



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	consensus		
10.12.2012 PONIEDZIAŁEK							
8:00	GER	Eksport m/m (%)	paż		-0.6	-2.4 (r)	0.3
9:00	CZE	Produkcja przemysłowa r/r (%)	paż		3.3	-6.8 (r)	4.1
9:00	CZE	Inflacja CPI r/r (%)	lis		3.0	3.4	2.7
11.12.2012 WTOREK							
9:00	HUN	Inflacja CPI r/r (%)	lis		5.5	6.0	5.2
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	gru		-11.5	-15.7	6.9
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	gru		6.0	5.4	5.7
12.12.2012 ŚRODA							
8:00	GER	Inflacja CPI final r/r (%)	lis		1.9	1.9	1.9
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa s.a. m/m (%)	paż		0.3	-2.3 (r)	-1.4
18:30	USA	Decyzja Fed (%)	gru		0.25	0.25	0.25
13.12.2012 CZWARTEK							
	EUR	Szczyt UE					
14:00	POL	Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	paż	-1182	-1053	-1137	-650
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	paż	13230	12940	12578	14156
14:00	POL	Import (mln EUR)	paż	13100	13100	12494	13931
14:00	POL	Inflacja CPI r/r (%)	lis	2.8	3.0	3.4	2.8
14:30	USA	Inflacja PPI r/r (%)	lis		1.8	2.3	1.5
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	08.12		370	372 (r)	343
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lis		0.5	-0.3	0.3
14.12.2012 PIĄTEK							
2:45	CHN	PMI w przemyśle flash (pkt)	gru		50.8	50.5	50.9
5:30	JAP	Produkcja przemysłowa final m/m (%)	paż			1.8	1.6
9:00	HUN	Produkcja przemysłowa final r/r (%)	paż			-3.8	
9:00	FRA	PMI w przemyśle prelim (pkt)	gru		44.9	44.5	
9:00	FRA	PMI w usługach prelim (pkt)	gru		46.0	45.8	
10:00	GER	PMI w przemyśle prelim (pkt)	gru		47.3	46.8	
10:00	GER	PMI w usługach prelim (pkt)	gru		50.0	49.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle prelim (pkt)	gru		46.6	46.2	
10:00	EUR	PMI w usługach prelim (pkt)	gru		47.0	46.7	
11:00	EUR	Inflacja CPI r/r (%)	lis		2.2		
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	lis	7.0	6.6	8.0	
14:30	USA	Inflacja CPI r/r (%)	lis		1.9	2.2	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lis		0.3	-0.4	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	lis		78.0	77.8	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś opublikowane zostaną dane o podaży pieniądza M3. Spodziewamy się dalszego wyhamowania dynamiki podaży pieniądza, co wynika w dużej mierze z efektów wysokiej bazy w depozytach przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Nieznaczny pozytywny efekt powinien dostarczyć niskiej bazy w depozytach niemonetarnych instytucji finansowych.

• **Gospodarka globalna.** Dziś przede wszystkim wstępne odczyty PMI w krajach strefy euro. Konsensus analityków wskazuje na nieznaczne (zapewne w granicach zwyczajowej, losowej zmienności) wzrosty indeksów, zarówno w usługach, jak i w przemyśle. Tym niemniej, wskaźniki te powinny pozostać na poziomach jasno wskazujących na przewagę negatywnych tendencji w gospodarce. Ponadto, dziś opublikowane zostaną dane o inflacji w strefie euro i Stanach Zjednoczonych - w obydwu przypadkach spodziewamy się stabilizacji inflacji na relatywnie niskich poziomach (ok. 2%). Wreszcie, popołudniu spodziewane są dane z amerykańskiego przemysłu (produkcja przemysłowa i wykorzystanie mocy produkcyjnych) - oczekiwana przez rynki poprawa tych wskaźników jest zapewne związana z wygaśnięciem efektów huraganu.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

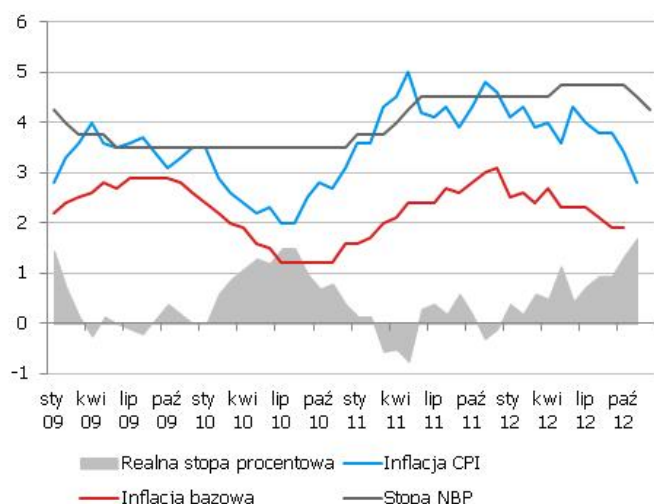
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w listopadzie wzrosły o 2,8 proc. w stosunku do listopada 2011 roku, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,1 proc. (**więcej w sekcji analizy**)
- NBP: Deficyt w obrotach bieżących w październiku wyniósł 650 mln euro wobec 1.137 mln euro we wrześniu i wobec 1.075,3 mln euro deficytu prognozowanego przez analityków. (**więcej w sekcji analizy**)
- Tusk: Polska podejmie decyzję o przystąpieniu do jednolitego nadzoru bankowego EBC po wewnętrznych konsultacjach z udziałem ministra finansów, NBP, KNF i BFG.
- USA: Sprzedaż detaliczna w listopadzie wzrosła o 0,3 proc. miesiąc do miesiąca, podczas gdy poprzednio spadła o 0,3 proc.

Decyzja RPP (9.01.2013)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.354	-0.003
stopy bez zmian		0%		USAGB 10Y	1.727	0.010
obniżka 25 bps		100%		POLGB 10Y	3.875	0.034
PROGNOZA BRE		obniżka 25 bps		Dotyczy benchmarków Reuters		

Inflacja spada coraz szybciej

W listopadzie roczny wskaźnik inflacji obniżył się z 3,4% do 2,8%. Spadek inflacji był zgodny z naszą prognozą i nieco niższy od konsensusu prognoz. W ujęciu miesięcznym ceny konsumentów wzrosły o 0,1%. Zasadniczym powodem tak dużego spadku inflacji były efekty bazowe z poprzedniego roku (paliwa, żywność oraz wówczas nowa lista leków refundowanych).

W listopadzie, podobnie jak 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 zdrowie (0,4% m/m) oraz żywność (0,5% m/m), ale były to wzrosty zgodne ze wzorcem sezonowym. O 2,4% m/m obniżyły się ceny paliw. Ceny zwiększyły się o zaledwie 0,1% m/m w jednej z największych kategorii, czyli użytkowanie mieszkania. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii prawdopodobnie obniżyła się w listopadzie z 1,9% do 1,7% r/r.



W kolejnych miesiącach spadek rocznego wskaźnika inflacji powinien być kontynuowany - w grudniu inflacja będzie już bardzo blisko celu NBP. W I kwartale 2013 roku inflacja spadnie poniżej poziomu celu NBP. Spadek inflacji w kolejnych kwartałach determinować będzie obniżająca się aktywność ekonomiczna (inflacja bazowa może obniżyć się w okolice 1% r/r) oraz brak podwyżek cen energii (masywne efekty bazowe). Obstawiamy również istotną korektę w dół wskaźnika inflacji po styczniu wraz z wprowadzeniem nowych wag w koszyku inflacyjnym (za sprawą braku podwyżek cen energii znów efekt dochodowy i migracja zakupów konsumenta w stronę dóbr i usług innych niż żywność i energia).

Szybciej spadająca inflacja obok stale pogarszających się perspektyw dla wzrostu wpłynie na dalsze złagodzenie stanowiska polskiej RPP. Już teraz większość członków (w tym kluczowy prof. Hausner) sygnalizuje wyraźny spadek inflacji nawet do poziomu poniżej dolnej granicy celu NBP. Uważamy, że ciągle, pomimo zdyskontowanych ponad 150pb poluzowania oczekiwania rynkowe na obniżki mogą być dalej stymulowane przez kolejne odczyty danych z polskiej gospodarki.

Rachunek bieżący ze świątecznymi niespodziankami

Niespodzianki zaczynają się już od samej wartości deficytu na rachunku bieżącym. Wyniósł on w październiku 650mln EUR wobec oczekiwanych 1000mln EUR (poprzednio 1137mln EUR). Rachunek handlowy, usług oraz transferów bieżących okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami. Znacznie niższy (o prawie 600mln EUR - stąd też nasza pomyłka na całym rachunku obrotów bieżących) był deficyt na rachunku dochodów. Nasza prognoza tej kategorii wynikała z bardzo dużych płatności odsetkowych od długu (prawie 1mld EUR powinien przepłynąć do nierezydentów, biorąc pod uwagę średnie udziały inwestorów zagranicznych w płatnościach kuponowych) oraz sporej płatności dywidendowej z KGHM. Tymczasem wypłacone dywidendy wyniosły 33mln EUR, zaś płatności odsetkowe od długu 375mln EUR... saldo dochodów to zdecydowanie najtrudniejsze saldo do prognozowania.

Jak już napisano trafiliśmy saldo handlowe - już drugi miesiąc z rzędu utrzymało się ono na dodatnim poziomie, co oznacza, że bieżące dane ustalają nowy rekord - dwa miesiące z rzędu z nadwyżką. Rekord sezonowy ustaliły też eksport i import, które od września br. wzrosły o odpowiednio o 1578 oraz 1437mln EUR, zdecydowanie wbrew średniej tendencji sezonowej (okolice zera). Dzięki temu dynamika eksportu wzrosła z zera do 16% r/r, zaś importu z -3% do 8% r/r. Nie popadajmy jednak w nadmierną euforię, gdyż nie znamy przyczyn tak dużych wzrostów obu tych kategorii (obie są znacznie powyżej wskazań sezonowych). Poza tym, to co liczy się z punktu widzenia to rachunek handlowy, który jest tylko na niewielkim plusie i prawdopodobnie na tym poziomie przez wiele miesięcy się utrzyma z uwagi na słabość popytu wewnętrznego (jest to nasz scenariusz bazowy od kilku miesięcy). Dzięki temu eksport netto osiągnie maksimum kontrybucji w IV kwartale, po czym wkład tej wielkości do tempa wzrostu PKB będzie monotonicznie spadał, aż blisko zera w IV kwartale 2013.

Od strony finansowania potwierdza się to co obserwujemy w cenach obligacji - październik był kolejnym miesiącem napływu inwestycji portfelowych w papiery dłużne (około 1000 mln EUR) oraz kolejnym miesiącem odbudowy portfeli aktywów zagranicznych przez banki. Pozytywna niespodzianka to również spory napływ kapitału z tytułu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (1486mln EUR - obok sierpnia najwyższa wartość w tym roku).

Reasumując gospodarka polska równoważy się, choć przyczyny tego równoważenia na razie nie zmieniają naszego poglądu na tempo wzrostu gospodarki w 2013 roku (nadal eksport netto nie jest na tak dużym poziomie, aby odwrócić bardzo negatywne efekty bazowe). Na podstawie sporządzonych ostatnio analiz stwierdzamy, że dotychczasowe nierównoważenie gospodarki jest przyczyną relatywnie słabego ratingu gospodarki polskiej. Choć trochę to potrwa, zanim agencje ratingowe ocenią trwałość poprawy zbilansowania gospodarki i tym samym dokonają oceny gospodarki polskiej, zmiany perspektywy w najbliższym czasie nie można wykluczyć. Fakt ten oraz bezsprzecznie przesłanki, które do niego prowadzą będą znaczącym wsparciem dla złotego w tej fazie cyklu - stoimy na stanowisku, że EURPLN wykoleić mogą obecnie tylko wydarzenia globalne i niekorzystny ruch na EURUSD w związku z niepewnością dot. fiscal cliff.



EURUSD fundamentalnie

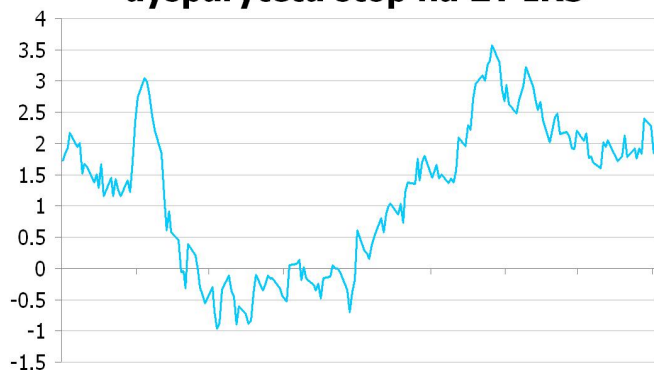
EURUSD mocniejszy. Mamy jednolity nadzór bankowy w strefie euro, skupiony w ECB w postaci Single Supervisory Authority (SSA). Choć na razie nadzorowi brakuje zębów (wiadomo tylko, że kosztem ratowania niewypłacalnych lub upadłych banków nie będą obciążeni podatnicy, szczególnie mają zostać obmyślone w 2013 roku), a całemu systemowi bankowemu całościowego mechanizmu gwarancji depozytów, wiadomość została przyjęta pozytywnie przez rynki finansowe (nowe maksima na EURUSD), zwłaszcza że została wcześniej podlana sosem niezłych danych z USA (przede wszystkim bardzo pozytywna niespodzianka z tygodniowych danych z rynku pracy). Podtrzymujemy, że to nie nadchodzące dane, czy też postęp polityczny w strefie euro będzie w stanie zatrzymać EUR w marszu w górę, lecz właśnie wspomniana niepewność w zakresie fiscal cliff, o której inwestorzy najwyraźniej chwilowo zapomnieli.

EURUSD technicznie

Po dwóch dniach nieśmiałego testowania poziomu oporu 1,3100 dzisiejszy poranek przyniósł jego przełamanie, którego trwałość pozostaje jednak kwestią otwartą - doświadczenie ostatnich tygodni pokazuje, że przełamywania okrągłych poziomów nie należy ogłaszać zbyt wcześnie. Teraz oczekujemy wzrostów w kierunku grudniowego maksimum (1,3127), których osiągnięcie powinno otworzyć drogę do maksimów września (1,3150/70), w rejonie którego opór powinien być w chwili obecnej silny. Wsparciem dla krótkookresowych korekt spadkowych EURUSD pozostaje w rejonie 1,3015 (na wykresie 4H MA55 i -23,6% od maksimum grudnia) i 1,3000 (poziom psychologiczny), a w dalszej perspektywie - 1,2885/2900.

Wsparcie	Opór
1,3000/15	1,3490
1,2950	1,3170
1,2885/2900	1,3127

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



03/27/12 04/27/12 05/27/12 06/27/12 07/27/12 08/27/12 09/27/12 10/27/12 11/27/12

* 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 stabilny. Przy tych poziomach kursu (i w fazie korekty po spadku o prawie 6 groszy) do dalszego umocnienia złotego potrzeba czegoś więcej niż zgodne z oczekiwaniami dane o inflacji (choć prawie w celu) oraz nieco lepsze dane o rachunku bieżącym (choć o równoważeniu się polskiej gospodarki wiemy już od kilku miesięcy). Uważamy jednak, że atrakcyjność polskiego rynku długu wraz z większym zrównoważeniem polskiej gospodarki mocno spłaszczy naturalną cykliczność polskiej waluty. Tym samym spodziewamy się fali osłabienia EURPLN do końca roku (cele to 4,15, ewentualnie 4,22, choć ten drugi wydaje się mocno na wyrost), nie spowodowanej jednak nagłym pogorszeniem percepcji rynkowej odnośnie polskiego wzrostu, tylko czynnikami globalnymi.

EURPLN technicznie

Po przełamaniu poziomu oporu 4,0950 EURPLN skierował się na północ i w dniu dzisiejszym startujemy już z okolic 4,0990. W związku z tym, najbliższym celem dla wzrostów jest 4,1000 (istotne ze względów psychologicznych), którego przełamania można oczekiwać w krótkim czasie. To powinno otworzyć drogę do poziomów z początku tygodnia - powrót do znanego zakresu wahań (4,10-4,18) wydaje się prawdopodobny. Tutaj opór wiążemy najpierw z 4,1100, a następnie z przecięciem 200-okresowej średniej ruchomej i FIBO 38,2 % na wykresie 4H (4,1180). Wahania w kierunku południowym są ubezpieczone przez 4,0900 i minimum tego tygodnia (4,0820).

Wsparcie	Opór
4,0950	4,1180
4,0900	4,1100
4,0820	4,1000

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.

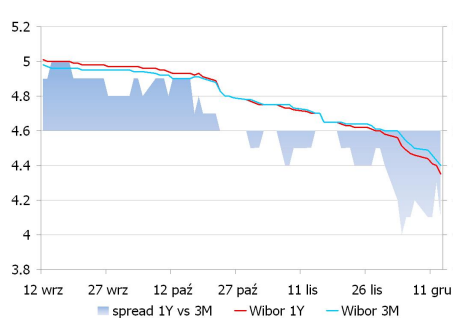




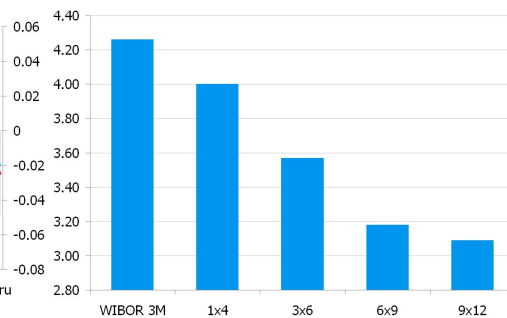
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.53	3.56	ON	4.3	4.5	EUR/PLN	4.0927
2Y	3.4675	3.50	1M	4.2	4.5	USD/PLN	3.1333
3Y	3.415	3.46	3M	3.9	4.2	CHF/PLN	3.3834
4Y	3.42	3.46					
5Y	3.455	3.50					
6Y	3.4827	3.52					
7Y	3.5183	3.56					
8Y	3.56	3.60					
9Y	3.595	3.64					
10Y	3.63	3.67					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.97	4.02	EUR/USD	1.3077
1x4	3.95	4.00	EUR/JPY	109.37
3x6	3.53	3.57	EUR/PLN	4.0995
6x9	3.13	3.18	USD/PLN	3.1317
9x12	3.05	3.09	CHF/PLN	3.3907

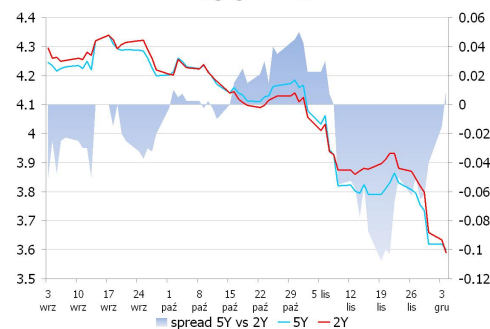
WIBOR 3M i 1Y



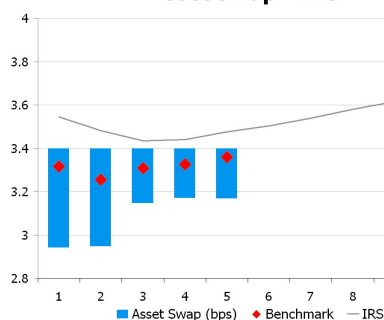
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



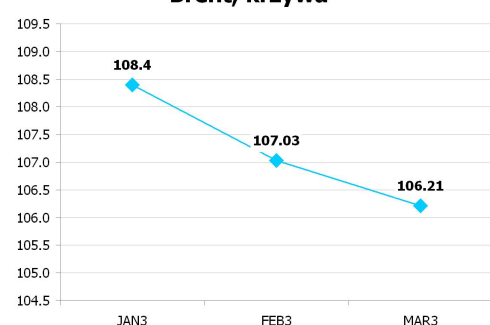
Asset swap i IRS



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 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, 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.