naszego czasu porozumienie nie wpłynęło trwale na kurs, zrealizował się bowiem najbardziej prawdopodobny i wyceniany przez rynek scenariusz - kompromis w ostatniej chwili odsuwający problem o kilka tygodni. Jednakże 4-tygodniowy impas polityczny odbija się z pewnością negatywnie na sferze realnej amerykańskiej gospodarki. Zarówno bezpośrednie straty wynikające z zamknięcia rządu jak i pośrednie negatywne efekty (większa niepewność dławiąca inwestycje prywatne i konsumpcję), przyczyniają się do obniżenia wzrostu gospodarczego w Q4. W efekcie spodziewamy się odłożenia decyzji Fed o rozpoczęciu procesu normalizacji polityki pieniężnej do 1. kwartału 2014. Powinno to być czynnikiem utrzymującym słabego dolara w najbliższej przyszłości, gdyż właśnie to dyskontują rynki, a nowa informacja będzie napływać powoli.

EURUSD technicznie

Pozycja long okazała się być wcale dobrym pomysłem (obecny zarobek to 35 pipsów) i nawet czynniki fundamentalne nie zdołały ani zanegować zysku na pozycji, ani uruchomić S/L (zabrało 3 pipsów). Wczorajszy wystrzał w dół to niemalże kopia wtorkowego (zakończył się w tym samym miejscu). Nie wydaje się, aby dostrzeżony na wykresie dziennym bearish reversal miał się zrealizować, EURUSD zostaje więc powyżej 1,35, a my z naszą pozycją. Najbliższy opór to testowane właśnie MA55 na 4H. Jeżeli zostanie przełamany, są szanse na zrealizowanie naszego t/p.

Wsparcie	Opór
1,3470/80	1,3646
1,3453	1,3590
1,3420	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

Wczorajsze popołudnie i dzisiejszy poranek przyniosły umocnienie złotego. W USA kryzys budżetowy został odroczony. Tak jak wspominaliśmy, każdy wynik negocjacji za Oceanem (poza bankructwem) będzie wspierał złotego. Przesunięcie oczekiwań co do momentu rozpoczęcia procesu normalizacji polityki pieniężnej w Stanach (przynajmniej do Q1 2014) i nieco więcej taniego pieniądza powinno stymulować napływ funduszy do Polski (przede wszystkim napływ na rynki akcji i obligacji) zwiększając popyt na złotego. Widzimy więc w złotym potencjał do dalszego umocnienia.

EURPLN technicznie

EURPLN systematycznie zmierza w dół, choć wczoraj nie padło żadne istotne wsparcie. Z dziennego - kurs zmierza w kierunku ostatniego FIBO (4,1583) i minimów września (4,1440), na 4H kanał jest zasadniczo nienaruszony, a kurs dotarł dopiero do jego środka (dolne ograniczenie przecina się z minimami). Nasza pozycja na siebie zarabia (180 pipsów) i, wobec braku jakichkolwiek sygnałów odwrócenia, nie widzimy powodów do jej modyfikacji. Można ewentualnie przesunąć S/L w dół dla zmniejszenia skali potencjalnej straty.

Wsparcie	Opór
4,1600	4,1987
4,1583	4,1882
4,1440	4,1770

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.

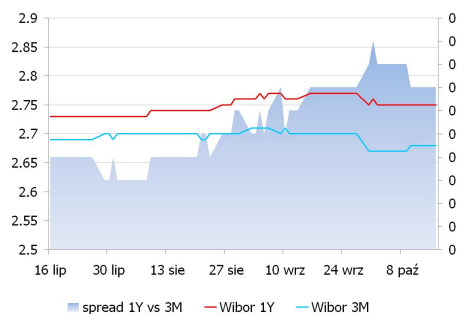




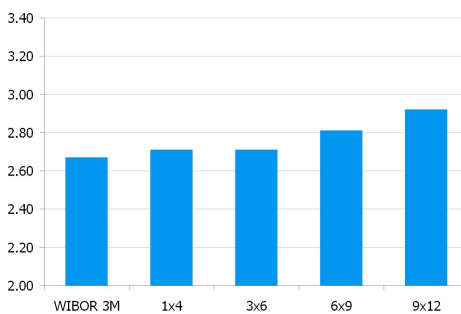
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.78	2.81	ON	2.3	2.6	EUR/PLN	4.1755
2Y	3.0775	3.13	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.0854
3Y	3.32	3.37	3M	2.4	2.6	CHF/PLN	3.3814
4Y	3.5349	3.58					
5Y	3.6999	3.75					
6Y	3.835	3.87					
7Y	3.935	3.97					
8Y	4.02	4.05					
9Y	4.08	4.11					
10Y	4.135	4.19					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.61	2.66	EUR/USD	1.3534
1x4	2.66	2.71	EUR/JPY	133.64
3x6	2.66	2.71	EUR/PLN	4.1627
6x9	2.76	2.81	USD/PLN	3.0760
9x12	2.87	2.92	CHF/PLN	3.3679

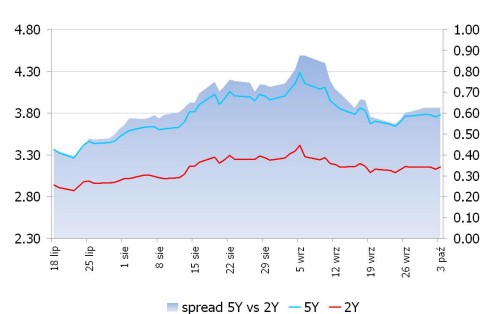
WIBOR 3M i 1Y



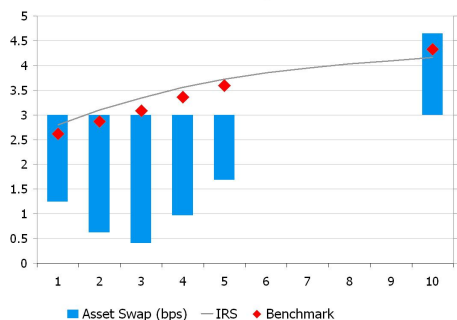
WIBOR 3M i stawki FRA



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 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.