



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	-1.5
9:00	HUN	PKB r/r <i>prelim</i> (%)	3Q		-1.2	-1.5 (r)	-1.5
9:00	CZE	PPI r/r (%)	paź		1.7	1.7	1.9
11:00	EUR	Inflacja bazowa r/r (%)	paź		1.5	1.5	1.5
11:00	EUR	CPI r/r (%)	paź		2.5		2.5
11:00	EUR	PKB r/r <i>prelim</i> (%)	3Q		-0.6	-0.4 (r)	-0.6
14:30	USA	CPI r/r (%)	paź		2.1	2.0	2.2
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt)	lis		-8.00	-6.16	-5.22
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.11		375	361 (r)	439
15:00	POL	Wykonanie budżetu ytd (%)	paź			60.4	97.5
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 tylko dane z amerykańskiego przemysłu. Analitycy oczekują nieznacznego spadku dynamiki produkcji przemysłowej w związku z zakłóceniami sieci energetycznych i transportowych będących konsekwencją ataku huraganu Sandy. Z kolei poziom wykorzystania mocy produkcyjnych nie powinien zmienić się w sposób znaczący. Poziom aktywności przemysłowej w Stanach Zjednoczonych pozostaje słaby.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka: Cykl obniżek stóp procentowych będzie kontynuowany; RPP podejmując decyzje o stopach procentowych nie kieruje się ich wpływem na kurs złotego; W 2013 r. gospodarka powinna się powoli odbudowywać.
- MF: Deficyt budżetu państwa po październiku 2012 roku wyniósł 34.137,1 mln zł, co daje 97,5 proc. deficytu planowanego na 2012 rok na poziomie 34.999,6 mln zł.
- Strefa euro: Wg wstępnych wyliczeń, PKB w strefie euro w III kwartale 2012 r. spadł o 0,1 proc. kdk (-0,6 proc. rdr), podczas gdy w II kw. spadł o 0,2 proc.
- Strefa euro: PKB Niemiec wzrósł w III kw. 2012 r. o 0,4 proc. rdr, bez uwzględniania czynników sezonowych, po wzroście w II kw. o 0,5 proc.
- USA: Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu w USA wzrosła o 78 tys. wobec poprzedniego tygodnia i wyniosła 439 tys.

Decyzja RPP (5.12.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.330	-0.018
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	1.599	-0.014
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	4.167	0.041
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 25 bps				

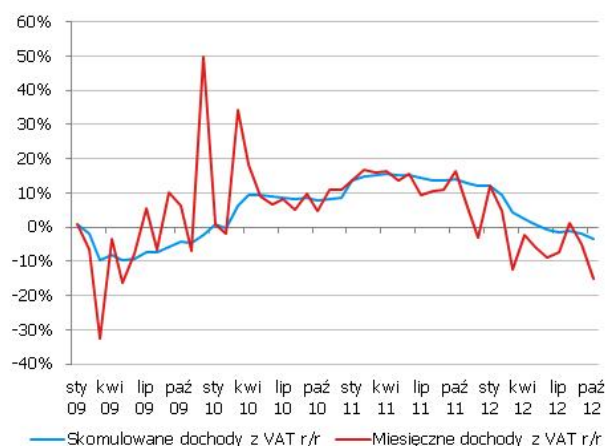
Prezes NBP przegłosowany

Opublikowane dane o głosowaniu RPP na październikowym posiedzeniu wskazują, że złożony wniosek o obniżkę stóp został odrzucony stosunkiem głosów 5:4. Wśród głosujących za obniżką, a więc wśród przegłosowanych, był również prezes NBP M. Belka. Z historycznego punktu widzenia nic wielkiego się nie stało. Przegłosowywanie kolejnych prezesów banku centralnego to niejako polska tradycja. Nie skutkowała ona dymisjami szefów banku centralnego, czy nagłymi zwrotami w polityce monetarnej. Obecnie, już po listopadowej obniżce, kierunek polityki monetarnej wydaje się jasny - poluzowanie. Wraz z publikacją wyników feralnego głosowania ukazał się dodatkowo wywiad z M. Belką, w którym potwierdził on kierunek polityki monetarnej (kontynuację cyklu obniżek). Chwilę później opublikowano wywiad z J. Hausnerem, prawdopodobnie członkiem Rady w największym stopniu odpowiedzialnym, bo postrzeganym jako tzw. swing voter, za niespodziewany wynik głosowania w październiku. Hausner wskazał na projekcję inflacyjną jako podstawę do obniżek stóp i zapowiedział dalsze obniżki "raczej wcześniej niż później". Hausner co prawda na razie nie widzi "drastycznego" poluzowania monetarnego, ale sugeruje, że może to się zmienić po publikacji nowej projekcji inflacyjnej (marzec), jeśli rewizje prognoz się pogłębią. We wcześniejszym wywiadzie, "nowonawrócony" gołąb, A. Zielińska-Głębocka wskazała 100pb jako docelową skalę obniżek stóp. Skala ta, oraz sposób działania Rady, a więc trzymanie się tzw. linii (określenie wymyślone przez Hausnera) wydaje się być akceptowane przez większość RPP (choć naszym zdaniem pcha RPP w stronę zamkniętych i niefortunnych scenariuszy podobnych do tego z maja tego roku). W krótkim okresie oczywiście takich zobowiązań czynionych przez RPP nie należy ignorować. Stąd należy przyjąć jako pewne, że RPP do końca I kw. obniży stopy o dalsze 75pb. Wydłużając horyzont analizy musimy już uwzględnić rozbieżności między scenariuszami przyjmowanymi przez RPP i naszym (dłuższe uzasadnienie naszego scenariusz prezentujemy choćby w listopadowym Przeglądzie Makroekonomicznym BRE). Oczekujemy, że kolejna projekcja inflacyjna zostanie zrewidowana w dół (zarówno, jeśli chodzi o wzrost gosp., jak i inflację), a więc i RPP będzie musiała rozważyć wznowienie cyklu obniżek po marcu. Scenariusz taki powinny uprawdopodobnić najbliższe dane o PKB za III kw. - dynamika PKB wyniesie prawdopodobnie 1,5-1,6% (w projekcji NBP jest to 1,8%), a dynamika konsumpcji spadnie do 0,7% r/r (w projekcji NBP jest to odpowiednio 1,3%).

Październikowe wykonanie budżetu - spadek dochodów z VAT potwierdza głębokie spowolnienie.

Wg opublikowanych w dniu wczorajszym danych, w październiku deficytu budżetu państwa wyniósł 34,7 mld zł wobec 22,1 mld zł na koniec poprzedniego miesiąca i wobec 35 mld zł planowanych. Wzrost ten był sygnalizowany już wcześniej we wstępnym komunikacie Ministerstwa Finansów i w wypowiedziach urzędników Ministerstwa. Zgodnie z nimi, tak duży wzrost deficytu jest przede wszystkim konsekwencją przesunięć po stronie wydatkowej: opóźnieniem realizacji wydatków przez niektórych dysponentów oraz zwiększonymi kosztami obsługi zadłużenia (które z kolei powinny być bardzo niskie w listopadzie i w grudniu).

Tym niemniej, szczególnie interesująca z naszego punktu widzenia jest strona dochodowa budżetu państwa, jako że jej realizacja stanowi ważny sygnał dotyczący stanu realnej sfery gospodarki. Wprawdzie dochody ogółem znajdują się na poziomie zgodnym z harmonogramem, ale dochody podatkowe są wyraźnie opóźnione w stosunku do planu - całkowite wpływy podatkowe zebrane w pierwszych 10 miesiącach stanowią 77,6% planu (w poprzednich dwóch latach wskaźnik ten wynosił 81-83%, a z równomiernego rozkładu dochodów możemy oczekiwać wykonania na poziomie 83,3%). Powodem do jeszcze większego niepokoju jest realizacja wpływów z podatku od towarów i usług. Zebrane w październiku dochody z VAT spadły rdr o ok. 15%; w ujęciu skumulowanym (dochody zebrane do danego miesiąca włącznie) spadły o 3,2%. Są to najgłębsze spadki od połowy 2009 roku i jeżeli dotychczasowa relacja dochodów zebranych do założonych zostanie utrzymana w dwóch ostatnich miesiącach b.r., na koniec 2012 r. po stronie dochodowej budżetu pojawi się luka w wysokości ok. 20 mld zł. Tajemnicą relatywnie dobrego wykonania całkowitych dochodów budżetowych jest wypłata zysku NBP w wysokości 8 mld zł, której nie zapisano w ustawie budżetowej. Gdyby nie ona, deficyt po październiku przekroczyłby 40 mld zł.



W efekcie, biorąc pod uwagę obawy o przyrost długu publicznego i chęć jak najszybszego wyjścia z procedury nadmiernego deficytu, deklarowaną przez Ministerstwo Finansów, nie należy oczekiwać, że na koniec roku deficyt wzrośnie znacząco powyżej zakładanego poziomu. Wobec spodziewanej luki po stronie dochodowej, dostosowanie będzie musiało dokonać się po stronie wydatkowej. Tym samym, w ostatnim kwartale b.r. będziemy świadkami de facto zacieśnienia fiskalnego, które - osłabiając rachityczny już teraz popyt wewnętrzny - może jedynie pogłębić skalę spowolnienia gospodarczego, które od paru miesięcy zarysowuje się na horyzoncie. Taki scenariusz wspiera naszą prognozę recesji w pierwszej połowie 2013 r.

Z drugiej strony, należy pamiętać, że pod względem finansowania sytuacja jest bardzo korzystna - na chwilę obecną zabezpieczono już ok. 20% potrzeb pożyczkowych na przyszły rok, a rekordowo niskie oprocentowanie obligacji Skarbu Państwa sprawia, że koszty obsługi nowego zadłużenia są wyraźnie niższe niż jeszcze rok temu.



EURUSD fundamentalnie

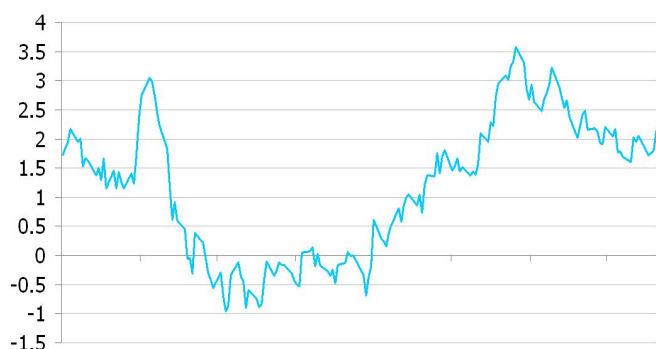
Dzień (dobry dla euro, gorszy dla dolara) upłynął pod znakiem publikacji danych makroekonomicznych po obydwu stronach Oceanu. Najpierw okazało się, że dwie największe gospodarki strefy euro wzrosły w III kwartale w tempie szybszym niż oczekiwano (w przypadku Francji sam wzrost, jakkolwiek mizerny, był zaskakujący), a największa z gospodarek peryferii (Włochy) przeżyła mniejszą od spodziewanej kontrakcję. Późniejsza dana dla całej strefy euro wprawdzie nie przyniosła pozytywnej niespodzianki, ale wydaje się, że recesja w EZ jest już zdyskontowana przez inwestorów, wskutek czego nie przyniosła osłabienia euro. Popołudniowe dane o liczbie bezrobotnych w Stanach Zjednoczonych okazały się dużo słabsze od oczekiwań, za co wini się huragan Sandy (dlaczego jego wpływ nie został uwzględniony przez analityków w ich prognozach, możemy jedynie zgadywać). Wieczorem pojawiły się założenia do stress testów, którymi Fed zamierza poddać największe banki, nie wpłynęły jednak znacząco na kurs. Dziś dane z amerykańskiego przemysłu i ciąg dalszy niepewności po obydwu stronach Atlantyku (fiscal cliff i Grecja, odpowiednio).

EURUSD technicznie

W dniu wczorajszym EURUSD kontynuował korektę, ale dynamiczny ruch w kierunku północnym znalazł opór na poziomie 1,2800 i nie zdołał trwale go przełamać. W efekcie, na wykresach cztero- i jednogodzinowym widoczny jest już powrót do spadków, które powinny zostać wznowione. EURUSD powinien teraz znaleźć wsparcie najpierw na poziomie 1,2735 (FIBO 38,2% na wykresie dziennym i wczorajski kurs otwarcia), a następnie skierować w okolice 1,2660 - ten ostatni poziom jest jednak celem na kolejne dni, biorąc pod uwagę zwyczajową dzienną zmienność EURUSD. Naturalnym poziomem oporu pozostaje 1,2800/10 - będzie on obserwowany z uwagą - jeżeli zostanie przełamany, pierwotne założenia dotyczące głębokości tej korekty będą musiały być zweryfikowane. Wówczas kolejnym kluczowym oporem będzie 1,2900.

Wsparcie	Opór
1,2700/10	1,2890/2900
1,2660	1,2830
1,2600	1,2800/10

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

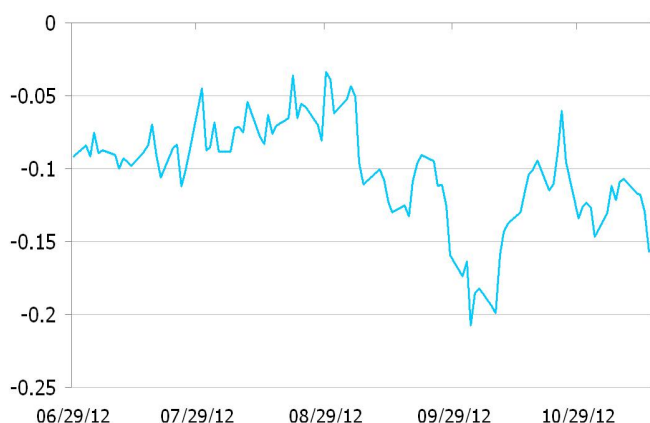
Złoty mocniejszy. Po otwarciu na poziomie 4,1800 złoty systematycznie zyskiwał. Głównym czynnikiem wzmacniającym złotego były wydarzenia globalne, w tym rosnący EURUSD. Po południu złotego do pewnego stopnia wsparły światowe giełdy i korekta na krótkich polskich stopach (inwestorzy uznali, że może jednak polska RPP wcale nie jest tak gołębia jak myśleli). Po godzinie 16:00 kurs EURPLN obniżył się do poziomu 4,1460. Dziś otwarcie na poziomie 4,1588. W centrum uwagi EURUSD, gdzie inwestorzy postrzegają ostatnie wzrosty jako korekcyjne oraz dane o produkcji z USA.

EURPLN technicznie

Wczoraj dynamicznie przełamany został poziom oporu wyznaczony przez 200-dniową średnią ruchomą (4,1710), a EURPLN dynamicznie skierował się na południe, przełamując pozostałe zarysowane we wczorajszym komentarzu poziomy oporu (4,1600 i 4,1660). W rezultacie znajdujemy się na poziomie październikowego maksimum i, jak się wydaje, EURPLN wszedł w okres konsolidacji w okolicach 4,15-4,17. Najbliższym celem dla wzrostów jest 4,1600 - po przełamaniu tego oporu następnym testowanym poziomem będzie wspomniany wcześniej 4,1700/10. Z kolei w przypadku dalszych spadków kurs powinien znaleźć wsparcie na istotnym z powodów psychologicznych poziomie 4,1500. Po jego przełamaniu możemy oczekiwać skierowania się w okolice 4,1330 (200-okresowa średnia ruchoma na wykresie czterogodzinowym).

Wsparcie	Opór
4,1300	4,1820
4,1330	4,1700/10
4,1500	4,1600

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	3.95	3.98
2Y	3.895	3.93
3Y	3.82	3.86
4Y	3.8	3.84
5Y	3.825	3.87
6Y	3.8473	3.89
7Y	3.8833	3.92
8Y	3.947	3.98
9Y	3.975	4.01
10Y	3.98	4.02

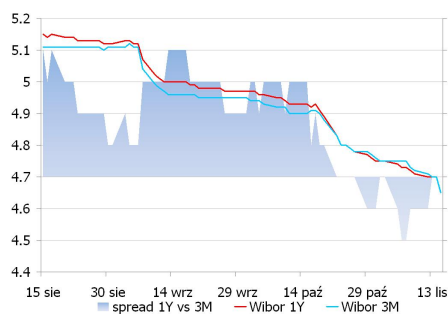
depo	BID	ASK
ON	4.8	4.9
1M	4.6	4.7
3M	4.4	4.6

FRA	BID	ASK
1x2	4.34	4.39
1x4	4.32	4.37
3x6	3.91	3.94
6x9	3.55	3.58
9x12	3.47	3.50

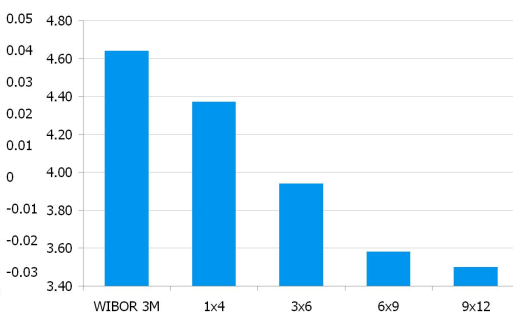
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1712
USD/PLN	3.2678
CHF/PLN	3.4639

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2779
EUR/JPY	103.75
EUR/PLN	4.1518
USD/PLN	3.2511
CHF/PLN	3.4477

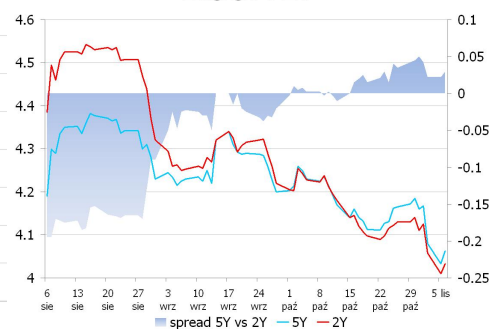
WIBOR 3M i 1Y



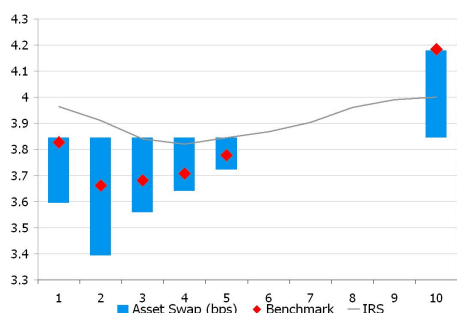
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



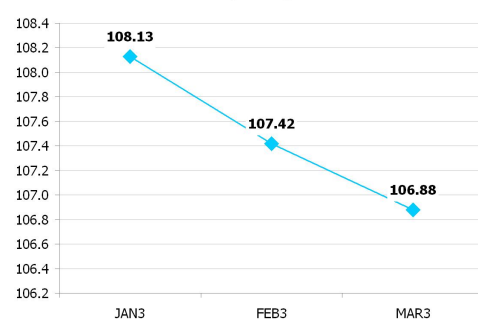
Asset swap i IRS



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, 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.