



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		
4.11.2013 PONIEDZIAŁEK							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt)	paź	52.7	52.8	53.1	53.4
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	paź		49.4	49.4	49.1
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	paź		51.5	51.5	51.7
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	paź		51.3	51.3	51.3
5.11.2013 WTOREK							
16:00	USA	Wskaźnik ISM w usługach (pkt)			54.0	54.4	55.4
6.11.2013 ŚRODA							
9:50	FRA	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	paź		50.2	50.2	50.9
9:55	GER	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	paź		52.3	52.3	52.9
10:00	EUR	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	paź		50.9	50.9	51.6
10:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	wrz		-0.4	0.5 (r)	-0.6
12:00	GER	Zamówienia przemysłowe m/m (%)	wrz		0.5	-0.3	3.3
	POL	Decyzja RPP (%)		2.50	2.50	2.50	2.50
7.11.2013 CZWARTEK							
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		0.0	1.4	-0.9
13:30	GBR	Decyzja BoE (%)			0.50	0.50	0.50
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)			0.50	0.50	0.25
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	2.11		335	345 (r)	336
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR (%)	Q3		2.0	2.5	2.8
8.11.2013 PIĄTEK							
8:00	GER	Eksport m/m (%)	wrz		0.4	1.0	1.7
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		0.2	0.2	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	paź		125	148	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	wrz		7.3	7.2	
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	wrz		0.2	0.3	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy. Ze względu na szereg czynników jednorazowych, związanych głównie z wpływem zawieszenia funkcjonowania rządu federalnego na proces gromadzenia i przetwarzania danych, trudno sprecyzować bilans ryzyk dla dzisiejszej publikacji. Dobre odczyty indeksów ISM sugerowałyby solidny przyrost zatrudnienia NFP, co przeczyłoby słabemu odczytowi ADP. Z drugiej strony, istotny wzrost liczby nowych wniosków o zasiłek sugeruje wzrost stopy bezrobocia. Warto odnotować, że może on być większy od oczekiwanego ze względu na uwzględnienie jako bezrobotnych części osób wysłanych na bezpłatne urlopy bądź pracowników tymczasowo zwolnionych przez podwykonawców rządowych.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- MIPiS: Stopa bezrobocia w październiku wyniosła 13,0 proc. tak jak we wrześniu.
- Ministerstwo Finansów sprzedało na czwartkowej aukcji obligacje OK0116 za 3,1775 mld zł przy popycie 8,542 mld zł i rentowności 2,983 proc. i PS0718 za 4,867 mld zł przy popycie 6,1294 mld zł i rentowności 3,589 proc.
- Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (EBC) obniżyła stopę kredytu refinansowego o 25 pkt. bazowych (**więcej w sekcji analizy**).
- GER: We wrześniu 2013 r. produkcja przemysłowa nieoczekiwanie spadła o 0,9 proc. mdm, podczas gdy w poprzednim miesiącu wzrosła o 1,6 proc., po korekcie (**więcej w sekcji analizy**).

Decyzja RPP (4.12.2013)	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	1.690	0.004
USAGB 10Y	2.602	-0.008
POLGB 10Y	4.310	0.064
Dotyczy benchmarków Reuters		



ECB zaskakuje i obniża stopy procentowe

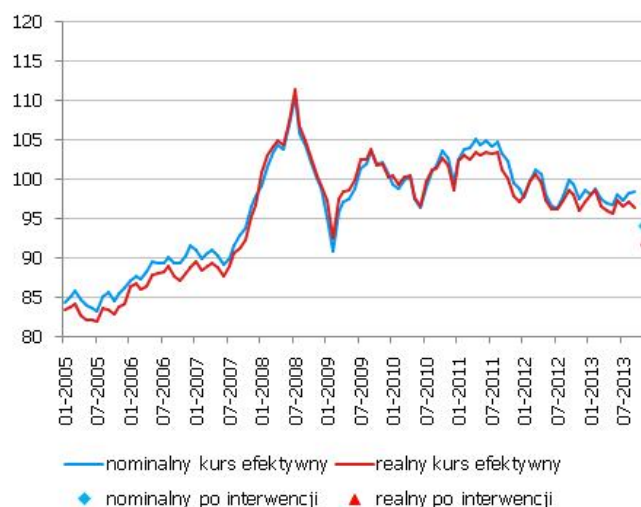
ECB na wczorajszym posiedzeniu obniżył stopę referencyjną o 25pb do poziomu 0,25%. Ruch ten nie był oczekiwany przez inwestorów, z których większość, jeśli w ogóle, to oczekiwała poluzowania w innej formie, mianowicie, że ECB będzie trzymał się swojej strategii komunikacyjnej i co najwyżej zapowie obniżkę stóp na grudzień (wraz z publikacją projekcji makroekonomicznych, które mogłyby taki krok uzasadniać). Bezpośrednią przyczyną obniżki stóp był nieoczekiwany spadek inflacji w strefie euro i utwierdzenie gremium w przekonaniu na temat utrzymywania się wydłużonego okresu naprawdę niskiej inflacji. Istotnym czynnikiem mógł być też mocny kurs euro. Bardziej fundamentalna przyczyną była prawdopodobnie potrzeba zakotwiczenia oczekiwań co do przyszłej ścieżki stóp procentowych w Eurolandzie (tym bardziej po niezbyt udanym eksperymencie z tzw. forward guidance). Co do innych parametrów polityki pieniężnej, wydłużono okres dostępności nieograniczonego krótkiego finansowania dla banków co najmniej do połowy 2015 i potwierdzono gotowość Banku do wprowadzenia ujemnej stopy depozytowej.

Wypowiedzi Dragiego w czasie konferencji sugerują, że ECB pozostanie w tzw. łagodnym nastawieniu i nie wyklucza kolejnej obniżki stóp. Ta jednak prawdopodobnie w sposób bezpośredni będzie zależała od kolejnych odczytów inflacyjnych. W scenariuszu bazowym nie oczekujemy dalszych obniżek w ECB (również obniżki stopy depozytowej ze względu na wątpliwy bilans kosztów i korzyści z takiego rozwiązania). Obecne zmniejszenie spreadu pomiędzy stopą referencyjną, a stopą depozytową sugeruje również, że kolejne LTRO mogłoby być mniej efektywne.

Najważniejsze implikacje wczorajszej decyzji ECB to: 1) "przyspawanie" krótkiego końca krzywej dochodowości w strefie euro (i ogólnie w Europie, włączając Polskę) przez najbliższe miesiące. 2) wsparcie dalszej reflacji cen aktywów na kontynencie.

Czechy oficjalnie rozpoczynają przygodę z niekonwencjonalną polityką pieniężną

Na wczorajszym posiedzeniu Bank Czech zdecydował o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian i rozpoczęciu interwencji na rynku walutowym celem osłabienia kursu korony do poziomu 27 za EUR (ok. 4% powyżej wcześniejszego poziomu). Tym samym, efektywny kurs walutowy korony powrócił do poziomów notowanych ostatnio w szczytowej fazie osłabienia walut państw CEE w 2009 roku, a de facto do przełomu lat 2007 i 2008 (początek wielkiej aprecjacji).



Bank centralny Czech wraz z obniżką benchmarkowej stopy proc. do 0,05% rok temu wyczerpał możliwości prowadzenia konwencjonalnej polityki pieniężnej. Od tego czasu bank sygnalizował możliwość podjęcia innych działań, z których od początku największą preferencją cieszyły się interwencje walutowe. Tym niemniej, pomimo słabości sfery realnej aż do wiosny b.r., nie zdecydowano się na ich podjęcie, a stopniowa poprawa koniunktury w czeskiej gospodarce powszechnie cytowana była jako podstawowy argument przeciw (stąd też oczekiwania podjęcia interwencji systematycznie wygasły). Dlaczego więc zdecydowano się na taki krok? Przeważyła groźba deflacji (bazowy scenariusz projekcji inflacyjnej wskazuje na spadek inflacji do zera na przełomie lat 2013 i 2014) i, być może, oczekiwania dalszego luzowania polityki pieniężnej w strefie euro.

Oslabianie waluty przez interwencję na rynku walutowym znajdowało się w katalogu polityk dostępnych bankom centralnym w otoczeniu zerowych nominalnych stóp procentowych (Japonii sugerowali to m.in. Bernanke i Friedman), ale w praktyce rzadko było stosowane jako instrument polityki pieniężnej (poza Szwajcarią), choć oczywiście kotwice walutowe to historycznie rzecz biorąc częsty element krajobrazu gospodarek wschodzących. Bilans kosztów i korzyści takiej polityki jest oczywisty: po jednej stronie można zapisać negatywny szok dla konsumentów z powodu wyższych cen energii i innych dóbr importowanych, po drugiej zaś wyższą inflację (brak deflacji) i, przede wszystkim, bardziej konkurencyjny eksport. Japonia w erze „abenomiki” jest jaskrawym przykładem tego, że deprecjacja waluty może zdziałać cuda.

Reakcja na decyzję była natychmiastowa - kurs korony osłabił się do poziomu najniższego od 2009 roku i bliskiemu celowi banku centralnego. Choć sama groźba interwencji wydaje się dostateczna dla osiągnięcia założonego poziomu EURCZK, a bank centralny nie cierpi na brak wiarygodności, praktyka pokazuje, że podjęcie sprzedaży CZK może być konieczne. Pozostaje pytanie o strategię wyjścia i perspektywy polityki pieniężnej w Czechach - jest całkiem jasne, że podjęcie działań niestandardowych przedłuża okres obowiązywania zerowych stóp procentowych do 2015 roku, a podwyżki stóp procentowych będzie poprzedzane przez podniesienie kotwicy walutowej. To zaś, jak pokazuje historia, bardzo często wiąże się z zaburzeniami na rynkach finansowych. Implikacje dla polskiej polityki pieniężnej nie są automatyczne - ze względu

na inną strukturę finansowania kraju i strukturalnie wyższe stopy procentowe, oczekiwania na podobną formę stymulacji są płonne, a NBP preferuje obronę kursu przed nadmiernym osłabieniem.

Spadek niemieckiej produkcji przemysłowej wskutek czynników jednorazowych

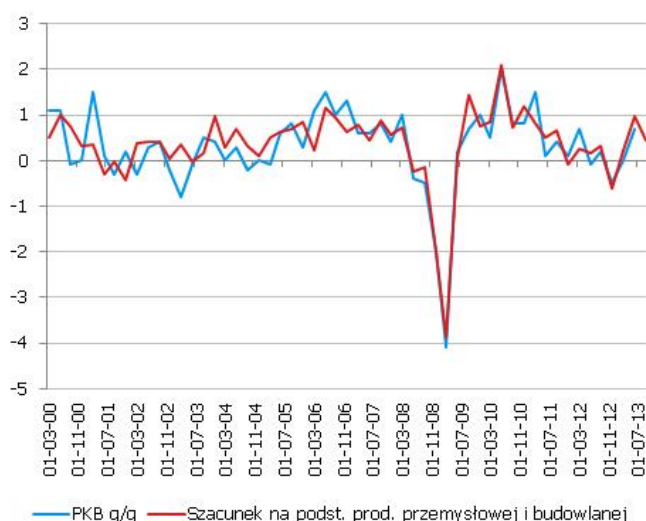
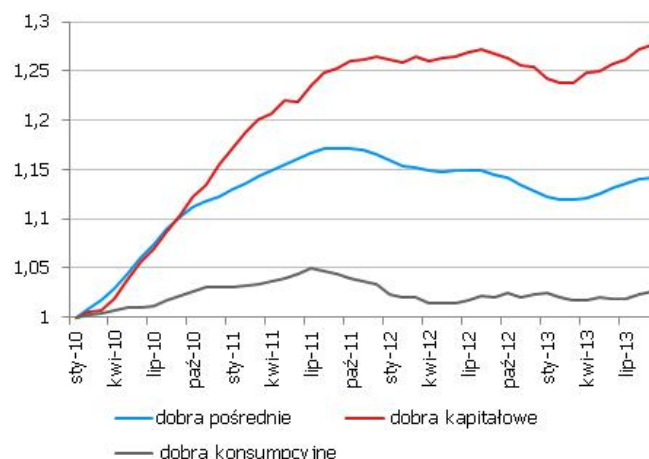
Według opublikowanych wczoraj danych niemiecka produkcja przemysłowa spadła we wrześniu o 0,9% m/m, podczas gdy konsensus zakładał brak zmian w skali miesięcznej. Skala spadków w przetwórstwie (tj. produkcji z wyłączeniem budownictwa oraz energetyki) była większa i wyniosła -1,1%. Pesymistyczny wydźwięk publikacji nieco złagodziła rewizja w górę sierpniowych danych o produkcji do +1,6% z +1,4% m/m.

Wrześniowe spadki są w dużej mierze rezultatem niskiej produkcji pojazdów, która spadła o ponad 7% w wyniku efektów bazowych z sierpnia. Wtedy to bowiem zachwiany został wzorec sezonowy (w tym roku wyjątkowo nie obserwowaliśmy przestojów w fabrykach będących wynikiem sezonu urlopowego), przyczyniając się do sporych wzrostów w skali miesiąca. Po wyłączeniu branży motoryzacyjnej produkcja wzrosła o 0,3%. Poza wspomnianymi spadkami w kategorii pojazdów na wrześniowej produkcji szczególnie ciążyły górnictwo (-17%) oraz produkcja ubrań i tekstyliów (-5,9 %). Dobry wynik odnotowały branże produkcji napojów (+6,5%), leków (+6,1%), urządzeń dla górnictwa (+6,9%) oraz naprawa i instalacja maszyn (+6,4%).

Wrześniowe dane o produkcji przemysłowej potwierdzają wyłaniający się z indeksów IFO i PMI obraz stabilizacji wzrostu gospodarczego w największej gospodarce Unii Europejskiej. Model prognozujący PKB w oparciu o produkcję przemysłową wskazuje na umiarkowany wzrost w Q3 w wysokości 0,4% kw/kw.

które pozostają w coraz wyraźniejszych trendach wzrostowych, również w ujęciu bazowym, wskazuje to na rosnący popyt inwestycyjny, a tym samym pozwala optymistyczniej spojrzeć na przyszły wzrost gospodarczy w Niemczech.

Trend produkcji przemysłowej, styczeń 2010 = 1



Mimo wrześniowych spadków trend wzrostowy na wszystkich kategoriach dóbr pozostał utrzymany (patrz wykres). Pozytywnym sygnałem jest fakt, że największe wzrosty obserwowane są w kategorii dóbr kapitałowych. Wraz z dobrym odczytem zamówień przemysłowych (opublikowanych w ostatnią środę),



EURUSD fundamentalnie

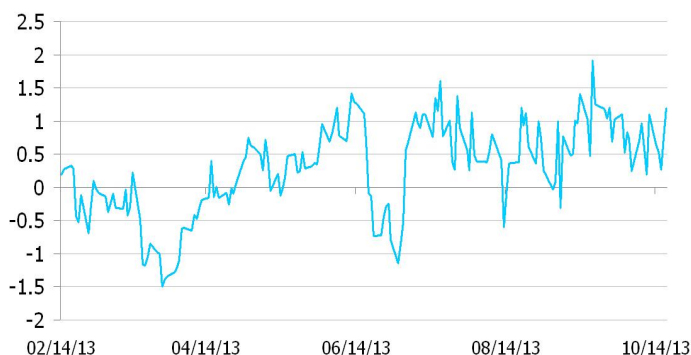
Cięcie stóp przez EBC wywołało monstrualną reakcję - EURUSD w przeciągu kilkunastu minut spadł o niemal dwie figury, ustanawiając nowe lokalne minima, a ruch został wzmocniony przez lepsze od oczekiwań dane ze Stanów Zjednoczonych. Późniejsze otrzymanie przyniosło powrót w okolice 1,34. Po pierwsze, pozytywna niespodzianka w danych o PKB to wyłącznie konsekwencja wysokiej kontrybucji zasobów, a trend pozostaje tak przeciętny, jak zawsze. Dane te nie uzasadniają zatem żywiołowej reakcji (stąd powrót dolara w innych parach do poziomów wyjściowych), a jedynie potwierdzają obecny bazowy dla rynków scenariusz (rozpoczęcie wycofywania QE w marcu). Po drugie, wprowadzenie rynku otrzymało od EBC przytyczek w nos, ale arsenał konwencjonalnych działań banku powoli się wycofuje, choć dostrzeżenie problemu niskiej inflacji sugeruje, że EBC będzie starać się powstrzymać euro przed nadmierną aprecjacją. Dzisiejsze dane z amerykańskiego rynku pracy będą prawdopodobnie pod wpływem wielu czynników jednorazowych, stąd trudno wyrokować a priori na temat reakcji rynku.

EURUSD technicznie

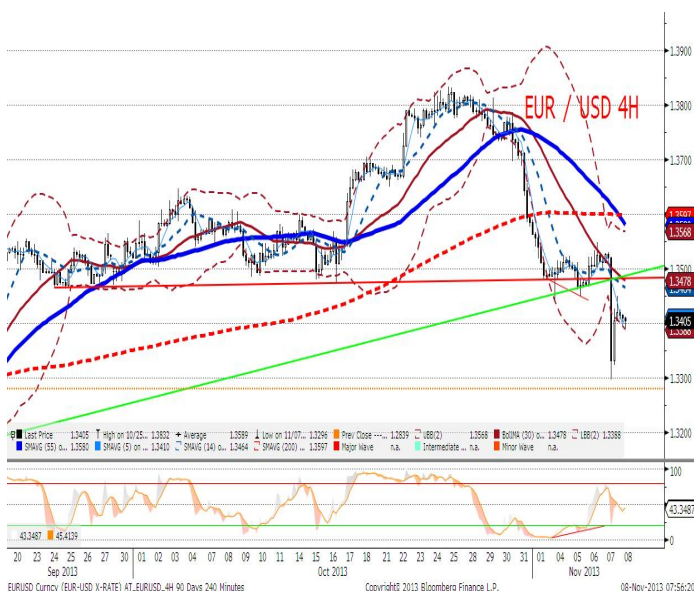
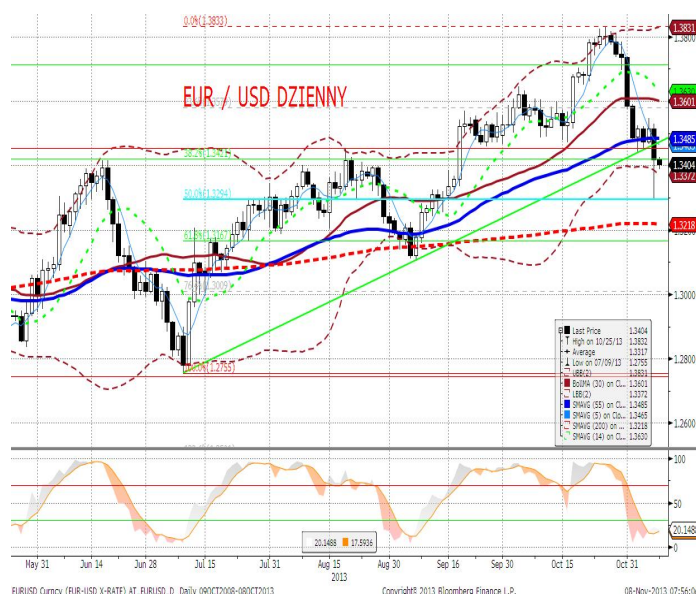
Wczoraj dzięki niespodziewanej decyzji ECB kurs przeciął linię trendu wzrostowego dzięki czemu uruchomiona została nasza warunkowa krótka pozycja. Otworzyliśmy więc pozycję short EURUSD po 1,3450 (S/L 1,3695, brak sztywnego T/P). Podczas wczorajszej sesji kurs dotarł do 50% zniesienia fibo po czym rozpoczął lekką korektę. Jednak długa czarna świeca przebijając linię trendu wraz z niedawnymi minimami wskazuje na duży impet ruchu zwiastując kontynuację spadków. Najbliższym wsparciem będzie wspomniane 50% zniesienie fibo (1,3294). Kolejne ważne wsparcie to przedział 1,3110 – 1,3170 gdzie znajduje się 61,8% zniesienie fibo oraz dolki z maja. Na tym poziomie upatrywalibyśmy pierwszego przystanku dla rozpoczętego wczoraj ruchu.

Wsparcie	Opór
1,3294	1,3690
1,3170	1,3480
1,3110	1,3440

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

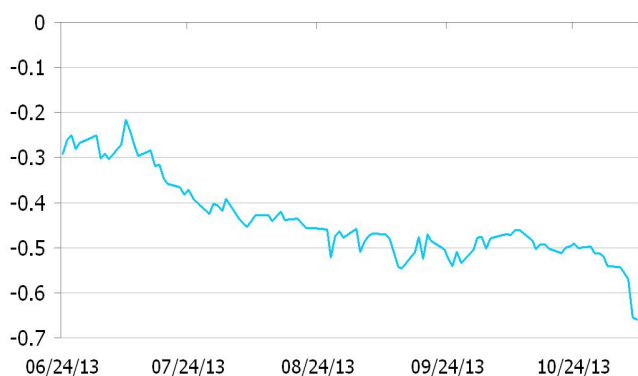
Złoty słabszy, ale po szalonym dniu. Zrekapitulujemy: stabilny poranek zakończony niewielkim umocnieniem złotego w wyniku dobrej aukcji SPW; na odreagowanie kursu po aukcji nałożyła się zaskakująca decyzja Banku Czech (więcej w sekcji analizy), która rykoszetem uderzyła w kurs złotego; cięcie stóp procentowych w strefie euro przyniosło z kolei gwałtowne umocnienie złotego z 4,18 do 4,15; aprecjacje PLN zakończyła publikacja lepszych danych z USA, a w sesji popołudniowej i wieczornej EURPLN wzrósł w okolice 4,20. Wnioski? Najważniejszą determinantą zmienności kursu złotego jest stan polityki pieniężnej na świecie i oczekiwania rynków co do niego. Perspektywa wycofywania QE i powolnej normalizacji PP w Stanach Zjednoczonych uderza w polską walutę, choć oczywiście w mniejszej skali niż w przypadku innych rynków wschodzących.

EURPLN technicznie

W ciągu wczorajszej sesji kurs złotego przebił dolne ograniczenie range'u tylko po to aby w po chwili rozpocząć marsz na północ zakończony w okolicach niedawnych maksimów. Złoty rozpoczął korektę wokół poziomu w którym zbiegają się MA200 i MA55 na wykresie dziennym, 50% zniesienie fibo oraz niedawne maksima. Z drugiej strony impet ruchu deprecyjnego PLN wskazuje na sporą siłę kupujących, co sugeruje, że korekta może być zbyt mała aby móc na niej zarobić. Z zajęciem pozycji czekamy więc na wyraźny sygnał kupna, czyli przebicie poziomu 4,2040.

Wsparcie	Opór
4,1910	4,2200
4,1800	4,2098
4,1600	4,2040

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	2.7	2.73
2Y	2.94	2.99
3Y	3.08	3.23
4Y	3.28	3.44
5Y	3.43	3.60
6Y	3.56	3.73
7Y	3.68	3.84
8Y	3.77	3.93
9Y	3.84	4.00
10Y	3.89	4.05

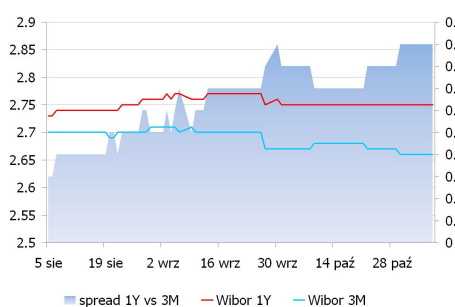
depo	BID	ASK
ON	2.5	2.8
1M	2.3	2.5
3M	2.3	2.5

FRA	BID	ASK
1x2	2.57	2.62
1x4	2.65	2.70
3x6	2.64	2.69
6x9	2.65	2.70
9x12	2.73	2.78

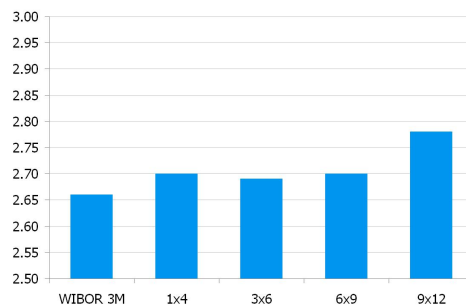
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1696
USD/PLN	3.0844
CHF/PLN	0.5470

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3419
EUR/JPY	131.62
EUR/PLN	4.1955
USD/PLN	3.1251
CHF/PLN	3.4110

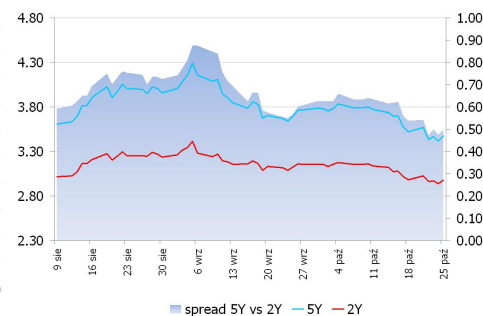
WIBOR 3M i 1Y



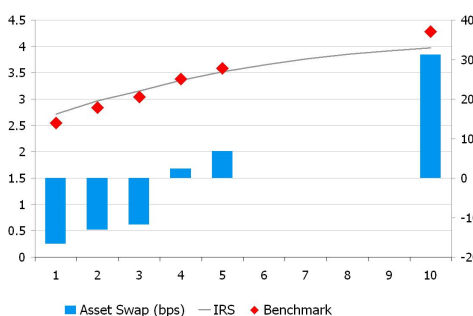
WIBOR 3M i stawki FRA



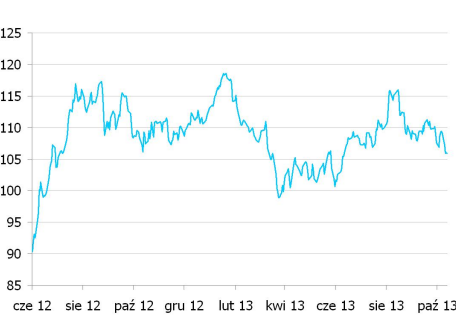
IRS 5Y i 2Y



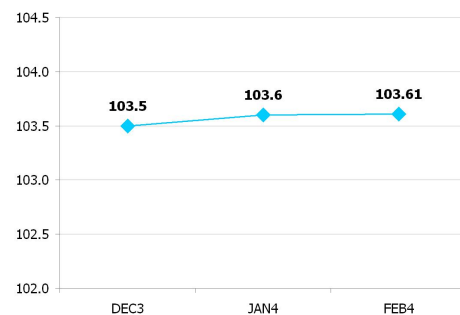
Asset swap i IRS



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 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, KOOPEANTÓW, 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.