



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.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 <i>prelim</i> (%)	3Q		-0.9	0.1 (r)	-0.9
14:00	POL	Saldo rachunku obrotów bieżących (mln EUR)	wrz	-998	-784	-609 (r)	-1137
14:00	POL	Eksport (mld EUR)	wrz		12.80	11.98 (r)	12.58
14:00	POL	Import (mld EUR)	wrz		12.54	12.05 (r)	12.49
13.11.2012 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	paź		6.3	6.6	6.0
11:00	GER	Wskaźnik ZEW	lis		-8.0	-11.5	-15.7
14.11.2012 ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		-2.0	0.6	-2.5
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	paź	7.1	7.2	7.6	8.0
14:00	POL	CPI r/r (%)	paź	3.4	3.4	3.8	3.4
14:30	USA	PPI m/m (%)	paź		0.2	1.1	-0.2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		-0.2	1.3 (r)	-0.3
15.11.2012 CZWARTEK							
8:00	GER	PKB r/r <i>prelim</i> (%)	3Q		0.8	1.0	0.9
9:00	CZE	PKB r/r <i>prelim</i> (%)	3Q		-1.2	-1.0	
9:00	HUN	PKB r/r <i>prelim</i> (%)	3Q		-1.2	-1.3	
9:00	CZE	PPI r/r (%)	paź		1.7	1.7	
11:00	EUR	Inflacja bazowa r/r (%)	paź		1.5	1.5	
11:00	EUR	CPI r/r (%)	paź		2.5		
11:00	EUR	PKB r/r <i>prelim</i> (%)	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	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	paź		78.3	78.3	

Dziś zostaną opublikowane...

● **Gospodarka globalna.** Dziś sporo danych globalnych - przede wszystkim odczyty PKB za III kw. 2012. W Europie poranne odczyty z Niemiec i Francji okazały się dość pozytywne (oba na plusie), jednak to jedyne kraje, które mają szansę na delikatny wzrost w III kw. Można się także spodziewać obserwując dane o większej częstotliwości, że nawet tam IV kw. przyniesie spadek PKB r/r. W naszym regionie zarówno Czechy jak i Węgry zanotują kolejny kwartał spadku aktywności gospodarczej.

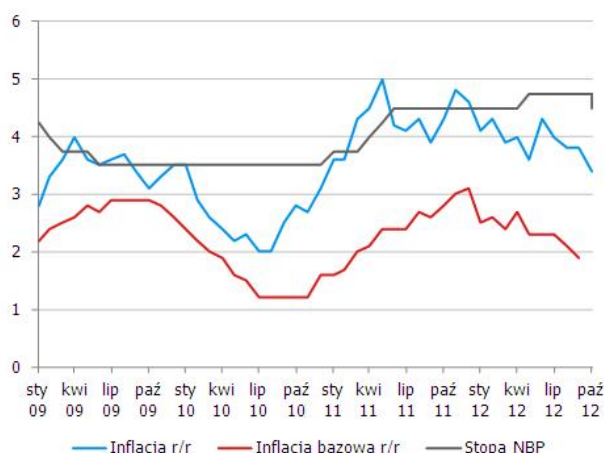
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Zielińska-Głębocka: RPP może w pewnym momencie zdecydować się na obniżkę stóp procentowych o 50 punktów bazowych, ale w całym cyklu powinny one spaść o 100 punktów.
- W październiku 2012 roku inflacja zwolniła do 3,4 procent rok do roku z 3,8 procent we wrześniu (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Podaż pieniądza M3 wzrosła w październiku o 8,0 procent licząc rok do roku do 902,89 miliarda złotych (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Budżet UE: W scenariuszu bazowym wydatki UE przewidywane na 958 mld euro mają być obniżone o 75 mld euro. Polska uważa, że cięcia powinny być mniejsze, Berlin, że większe.
- Minutes Fed: Część przedstawicieli Rezerwy Federalnej była zdania, że bank powinien w przyszłym roku zwiększyć program skupu aktywów, kiedy zakończy się tak zwana Operacja Twist.

Decyzja RPP (5.12.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.000	0.000
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	1.589	0.000
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	4.205	0.014
PROGNOZA BRE		obniżka 25 bps		
		Dotyczy benchmarków Reuters		

Inflacja ponownie w przedziale celu NBP

W październiku roczny wskaźnik inflacji obniżył się z 3,8% do 3,4%. Spadek inflacji był zgodny z oczekiwaniami analityków. W ujęciu miesięcznym ceny konsumentów wzrosły o 0,4%. W październiku obyło się bez nietypowych zmian cen, stąd obniżenie inflacji odzwierciedlać w coraz większym stopniu zaczyna rysujący się trend spadkowy. Ceny wzrosły istotnie jedynie w kategorii odzież i obuwanie (3,5% m/m) oraz żywność (0,6% m/m), ale były to wzrosty zgodne ze wzorcem sezonowym. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii prawdopodobnie obniżyła się w październiku do 1,8% r/r.



W kolejnych miesiącach spadek rocznego wskaźnika inflacji powinien być kontynuowany - w listopadzie inflacja obniży się do 3,1% r/r i do około 3,0% w grudniu. Za spadkiem tym w znacznym mierze kryć się będą efekty bazowe z 2011 roku ale i silniejszy złoty oraz stabilne ceny paliw. W I kwartale 2013 roku inflacja spadnie poniżej poziomu celu NBP na poziomie 2,5% r/r. Spadek inflacji w kolejnych kwartałach determinować będzie obniżająca się aktywność ekonomiczna oraz brak podwyżek cen energii (znów efekty bazowe). Obstawiamy również istotną korektę w dół wskaźnika inflacji po styczniu wraz z wprowadzeniem nowych wag w koszyku inflacyjnym.

Szybciej spadająca inflacja obok stale pogarszających się perspektyw dla wzrostu wpłynie na dalsze złagodzenie stanowiska polskiej RPP (tym bardziej, że znaczna część Rady ciągle akcentuje ryzyka inflacyjne). Reguła Taylora bazująca na prognozach z raportu inflacji NBP sugerowałaby przestrzeń do obniżek stóp przekraczającą 150pb. Podkreślamy, że jesteśmy jeszcze bardziej pesymistyczni co do wzrostu i oczekujemy szybszego spadku inflacji. Oczekiwania rynkowe na obniżki mogą zatem ciągle być stymulowane przez kolejne odczyty danych z polskiej gospodarki. Uważamy również, że sygnalizowany przez RPP scenariusz (wypowiedź Zielińskiej-Głębockiej) zakończenia luzowania na poziomie stopy 3,75% to scenariusz mało realistyczny - RPP może na chwilę się zatrzymać tylko po to aby zmiany w gospodarce przywołały konieczność wznowienia obniżek stóp.

Podaż pieniądza nieznacznie wyżej od oczekiwań. Trend spadkowy akcji kredytowej nabiera jednak tempa.

Opublikowane wczoraj dane za październik dotyczące podaży pieniądza M3 wskazują na nieznacznie silniejszy 8,0% wzrost r/r niż oczekiwaliśmy, co wynika ze wzrostu udziału kategorii pozostałe oraz korekty wolumenu depozytów przedsiębiorstw.

Wzrosty miesięczne depozytów przedsiębiorstw odbiegają w 2012 roku od sezonowego wzorca z kilku poprzednich lat, kiedy wrzesień był miesiącem wzrostu, a październik spadku. W tym roku wzrost w październiku pozwolił na odrobienie strat w wrześniu (wolumen powrócił ponad 179 mld zł). Ostatnie dwa miesiące roku są zwykle okresem zbierania depozytów przez przedsiębiorstwa, co zresztą stymulowane jest lepszymi warunkami oprocentowania na poziomie banków (historyczne wzrosty w okresie listopad-grudzień to ponad 3% m/m) - jednak podobnie jak w 2008 roku przy załamaniu koniunktury (kiedy wzrosty te wyniosły odpowiednio 0,9% i 2,3% m/m), które obserwujemy także obecnie jest to raczej górna granica zmian, której się spodziewamy.

Depozyty gospodarstw domowych wzrosły w ujęciu miesięcznym 0,5%, co przekłada się na kontynuację łagodnego trendu spadkowego rocznej stopy wzrostu - w październiku spadła ona do 9,9%. W kolejnych miesiącach trend ten powinien być kontynuowany przede wszystkim ze względu na problemy na rynku pracy - ograniczanie zatrudnienia oraz niski realny poziom dochodów, co obniży także zwykle antycykliczną ścieżkę depozytów terminowych.

Po stronie kredytowej kontynuowane są dość silne trendy spadkowe - zaburzone jedynie dla kredytów gospodarstw wygasaniem pod koniec roku programu „Rodzina na swoim”, co skłania niektórych do szybszego podejmowania decyzji o zakupie mieszkania. Zadłużenie gospodarstw domowych zwiększyło się o 0,5% m/m, zaś po wyłączeniu efektów zmian kursu walutowego 0,3% m/m oraz 3,5% r/r (jest to poziom zbliżony do września). Pod koniec roku nowa akcja kredytowa na nieruchomości może trochę odżyć (efekt ten może także przesunąć się na pierwsze miesiące 2013 roku), jest jednak ograniczanie przez stronę podaźową i w całym 2013 roku oczekujemy istotnego ograniczenia nowej akcji kredytowej. Tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych pozostaje ujemne - wolumen oscyluje wokół 130,5 mld zł i uważamy, że przestrzeń do wzrostów pozostaje mocno ograniczona wspomnianymi niskimi dochodami gospodarstw domowych, ale także ograniczeniami podaźowymi ze strony banków (projekt zmian Rekomendacji T jest w trakcie konsultacji, jednak banki już zapowiadają, że zaproponowane przez KNF zmiany nie wpłyną istotnie na zmiany ich polityki).

Wolumen kredytów udzielonych przedsiębiorstwom obniżył się w październiku o 0,5% m/m, co wpłynęło na kontynuację spadku rocznej stopy wzrostu (po wyłączeniu zmian kursowych) do 8,0% (spadek o prawie 2pp). Oczekujemy, że do końca roku przestrzeń do wzrostu pozostaje ograniczona - sezonowy listopadowy wzrost wolumenu może zatem zostać zaburzony. Uważamy, że poziom ok.6% wzrostu r/r w 2012 roku całego agregatu (co przekłada się na ok. 2% wzrost r/r dla kredytów inwestycyjnych) może okazać się nawet zbyt optymistyczny.



EURUSD fundamentalnie

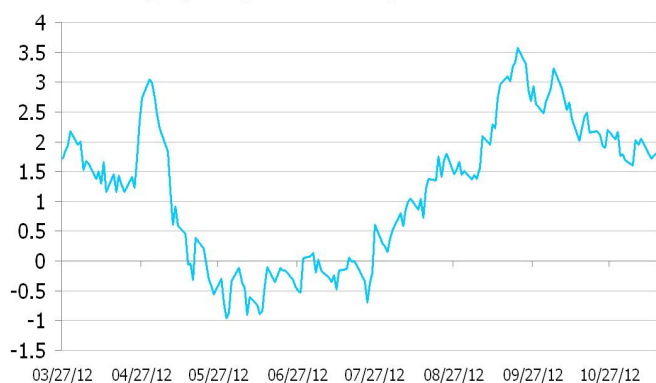
Wczoraj EURUSD nieco skorygował serię spadków z ostatnich tygodni. Wobec braku nowych dla inwestorów informacji na temat pomocy dla Grecji (na decyzje czekamy do 20 listopada), rytm wahań kursu w ciągu dnia wyznaczały publikacje danych. Nieco gorsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej w Stanach Zjednoczonych nie wpłynęły na kurs, zapewne z uwagi zdyskontowanie potencjalnych efektów huraganu Sandy przez inwestorów. Wieczorem publikacja minutes FED przyniosła informację, że część członków FOMC chce zwiększenia skali trzeciej rundy luzowania ilościowego, co przez chwilę wywindowało kurs na poziom nie widziany w tym tygodniu. Dziś duża seria danych z obydwu stron Oceanu, w tym przede wszystkim PKB w strefie euro - w przypadku istotnie negatywnej niespodzianki istnieje przestrzeń do dalszych spadków. Póki co jednak, pozytywne niespodzianki z Francji i Niemiec raczej przeważają szalę po stronie euro. Zwłaszcza, jeśli kontrowersja wokół *fiscal cliff* nasili się.

EURUSD technicznie

Po kilku dniach spadków przyszedł czas na konsolidację w okolicach 1,2735 (FIBO 38,2%) - a biorąc pod uwagę dane o wyższej częstotliwości, to uprawnionym wydaje się stwierdzenie, że dziś rozpoczął się trzeci dzień wzrostowej korekty. Jej naturalną granicą jest opór na poziomie 1,2800/10 (200-dniowa średnia ruchoma; poziom ważny również z powodów psychologicznych), ale w międzyczasie będziemy również bacznie obserwować 1,2760 (MA55 i FIBO 61,8% na wykresie 4H). W perspektywie kilkudniowej przewidywanym kierunkiem ruchu EURUSD jest w dalszym ciągu USD, a pierwsze wsparcie kursu powinien znaleźć na poziomie 1,2700. Jego przełamanie, zwłaszcza jeśli po nim nastąpi przebiecie wsparcia w okolicach 1,2660 (FIBO 76,4%), powinno sygnalizować kontynuację trendu spadkowego z ostatnich tygodni.

Wsparcie	Opór
1,2700/10	1,2890/2900
1,2660	1,2800/10
1,2600	1,2760

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

Dzień bez znaczących wydarzeń z punktu widzenia kursu złotego. Publikacja danych o inflacji nie przyniosła zaskoczeń i przeszła na rynkach praktycznie bez echa, podobnie jako nieco lepsze od oczekiwań dane o podaży pieniądza M3. Tym niemniej, po wypowiedzi Anny Zielińskiej-Głębockiej (RPP), wskazującej na zakończenie nowego cyklu luzowania ilościowego w Polsce na poziomie 3,75% złoty znacząco się umocnił. Dobry sentyment na giełdach i trwająca bezprecedensowa hossa na polskich obligacjach Skarbu Państwa, w powiązaniu z wciąż wysokim dysparytetem stóp procentowych, sprawiają, że istnieje znaczący popyt na polską walutę, wskutek czego jej osłabianie się nie jest tak szybkie i zdecydowane, jak moglibyśmy tego oczekiwać, biorąc pod uwagę uwarunkowania cykliczne.

EURPLN technicznie

W dniu wczorajszym EURPLN odbił się od oporu związanego z FIBO 38,2% (4,2820; liczone od czerwcowego maksimum), ale nie nastąpił znaczący spadek - kluczowym wsparciem jest teraz 200-dniowa średnia ruchoma (4,1710). Jego przełamanie oznaczać będzie istotniejszą konsolidację w okolicach 4,16-4,17. W dniu dzisiejszym kurs kontynuuje wzrosty (ruch ten widoczny jest w szczególności na wykresie cztero- i jednogodzinnym), których najbliższym celem jest 4,1800/20. Po jego przebicciu nasza uwaga skieruje się na 4,1900 (poziom istotny z powodów psychologicznych), który to poziom może być testowany w ciągu dnia, a następnie - na okolice 4,1950/75 - maksima z przełomu sierpnia i września.

Wsparcie	Opór
4,1700/10	4,1950/75
4,1660	4,1900
4,1600	4,1820

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.

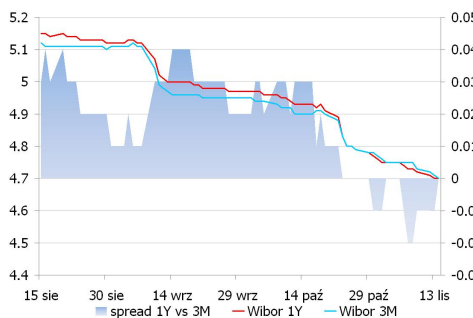




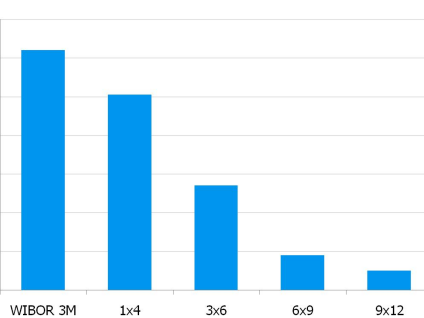
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.945	3.98	ON	4.8	4.9	EUR/PLN	4.1754
2Y	3.8725	3.90	1M	4.6	4.7	USD/PLN	3.2750
3Y	3.8	3.84	3M	4.3	4.7	CHF/PLN	3.4685
4Y	3.77	3.81					
5Y	3.795	3.84					
6Y	3.8183	3.86					
7Y	3.8567	3.90					
8Y	3.8983	3.94					
9Y	3.9233	3.96					
10Y	3.95	3.99					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.32	4.37	EUR/USD	1.2733
1x4	4.36	4.41	EUR/JPY	102.18
3x6	3.91	3.94	EUR/PLN	4.1721
6x9	3.55	3.58	USD/PLN	3.2749
9x12	3.47	3.50	CHF/PLN	3.4661

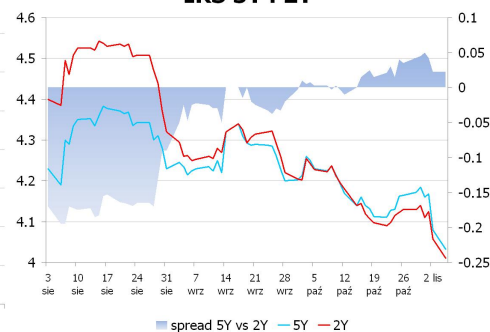
WIBOR 3M i 1Y



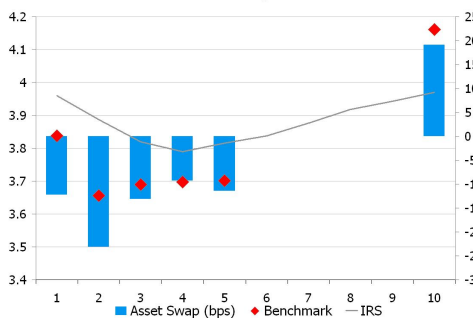
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



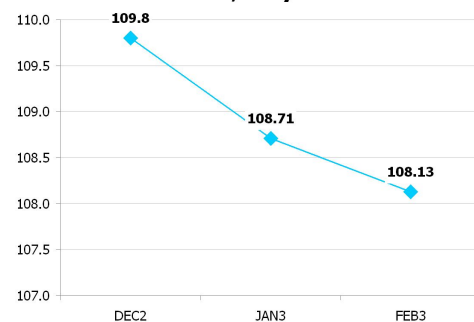
Asset swap i IRS



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 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.