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 Ziembińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.ziembinska@brebank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@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		
12.11.2012 PONIEDZIAŁEK							
0:50	JAP	PKB q/q *prelim* (%)	3Q		-0.9	0.1 (r)	-0.9
14:00	POL	Saldo rachunku obrotów bieżących (mln EUR)	wrz	-998	-784	-633	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	wrz		12798	12030	
14:00	POL	Import (mln EUR)	wrz		12539	12078	
13.11.2012 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	paź		6.3	6.6	
11:00	GER	Wskaźnik ZEW	lis		-8.0	-11.5	
14.11.2012 ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		-1.7	0.6	
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	paź	7.1	7.2	7.6	
14:00	POL	CPI r/r (%)	paź	3.4	3.4	3.8	
14:30	USA	PPI r/r (%)	paź		2.7	2.1	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		-0.1	1.1	
15.11.2012 CZWARTEK							
8:00	GER	PKB kw/kw *prelim* (%)	3Q		0.2	0.3	
9:00	CZE	PKB r/r *prelim* (%)	3Q		-1.2	-1.0	
9:00	HUN	PKB r/r *prelim* (%)	3Q		-1.2	-1.3	
11:00	EUR	CPI r/r (%)	paź		2.5		
11:00	EUR	PKB r/r *prelim* (%)	3Q		-0.5	-0.5	
14:30	USA	CPI r/r (%)	paź		2.0	2.0	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt)	lis		-7.20	-6.16	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.11			355	
15:00	POL	Wykonanie budżetu ytd (%)	paź			60.4	
16.11.2012 PIĄTEK							
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.2	0.4	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Dziś opublikowane zostaną dane o bilansie płatniczym za wrzesień - oczekujemy większego niż konsensus rynkowy wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących (i o prawie 400 mln EUR niższego niż w sierpniu) pomimo nadwyżki na rachunku handlowym. W środę opublikowany zostanie wskaźnik CPI oraz dane o podaży pieniądza. Presja inflacyjna wygasa, co razem z wysoką bazą z 2011 roku na kategoriach tj. energia, żywność i paliwa przekłada się na oczekiwany spadek CPI do 3,4% r/r (nasza prognoza jest zgodna z konsensusem). Nasze oczekiwania na wzrost podaży pieniądza M3 w październiku są niższe niż konsensus, co odzwierciedla pogarszającą się sytuację finansową zarówno przedsiębiorstw jak i gospodarstw domowych. W czwartek podane zostanie wykonanie budżetu po październiku.

• **Gospodarka globalna.** Globalnie tydzień pod znakiem europejskich odczytów PKB - jedynie Niemcy mają szansę na delikatny wzrost w III kw., jednak nawet tam dane o większej częstotliwości wskazują na spadek PKB w IV kw. Wskaźniki za październik dla Stanów Zjednoczonych (w tym tygodniu m.in. sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa) mogą być zaburzone przez wpływ huraganu Sandy, jednak nie powinien on zaburzyć obrazu powolnego wzrostu gospodarki amerykańskiej. Poza publikacjami kluczowe będą wydarzenia polityczne dotyczące przyznania Grecji kolejnej transzy pomocy (pomimo uchwalenia oszczędnosciowego budżetu nie jest pewne czy Grecja ją dostanie).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Chojna-Duch: Obniżka stóp procentowych w grudniu powinna być głębsza niż o 50 pb, zaś w całym cyklu stop powinny być obniżone o więcej niż 175 pb.

• Glapiński: Dwie ćwiartkowe obniżki stóp procentowych w kolejnych miesiącach są najbardziej prawdopodobne. Spodziewam się, że spowolnienie będzie krótkookresowe (bez ryzyka recesji), a zatem jego wpływ na procesy dezinflacyjne będzie ograniczony. Inflacja pozostaje uporczywie wysoka, zatem obiekcje przed rozpoczęciem cyklu poluzowania polityku monetarnej są w pełni uzasadnione.

• Projekcja inflacyjna NBP: Inflacja CPI w horyzoncie projekcji będzie się stopniowo obniżać, powracając w okolicę celu inflacyjnego w II kwartale 2013 roku, po czym obniży się istotnie poniżej poziomu 2,5% r/r w 2014 roku. Tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ulegnie wyraźnemu obniżeniu do 1,5% w 2013 roku, aby w dłuższym horyzoncie projekcji, w ślad za poprawiającą się sytuacją za granicą oraz zmniejszeniem skali zacieśniania polityki fiskalnej, dynamika PKB przyspieszy, pozostając jednak poniżej potencjalnego tempa wzrostu (więcej czytaj w sekcji analizy).

• Grecki parlament uchwalił w nocy z niedzieli na poniedziałek budżet na rok 2013 r. przewidujący posunięcia oszczędnościowe w wysokości 9,4 mld euro, których domagała się trojka.

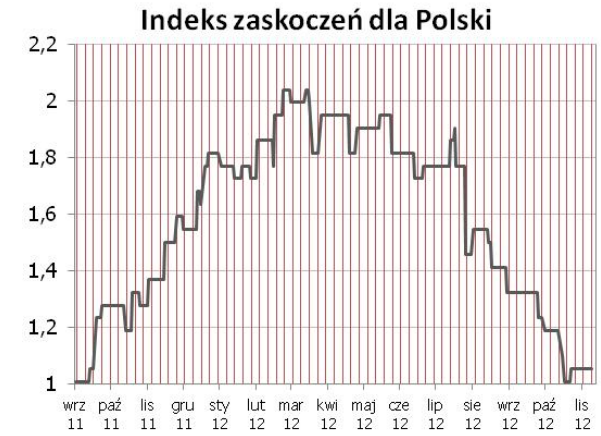
Decyzja RPP (5.12.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	0%
obniżka 25 bps	100%
PROGNOZA BRE	**obniżka 25 bps**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.361	0.003
USAGB 10Y	0.000	0.000
POLGB 10Y	4.291	-0.118

Dotyczy benchmarków Reuters

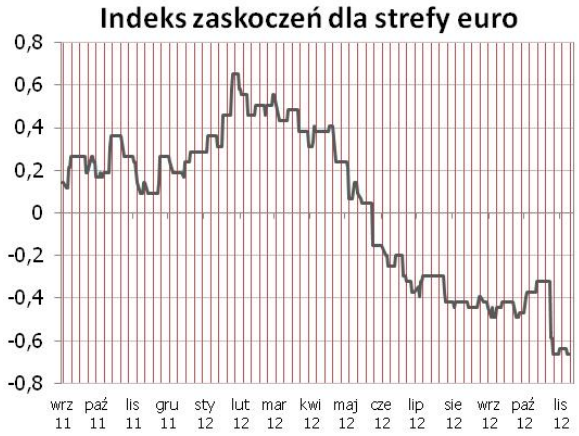
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA



Miniony tydzień upłynął bez publikacji danych makro, jednak w nadchodzącym tygodniu czeka nas sporo publikacji - z najistotniejszą inflacją w środę na czele. Wydaje się, że analitycy dostosowują już prognozy do głębszego spowolnienia (obserwowanego i oczekiwanego), co może wpłynąć na kontynuację stabilizacji indeksu zaskoczeń.

STREFA EURO



Miniony tydzień upłynął pod znakiem wyborów prezydenckich w USA oraz oczekiwania na głosowania greckiego parlamentu - jedyny odczyt odzwierciedlony w nieznacznym spadku indeksu zaskoczeń to produkcja przemysłowa w Niemczech (która nieoczekiwanie spadła we wrześniu 1,8% m/m). Niższe od wstępnych finalne odczyty indeksów PMI nie wpłynęły na zmiany indeksu zaskoczeń. Rozpoczynający się tydzień będzie znacznie bogatszy w publikacje - przede wszystkim PKB za III kw., jednak dopiero nowa porcja indeksów koniunktury wskaże czy indeks zaskoczeń osiagnął nowe niższe dno.

USA

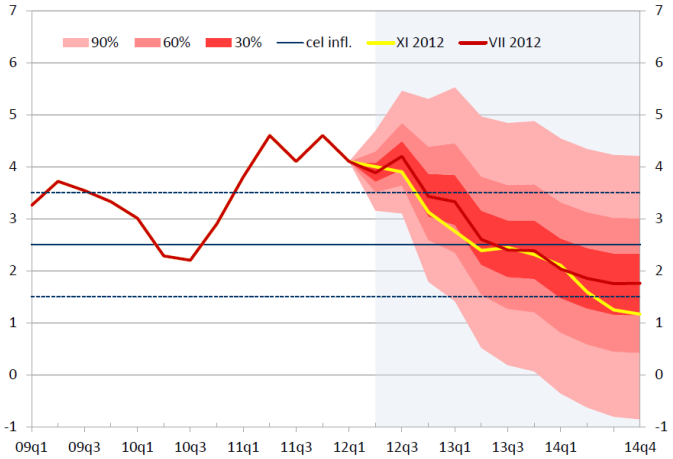
Trwa dobra passa amerykańskiego indeksu zaskoczeń - po zaskakująco dobrych danych na temat zatrudnienia poza rolnictwem oraz optymizmu konsumentów mierzonego przez Uniwersytet Michigan indeks kontynuuje tendencję zwyżkową i testuje poziomy nie widziane od maja b.r. W tym tygodniu sporo danych (m.in. sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa), których odczyty mógł zaburzyć huragan Sandy - nie czekujemy jednak zmiany trendu indeksu zaskoczeń.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi sa konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

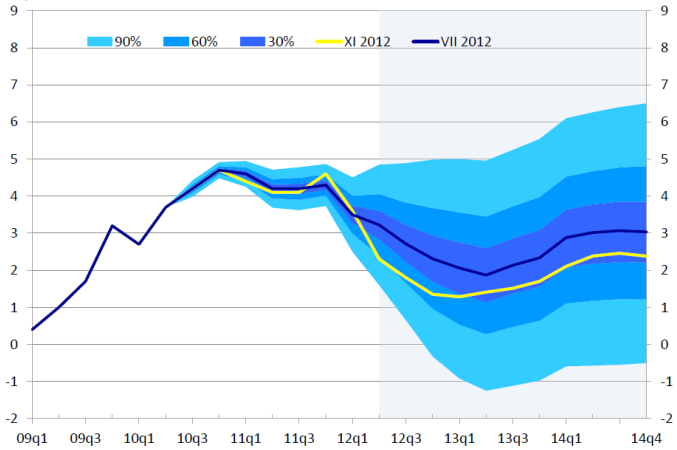
Projekcja inflacyjna wspiera znaczne obniżki stóp procentowych

Projekcja inflacyjna plasuje się niżej od poprzedniej, zarówno w kontekście PKB jak i inflacji (to już było wiadomo po publikacji 50% przedziałów dla tych zmiennych, które znalazły się w komunikacie po posiedzeniu RPP).

Wykres 1: Inflacja CPI r/r



Wykres 2: PKB r/r



Dynamika PKB obniża się do 1% w pierwszej połowie 2013 roku; późniejsze odbicie jest stosunkowo łagodne. Przy szacunku tempa wzrostu produktu potencjalnego na poziomie 2,8-2,9% oznacza to rozwartą, dezinflacyjną lukę popytową w całym horyzoncie projekcji. Spadek dynamiki PKB to przede wszystkim wynik ujemnej dynamiki nakładów inwestycyjnych po stronie prywatnej i publicznej. Inwestycje osiągają -3,4% w całym 2013 roku i utrzymują ujemne tempo wzrostu także w roku 2014. Założenia NBP odnośnie środków z UE są niezmiennie takie, że zostaną w pełni wykorzystane. Oznacza to, że po każdym słabszym inwestycji publicznych, w kolejnym roku następuje „nadrobienie" - taka konstrukcja zapewnia automatyczną, lecz nieznaczną stabilizację koniunktury z rocznym opóźnieniem. Konsumpcja indywidualna nie spowalnia poniżej 1% w horyzoncie projekcji i przyspiesza do 2% w 2014 roku. Jest to naszym zdaniem wynik dość ambitnego założenia o wysokiej dynamice płac w horyzoncie projekcji (3-4%), które współwystępują ze zmniejszeniem się liczby pracujących oraz zwiększeniem stopy bezrobocia - oprócz wskazówek o znaczeniu historycznym („płace w Polsce zwykle nie spadały znacznie"), NBP nie dysponuje przekonującym wyjaśnieniem tego fenomenu. Ryzyka dla projekcji koncentrują się na problemach strefy euro i słabości popytu wewnętrznego (włączając w to program Inwestycje Polskie, który z uwagi na małą ilość szczegółów nie został włączony do założeń projekcji). Uważamy, że ryzyka te zmaterializują się (słabsze inwestycje, słabsza konsumpcja) i wygenerują w Polsce recesję w pierwszej połowie 2013 roku.

Pomimo niejako urzędowego naładowania projekcji inflacji czynnikami ryzyka (ceny surowców, polityka regulacyjna EU w sprawie praw emisji dwutlenku węgla), nie zapobiegają one monotonicznemu spadkowi inflacji do okolic 1% w 2014 roku. Sam powrót do celu następuje na przełomie I i II kwartału 2013 (po uwzględnieniu najnowszych informacji, czyli obniżek cen gazu, inflacja powróci do celu już w I kwartale). Co ważne, z uwagi na lukę popytową, podstawową determinantą spadku inflacji jest inflacja bazowa, która spada do 0,9% w 2014 roku. Projekcja z modelu NECMOD jest tym samym spójna z prostszymi modelami równowagi cząstkowej (powiązanie inflacji bazowej z luką PKB, czy też dynamiką konsumpcji).

Po zaaplikowaniu do najnowszej projekcji reguły Taylora (w wersji forward looking) otrzymujemy możliwość cięcia stóp procentowych w wysokości 175pb (poprzednio było to około 125pb). 125-150 punktów to obecne oczekiwania rynkowe. Z wypowiedzi członków RPP wynika (patrz Glapiński i jego scenariusz dwóch 25 punktowych ruchów na stopach), że konsensus w RPP to wciąż mini-cykl w wysokości 75-100 punktów bazowych. Przekonanie to podyktowane jest głębokością spowolnienia w gospodarce polskiej oraz (prawdopodobnie) niewielką wiarą w szybki spadek inflacji w Polsce. Naszym zdaniem scenariusz recesji w I połowie 2013 roku sprawi, że nawoływania do zdecydowanych ruchów (Chojna-Duch i cięcie o więcej niż 50pb) przestaną wydawać się nierealne.

EURUSD fundamentalnie

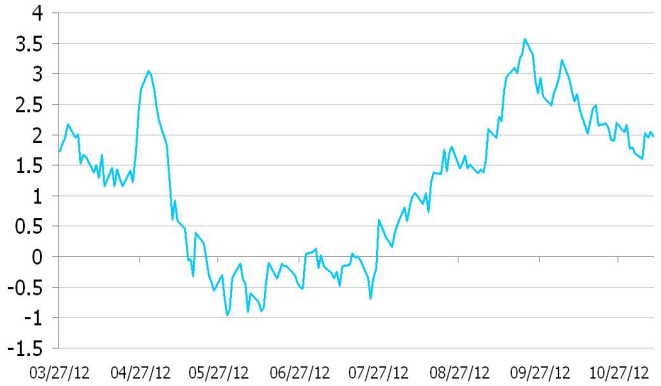
W piątek EURUSD w dalszym ciągu się osłabiał, choć jeszcze przed południem wydawało się, że jest szansa na korekcyjne odbicie (kolejny, drobny zryw w górę kurs odnotował po publikacji lepszego od oczekiwań odczytu optymizmu konsumentów). Kurs przycisnęła przede niepewność odnośnie Grecji. Choć nowe cięcia oszczędnościowe zostały uchwalone już w środę w ubiegłym tygodniu a wczoraj w nocy udało się uchwalić (znów okrojony) budżet na 2013 rok, nie jest wcale pewne, że Grecja otrzyma dziś kolejną transzę pomocy, gdyż w grę wchodzi obecnie dyskusja o stabilność greckiego zadłużenia (120% zadłużenia w 2020 roku jest obecnie znacznie nierealne). Niepewność jest duża, zwłaszcza że Grecja roluje w tym tygodniu (16go) obligacje warte 5mld EUR. Na froncie makro powinniśmy zobaczyć nieco lepsze dane o indeksie ZEW oraz sygnały kontynuacji lekkiego ożywienia w gospodarce amerykańskiej (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa). Nieco pozytywnych informacji z USA - republikanie akceptują „pewne" podwyżki podatków. Reasumując, ten tydzień przyniesie rozwiązanie ważnego ryzyka. Uwolnienie transzy pomocy dla Grecji może spowodować 1-2 figurowe odbicie na EURUSD.

EURUSD technicznie

Zeszły tydzień był kolejnym spadkowym, a EURUSD nabiera momentum. Na wykresie tygodniowym dopełniła się formacja flagi, co w przypadku przełamania w dół będzie stanowić sygnał załamania krótkookresowego trendu wzrostowego i dalszych spadków. W perspektywie tygodniowej celem jest FIBO 23,6% i 30-okresowa śr. ruchoma (1,2715/1,2685). W piątek EURUSD zdołał przełamać wsparcie na poziomie 1,2735, ale ważny z powodów psychologicznych poziom 1,2700 nie został trwale przełamany. Tym niemniej, kurs dziś wznowił ruch spadkowy. W krótkim okresie celem jest właśnie 1,2700, a następnie 1,2660 (FIBO 76,4% na wykresie 4H) i 1,2600 - ich przełamanie będzie mocnym sygnałem potwierdzającym nowy trend i otworzy drogę do 1,25. W przypadku ewentualnych korekt w górę, możemy spodziewać się wzrostów w okolice 1,28/1,2830, który pozostaje kluczowym poziomem oporu (FIBO 50% i 200-d średnia ruchoma).

Wsparcie	Opór
1,2700	1,2880/2900
1,2660	1,2800/2830
1,2602	1,2735

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.

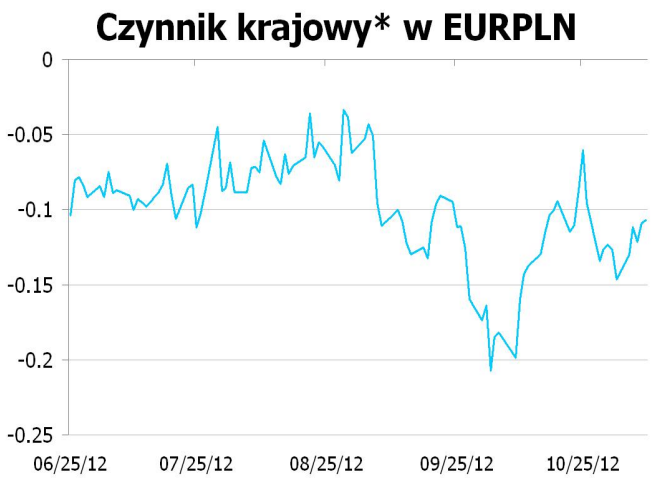
EURPLN fundamentalnie

EURPLN umocnił się nieznacznie w piątek o około 2 grosze. W tym tygodniu publikacja bilansu płatniczego oraz inflacji. Pierwsze dane powinny pokazać kontynuację równoważenia się polskiej gospodarki i tym samym być wsparciem dla złotego (chodzi o proces, a nie o pojedynczą publikację). Znaczny spadek inflacji powinien potwierdzać możliwość obniżek stóp przez RPP (po reakcji na zapowiedziany cykl poluzowania polityki pieniężnej wydaje się to już w cenach). Dzisiejsza wypowiedź Glapińskiego nie powinna zmieniać optyki dla złotego. Krótki cykl (75pb) już był dawno wyceniony; ciekawa sytuacja wyniknie dopiero, gdy stosunkowo łagodny scenariusz spowolnienia w gospodarce polskiej będzie kontestowany przez dane. Konsolidacja w przedziale 4,12-4,18.

EURPLN technicznie

Zgodnie z przewidywaniami, w zeszłym tygodniu EURPLN poczynił kolejny krok w górę, zbliżając się do oporów w okolicach 4,17. Tym niemniej, w perspektywie tygodniowej ruch w dalszym ciągu pozostaje w kierunku bocznym. Na koniec zeszłego tygodnia poziom oporu wyznaczony przez 200-dniową średnią ruchomą (4,1710) nie został przełamany, a na wykresach o dużej częstotliwości zarysowała się konsolidacja w otoczeniu poziomu 4,16. Powrót do ruchu w kierunku północnym będzie wiązał się z ponownym testowaniem oporu wyznaczonego przez 200-dniową średnią ruchomą (4,1710). W międzyczasie jednak bacznie obserwujemy poziom oporu 4,1610/4,1630 (30- i 55-okresowa średnia ruchoma na wykresie godzinowym). W razie dalszych spadków kurs powinien znaleźć wsparcie najpierw na poziomie (FIBO 61,8%), a następnie 4,1340 (FIBO 50%).

Wsparcie	Opór
4,1550	4,1950/4,1975
4,1340	4,1700/4,1710
4,1280	4,1610/4,1630



* 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.

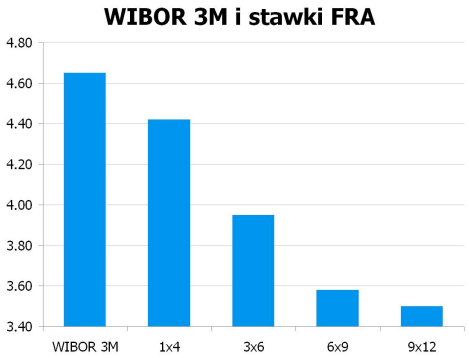
IRS	BID	ASK
1Y	3.94	3.97
2Y	3.875	3.91
3Y	3.8051	3.85
4Y	3.79	3.83
5Y	3.82	3.86
6Y	3.846	3.89
7Y	3.8767	3.92
8Y	3.9067	3.95
9Y	3.921	3.96
10Y	3.93	3.97

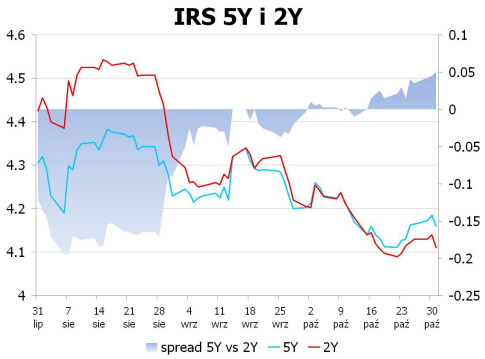
depo	BID	ASK
ON	4.5	5.0
1M	4.7	5.2
3M	4.7	5.2

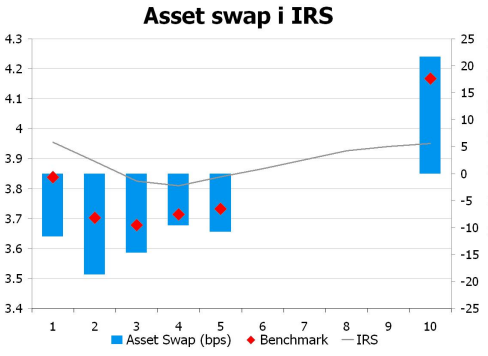
FRA	BID	ASK
1x2	4.33	4.38
1x4	4.37	4.42
3x6	3.90	3.95
6x9	3.55	3.58
9x12	3.47	3.50

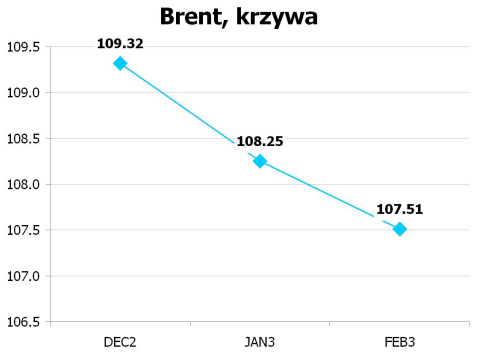
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1527
USD/PLN	3.2588
CHF/PLN	3.4418

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2710
EUR/JPY	101.04
EUR/PLN	4.1580
USD/PLN	3.2605
CHF/PLN	3.4403









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 MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INTRUMENTÓW 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, 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 UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.