



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		
21.10.2013 PONIEDZIAŁEK							
11:00	POL	Notyfikacja fiskalna					
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln)	wrz		5.30	5.48	5.29
22.10.2013 WTOREK							
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	wrz	13.0	13.0	13.0	13.0
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	wrz	5.5	4.6	3.4	3.9
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	wrz		7.3	7.3	7.2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	wrz		180	169	148
23.10.2013 ŚRODA							
16:00	EUR	Wskaźnik zaufania konsumentów (pkt.)	paź		-14.5	-14.9	
24.10.2013 CZWARTEK							
3:45	CHN	PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	paź		50.1	51.2	
9:00	FRA	PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	paź		50.2	49.8	
9:00	FRA	PMI w usługach wstępny (pkt.)	paź		51.2	51.0	
9:30	GER	PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	paź		51.4	51.1	
9:30	GER	PMI w usługach wstępny (pkt.)	paź		53.7	53.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	paź		51.4	51.1	
10:00	EUR	PMI w usługach wstępny (pkt.)	paź		52.3	52.2	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	18.10		340.0	358	
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (mln)	wrz		425	421	
25.10.2013 PIĄTEK							
1:30	JPN	CPI r/r (%)	wrz		0.9	0.9	
10:00	GER	Wskaźnik IFO (pkt.)	paź		108.0	107.7	
10:30	GBR	PKB wstępny r/r (%)	3Q		0.8	0.7	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	wrz		1.7	0.1	
15:55	USA	Indeks zaufania konsumentów U. Michigan finalny (pkt.)	paź		75.0	75.2	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś opublikowany zostanie europejski wskaźnik nastrojów konsumenckich ESI, który najprawdopodobniej pokaże lekką poprawę nastrojów wraz polepszającą się sytuacją gospodarczą na Starym Kontynencie. Publikacja z drugiej ligi, nie należy oczekiwać wpływu na rynki.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka: Wrześniowe dane makro zbliżają RPP do przedłużenia neutralnego okresu w polityce pieniężnej.
- Chojna-Duch: Wydłużenie okresu neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej do połowy przyszłego roku wydaje się sensowne.
- Cichoń, MF: Dane o sprzedaży detalicznej we wrześniu wspierają prognozę wzrostu PKB o ok. 2 proc. w III kw. i ok. 1,5 proc. w całym 2013 r.
- Kowalczyk, MF: Polska w pełni sfinansowała tegoroczne potrzeby pożyczkowe i rozpoczyna prefinansowanie potrzeb na przyszły rok. MF planuje do końca roku emisję papierów w dolarze amerykańskim.

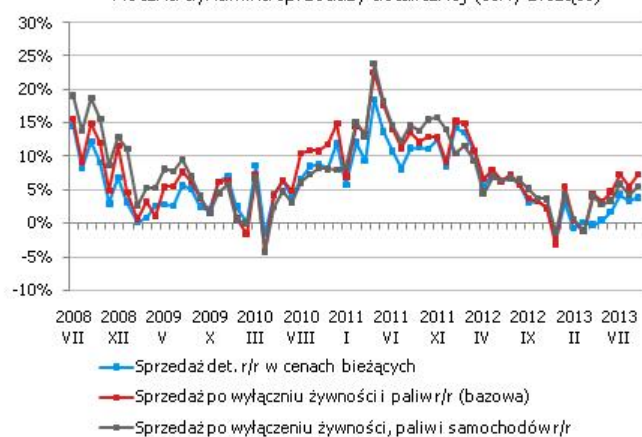
Decyzja RPP (6.11.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.849	-0.004
USAGB 10Y	2.507	-0.019
POLGB 10Y	4.329	-0.001
Dotyczy benchmarków Reuters		

Sprzedaż detaliczna zaniziona przez żywność. Trend wzrostowy pozostaje nietknięty

Sprzedaż detaliczna we wrześniu przyspieszyła do 3,9% r/r z 3,4% w poprzednim miesiącu (konsensus rynkowy - 4,6%, nasza prognoza - 5,5%). Mniejsza skala przyspieszenia, pomimo korzystnej liczby dni roboczych, to wynik bardzo słabej sprzedaży żywności (najgorsza miesięczna dynamika odkąd GUS publikuje sprzedaż w ujęciu PKD2007), notabene na liczbę dni roboczych zupełnie niewrażliwej. Po wyłączeniu żywności i paliw sprzedaż wzrosła o 7,4% r/r zaś w ujęciu realnym aż o 8,9%. Trend wzrostowy jest jak najbardziej utrzymany.

Roczna dynamika sprzedaży detalicznej (ceny bieżące)



Sprzedaż żywności wzrosła w tempie 3,6% r/r (wobec 5,8% w poprzednim miesiącu) podczas gdy sam efekt bazowy można było ocenić na przynajmniej 3pp. Jako że dochody konsumentów poprawiają się a inflacja pozostaje niska, pozostaje nam traktować ten wypadek jako efekt jednorazowy. Zdecydowanie lepiej prezentują się kategorie zaliczane do dóbr trwałych: przyspieszyła sprzedaż samochodów (do 17,0% wobec 11,4% jeszcze miesiąc wcześniej), mebli oraz akcesoriów RTV i AGD (do 5,1% z 4,4%), solidne wzrosty odnotowano w przypadku sprzedaży odzieży (20,3% wobec 15,0%). Taka kompozycja sugeruje, że prawdopodobieństwo kontynuacji trendu - zwłaszcza przy powolnym odmrożeniu rynku kredytowego - jest bardzo wysokie. Spodziewamy się, że konsumpcja, tuż po eksporcie, który wystartował już kilka miesięcy wcześniej, będzie elementem sprzyjającym przyspieszeniu gospodarki we wczesnej fazie cyklu koniunkturalnego.

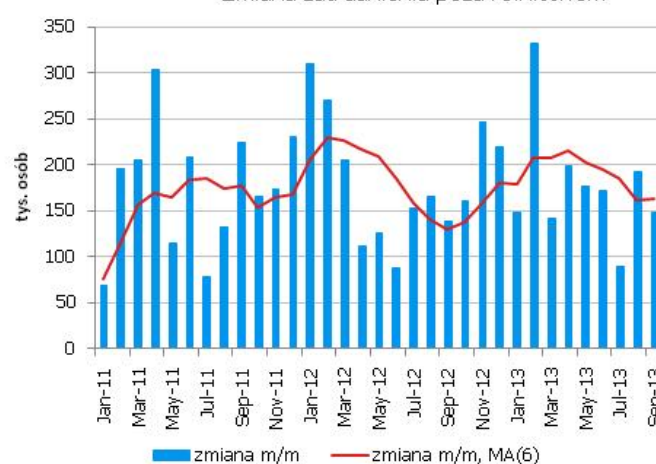
Obecna skala przyspieszenia konsumpcji w zasadzie nie stwarza ryzyka narastania presji inflacyjnej od strony popytowej. Według naszych szacunków taka presja zacznie się pojawiać w okolicach przełomu 2014 i 2015 roku. Opóźnienia w transmisji polityki pieniężnej sugerują, że RPP zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych pod koniec 2014 roku. Wciąż jednak uważamy, że wzrost inflacji w I połowie 2014 roku, mimo że spowodowany głównie efektami bazowymi, wywinduje oczekiwania rynkowe na wcześniejsze podwyżki stóp procentowych.

Publikacja słabszej sprzedaży pozostała w zasadzie neutralna dla wycen rynkowych. Tuż po publikacji stawki rynkowe zeszły nieco w dół, jednak bardziej dokładna analiza danych skłoniła uczestników rynku do zmiany punktu widzenia i ruch został w zasadzie skorygowany. Złoty z kolei zareagował osłabieniem.

Słaba kreacja miejsc pracy nawet przed wyłączeniem rządu

Opublikowane wczoraj dane z amerykańskiego rynku pracy (opóźnione przez zawieszenie funkcjonowania rządu federalnego i upublicznione wyjątkowo we wtorek) wskazują na jego osłabienie nawet przed szczytem konfliktu budżetowego. Poza sektorem rolniczym przybyło 148 tys. osób (oczekiwano +180 tys.), w tym w przedsiębiorstwach prywatnych 126 tys. (oczekiwano +180 tys.). Taki wynik jest zgodny ze wskazaniami dostępnych danych (ADP i subindeksy ISM zatrudnienie w przemyśle i usługach), na co wskazywaaliśmy w komentarzu w dzień oryginalnej daty publikacji danych.

Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem



Szczegóły publikacji są dość minorowe. Wprawdzie łączna skala rewizji danych za poprzedni miesiąc jest minimalnie dodatnia, ale uwagę zwraca to, że przyrost zatrudnienia w lipcu został zrewidowany w dół do 89 tys. - był to zatem jeden z najsłabszych miesięcy w obecnej fazie ekspansji i mocne potwierdzenie nijakości wzrostu gospodarczego w III kwartale. W efekcie, typowe miary momentum na rynku pracy (3- i 6-miesięczne średnie ruchome) pozostają w trendach spadkowych i poniżej wartości sugerowanych nieformalnie przez Fed jako pożądane z punktu widzenia wygaszania akomodacji monetarnej (czyli +200 tys.). W rozbiciu sektorowym widać przede wszystkim silną kontrybucję budownictwa (+20 tys.) i przemysłu oraz sektora rządowego na szczeblu lokalnym i samorządowym (przeszło +25 tys.). Wobec tego źródeł rozczarowania należy szukać w usługach: pierwszy od 5 lat spadek zatrudnienia w usługach gastronomicznych, dalsze cięcia w sektorze finansowym (bez wątpliwości efekt wyższych stóp i zdławionego popytu na refinansowanie hipotek).



Jedyną jednoznacznie pozytywną informacją jest kolejny spadek stopy bezrobocia, do 7,2%, tym razem wynikający raczej ze wzrostu zatrudnienia, a nie ze spadku aktywności zawodowej (ta wzrosła w kategoriach absolutnych i nie zmieniła się w relacji do liczby ludności).

Reakcja rynków na publikację była zgodna z wielokrotnie obserwowanym wzorcem: dolar stracił w stosunku do ko-szyka walut (EURUSD otarł się o 1,38), spadki rentowności 10-letnich obligacji sięgnęły 10 punktów bazowych, giełdy zareagowały pozytywnie. Z perspektywy czasu jest jasne, dlaczego członkowie FOMC nie zdecydowali się na cięcie QE na wrześniowym posiedzeniu - obraz gospodarki wyłaniający się z kluczowych danych od tego czasu raczej się pogorszył, a nie zaobserwowaliśmy przecież jeszcze efektów zawieszenia funkcjonowania rządu federalnego, zarówno natychmiastowych (np. zwolnienia dokonane przez podwykonawców rządowych, wstrzymanie wypłat), jak i długofalowych (spadek zaufania konsumentów i jego wpływ na konsumpcję). Ponadto, kolejny raport z rynku pracy najprawdopodobniej uciepni na jakości i precyzji z powodu krótszego okresu gromadzenia danych. Z powyższych względów trudno oczekiwać cięcia QE na posiedzeniach w październiku i grudniu. Co więcej, biorąc pod uwagę potencjalne wznowienie konfliktu budżetowego w styczniu przyszłego roku i zmianę kierownictwa FOMC, nie można mieć pewności nawet co do marcowego terminu. Tym niemniej, okres mieszanych danych zakończy się zapewne wiosną (pierwotny szok stóp procentowych zostanie zaabsorbowany), a wówczas wycofywanie kroplówki monetarnej stanie się dużo bardziej prawdopodobne.



EURUSD fundamentalnie

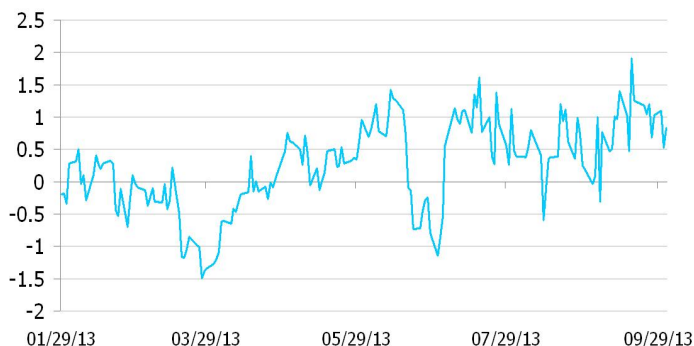
Wczoraj po publikacji słabszych od oczekiwań danych o zatrudnieniu dolar dynamicznie osłabił się w stosunku do koszyka walut (w parze z euro trwale przełamano 1,37). Rozczarowujące dane zapewne ostatecznie odsunęły datę rozpoczęcia procesu normalizacji polityki Fed (co najmniej) do marca. To samo w sobie nie jest bardzo zaskakujące w kontekście negatywnego wpływu niedawnego impasu politycznego na gospodarkę oraz bardzo gołych wypowiedzi J. Yellen. Dziś w kalendarzu brak ważnych publikacji po obu stronach Atlantyku. Spodziewamy się lekkiej korekty i realizacji zysków po tak dynamicznym ruchu. Konstelacja czynników fundamentalnych zdecydowanie faworyzuje euro w rozważanej parze walutowej, warto jednak odnotować, że gdzieś po przekroczeniu 1,40 może znajdować się poziom, który EBC zacznie uznawać za niepożądany (pomimo deklaracji, że kurs walutowy nie jest instrumentem / celem polityki pieniężnej).

EURUSD technicznie

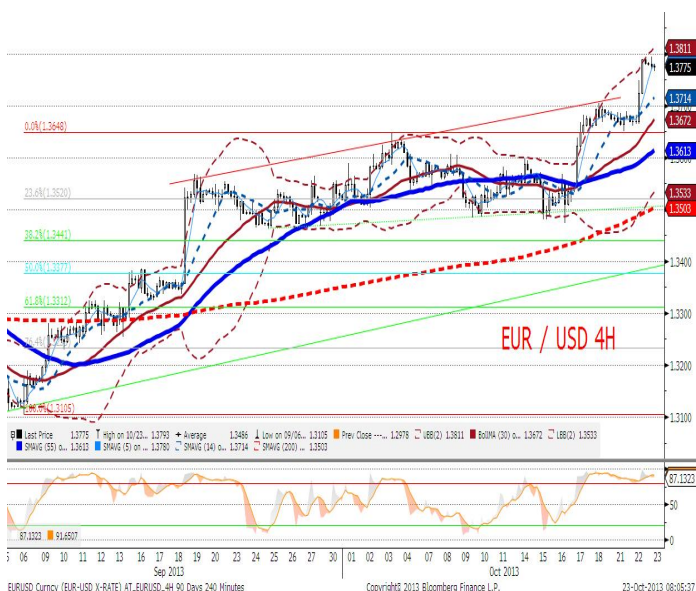
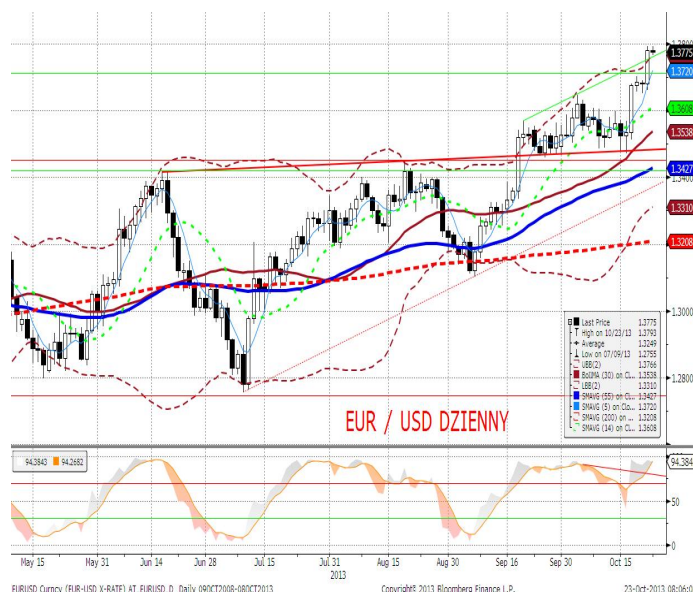
Czynnik fundamentalny (dane z amerykańskiego rynku pracy) po raz kolejny zmieniły reguły gry i zainicjowały dynamiczny wzrost kursu. Z hukiem padły roczne maksima i maksima intraday (1,3704 i 1,3711), a na dziennym wyładowaliśmy powyżej linii trendu wzrostowego. W poszukiwaniu oporów innych niż 1,38 (względnie psychologiczne) udajemy się aż na wykres tygodniowy: FIBO 61,8% (1,3833) i górne ograniczenie kanału wzrostowego (1,3863). Nasza pozycja padła ofiarą wspomnianego ruchu wzrostowego (strata to 44 pipsy), dziś neutralnie. Typową konsekwencją tak mocnego ruchu, jak wczorajszy, jest jednak delikatna korekta / konsolidacja poniżej nowo ustanowionych maksimów, stąd przyjmowanie pozycji long nie ma w chwili obecnej sensu (a do pozycji short wymagałobyś mocnych sygnałów odwrócenia).

Wsparcie	Opór
1,3711	1,3863
1,3648	1,3833
1,3572	1,3800

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

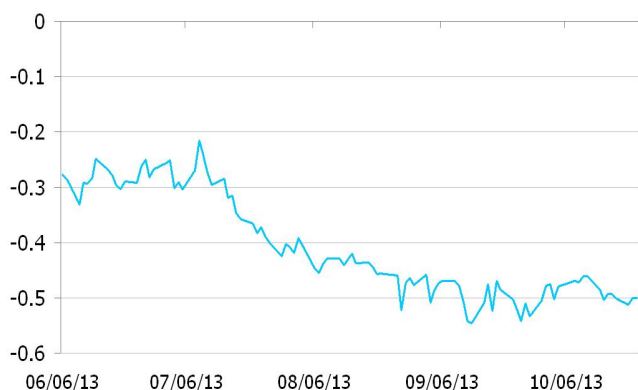
Robaczkowe ruchy z początku dnia, inicjowane przez czynniki krajowe (osłabienie po gorszych tylko z pozoru danych nt. sprzedaży detalicznej i po nie najlepszej aukcji SPW) zostały zniesione i przytłoczone przez czynniki globalne. Złoty umocnił się w odpowiedzi na rozczarowujące dane z amerykańskiego rynku pracy. Kursem podczas dzisiejszej sesji rządzić będzie technika (pusty kalendarz publikacji makro w Polsce i zagranicą), można spodziewać się lekkiego odreagowania wczorajskich spadków. Przesunięcie oczekiwań co do długości okresu obowiązywania luźnej polityki Fed stanowi bodziec do akumulacji pozycji carry trade na polskich aktywach, zwiększając popyt na złotego. Proces ten powinien być kontynuowany do momentu, gdy pojawią się sygnały zwiastujące normalizację polityki pieniężnej za Oceanem. Złoty ma więc potencjał do dalszego umacniania się.

EURPLN technicznie

Gdyby nie czynniki fundamentalne, na dziennym mielibyśmy kolejny nagrobek lub świecę o niewielkim korpusie i długich wąsach. Tak się jednak nie stało i mamy wyłamanie z kanału wzrostowego na 4h oraz przełamanie BolMa tamże. Padły więc wsparcia strzegące leniwego trendu wzrostowego. Sygnałów odwrócenia brak. Do S/L zabrakło wczoraj 15 pipsów, a pozycja pozostaje stratna, dostrzegamy jednak wciąż potencjał do korekty wzrostowej na EURPLN, stąd nie jesteśmy jeszcze gotowi do jej zamknięcia.

Wsparcie	Opór
4,1600	4,2060
4,1583	4,1987
4,1520	4,1837

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
1Y	2.75	2.78
2Y	2.9625	3.01
3Y	3.18	3.21
4Y	3.38	3.41
5Y	3.53	3.56
6Y	3.65	3.68
7Y	3.76	3.79
8Y	3.85	3.88
9Y	3.9	3.94
10Y	3.94	3.98

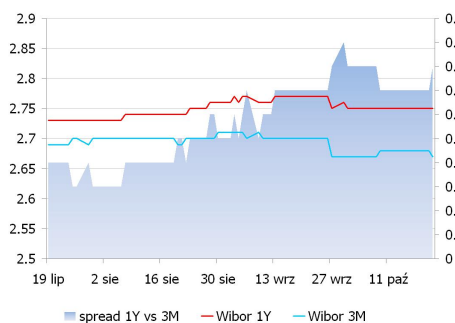
depo	BID	ASK
ON	2.2	2.7
1M	2.4	2.6
3M	2.4	2.6

FRA	BID	ASK
1x2	2.57	2.62
1x4	2.67	2.72
3x6	2.68	2.73
6x9	2.71	2.76
9x12	2.79	2.85

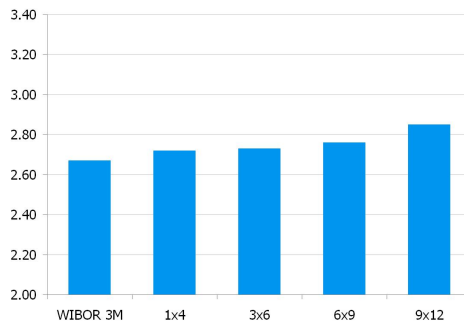
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1786
USD/PLN	3.0564
CHF/PLN	3.3827

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3781
EUR/JPY	135.20
EUR/PLN	4.1625
USD/PLN	3.0202
CHF/PLN	3.3800

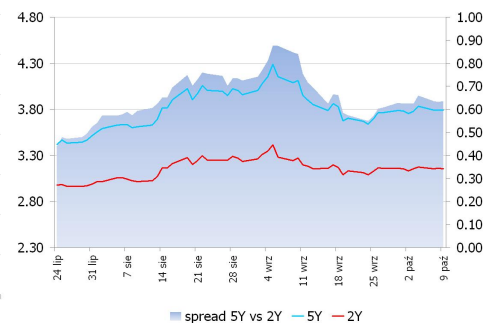
WIBOR 3M i 1Y



WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



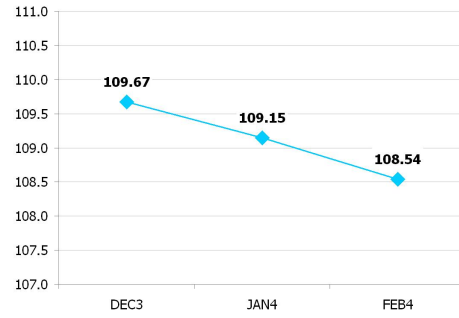
Asset swap i IRS



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 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.