



Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

Marcin Mazurek
starszy analityk
tel. +48 22 526 70 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	6.2
14:00	POL	PPI r/r (%)	wrz	-1.5	-1.4	-1.1	-1.4
14:00	POL	Minutes RPP	paź				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni	11.10		335	373 (r)	358
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	paź		15.0	22.3	19.8
18.10.2013 PIĄTEK							
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q3		7.8	7.5	7.8
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	wrz		10.2	10.4	10.2
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	wrz		13.5	13.4	13.3

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka globalna.** Dzień bez istotnych danych makro (dane z Chin zostały opublikowane w nocy).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Zielińska-Głębocka: Stabilizacja stóp procentowych NBP przez dwa kwartały 2014 roku byłaby korzystna. Przewidywanie ewentualnych ruchów na stopach procentowych w perspektywie drugiego półrocza przyszłego roku to zbyt daleki horyzont.
- Członkowie RPP podczas październikowego posiedzenia byli zgodni, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione, a po 2013 roku poziom stóp procentowych uwarunkowany będzie skalą i strukturą ożywienia oraz wynikającym z niej poziomem presji inflacyjnej - napisano w opublikowanym w czwartek opisie dyskusji RPP (**więcej w sekcji analizy**).
- GUS: Produkcja przemysłowa we wrześniu wzrosła o 6,2 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosła o 9,6 proc. Produkcja przemysłowa we wrześniu 2013 roku wzrosła w 28 działach gospodarki na 34. (**więcej w sekcji analizy**)
- USA: Indeks Philadelphia Fed w październiku spadł do 19,8 pkt. z 22,3 pkt. miesiąc wcześniej.
- Chiny: Produkt Krajowy Brutto wzrósł w III kwartale o 7,8 proc. rdr wobec 7,5 proc. w poprzednim kwartale.

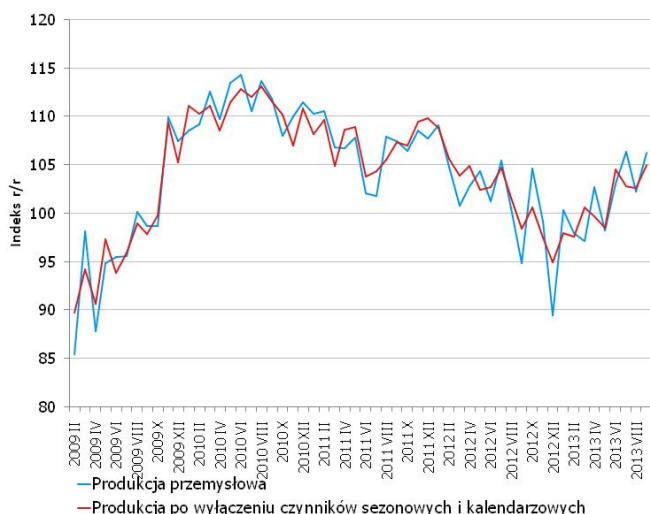
Decyzja RPP (6.11.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.867	0.008
USAGB 10Y	2.601	0.014
POLGB 10Y	4.355	-0.081
Dotyczy benchmarków Reuters		

Przemysł lekko rozczarowuje

We wrześniu produkcja przemysłowa wzrosła o 6,2% w ujęciu rocznym, słabiej od oczekiwań rynku i dość wyraźnie poniżej naszej prognozy (7,1% i 7,9%, odpowiednio). Nie sposób nie odnotować, że wrześniowe dane kształtują się poniżej poziomu implikowanego przez efekty kalendarzowe (+1 r/r) i zwyczajowe wzorce sezonowe, stąd nie ukrywamy rozczarowania odczytem produkcji przemysłowej. Po oczyszczeniu z wahań sezonowych i efektów kalendarzowych produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 5% r/r i 1,4% r/r – wprawdzie oznacza to przyspieszenie w porównaniu do poprzednich miesięcy, ale łyżką dziegciu jest tutaj, z jednej strony, anormalnie niski poziom tych dynamik w sierpniu (stąd obserwujemy raczej powrót do trendu) i dalszy spadek momentum. Ta ostatnia miara (średnia 3m/3m) spadła z +0,9% do +0,3% - nie jest to jednak zły omen, a raczej przejaw typowego "mini cyklu" – momentum ma tendencję do słabnięcia co kilka miesięcy. Układ branżowy jest raczej neutralny, z dominacją branż eksportowych (samochody i sprzęt transportowy, meble), warto jednak odnotować spadek dynamiki produkcji napojów z ok. 25% do -10% (co przekłada się na ok. 0,5 p. proc. spadku całego agregatu).

Kolejne trzy miesiące zamykamy z łącznym wynikiem przemysłu i budownictwa, który implikuje wyraźne przyspieszenie wzrostu gospodarczego – wstępne szacunki (o dokładniejsze pokusimy się po danych o sprzedaży detalicznej i po półrocznej rewizji rachunków narodowych GUS) wskazują na wzrost w okolicy 1,5% r/r. W październiku, przy założeniu stabilnego trendu i z uwagi na wygaśnięcie pozytywnego efektu dni roboczych (bez zmian r/r) można natomiast spodziewać się spowolnienia dynamiki produkcji przemysłowej do ok. 4-4,5%.



Ceny producentów spadły we wrześniu w ujęciu rocznym o 1,4% (konsensus rynkowy -1,4%, poprzednio -1,1%), plasując się blisko naszej prognozy. Tak, jak się spodziewaliśmy, odczytem rządziła baza statystyczna z ubiegłego roku, gdyż ceny w przetwórstwie przemysłowym wzrosły o 0,2% (po wyłączeniu koksu i produktów rafinacji ropy naftowej wzrost wyniósł 0,1%, a więc zgodnie ze wskazaniem naszych modeli). Nie ma zatem mowy o powrocie na ścieżkę spadkową tej kategorii. W kolejnych 3 miesiącach baza statystyczna będzie sprzyjać wzrostom cen producentów (dynamiki miesięczne z ubiegłego roku na poziomie od -0,7% do -0,2%). Co więcej, powolne rozpędzanie gospodarki będzie podtrzymywało delikatny trend

wzrostowy w ujęciu miesięcznym (momentum). Biorąc pod uwagę te dwa czynniki nie jest wykluczone, że pod koniec roku dynamika cen producentów w ujęciu rocznym przekroczy 0%. Oczywiście do pro-inflacyjnych odczytów cen producentów jeszcze bardzo daleko.

Produkcja budowlano-montażowa spadła o 4,8% r/r (odsezonowana: -6%), nie odbiegając znacząco od oczekiwań naszych i rynku (odpowiednio, -3,6% i -6%). Tu, obok zwyczajowych uwag na temat ogromnej bazy, powoli "zjadanej" przez stabilizację i poprawę sytuacji w sektorze budowlanym, warto odnotować, że po raz pierwszy od dłuższego czasu odnotowano wzrost produkcji w jednym z działów – tym razem są to prace specjalistyczne. W miarę zbliżania się do końca roku takie sytuacje będą coraz częstsze.

Rynek nie zareagował na publikację. Dane te stanowią drugie w październikowej serii publikacji rozczarowanie – po zatrudnieniu. Choć wprawdzie korelację między zatrudnieniem, a poziomem produkcji są zazwyczaj bardzo słabe, nie można tym razem wykluczyć związku przyczynowo-skutkowego (np. przesunięcie części produkcji z sierpnia). Niezależnie od przyczyn dzisiejszego odczytu, odchylenie od oczekiwań nie jest na tyle duże, aby zwiastowało odwrócenie pozytywnego trendu. Z punktu widzenia RPP dane są zatem neutralne. Rada preferuje wydłużony okres stabilizacji stóp, a mieszane dane makro tylko ją w takim postanowieniu utwierdzają. Rada, tym bardziej po rezygnacji jastrzębiej członkini, nie będzie postulować mocno wyprzedzających ruchów. W naszej opinii do pierwszej podwyżki stóp dojdzie w 4kw. 2014 roku.

"Minutes" RPP: nihil novi, nastroje mino- rowe

Najnowszy zapis dyskusji na posiedzeniu wskazuje, że chęć do zachowania bieżącego status quo jest w RPP bardzo duża. Analizując wątki podnoszone na posiedzeniu można uznać, że pewien mniejszy pesymizm w odniesieniu do sfery realnej, który przebiegał z komunikatu po posiedzeniu, był w dużej mierze semantyczny. Duża część dyskusji poświęcona jest odpowiedzi na pytanie "dlaczego ożywienie postępuje wolniej niż w 2010?". Według przeważającej liczby członków RPP, którzy postanowili zabrać głos w tej sprawie ("część" członków), wynika to z niskiej dynamiki eksportu i relatywnie wysokiej stopy bezrobocia.

Z kolei dyskusja o bieżącym stanie koniunktury jest bardzo poszatkowana. Nie wyłania się z niej żaden spójny obraz, który byłby popierany przez grupę zdolną w perspektywie utworzyć większość w RPP (pewne poglądy są popierane maksymalnie przez "niektórych" członków). A padają argumenty i pesymistyczne, i nieco bardziej optymistyczne. Do tych pierwszych zaliczono pewne wyhamowanie ożywienia w przetwórstwie i budownictwie w sierpniu, do tych drugich mała grupa członków RPP zalicza fakt, że ożywienie następuje w wielu obszarach, padły także pojedyncze argumenty o poprawie wskaźników koniunktury, czy wyższej dynamice PKB za III kwartał. W kontekście procesów inflacyjnych największa grupa spodziewa się utrzymania ujemnej luki popytowej i przypisuje niskie ryzyko zwiększeniu presji inflacyjnej.

Faktycznie kwestia forward guidance nie była dyskutowana nie tylko w kontekście okresu jej obowiązywania, ale także ogólnego sensu wprowadzania. Wygląda więc na to, że członkowie RPP



mogą powoli wycofywać się z zastosowania tego instrumentu. Zresztą, przynajmniej – chodzi przecież o to, aby skłonić rynki do przestrzelenia oczekiwań na niskie stopy procentowe, nie zaś na wyznaczenie najbardziej pewnego okresu obowiązywania danej stopy procentowej, a taką strategię zdają się wyznawać członkowie RPP, u których forward guidance jeszcze się pojawia. Zapis dyskusji utwierdza nas w przekonaniu, że RPP będzie bardzo cierpliwa w utrzymywaniu stóp procentowych na niskim poziomie. W dalszym ciągu spodziewamy się podwyżek stóp nie wcześniej niż pod koniec 2014 roku.

EURUSD fundamentalnie

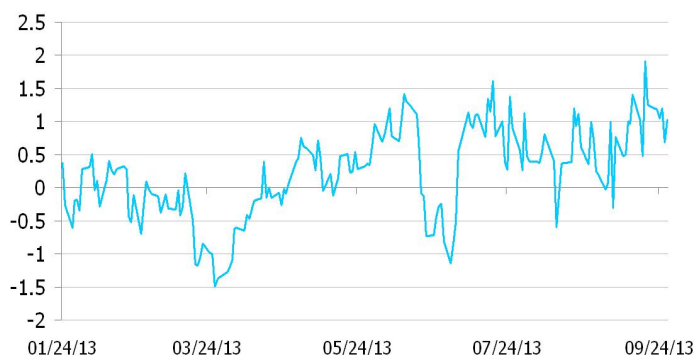
W czwartek dolar powrócił do spadków, w tym również w parze z euro (tu zbliżył się do 1,37), przy czym największa część ruchu dokonała się w godzinach przedpołudniowych. Trudno nie wiązać osłabienia dolara z zawartym w amerykańskim Kongresie tymczasowym porozumieniem budżetowym, które usunęły (na razie) niepewność co do możliwości nieuregulowania zobowiązań przez Stany Zjednoczone. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie (por. np. październikowy Miesięczny Przegląd Makroekonomiczny), rozbieżne losy Stanów Zjednoczonych i strefy euro (kontynuowana ekspansja monetarna i brak taperingu vs. niewiarygodne forward guidance i redukcja bilansu EBC; rosnąca różnica deficytów obrotów bieżących) stwarzają idealne warunki dla słabnięcia dolara względem euro. Trend ten, przy założeniu stabilności politycznej i gospodarczej strefy, powinien być kontynuowany co najmniej do pierwszych zmian w polityce Fed (marzec?).

EURUSD technicznie

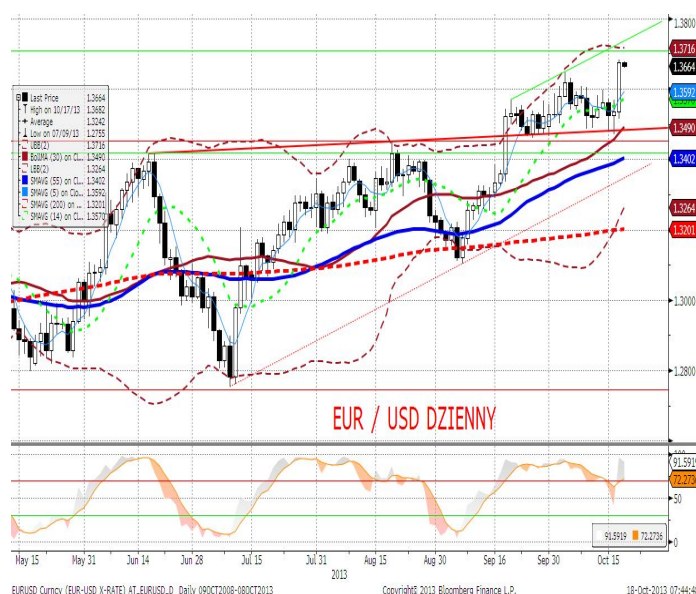
Nasza pozycja została wczoraj zamknięta zleceniem T/P zarabiając 75 pipsów. Po tak silnym ruchu w górę i nowych lokalnych maksimach należy oczekiwać konsolidacji. Najlepszym kandydatem na poziom wokół którego rozpocznie się konsolidacja jest 1,3711, tj. szczyt z początku lutego. Jego przebicie otworzy drogę do poziomów nienotowanych od 2011 roku. Na rynku panuje trend wzrostowy a dolar ma jeszcze pole do dalszego osłabienia. Tym samym long na tej parze walutowej niesie korzystniejszy profil ryzyka niż short. Czekamy więc na sygnał kupna.

Wsparcie	Opór
1,3620	1,3750
1,3605	1,3730
1,3470/80	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 osłabiał się wczoraj podczas sesji europejskiej, jednak w drugiej części dnia notowania powróciły w zasadzie w okolice otwarcia. Polska waluta nie zareagowała na dane o produkcji przemysłowej i uważamy, że obecnie kwestie siły złotego rozstrzygają się na poziomie napływów na rynek akcji i obligacji; szczególnie w tym drugim przypadku inwestorzy wykorzystują wyższe poziomy rentowności do reinstalacji pozycji związanych z kontynuacją luźnej polityki pieniężnej w USA. Pustka w kalendarzu publikacji sugeruje, że wypracowane przez w ostatnich dwóch dniach status quo utrzyma się do poniedziałku. Przy braku nowych impulsów fundamentalnych złoty powinien utrzymać się w przedziale 4,15-17.

EURPLN technicznie

Po dość silnym ruchu aprecjacyjnym złotego, wiele wskazuje na możliwość lekkiego odreagowania. Zbliżyliśmy się do dolnego ograniczenia wstęgi Bollingera, oscylatory wkroczyły w obszar wyprzedzania a ruch stracił impet. Zamykamy więc naszą pozycję inkasując 145 pipsów zysku. Plan minimum obejmuje korektę do górnego ograniczenia kanału trendu spadkowego oraz linii oporu wyznaczanego przez lipcowe minima na poziomie 4,1804.

Wsparcie	Opór
4,1583	4,1987
4,1440	4,1804
4,1212	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.

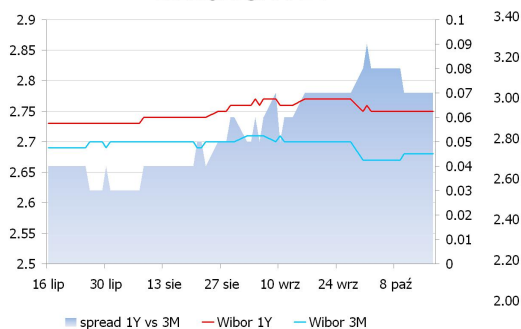




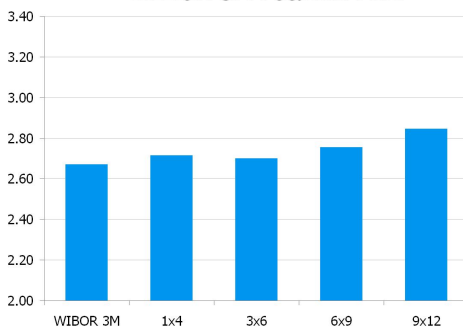
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.7427	2.78	ON	2.3	2.6	EUR/PLN	4.1738
2Y	3.015	3.07	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.0625
3Y	3.24	3.27	3M	2.4	2.6	CHF/PLN	3.3858
4Y	3.45	3.48					
5Y	3.62	3.65					
6Y	3.74	3.77					
7Y	3.85	3.88					
8Y	3.94	3.97					
9Y	3.99	4.03					
10Y	4.04	4.07					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.61	2.66	EUR/USD	1.3674
1x4	2.67	2.72	EUR/JPY	133.88
3x6	2.65	2.70	EUR/PLN	4.1656
6x9	2.71	2.76	USD/PLN	3.0454
9x12	2.80	2.85	CHF/PLN	3.3748

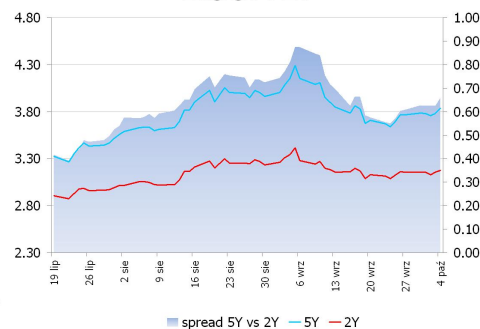
WIBOR 3M i 1Y



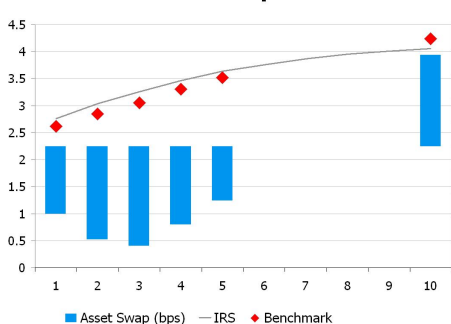
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



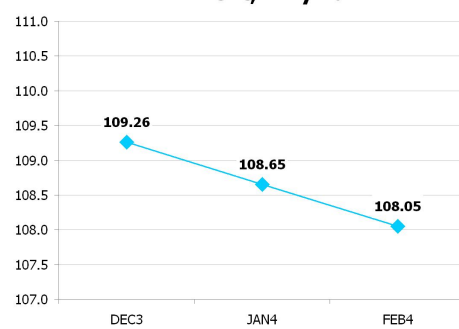
Asset swap i IRS



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 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.