

**Biuro 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

Paulina Ziemińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.ziemińska@brebank.pl

Departament Rynków Finansowych

Transakcje Walutowe
Marcin Turkiewicz
tel. +48 22 829 01 84
marcin.turkiewicz@brebank.pl

Transakcje Stóp Procentowych
Łukasz Barwicki
tel. +48 22 829 01 93
lukasz.barwicki@brebank.pl

**Departament Sprzedaży
Rynków Finansowych**

Współpraca z Klientami
Bogusław Goleń
tel. +48 22 829 02 11
bogdan.golen@brebank.pl

Klienci Finansowi
Inga Gaszkowska-Gębska
tel. +48 22 829 12 05
inga.gaszkowska-gebska@brebank.pl

Instrumenty Strukturyzowane
Jacek Jurczyński
tel. +48 22 829 15 16
jacek.jurczynski@brebank.pl

BRE Bank S.A.

18 Senatorska St.
00-950 Warszawa
tel. +48 22 829 00 00
fax. +48 22 829 00 33
<http://www.brebank.pl>

Spis treści

Główne wskaźniki makroekonomiczne	2
Polityka monetarna	3
Listopadowa obniżka będzie początkiem cyklu obniżek stóp procentowych. Naszym zdaniem będzie on bardziej readdykalny niż spodziewa się RPP (z wypowiedzi wynika, że około 75pb) oraz rynek (125pb). Powodem recesja w I połowie 2013 roku oraz silniejszy spadek inflacji.	
Gospodarka polska - Recesja w I połowie 2013 roku	4
W pierwszej połowie 2013 roku spodziewamy się recesji. Wynika to przede wszystkim z jednego spostrzeżenia: 2009 rok zamknął się na plusie w wyniku zbiegu okoliczności wspierającego popyt wewnętrzny. 2013 rok to okres dziury infrastrukturalnej, ograniczenia prywatnych inwestycji z uwagi na wyhamowanie koniunktury i trudniejszy dostęp do kredytu, restrykcyjnej polityki fiskalnej oraz słabej konsumpcji (stopy oszczędności nie da się obniżyć bardziej).	
Euromonitor	6
Na rynku	7
Nie widzimy przesłanek do zmiany trendu na polskich papierach. Nie widzimy też podstaw do nowego, kierunkowego scenariusza dla EURUSD. W perspektywie przełomu roku 2012/2013 spodziewamy się osłabienia złotego z uwagi na czynniki cykliczne. Dane listopadowe mogą nie dać jednak podstaw do znacznych ruchów już teraz, zwłaszcza biorąc pod uwagę trend na polskich obligacjach.	
Kalendarz publikacji danych	10

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	2008	2009	2010	2011	2012 F	2013 F
PKB r/r (%)	5.1	1.6	3.9	4.3	2.1	0-0.5
Inflacja CPI r/r (średnio %)	4.3	3.5	2.8	4.2	3.8	2.5
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-5.3	-1.6	-4.5	-4.9	-2.6	-2
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	9.5	12.1	12.4	12.5	13.0	14.2
Stopa ref. NBP (koniec okresu %)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25

	2012	2012	2012	2012	2013	2013	2013	2013
	Q1	Q2	Q3 F	Q4 F	Q1 F	Q2 F	Q3 F	Q4 F
PKB r/r (%)	3.6	2.3	1.6	1.0	-0.6	-0.4	0.4	1.4
Konsumpcja prywatna r/r (%)	1.7	1.2	0.8	0.7	0.5	0.3	0.6	1.1
Konsumpcja publiczna r/r (%)	-0.8	0.5	1.2	1.2	0.5	0.5	0.5	0.5
Inwestycje r/r (%)	6.0	1.3	-3.0	-6.0	-7.0	-6.0	-5.0	-3.0
Inflacja (średnio %)	3.9	4.0	3.9	3.2	2.6	2.4	2.3	2.5
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	13.3	12.4	12.4	13.0	13.2	13.3	13.5	14.2
Stopa ref. NBP (% koniec okresu)	4.50	4.75	4.75	4.25	3.75	3.25	3.25	3.25
Wibor 3M (% koniec okresu)	4.94	5.13	4.92	4.45	3.95	3.45	3.45	3.45
Rentowność obligacji 2-letnich (%)	4.62	4.60	4.05	3.73	3.62	3.55	3.75	3.80
Rentowność obligacji 10-letnich (%)	5.50	5.15	4.69	4.55	4.40	4.50	4.65	4.65
EUR/PLN (koniec okresu)	4.15	4.22	4.12	4.25	4.30	4.20	4.10	4.00
USD/PLN (koniec okresu)	3.11	3.35	3.20	3.32	3.23	3.11	3.15	3.20

F - prognoza



Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Kwi 2012	Maj 2012	Cze 2012	Lip 2012	Sie 2012	Wrz 2012	Paź 2012
PKB i produkcja							
PKB (%)			2.4				
Popyt krajowy (%)			-0.2				
Spożycie indywidualne (%)			1.5				
Nakłady brutto na środki trwałe (%)			1.9				
Wartość dodana (%)			2.2				
w przemyśle (%)			1.6				
w budownictwie (%)			1.4				
w handlu (%)			0.3				
Produkcja przemysłowa r/r (%)	2.9	4.6	1.2	5.2	0.5	-5.2	1.7
Produkcja przemysłowa m/m (%)	-7.5	4.5	-2.0	-2.3	-0.8	6.1	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	5.5	7.7	6.4	6.9	5.8	3.1	3.2
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	-2.4	0.9	0.2	1.3	0.1	-1.3	
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3719.8	3618.0	3754.5	3700.0	3686.4	3640.8	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	3.4	3.8	4.3	2.4	2.7	1.6	3.6
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-1.3	-2.7	3.8	-1.5	-0.4	-1.2	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	
Stopa bezrobocia (%)	12.9	12.6	12.4	12.3	12.4	12.4	12.5
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	0.6	0.2	0.2	-0.5	-0.3	0.1	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	4	3.6	4.3	4	3.8	3.8	3.4
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	2.7	2.3	2.3	2.3	2.1	1.9	1.7
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	0.7	0.4	-0.5	-0.4	0	0.5	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	4.4	5.2	4.4	3.6	3	1.8	1.5
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	870.6	884.2	884.7	886.9	895.5	892.8	894.9
Podaż pieniądza r/r (%)	10.3	11.3	11.1	11.1	9.8	7.6	7.1
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	10.1	9.9	7.6	3.6	3.5	1.2	1.9
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	13.9	14.6	12.4	11.1	10.9	8.0	7.5
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	11.9	13.0	13.1	12.4	11.9	10.3	9.5
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	4.2	4.7	2.4	4.0	2.0	-2.7	-3.0
Zagranica							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-734	-403	-1025	-711	-633	-998	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.17	4.39	4.22	4.12	4.17	4.12	4.14
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.15	3.55	3.35	3.35	3.31	3.20	3.19
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP (%)	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
Stopa lombardowa (%)	6.00	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25
Stopa depozytowa (%)	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
WIBOR 3M (%)	4.85	5.01	5.03	5.01	4.89	4.82	4.63
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.66	4.79	4.60	4.20	4.06	4.05	3.87
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	4.89	5.04	4.72	4.42	4.32	4.18	4.08
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	5.41	5.45	5.15	4.87	4.84	4.69	4.58
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	2.6	2.4	2.4	2.4	2.6	2.7	2.5
PKB w strefie euro r/r (%)			-0.4				
Stopa podstawowa ECB (%)	1.00	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Inflacja w USA r/r (%)	2.3	1.7	1.7	1.4	1.7	2.0	
PKB w USA r/r (%)			1.3			2.0	
Stopa docelowa Fed Funds (%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25

Źródło: Bloomberg; Reuters; NBP; GUS; EBC; Fed; Eurostat.

Prognozy oznaczono kursywą.



Polityka monetarna

Oczekujemy obniżki stóp o 25pb. w listopadzie

Na posiedzeniu październikowym RPP de facto zapowiedziała rozpoczęcie poluzowania monetarnego. Zapowiedź tą wzmocniły kolejne komentarze członków RPP, w tym tych znanych z jastrzębich poglądów. Publikowane dane (w tym ujemna dynamika produkcji przemysłowej) praktycznie rozwiały wątpliwości co do zasadności rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych. Kwestie reputacyjne oraz niepewność (w przekonaniu RPP) co do reakcji rynków (a w szczególności kursu złotego) na bardziej agresywne ruchy RPP sugeruje, że Rada obniżyć stopy będzie w krokach po 25pb. Komentarz pozostawi oczywiście furtkę do dalszego poluzowania.

Dziś równoległe z decyzją RPP zostaną opublikowane wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej. Ścieżka projekcji zostanie oczywiście obniżona względem poprzedniej wersji zarówno w przypadku PKB, jak i inflacji (powrót do celu w przyszłym roku). Jest jednak mało prawdopodobne, aby rewizja projekcji okazała się „drastyczna” i znacząco wpłynęła na konsensus rynkowy. Naszym zdaniem realizacja ścieżki PKB i inflacji mogą okazać się jednak jeszcze niższe niż wskazania projekcji (recesja w I połowie 2013 i inflacja w celu w I kw. 2013). Będzie to oczywiście skutkować głębszym niż obecnie wyceniane poluzowaniem monetarnym (skala nawet 150pb).

Ernest Pytlarczyk

Gospodarka polska - Recesja w I połowie 2013 roku

Konsensus prognoz wzrostu polskiej gospodarki jest ciągle oparty na wierze w (kolejny, wzorem 2009 roku) szczęśliwy zbieg okoliczności i tym samym ciągle jest zbyt optymistyczny. Tym razem rzeczywistość może okazać się zdecydowanie mniej różowa, a Polska gospodarka pomimo oddalenia obaw o rozpad strefy euro i kryzys finansowy może niebawem znaleźć się w recesji. Dla jasności, nie chodzi nam jedynie o „techniczną recesję” (dwa kwartały spadku PKB - według definicji, która krąży w przestrzeni medialnej). Ta prawdopodobnie rozpoczęła się już w III kwartale tego roku. Przy braku tradycji, jak to ma choćby miejsce w USA, gdzie oficjalnie ogłasza się początek i koniec recesji i przy wątpliwej jakości danych odsezonowanych recesja techniczna jest w Polsce trudno weryfikowalna. Oczekujemy zatem również, że PKB spadnie w ujęciu rocznym w I połowie 2013. Będzie to oznaczało ogólnogospodarcze obniżenie aktywności ekonomicznej, spadki zatrudnienia, wzrost bezrobocia oraz wyraźny wpływ na procesy dezinflacji w Polsce (obniżenie inflacji bazowej) - nie oczekujemy drobnej czkawki, tylko logicznych następstw spowolnienia, w jakie weszła polska gospodarka dobre 2-3 kwartały wcześniej. Jakie obserwacje pchają nas w stronę tak negatywnego scenariusza?

Stagnacja w strefie euro

Pomimo podtrzymania integralności unii monetarnej w strefie euro ciągle nie udało się wygenerować przyzwoitego ożywienia gospodarczego. Prawdopodobnie dzięki gotowości ECB do skupu obligacji rządowych „ubezpieczono” rynki finansowe przed kolejnym kryzysem, jednak popyt na kredyt ciągle nie rośnie, zmniejsza się zaangażowanie grup bankowych na rynkach inne niż macierzyste - kontynuowana jest tzw. polityka delewarowania. Krajom peryferii ciągle daleko do ustabilizowania sytuacji na rynku pracy, czy rynku nieruchomości. Nawet gospodarka niemiecka wyraźnie odczuwa ubytek popytu z peryferii oraz spowolnienie w Azji. Po słabym III kwartale, w IV kwartale Niemcy prawdopodobnie zanotują ujemne tempo wzrostu gospodarczego. Trudno w obecnych warunkach liczyć na impuls wzrostowy dla niemieckiego eksportu podobny w skali do tego z 2010 roku. Przekraczająca 95% korelacja polskiego eksportu z niemieckim każe zatem wątpić również w cudowne odbicie naszej wymiany handlowej.

Po licznych rewizjach danych GUS i NBP wyłania się nowy obraz dla tzw. eksportu netto. Otóż ta w gruncie rzeczy rezydualna miara już kontrybuuje i będzie istotnie kontrybuować do wzrostu PKB (nawet 3-4 punkty procentowe). Nie pozwoli jednak na utrzymanie dodatniego tempa wzrostu całej gospodarki w 2013 roku. Do tego konieczny byłoby silny, zewnętrzny impuls stricte eksportowy (a więc silne odbicie gospodarki globalnej), na co się nie zanoszą. Jest jeszcze inna droga - silne osłabienie złotego. Jest to droga, którą gospodarka polska po części wykorzystała w 2009 roku (jednak gros profitów z deprecjacji przypadł na rok 2010). Biorąc pod uwagę politykę wiodących banków centralnych skutkującą wygaszeniem zmienności kursów walutowych i dalej restrykcyjną politykę RPP - ten kanał również pozostaje na dzień dzisiejszy wyłączony. Jedyne na co w newralgicznym okresie najbliższych miesięcy możemy liczyć to umiarkowane osłabienie złotego, niezdolne do wygenerowania „big push” w skali, o której byśmy sobie tego życzyli. Obliczając elastyczność polskiego eksportu względem niemieckiego PKB, importochłonność eksportu polskiego (uwaga - zmienia się w cyklu, jest zdecydowanie niższa w okresie niskiego wzrostu PKB) można dojść do wniosku, że „big

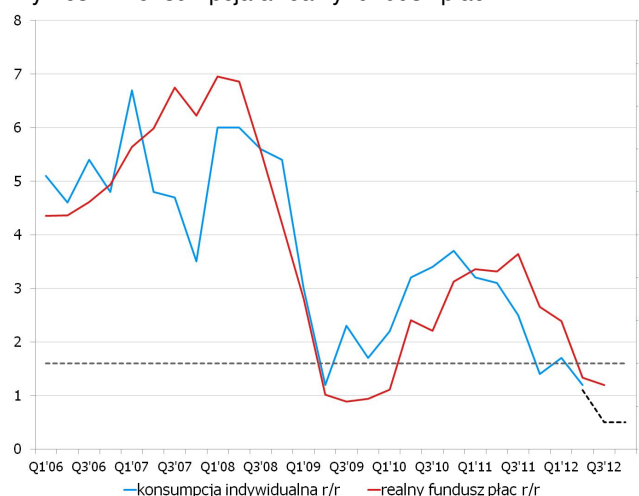
push” to przyspieszenie niemieckiej gospodarki w kategoriach marny z nieba, wartość 2pp. w pierwszej połowie roku - jest to wielkość charakterystyczna dla bardzo silnego ożywienia; ergo tym razem bardzo mało prawdopodobna.

Spadek popytu wewnętrznego

Wbrew obiegu opinii, to jednak nie popyt zewnętrzny, czy sytuacja w strefie euro, ale ubytek popytu krajowego zagwarantuje polskiej gospodarce recesję. Proces ten już zresztą się rozpoczął - w II kwartale popyt krajowy obniżył się o 0,2% w ujęciu rocznym. Rysują się wyraźne trendy spadkowe popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego.

Szoki inflacyjne z poprzednich dwóch lat dotyczyły części koszyka, w których popyt jest nieelastyczny cenowo (energia, żywność). Stąd też przełożyły się na uszczuplenie pozostałego do dyspozycji dochodu rozporządzalnego. Jedną z konsekwencji było niebezpieczne obniżenie stopy oszczędności, która oscylując wokół zera jest obecnie najniższa w regionie. Jakkolwiek odbudowa stopy oszczędności, choć w szczytnym celu wspierana atrakcyjnymi warunkami depozytowymi przez banki, w warunkach spadającego dochodu realnego - a to obecnie ma miejsce - musi przełożyć się na dalsze pro-cykliczne uszczuplenie konsumpcji prywatnej. Wspomniany (spadający) bieżący dochód realny staje się obecnie tym ważniejszy, że w odróżnieniu od lat prosperity, możliwości posiłkowania się kredytem (tak zwane wygładzanie konsumpcji) maleją. Co więcej, dostępne statystyki dotyczące wyceny majątku gospodarstw domowych (aktywów gospodarstw domowych) sugerują zmniejszenie tempa jego wzrostu; jeśli uwzględnimy sektor nieruchomości - majątek gospodarstw domowych spada. Możliwości finansowania konsumpcji poprzez zbycie aktywów są zatem również ograniczone (można zaryzykować także tezę, że nawet jeśli możliwość sfinansowania konsumpcji w ten sposób istnieje, to nie „zamożne” gospodarstwa domowe będą ograniczały konsumpcję, ale raczej te biedniejsze, borykające się z tak zwanym „twardym” ograniczeniem budżetowym i brakiem płynnych aktywów). Ratunek zatem wyłącznie w bieżącym dochodzie realnym.

Wykres 1: Konsumpcja a realny fundusz płac.

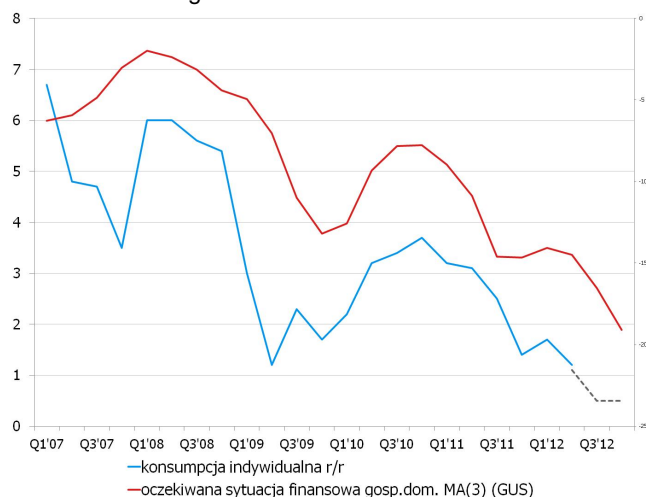


Źródło: Opracowanie własne, GUS.

Perspektywy wzrostu tej kategorii, nawet przy prawdopodobnym spadku inflacji w kolejnych kwartałach, są co najmniej mgliste. Spadające wyniki finansowe przedsiębiorstw, czy też walka o utrzymanie atrakcyjnych rynków zbytu zdecydowanie ogranicza żądania płacowe pracowników. Biorąc pod uwagę wszystkie wy-

mienione wcześniej czynniki spodziewamy się, że w najbliższych kwartałach dynamika wydatków konsumpcyjnych zbliży się do zera.

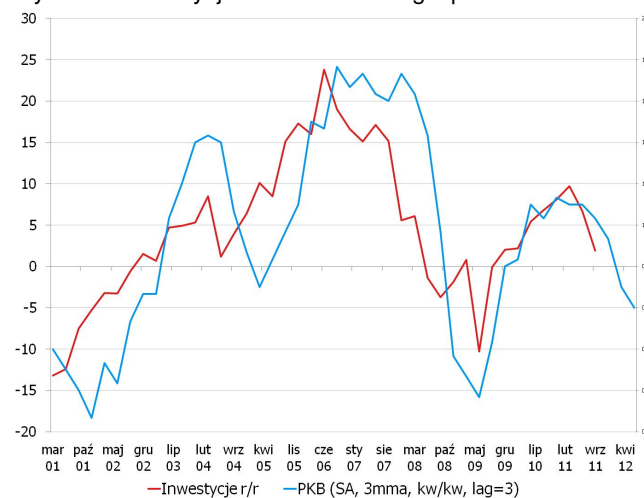
Wykres 2: Konsumpcja a oczekiwana sytuacja finansowa gospodarstwa domowego.



Źródło: Opracowanie własne, GUS.

Istotnym czynnikiem pogarszającym perspektywy dla rynku pracy i konsumpcji jest również wyhamowanie inwestycji infrastrukturalnych. Co więcej, związek inwestycji infrastrukturalnych z inwestycjami prywatnymi okazał się silniejszy niż oczekiwano. Dane o kredytach inwestycyjnych i badania ankietowe NBP z wyprzedzeniem potwierdzają, że przedsiębiorstwa jedynie kontynuują rozpoczęte inwestycje nie inicjując nowych projektów. W ujęciu historycznym powstrzymywanie się przedsięwzięć z nowymi inwestycjami w obliczu spowolnienia gospodarczego nie jest wyjątkiem, ale regułą. Proces ten oczywiście prowadził będzie do pogłębienia spowolnienia, na co żadnym panaceum nie będzie zapowiedziany przez premiera pakiet infrastrukturalny. Abstrahując od barier proceduralnych, sam (neutralny dla budżetu) program „inwestycje polskie” to zaledwie wypełnienie luki po ograniczeniu finansowania dla sektora budowlanego przez banki. Skala współfinansowania inwestycji z UE nie jest i zresztą nie mogłaby być wyższa w latach 2013-2014 niż szacunki sprzed expose (wielkość środków pozostałych z poprzedniej perspektywy budżetowej UE przecież się nie zmieniła). Inicjowanie wydatków inwestycyjnych w ramach projektów w energetyce (gazownie, kopalnie, bloki energetyczne - na bieżąco weryfikowane zresztą przez analityków sektorowych) na pewno nie pobudzi wzrostu już na początku 2013. Jest to związane ze specyfiką ponoszonych nakładów inwestycyjnych w tego typu inwestycjach, gdzie na pierwszym etapie wykonywane są stosunkowo proste i mało kapitałochłonne prace. Dynamika inwestycji może tym samym obniżyć się do poniżej -5% r/r.

Wykres 3: Inwestycje a momentum w gospodarce.



Źródło: Opracowanie własne, GUS.

Wreszcie, aspekt wydawałoby się drobny, lecz ważny. Tłuste lata konsumpcji publicznej mamy już za sobą, a więc dynamiki wydatków sektora GG na poziomie 4%+ to już przeszłość. Minister finansów musi obecnie balansować pomiędzy koniecznością stymulacji fiskalnej a utrzymaniem deficytu w ryżach. O ile programem „Inwestycje polskie” dałoby się stymulować nie wpływając na deficyt, taki sam mechanizm nie będzie możliwy do zrealizowania przy konsumpcji publicznej. Co więcej, losy tej kategorii idealnie ilustrują faktyczne realizacje wydatków w tym roku. Przy planie konwergencji zakładającym blisko 2% wzrost konsumpcji publicznej w tym roku, jeszcze w żadnym z kwartałów nie udało się wyjść choćby na plus w ujęciu rocznym. Uważamy, że zaciskanie pasa będzie regułą, a nie wyjątkiem. O stymulacji fiskalnej w postaci obniżek podatków, czy obniżek składek (tak jak miało to miejsce w roku 2008 i było wsparciem podczas spowolnienia) możemy tylko pomarzyć.

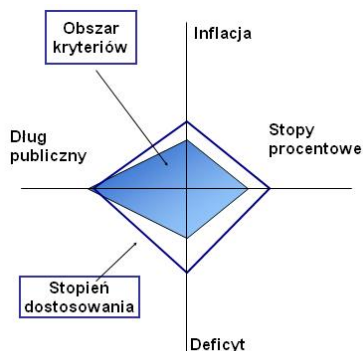
Podróż po składowych Produkcie Krajowego Brutto kończymy smutną konkluzją - w perspektywie najbliższych kwartałów polską gospodarkę czeka recesja. Ten również i psychologiczny fenomen wpływać oczywiście będzie na percepcję decydentów i rynków finansowych.

Ernest Pytlarczyk
Marcin Mazurek

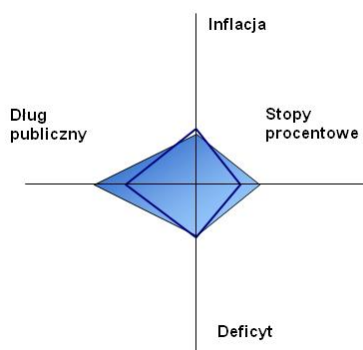
Kryteria konwergencji*

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,97% (wrzesień 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,70% (wrzesień 2012)
- Deficyt sektora GG: <3,0% PKB
- Dług publiczny: < 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

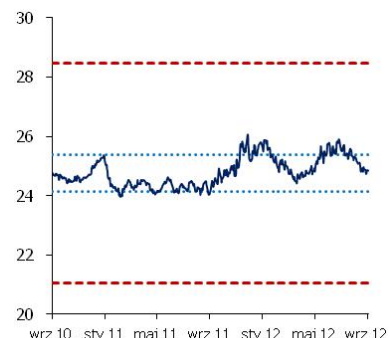
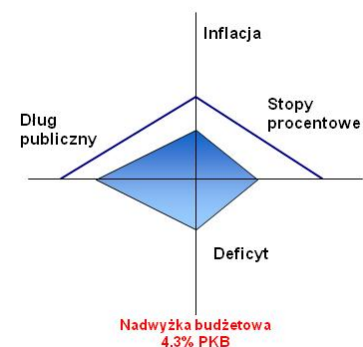
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

POLSKA


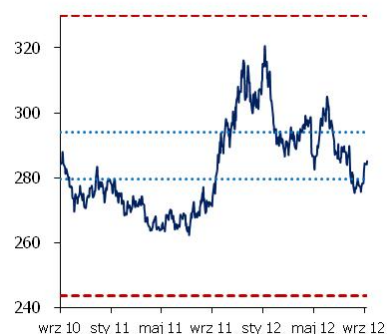
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,1% (wrzesień 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,85% (wrzesień 2012)
- Deficyt sektora GG: 5,1% PKB (2011)
- Dług publiczny: 56,3% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


CZECHY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,5% (wrzesień 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 2,41% (wrzesień 2012)
- Deficyt sektora GG: 3,1% PKB (2011)
- Dług publiczny: 41,2% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


WĘGRY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 5,3% (wrzesień 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,28% (wrzesień 2012)
- Nadwyżka sektora GG: 4,3% PKB (2011)
- Dług publiczny: 80,6% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie



*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc.), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji), stabilność finansów publicznych (brak procedury nadmiernego deficytu, co wymaga utrzymania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, a długu publicznego poniżej 60% PKB), stabilność kursu walutowego (co najmniej dwa lata w systemie ERM2 bez poważnych napięć, czyli w granicach +/-15% od kursu centralnego) oraz zgodność legislacji (dostosowanie przepisów prawnych do wymogów UE). W naszym zestawieniu na bieżąco (w miarę publikacji danych przez Eurostat) monitorujemy stopień spełnienia pierwszych czterech kryteriów przez Polskę, Czechy i Węgry. Europejski Bank Centralny oraz Komisja Europejska co najmniej raz na dwa lata przygotowują raporty o konwergencji, oceniające stopień spełnienia kryteriów konwergencji, będący podstawą dla decyzji Rady UE o wyrażeniu zgody na przystąpienie danego państwa do strefy euro.

Na rynku

Rynek obligacji

Kontynuacja rally na polskich obligacjach. Obligacje zyskiwały wraz z erupcją oczekiwań na bardziej agresywne obniżki stóp procentowych po szeregu mało optymistycznych danych z polskiej gospodarki (płace, produkcja). Drugie expose premiera Tuska wbrew obawom części inwestorów wcale nie przyniosło zapowiedzi istotnego wzrostu deficytu budżetowego i nie stało się przeszkodą dla kontynuacji wzrostów cen polskich obligacji. Końcówka miesiąca była już mniej korzystna dla obligacji. Rentowności 10-letnich obligacji na poziomie 4,46% zaczęły wyglądać mało atrakcyjnie - szczególnie względem papierów z peryferii strefy euro. Październik kończyliśmy w setupie korekcyjnym czekając na sygnał do bardziej istotnej korekty.

Do korekty jednak nie doszło. Napływ środków do dedykowanych funduszy Emerging Markets ciągle jest bardzo dynamiczny. Dwa wydarzenia napływ ten dodatkowo stymulowały. Były to obniżka stóp w Czechach oraz podwyżka ratingu Turcji. Czynniki te przełożyły się również na dalszy napływ zagranicznego kapitału portfelowego na polski rynek obligacji. Z początkiem listopada rentowności polskich obligacji obniżyły się do historycznie rekordowych poziomów (10-lat handlowano z rentownością 4,36%).

Na rynku globalnym ze względu na postępującą zapaść gospodarczą w krajach peryferii strefy euro oraz politykę ich rządów (Hiszpania ciągle nie chce zwrócić się o pomoc do ESM, w Grecji w zasadzie nic nie działa i konieczna jest nowa restrukturyzacja tym razem z udziałem ECB, IMF i państw członkowskich strefy euro) zatrzymana została kompresja spreadów wewnątrz strefy euro. Trend ten prawdopodobnie zostanie za jakiś czas wznowiony dzięki determinacji ECB (w taki scenariusz wierzymy). Najpierw możemy mieć jednak do czynienia z umiarkowanym wzrostem awersji do ryzyka. Czynniki, które mogą ją wzmacniać będą wyniki wyborów w USA. Zwycięstwo Obamy zgodnie z przeważającą większością analiz jakie zdołaliśmy przeczytać będzie oznaczało zaognienie dyskusji wokół tzw. fiscal cliff i będzie odebrane jako złe dla akcji a dobre dla amerykańskich obligacji, albo dobre dla bezpiecznych obligacji w ogóle. Pytanie do jakiej grupy zaliczyć polskie papiery - my myślimy, że jednak ciągle do grupy tych quasi bezpiecznych.

Wracając do polskich obligacji, niewątpliwie zabrakło tzw. triggera (w niewątpliwym korekcyjnym setupie, który uformował się na przełomie października i listopada) do korekty. Tym sygnałem mogłyby być choćby ekstremalne zmiany w awersji do ryzyka lub negatywne czynniki lokalne, polskie. Z tymi pierwszymi na pewno ostatnio nie mieliśmy do czynienia, a te ostatnie (ryzyko kredytowe Polski) w ogóle wydają się nam mniej prawdopodobne w krótkim okresie (w szczególności w listopadzie) ze względu na jednak lepsze publikacje makro w listopadzie (efekt dwóch dni roboczych więcej r/r), dobrą politykę informacyjną MinFin'u i rządu nawet przy rosnącym deficycie budżetowym (choć pamiętajmy, że zmiany ryzyka kredytowego następują zazwyczaj bardzo gwałtownie). Po rally na niemieckim bundzie polskie obligacje przestały nawet wyglądać na relatywnie bardzo drogie. Podsumowując, ciągle nie widzimy przesłanek do zmiany trendu na polskich papierach.

Wykres 1: Rentowności polskich obligacji



Źródło: Bloomberg

Ernest Pytlarczyk

Rynek walutowy

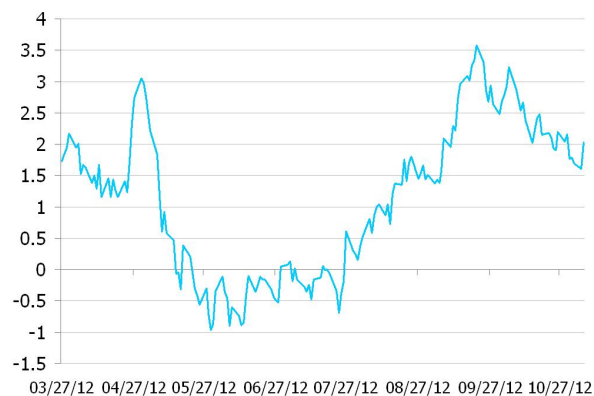
EURUSD

Kurs zakończył miesiąc na poziomie 1,2958 a więc nieco wyżej w porównaniu do otwarcia (1,2858). Typowana przez nas konsolidacja lub „dalsze osuwanie się” kursu sprawdziły się.

W tym miesiącu w dalszym ciągu nie widać kierunkowego scenariusza dla pary EURUSD. Wygrana Baracka Obamy w wyborach prezydenckich (bez zmian układu sił w nadal zdominowanym przez demokratów senacie i republikańskiej izbie reprezentantów) to większe prawdopodobieństwo większej konsolidacji fiskalnej, co rynki finansowe wydają się już dyskutować. Nie wydaje nam się, że ten pogląd zostanie już zakwestionowany w listopadzie (targi pomiędzy administracją a republikańską rozstrzygną się dopiero w ostatnim momencie). Nie wiemy jednak, jak rynki finansowe zapatrują się na perspektywę wzrostu gospodarki amerykańskiej w 2013 roku; przy obecnym niezłym momentum gospodarki, szok spowodowany konsolidacją powinien być łatwiej akomodowany w sferze realnej. Ze strony strefy euro nierozwiązana pozostaje kwestia zwrotu się Hiszpanii po pomoc oraz kontynuacja pomocy dla Grecji (prace nad nowych programem trwają); dodatkowo, raczej nieoczekiwane pograżanie się gospodarki niemieckiej w recesji stawia pod znakiem zapytania sukces (sens?) konsolidacji fiskalnej w pozostałych krajach ugrupowania. W takiej nie można wykluczyć, że sama zapowiedź działania ECB wystarczy, aby podtrzymać stabilną sytuację na rynkach finansowych.

Reasumując, większy fiscal cliff w USA to większy spadek rentowności treasuries oraz różnica stóp procentowych na niekorzyść dolara (dodatkowo oznacza to przestrzeń do hojniejszej stymulacji monetarnej). Przy nieco mniejszej niepewności odnośnie kondycji gospodarki amerykańskiej jako lokomotywy globalnego wzrostu, symptomach odbicia w gospodarce chińskiej, popyt na dolary z przyczyn ostrożnościowych (safe haven bid) powinien również być mniejszy. Pytanie tylko, czy te czynniki zrównoważą (lub przeważą) czynniki negatywne dla EUR, w tym możliwość potencjalnie nieograniczonej kreacji pieniądza przez ECB. Stąd stawiamy nadal na konsolidację (ubezpieczenie od silnego, negatywnego ruchu w dół oferuje krótkoterminowo ECB).

Wykres 2: Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp



* 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

Źródło: Reuters, obliczenia własne

Sytuacja techniczna. Kurs znajduje się w zniżującym kanale, który stanowi flagę korekcyjną z fali wzrostowej (jest to nowa fala,

gdyż wykroczyła ponad 61,8% zniesienie Fibo) zapoczątkowanej na początku września. Silny opór znajdzie się na poziomie 1,2750/70 (pivot minimów intraday ostatniej świecy z impulsu wzrostowego oraz dołu kanału deprecjacyjnego). Przełamanie otworzy drogę do 1,2600. Bardziej prawdopodobny jest jednak marsz w górę kanału i atak na ostatnie maksima (1,3170).

Wykres 3: EURUSD (tygodniowy)



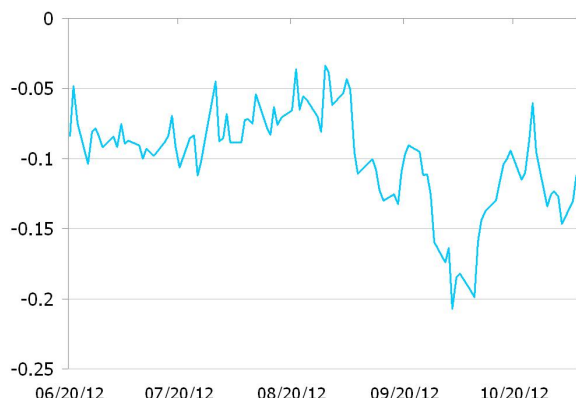
Źródło: Reuters

EURPLN

Kurs EURPLN osłabił się w ciągu miesiąca do 4,1360 wobec otwarcia na poziomie 4,1120. Lansowany przez nas scenariusz osłabienia EURPLN zrealizował się (nazwijmy to jednak konsolidacją), choć nie są to oczywiście poziomy, których osiągnięcia spodziewamy się w bieżącym cyklu. W dalszym ciągu oczekujemy osłabienia złotego w okolice 4,25 na przełomie roku 2012/2013, jednak pełna skala osłabienia nie zrealizuje się jeszcze w tym miesiącu i można się spodziewać kontynuacji konsolidacji. Dlaczego?

O ile spodziewamy się recesji w pierwszej połowie 2013 roku, listopadowe dane makro mogą być lepsze niż wrześniowe z uwagi na pozytywny efekt dni roboczych. Tym samym - pomimo obniżki stóp RPP oraz niższej projekcji inflacyjnej - do pełnej rewizji konsensusu rynkowego oraz związanej z tym rewizji oczekiwań na obniżki stóp procentowych (obecnie rynek wycenia 125 punktów bazowych rozluźnienia monetarnego) dojdzie jeszcze nie w tym miesiącu. Tym samym złotego mogą nadal wspierać relatywnie wysokie krótkie stopy procentowe (carry) oraz napływ na rynek obligacji. Te czynniki mogą powoli schodzić na dalszy plan, choćby wraz z pogorszeniem wskaźników fiskalnych (ostatnia niespodzianka ze strony deficytu tłumaczy się odkładaniem wydatków; o problemach po stronie wydatkowej rynek „dowie się” prawdopodobnie wtedy, gdy konsensus zdryfuje w okolice naszego scenariusza na 2013 rok). Jest na to jednak zbyt wcześnie i nie byłibyśmy nadmiernie zdziwieni, gdyby złoty zdołał utrzymać się w listopadzie w przedziale 4,10-4,16.

Wykres 4: Czynn timer 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 czynn timer krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynn timer krajowe

Źródło: Reuters, obliczenia własne

Sytuacja techniczna. Kurs nie spada, ale też nie buduje silnego wzrostowego momentum. Przebiecie niejako bokiem linii średnioterminowego trendu spadkowego (seledynowa) sugeruje konsolidację, przy czym MA200 stanowi obecnie solidny opór (tam też przebiega linia ograniczająca górę poroczczyka - fioletowa). Silniejsze momentum wygeneruje się po przebicciu 4,07-08 w dół (cel na 4,0256) lub 4,16 w górę (cel na 4,2172 oraz 4,25 jako b. ważny węzeł dwóch trendów).

Wykres 5: EURPLN (tygodniowy)



Źródło: Reuters

Marcin Mazurek



Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Listopad 2012	Grudzień 2012	Styczeń 2013
POLSKA			
Inflacja CPI	14	13	
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	20	19	
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	19	18	
PKB	30	-	
Koniunktura gospodarcza	22	20	
Podaż pieniądza M3	14	14	14
Bilans płatniczy	12	13	18
Inflacja bazowa	21	20	
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	7
Posiedzenie RPP	6-7	4-5	8-9
STREFA EURO			
Inflacja HICP	15	14	16
PKB	-	6	-
Posiedzenie ECB	8	6	10
USA			
Inflacja CPI	15	14	16
PKB	29	20	30
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	2	7	4
Zamówienia na dobra trwałe	27	24	28
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	3	2
Posiedzenie Fed	-	12	30

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 UPREDZONIEGO 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 MIĘDZYBANKOWEGO 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, WSPÓLPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, 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 UPREDZONĄ PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.