Departament 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

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@brebank.pl

Marek Ignaszak
analityk
tel. +48 22 829 02 56
marek.ignaszak@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		
11.11.2013 PONIEDZIAŁEK							
8:00	CZE	CPI r/r (%)	paź		0.9	1.0	0.9
12.11.2013 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	paź		1.4	1.4	
10:00	POL	Publikacja *Raportu o inflacji* NBP	lis				
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	wrz	-814	-822	-719	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	wrz	13750	13719	12451	
14:00	POL	Import (mln EUR)	wrz	13200	13266	12187	
13.11.2013 ŚRODA							
0:50	JAP	Zamówienia na maszyny m/m (%)	wrz		-2.0	5.4	
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		-0.2	1.0	
14.11.2013 CZWARTEK							
0:50	JAP	PKB kw/kw *wstępny* (%)	Q3		0.4	0.9	
7:30	FRA	PKB kw/kw *wstępny* (%)	Q3		0.1	0.5	
8:00	GER	PKB kw/kw *wstępny* (%)	Q3		0.3	0.7	
9:00	HUN	PKB r/r *wstępny* (%)	Q3		0.7	0.5	
9:00	CZE	PKB r/r *wstępny* (%)	Q3		-0.4	-1.3	
10:00	POL	PKB r/r *wstępny* (%)	Q3	1.6	1.7	0.8	
11:00	EUR	PKB kw/kw *wstępny* (%)	Q3		0.1	0.3	
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	paź	5.5	5.8	6.1	
14:00	POL	CPI r/r (%)	paź	1.0	1.0	1.0	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	09.11		330	336	
15.11.2013 PIĄTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	paź	1.2	1.3	1.3	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	lis		5.00	1.52	
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	paź			83.3	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.1	0.6	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	paź		78.2	78.3	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Najważniejszym punktem w polskim kalendarzu będzie publikacja informacji sygnalnej o PKB za III kwartał (czwartek). Oczekiwania dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego są w pełni uzasadnione poprawą danych miesięcznych we wszystkich kategoriach, sugerującą zarówno istotną kontrybucję konsumpcji prywatnej, jak i zdecydowane wyhamowanie spadków inwestycji. Ponadto, tydzień przynosi szereg miesięcznych publikacji. Delikatne rozszerzenie salda obrotów bieżących (wtorek) to najprawdopodobniej konsekwencja pierwszego od siedmiu miesięcy deficytu na rachunku transferów, czego nie zrekompensuje większa nadwyżka na rachunku handlowym (ok. 550 mln EUR). Powszechnie oczekiwana stabilizacja inflacji (czwartek) związana jest z niskimi cenami żywności, spadkiem cen paliw i delikatnie niższą inflacją bazową (oficjalna publikacja w piątek), wynikającą z niższych niż wskazywałby na to wzorzec sezonowy cen ubrań. Równolegle z danymi GUS o inflacji NBP opublikuje dane o podaży pieniądza M3 w październiku - za spodziewane wyhamowanie dynamiki odpowiada głównie niska dynamika depozytów gosp. domowych. Tydzień kończy publikacja wstępnego wykonania budżetu państwa - z wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów wiadomo już, że deficyt wzrósł do ok. 40 mld zł z uwagi na koszty obsługi długu.

• **Gospodarka globalna.** Tydzień pod znakiem danych o PKB. Czwartkową serię publikacji rozpoczyna Japonia (spodziewane jest pewne wyhamowanie wzrostu po bardzo dobrej I poł. roku), ale z polskiego punktu widzenia najważniejsze będą dane europejskie. Wzrost w dwóch największych gospodarkach strefy euro spowolnił w porównaniu do poprzedniego kwartału, ale utrzymał się powyżej zera. Biorąc pod uwagę wyjście Hiszpanii z recesji i dalszą poprawę sytuacji we Włoszech, można spodziewać się utrzymania wzrostu całego eurolandu na niskim poziomie. Warto również odnotować publikacje danych o inflacji w Czechach i na Węgrzech, które - jak co miesiąc - pozwolą na doprecyzowanie naszej prognozy inflacji. Kalendarz w Stanach Zjednoczonych tym razem raczej skąpy - należy jednak odnotować publikację danych o produkcji przemysłowej w październiku (udzielą odpowiedzi na pytanie, czy dobra passa amerykańskiego przemysłu, na którą wskazuje seria korzystnych odczytów wskaźników koniunktury, była kontynuowana), a także pierwszy z regionalnych indeksów koniunktury - Empire State.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Sejm uchwalił w piątek ustawę okołobudżetową na 2014 r., która przewiduje m.in. podwyżkę akcyzy na wyroby spirytusowe i tytoniowe. Kolejny rok z rzędu pozostaną zamrożone wynagrodzenia w budżetówce oraz utrzymane obecne składki VAT.

Decyzja RPP (4.12.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	**stopy bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.690	0.004
USAGB 10Y	2.602	-0.008
POLGB 10Y	4.310	0.064

Dotyczy benchmarków Reuters

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

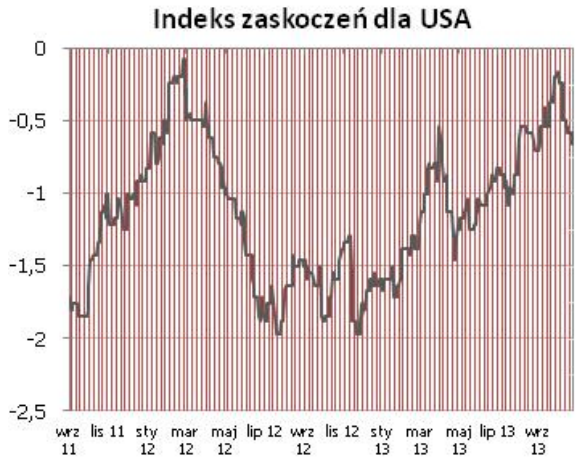
POLSKA

Bez zmian - PMI zaskoczył wprawdzie pozytywnie, ale skala zaskoczenia nie była wystarczająca dla wzrostu indeksu. Kalendarz publikacji danych jest tym tygodniu bogaty, ale - jeśli historia jest tu przewodnikiem - największe szanse na niespodziankę należy przypisać danym o inflacji.

STREFA EURO

W dół po danych o PPI w strefie euro, ale w górę po finalnym odczycie PMI w usługach, bilans tygodnia na minimalnym plusie. Tydzień pod znakiem danych o PKB i produkcji przemysłowej, ale na ogół tylko te ostatnie poruszają europejskim indeksem zaskoczeń.

USA



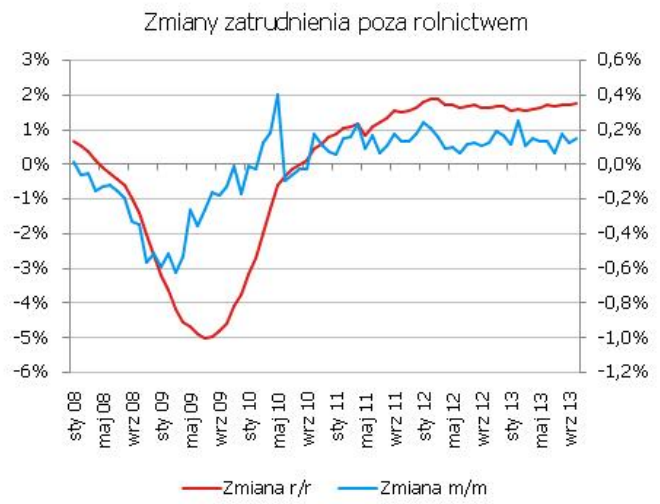
Burzliwy tydzień na minimalnym plusie: pozytywne zaskoczenia w danych ISM, PKB i danych z rynku pracy; duże negatywne zaskoczenie niekorzystnym odczytem koniunktury konsumenckiej. Dane publikowane w tym tygodniu (Empire State, produkcja przemysłowa) stwarzają pewien potencjał do poruszenia indeksem.

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.

W poszukiwaniu śladów fiskalnych batalii w październikowych danych z amerykańskiego rynku pracy…

Zgodnie z opublikowanymi w piątek danymi, w październiku w amerykańskiej gospodarce przybyło 204 tys. miejsc pracy. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie w naszych publikacjach w poprzednim tygodniu, pesymistyczny konsensus (bliski 100 tys.) nie był uzasadniony w świetle cząstkowych danych (przede wszystkim bardzo dobre odczyty ISM) i niepewności co do wpływu zaburzeń fiskalnych na proces zbierania i przetwarzania danych. W przedsiębiorstwach prywatnych przybyło 212 tys. etatów, zaś układ sektorowy prezentuje się całkiem korzystnie (wzrosty w przemyśle i budownictwie, solidny przyrost zatrudnienia w handlu detalicznym). Suma rewizji za poprzednie dwa miesiące sięgnęła +60 tys., udzielając prztyczka w nos tym, którzy przywiązują zbyt dużą wagę do pojedynczych odczytów.

Gdzie zatem należy szukać efektów fiskalnych batalii, pod znakiem których upłynęła większa część października? Jak wskazywaliśmy, ze względu na konstrukcję kwestionariuszy, efekt zawieszenia funkcjonowania rządu federalnego powinien pojawić się w badaniu gospodarstw domowych. I to się stało: o 735 tys. (sic!) spadła liczba zatrudnionych, ostro wzrosła liczba osób bezrobotnych pozostających na tymczasowych zwolnieniach (wzrost udziału z 9,4 do 13,4% zasobu bezrobotnych). Stopa bezrobocia w efekcie wzrosła o jedną dziesiątą punktu procentowego, choć warto odnotować, że gdyby nie tymczasowe zwolnienia w związku z shutdown, stopa bezrobocia najpewniej spadłaby do 7,0%, w niemałym stopniu z powodu dalszego spadku aktywności zawodowej. Efekty te ulegną w kolejnym miesiącu odwróceniu.



Jak zwykle w takich przypadkach, gwałtowność reakcji na dane sugeruje, że zostały one odebrane jako kolejny krok do zacieśnienia monetarnego. Nie negując pozytywnego wydźwięku ostatniej publikacji, należy jednak zauważyć, że krótkoterminowe wahnięcia nie zmieniają fundamentalnie pozytywnych trendów. W ujęciu r/r (które ignoruje np. podnoszoną tu i ówdzie kwestię dokładności poprawek sezonowych) trajektoria zatrudnienia pozostaje fenomenalnie stabilna. Ponadto, biorąc również pod uwagę coraz mocniejsze (również te płynące z Fed) głosy na temat preferowania forward guidance nad skup aktywów, nie można wykluczyć rozpoczęcia cięć QE jeszcze na grudniowym lub styczniowym posiedzeniu FOMC (konsensus obecnie wydaje się koncentrować na marcu). Taka sekwencja oczywiście będzie negatywna dla obligacji amerykańskich (przede wszystkim tych o dłuższym terminie zapadalności). Prawdopodobne jest również, ze w przypadku krajów EM (również Polski) wzrosty rentowności okażą się jeszcze bardziej dynamiczne niż na rynkach bazowych - przy rosnących rentownościach długu inwestorzy szybko powinni sobie przypomnieć również o (niekorzystnej) zmianie struktury rynku długu po reformie OFE.

Inflacja w Czechach: ryzyko w dół dla inflacji w Polsce

Inflacja w Czechach była wprawdzie wyższa od oczekiwań rynkowych w ujęciu miesięcznym, to jednak implikacje do inflacji polskiej skupiają się w przeciwnym kierunku. Model wskazuje ryzyko w dół dla naszej prognozy cen żywności (obecnie 0,9%), plasując miesięczne tempo wzrostu cen w tej kategorii najniżej od 2 lat; krajowe wskaźniki koniunktury dot. tempa wzrostu cen żywności są również niskie. O ile jednak prognozę modelową można temperować posługując się twardymi dowodami dot. poszczególnymi kategorii cen żywności - przede wszystkim warzyw i owoców - tym razem te kategorie w Czechach odnotowują spadki (a nie wzrosty, co wynika z krajowych danych). Przekłada się to na ryzyko w dół dla odczytu cen żywności w Polsce, a także ryzyko w dół dla całej inflacji. Nadzieję na realizację naszej dotychczasowej prognozy w wysokości 1,0% dają wyższe od naszych założeń wzrosty cen odzieży i obuwia; może to być jednak za mało, aby przeważyć ryzyko płynące z niskich cen żywności. Przy obecnym stanie wiedzy bardziej prawdopodobna jest realizacja inflacji na poziomie 0,9% niż 1,0%.

EURUSD fundamentalnie

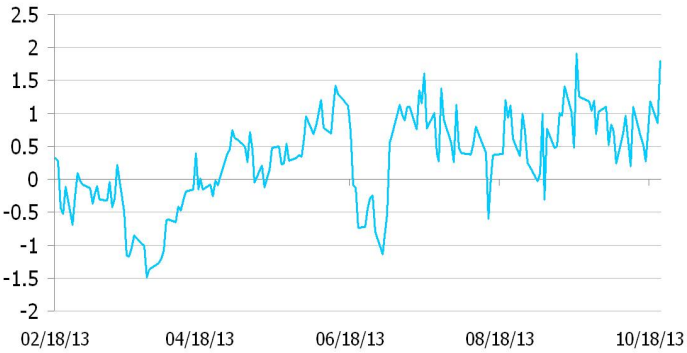
W piątek dolar umacniał się po lepszych od oczekiwań danych z rynku pracy. Poniedziałek przyniósł niewielkie odreagowanie tego ruchu. Pozytywne zaskoczenie liczbą nowo utworzonych miejsc pracy było kolejną z październikowych publikacji, które wskazują, że wpływ zamknięcia rządu na gospodarkę był mniejszy niż do tej pory sądzono (nie ma jednak pewności co do jakości zebranych w październiku danych). W tym tygodniu najważniejszymi publikacjami będą odczyty PKB za Q3 państw europejskich (czwartek) oraz piątkowe publikacje Wskaźnika Empire State i produkcji przemysłowej za Oceanem. Równie ważne dla uczestników rynku będzie czwartkowe przesłuchanie Jannet Yellen przed komisją senacką, podczas którego poznamy poglądy przyszłej szefowej Fed na obecny stan gospodarki. Spodziewamy się dalszych spadków EURUSD wywołanych oczekiwanym zmianami dysparytetu stóp procentowych na korzyść dolara.

EURUSD technicznie

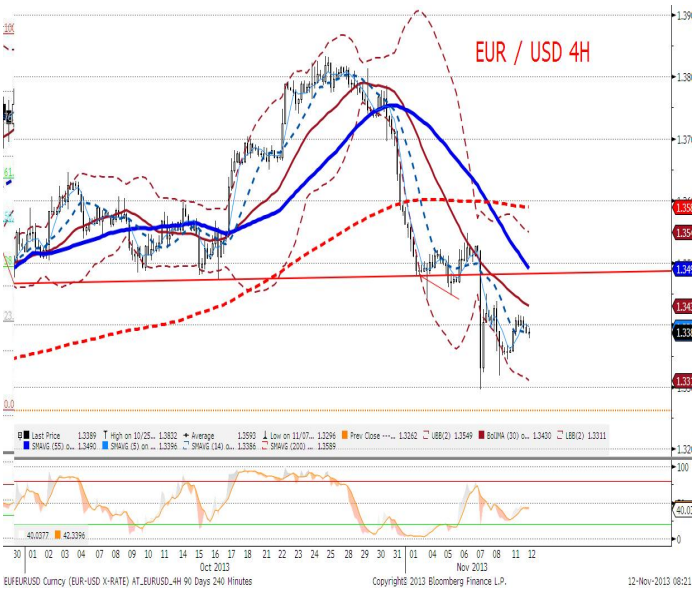
Na wykresie tygodniowym EURUSD wybił się z kanału wzrostowego i celuje (co najmniej) w MA55; oscylator wraca z terytorium wykupienia i zawraca. Na dziennym notowania przebiły się przez 38,2% Fibo, a więc celem jest teraz 61,8% (1,3167); oscylator nieco się wypłaszczył, ale nie dywerguje. Na wykresie 4h, po przełamaniu minimów konsolidacji, uformowała się flaga, co daje nadzieje na kontynuację spadków. Obrazy techniczne są obecnie nieco zamazane przez piątkową reakcję kursu na NFP - nic nie wskazuje jednak na zmianę krótkoterminowych trendów. Pozostajemy short EURUSD.

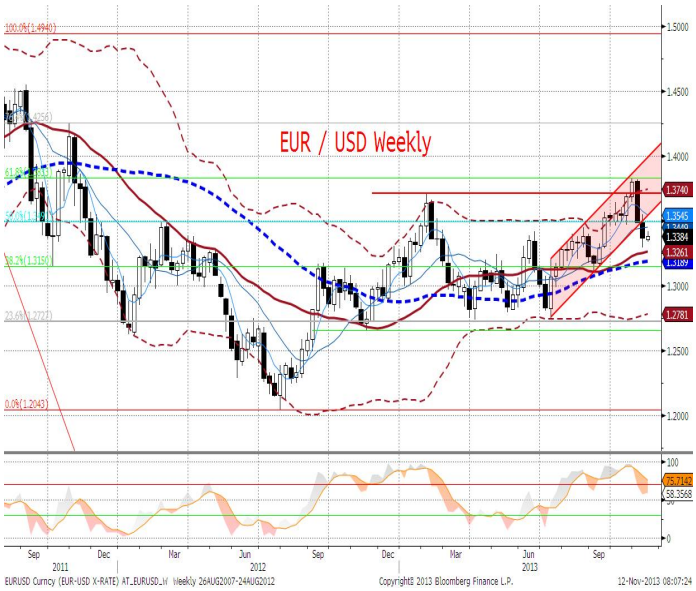
Wsparcie	Opór
1,3296	1,3690
1,3167	1,3482
1,3110	1,3430

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 mocno się osłabiał, przy braku handlu w Polsce, co ostatnio staje się regułą. Rozpoczętej w piątek korekcie na warszawskiej giełdzie towarzyszy także osłabienie złotego, którego kurs w dużej mierze kształtowany jest poprzez napływy na polski rynek kapitałowy. Po lepszych danych z amerykańskiego rynku pracy powróciły spekulacje na temat terminu rozpoczęcia ograniczania skupu aktywów przez Fed, co może wpłynąć na zamknięcie części pozycji carry i tymczasowy odwrót od rynków EM. Na efekt ten nałożyła się także decyzja banku Czech amplifikując ruch. W ciągu najbliższych sesji spodziewamy się dalszego odreagowania rynków wschodzących na zbliżającą się perspektywę zacieśnienia polityki pieniężnej w USA. W tym tygodniu poznany sporo danych z polskiej sfery realnej. Po wtorkowych publikacja salda obrotów bieżących w czwartek poznamy odczyt PKB za trzeci kwartał oraz inflację. Jednak w obecnej sytuacji kursem rządzić będzie sentyment globalny kształtowany decyzjami Fed i EBC oraz danymi o PKB państw Starego Kontynentu.

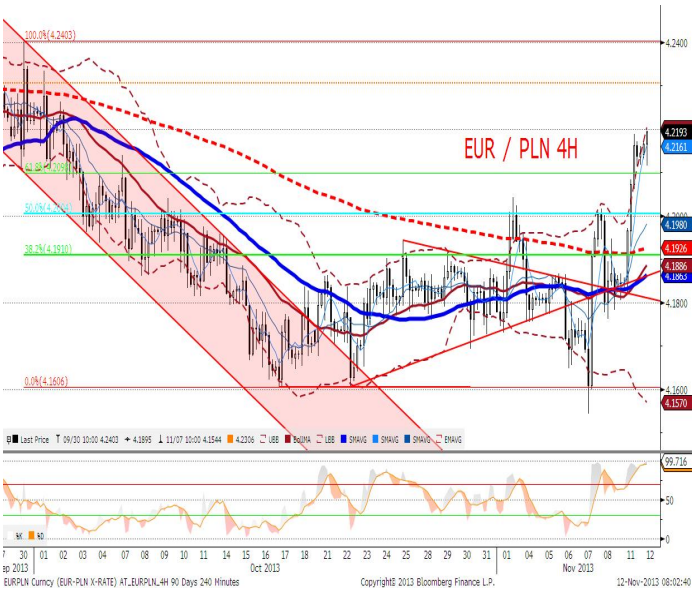
EURPLN technicznie

Poprzedni tydzień to odbicie od linii trendu wzrostowego, bieżący tydzień to już przekroczenie maksimów z 5 kolejnych tygodni; oscylator powoli zaczyna zawracać (co nie chce spadać, rośnie?). Na dziennym notowania przekroczyły MA200 i MA55, zanegowany został kształtowany przez kilka tygodni range. Notowania celują w linię trendu spadkowego (po maksimach) konwergującą z 38,2% Fibo w okolicach 4,25/26. Na 4h notowania przebiły 61,8% Fibo, na chwilę skonsolidowały i... znów ruszyły do 4,24. Grając na momentum próbujemy long EURPLN (wejście 4,2173, S/L 4,1950, T/P 4,2620).

Wsparcie	Opór
4,2051	4,2640
4,1987	4,2578
4,1818	4,2313

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	2.72	2.76
2Y	3.0075	3.06
3Y	3.23	3.29
4Y	3.44	3.50
5Y	3.61	3.67
6Y	3.75	3.81
7Y	3.86	3.92
8Y	3.96	4.02
9Y	4.02	4.09
10Y	4.07	4.14

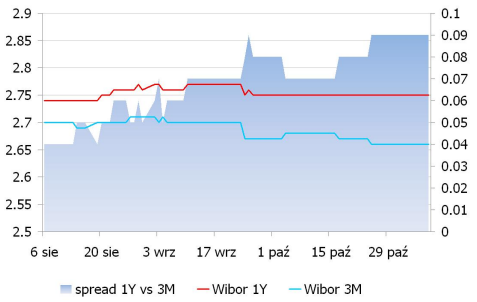
depo	BID	ASK
ON	2.4	2.7
1M	2.3	2.5
3M	2.3	2.5

FRA	BID	ASK
1x2	2.57	2.62
1x4	2.62	2.68
3x6	2.63	2.69
6x9	2.67	2.73
9x12	2.78	2.83

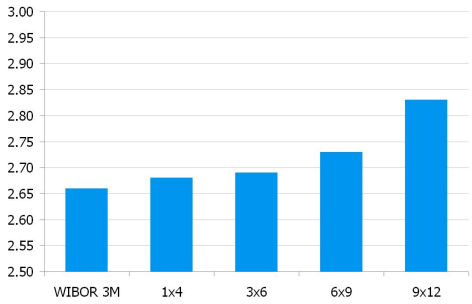
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1799
USD/PLN	3.1133
CHF/PLN	3.3979

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3406
EUR/JPY	132.93
EUR/PLN	4.2120
USD/PLN	3.1405
CHF/PLN	3.4174

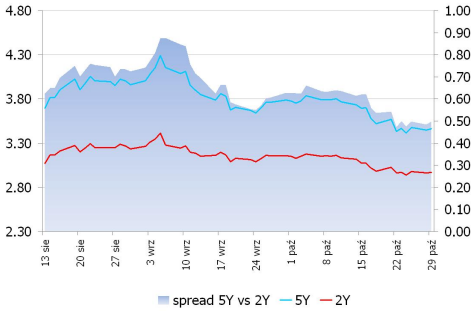
WIBOR 3M i 1Y



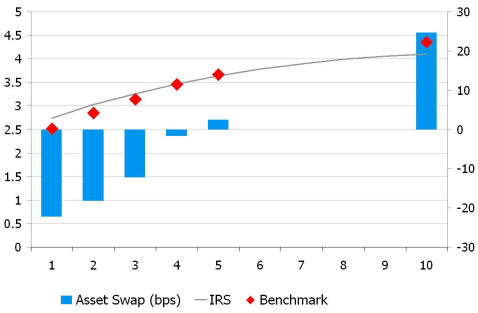
WIBOR 3M i stawki FRA



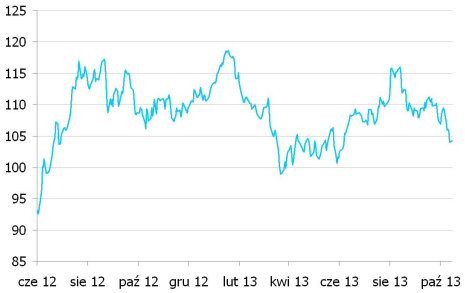
IRS 5Y i 2Y



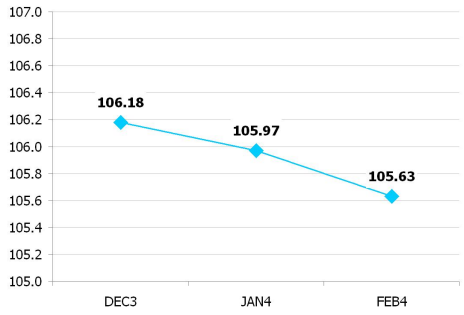
Asset swap i IRS



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 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.