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		
19.11.2012 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	paź	-0.2	-0.1	-0.1	0.0
14:00	POL	Płace r/r (%)	paź	3.6	2.4	1.6	2.8
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym m/m (%)	paź		-0.2	-2.9 (r)	2.1
20.11.2012 WTOREK							
14:00	POL	PPI r/r (%)	paź	1.5	1.5	1.8	1.0
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	paź	1.7	2.9	-5.2	4.6
14:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	paź	-5.5		-17.8	-3.6
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	paź		840	863 (r)	894
	JAP	Decyzja BOJ (%)	lis		0.1	0.1	0.1
21.11.2012 ŚRODA							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	paź	1.8	1.9	1.9	1.9
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	17.11		410	451 (r)	410
15:55	USA	Wskaźnik koniunktury Uniwersytetu Michigan (pkt)	lis		84.5	84.9	82.7
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający Conference Board (%)	paź		0.1	0.5 (r)	0.2
22.11.2012 CZWARTEK							
9:30	GER	PMI w przemyśle *prelim* (pkt)	lis		46.0	46.0	46.8
9:30	GER	PMI w usługach *prelim* (pkt)	lis		48.3	48.4	48.0
10:00	EUR	PMI w przemyśle *prelim* (pkt)	lis		45.6	45.4	46.2
10:00	EUR	PMI w usługach *prelim* (pkt)	lis		46.0	46.0	45.7
15:00	EUR	Wskaźnik pewności konsumentów	lis		-25.9	-25.7	-26.9
23.11.2012 PIĄTEK							
8:00	GER	PKB r/r *final* (%)	3Q		0.4	0.4	0.4
10:00	GER	Wskaźnik IFO - oczekiwania (pkt)	lis		93.0	93.2	
10:00	GER	Wskaźnik IFO - sytuacja bieżąca (pkt)	lis		106.3	107.3	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Kolejny dzień pod znakiem publikacji indeksów koniunktury w Europie - dziś opublikowane zostaną odczyty wskaźników IFO (dotyczące oczekiwań i bieżącej sytuacji). Oczekiwania analityków wskazują na nieznaczne pogorszenie nastrojów, zarówno w aspekcie oceny bieżącej sytuacji, jak w odniesieniu do oczekiwanej przyszłej. Wobec zaskakująco dobrych wczorajszych odczytów wskaźników PMI (więcej w sekcji analizy), pozytywnej niespodzianki nie można wykluczyć.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• NBP: Na listopadowym posiedzeniu RPP odrzuciła wniosek o obniżkę stóp o 50 pb. Przyjęła wniosek dotyczący obniżki o 25 pb, argumentując, że obniżenie stóp będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia skali spowolnienia gospodarczego, a przez to ograniczy ryzyko spadku inflacji poniżej celu (**więcej w sekcji analizy**).
• GUS: Ogólny klimat koniunktury w budownictwie oceniany jest w listopadzie 2012 roku negatywnie, bardziej pesymistycznie niż w październiku oraz w analogicznym miesiącu ostatnich dwunastu lat.
• GUS: Inwestycje przedsiębiorstw niefinansowych w trzech kwartałach wzrosły o 4,4 proc. rdr i wyniosły 66,3 mld zł.
• Indeks PMI w sektorze przemysłowym strefy euro wyniósł w listopadzie 46,2 pkt. wobec 45,4 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca (wstępne wyliczenia). (**więcej w sekcji analizy**)
• Indeks PMI w sektorze przemysłowym Niemiec wyniósł w listopadzie 46,8 pkt. wobec 46,0 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca (wstępne wyliczenia). (**więcej w sekcji analizy**)

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	1.432	0.000
USAGB 10Y	1.680	0.000
POLGB 10Y	4.216	0.006

Dotyczy benchmarków Reuters

„Minutes" RPP wystarczająco gołębie na grudniową obniżkę stóp

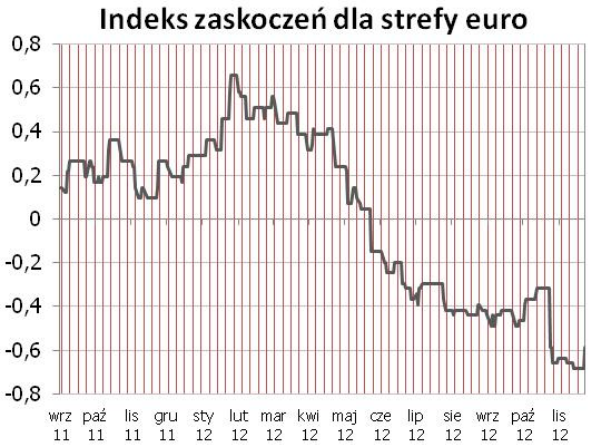
Brak poprawy sytuacji gospodarczej za granicą, sygnały większego niż się spodziewano spowolnienia w gospodarce polskiej, dynamika cen w tendencji spadkowej (już nie obniżająca się stopniowo) oraz spadająca presja popytowa obrazowana przez spadającą inflację bazową (tego stwierdzenia wcześniej nie było wcale) to tło ostatniego posiedzenia RPP. Większość głosująca za obniżką stóp procentowych w tej sytuacji nie dziwi.

Co mają do powiedzenia członkowie do tej pory niezdecydowani? Przede wszystkim, że „stopy procentowe powinny pozostać na niezmienionym poziomie z uwagi na uporczywość bieżącej inflacji i utrzymywanie się niepewności odnośnie do cen surowców energetycznych na świecie. Ponadto obniżenie stóp procentowych w sytuacji utrzymującej się restrykcyjności warunków udzielania kredytów w sektorze bankowym, może mieć ograniczony wpływ na ożywienie akcji kredytowej. Obniżka stóp procentowych może mieć niekorzystny wpływ na skłonność gospodarstw domowych do lokowania oszczędności w systemie bankowym."

Argumenty te wskazują wyraźnie, że głosującym przeciw był między innymi Kaźmierczak. Jednocześnie argumenty te można szybko obalić - niepewność dot. cen surowców energetycznych na świecie istnieje zawsze i trudno, aby była przeszkodą w prowadzeniu polityki pieniężnej. Inflacja chyba nie jest tak uporczywa, jeśli jej miary zaczynają spadać bardzo szybko już teraz. Co do sektora bankowego, obecne ryzyko kredytowe (wpływające na większą ostrożność w przyznawaniu kredytów) nie różni się niczym od ryzyka generującego się w przypadku każdego spowolnienia aktywności gospodarczej i nie jest to argument na rzecz braku cięcia stóp; tym bardziej, że zmiana struktury kredytowania z walut obcych na złotego zwiększa skuteczność polityki pieniężnej. Wreszcie kwestia skłonności do lokowania oszczędności w sektorze bankowym: stopa oszczędności powinna i tak rosnąc z uwagi na czynniki cykliczne, a sama skłonność do lokowania oszczędności właśnie w sektorze bankowym jest obecnie czynnikiem mniejszej wagi ze względu na lepszą kondycję płynnościową banków (a także zmniejszenie wskaźnika kredyty/depozyty). Można śmiało postawić tezę, że lokowanie środków poza sektorem bankowym (obligacje korporacyjne, emisje akcji) ze względu na poszukiwanie wyższej stopy zwrotu może się bardziej przysłużyć gospodarce i taką właśnie zmianę powinniśmy obserwować po kolejnych obniżkach stóp procentowych. Z ostatnich wypowiedzi członków RPP (Kaźmierczak niewykluczający obniżki w grudniu, Zielińska - Głębocka zwiększająca możliwą skalę rozluźnienia polityki pieniężnej, Winiecki dający możliwość jeszcze jednej obniżki stóp) wynika, że grudzień będzie miesiącem obniżki stóp procentowych o 25 pb. Warunki konieczne wyznaczone przez Radę (osłabienie koniunktury, spadek inflacji) są nadal spełnione, a argumenty przeciwko obniżkom wydają się raz, że mało przekonywujące w tej fazie cyklu, dwa, że nie znajdują poparcia większości.

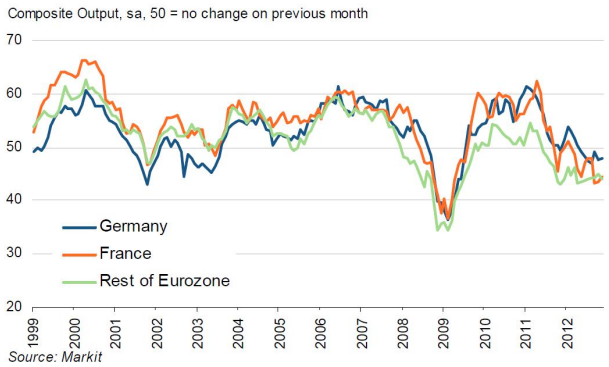
Europejskie PMI - ciągle odległe światełko w tunelu

Opublikowane wczoraj nieznacznie lepsze od oczekiwań wstępne odczyty indeksów PMI w strefie euro, Niemczech i Francji wskazują naszym zdaniem nie tyle na odwrócenie trendu spadkowego, co szansę na osiągnięcie przez indeks zaskoczeń w końcu twardego dna, co z kolei możnaby uznać za dość odległe światełko w tunelu recesji. Musimy jednak ostudzić optymizm - indeks zaskoczeń już wczesną jesienią ustabilizował się i dawał nadzieję na rychłe odbicie, jednak właśnie indeksy koniunktury (ZEW, PMI i Ifo) pod koniec października ponownie osłabiły go do dawno (od marca 2010) niewidzianych minimów. W kontekście wspomnianego spadku obecne odbicie jest raczej niewielkie. Dziś o 10 podany zostanie indeks Ifo za listopad - oczekiwania ustawione są podobnie jak dla PMI tzn. na lekkie spadki - zatem biorąc pod uwagę te same czynniki, które wpłynęły na zaskoczenie PMI (szczególnie z sektora przemysłowego) tydzień może zakończyć się dla indeksu zaskoczeń powrotem do wczesnojesiennych poziomów. Będzie to sygnał pozytywny, jednak niewystarczający - wniosek o odwróceniu trendu na indeksach koniunktury uprawniony byłby dopiero po kilku miesiącach znacznie solidniejszych wzrostów. Na razie PMI porusza się w zdefiniowanych przez nas przedziałach 40-45 i 45-50 pkt., co nie daje podstaw do wnioskowania o zmianie trendu.



Przechodząc do szczegółów - pozytywnie zaskoczyły indeksy z sektora przemysłowego (odpowiednio odczyty 46,8; 46,2 i 44,7 pkt. w Niemczech, strefie euro i Francji) oraz z francuskiego sektora usług (46,1pkt), zaś negatywnie z sektora usług Niemiec i całej strefy euro (48,0 i 45,7 pkt). Odbicie we Francji traktować można jako korektę wcześniejszego dość spektakularnego spadku - w listopadzie choć spowolnienie we Francji straciło na sile, to dalej spadały nowe zamówienia oraz zatrudnienie, a jedynym optymistycznym sygnałem był marginalny wzrost oczekiwań w sektorze usług. Ten wskaźnik dla Niemiec spadł do poziomu najniższego od 2009 roku - takie rozbieżności potwierdzają naszą tezę o korekcyjnym charakterze zmian z miesiąca na miesiąc. Z niemieckiego raportu jedyną pozytywną informacją o potencjalnie bardziej długookresowym wpływie na wskaźniki jest zahamowanie spadku nowych zamówień eksportowych wiązane z większym popytem z Chin (ciągle jednak sub-indeks pozostaje poniżej 50 pkt). Dane inflacyjne wskazują na sporą presję konkurencyjną w środowisku obniżającego się popytu (wzrost cen płaconych przez producentów i spadek cen wyrobów gotowych). Odczyty wskazują, że w IV kw. tempo

spadku PKB w strefie euro przyspieszyło do -0,5%, zaś recesja zawita także do Francji i Niemiec. Sygnały odwrócenia tego trendu w 2013 roku pozostają naszym zdaniem słabe.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD pozostawał wczoraj w lekkim trendzie wzrostowym. Pomogły nieco lepsze dane o PMI (choć ich kompozycja przedstawia sporo do życzenia - patrz więcej w sekcji analizy), choć wygenerowany przez nie impuls wzrostowy nie był nadmiernie imponujący. Dziś publikacja indeksu Ifo (10:00) - wzrost będzie podsycał bieżące mini-rally. Gdzieś w tle toczyła się będzie dyskusja o unijnym budżecie na lata 2013-2020 - na razie konsensusu nie widać. Być może przed weekendem nastąpi dziś pewna realizacja zysków; kolejne kluczowe ustalenia w sprawie Grecji dopiero w poniedziałek.

EURUSD technicznie

Wczoraj EURUSD kontynuował wzrosty, przebijając opór na poziomie 1,2860 (minimum października), w godzinach porannych z kolei znalazł się powyżej 200-okresowej średniej ruchomej na wykresie 4H. W efekcie, EURUSD odrobił straty poniesione przez ostatnie sześć tygodni. W najbliższym czasie przewidujemy kontynuację nowoukształtowanego trendu wzrostowego i testowanie oporów w okolicy 1,2900/15 (poziom istotny z powodów psychologicznych, 55-dniowa średnia ruchoma). W przypadku ich przełamania będziemy bacznie przyglądać się listopadowemu maksimum (1,2940). W przypadku powrotu do spadków, EURUSD powinien znaleźć wsparcie na niedawnych oporach (1,2860 i 1,2800).

Wsparcie	Opór
1,2860	1,3000
1,2800	1,2940
1,2660	1,2900/15

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

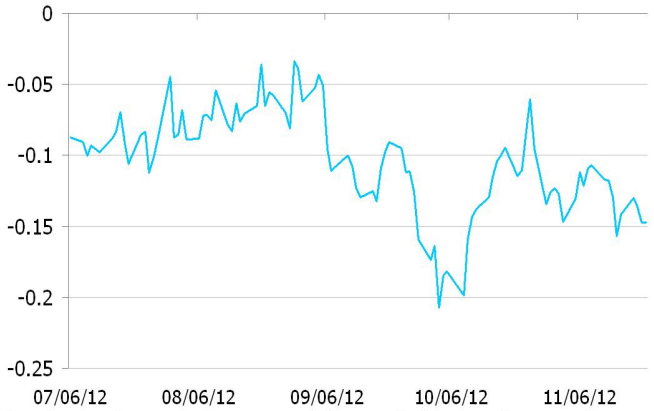
EURPLN coraz mocniejszy. Jeśli sytuacja globalna nie popsuje się, złoty ma szansę na dalszą aprecjację, tym bardziej że na taki scenariusz wskazują też rynki pochodnych - zmienność plasuje się na historycznych minimach, sprzyjając „skapywaniu" kursu EURPLN na coraz niższe poziomy. Wczorajsze „Minutes" nie pozostawiły śladu na kursie. Ważna będzie natomiast dyskusja o unijnym budżecie na lata 2013-2020; każdy negatywny headline powinien generować wyprzedaże złotego.

EURPLN technicznie

Po przełamaniu poziomów wsparcia w okolicy 4,11 EURPLN skierował się wczoraj na południe, w kierunku istotnego z powodów psychologicznych poziomu 4,10 (i jednocześnie listopadowych minimów). Trendy krótkoterminowe, doskonale widoczne na wykresach cztero- i jednogodzinowym są zatem doskonale widoczne i przekładają się na nadspodziewanie głęboką falę spadkową w perspektywie dziennej. Kolejnym celem dla EURPLN jest wspomniane listopadowe minimum, a w międzyczasie będziemy obserwować 4,1060. Przełamania tych poziomów wsparcia otworzy drogę do 4,06 (minimum października) i dolnej granicy kilkumiesięcznego kanału wahań EURPLN. Sygnałem dla odwrócenia fali i powrotu do wzrostów będzie przełamanie oporu na poziomie 4,12 (w międzyczasie 4,11). Z tego względu, będziemy bacznie obserwować kierunek ruchu EURPLN w dniu dzisiejszym.

Wsparcie	Opór
4,1060	4,1280/4,1300
4,1000	4,1180/1200
4,0610	4,1100

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.

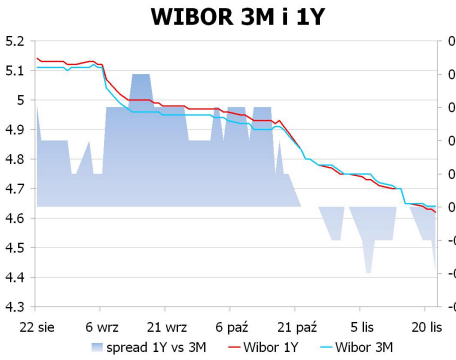
IRS	BID	ASK
1Y	3.97	4.01
2Y	3.9325	3.96
3Y	3.86	3.90
4Y	3.845	3.89
5Y	3.865	3.91
6Y	3.885	3.92
7Y	3.9	3.96
8Y	3.95	4.01
9Y	3.975	4.01
10Y	4.03	4.07

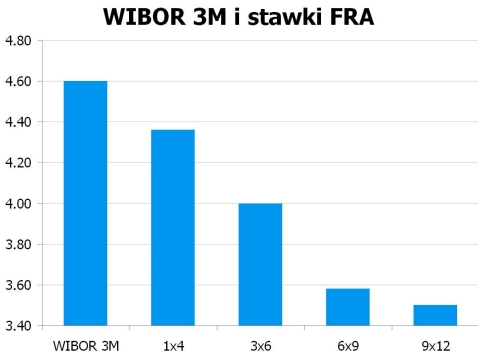
depo	BID	ASK
ON	4.6	4.8
1M	4.6	4.8
3M	4.4	4.6

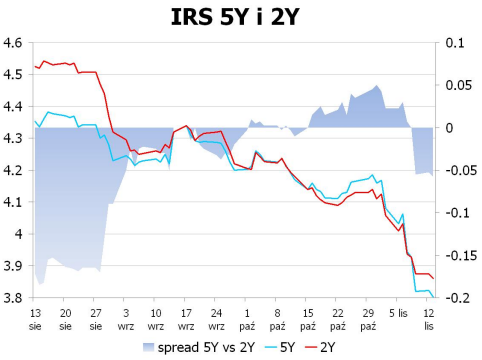
FRA	BID	ASK
1x2	4.31	4.36
1x4	4.31	4.36
3x6	3.95	4.00
6x9	3.55	3.58
9x12	3.47	3.50

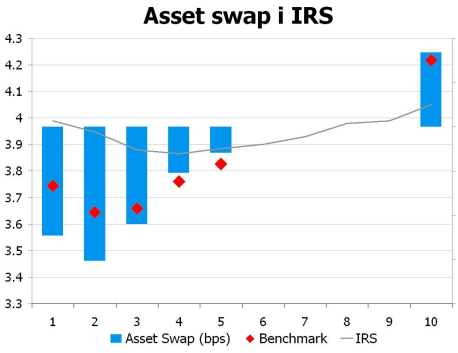
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1142
USD/PLN	3.2021
CHF/PLN	3.4158

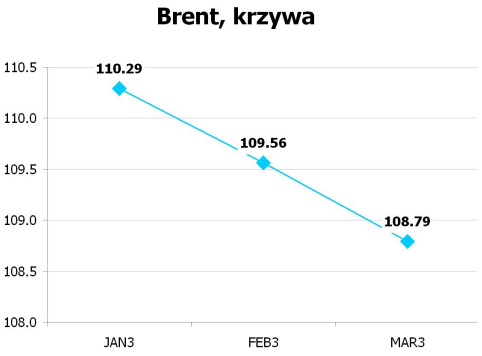
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2881
EUR/JPY	106.25
EUR/PLN	4.1068
USD/PLN	3.1865
CHF/PLN	3.4082











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.