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	0.9
10:00	POL	Publikacja *Raportu o inflacji* NBP	lis				
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	wrz	-814	-822	-785 (r)	-1024
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	wrz	13750	13719	12422 (r)	13896
14:00	POL	Import (mln EUR)	wrz	13200	13266	12176 (r)	13223
13.11.2013 ŚRODA							
0:50	JAP	Zamówienia na maszyny m/m (%)	wrz		-2.0	5.4	-2.1
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		-0.3	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		0.0	0.5	
8:00	GER	PKB kw/kw *wstępny* (%)	Q3		0.3	0.7	
9:00	HUN	PKB r/r *wstępny* (%)	Q3		0.8	0.5	
9:00	CZE	PKB r/r *wstępny* (%)	Q3		-0.5	-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	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś warto odnotować jedynie publikację danych na temat produkcji przemysłowej w strefie euro we wrześniu. Upublikowane wcześniej dane (m.in. z Niemiec, Francji i Włoch) wskazują na możliwość negatywnej niespodzianki, która - w powiązaniu z poprzednimi odczytami - będzie implikować minimalny wzrost w eurolandzie w III kwartale (potwierdzenie czego zobaczymy jutro).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Zielińska-Głębocka: Nie ma obecnie zagrożenia, aby Rada musiała zweryfikować lub wycofać się ze swojego stanowiska o braku zmian stóp procentowych w pierwszej połowie 2014 roku i rozpocząć wcześniejsze działania. Jest za wcześnie na spekulacje odnośnie ruchów RPP w drugim półroczu.
• NBP: Deficyt w obrotach bieżących we wrześniu wyniósł 1.024 mln euro wobec 785 mln euro deficytu w sierpniu i wobec 787,8 mln euro deficytu oczekiwanego przez ekonomistów (więcej w sekcji analizy).
• Kowalczyk (MF): Deficyt budżetowy w 2013 roku może być niższy o 3 do 10 mld zł od planowanego w znowelizowanej ustawie na poziomie ok. 51,6 mld zł.
• Negocjatorzy PE i rządy państw UE uzgodniły kompromisowy budżet na 2014 rok i doszły do porozumienia ws. nowelizacji budżetu na 2013 rok, co otwiera drogę do zatwierdzenia przez PE nowych wieloletnich ram finansowych dla Unii.

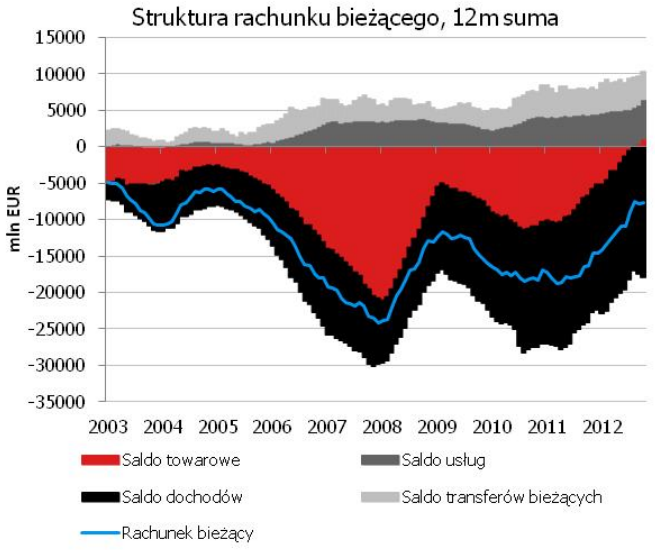
Decyzja RPP (4.12.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	**stopy bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.780	-0.007
USAGB 10Y	2.770	-0.011
POLGB 10Y	4.406	-0.017

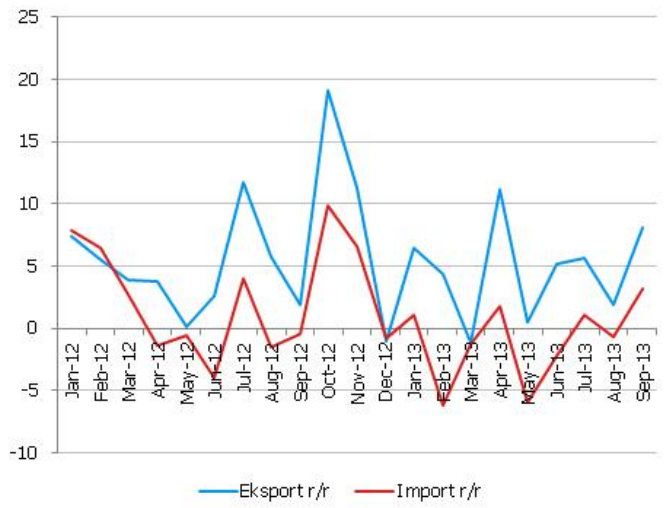
Dotyczy benchmarków Reuters

Dalszy wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących

Rachunek bieżący odnotował w październiku deficyt w wysokości 1024mln EUR (konsensus rynkowy i nasza prognoza w okolicach -800 mln EUR). Rewizje danych historycznych były niewielkie.



Rachunkiem bieżącym sterują dwa wzajemnie kompensujące się zjawiska, wspomagane sterowanym egzogenicznie (transfery z UE) saldem transferów. Z jednej strony Polskę charakteryzuje wysoki i względnie trwały (biorąc pod uwagę wysoki i stabilny udział inwestorów zagranicznych, zarówno na rynku obligacji i rynku akcji) deficyt na rachunku dochodów. Z drugiej strony przy akompaniamencie stabilnej nadwyżki w handlu usługami (300-500mln EUR miesięcznie) rośnie nadwyżka handlowa na rynku towarów. Przy znikomym transferze z UE, wspomniane elementy rachunku bieżącego sumują się na deficyt w okolicach 600-1000mln EUR. Gdy transfer z UE dopisze, pojawia się nadwyżka na rachunku bieżącym lub odpowiednio – niższy deficyt.



We wrześniu mieliśmy do czynienia – pierwszy raz od wielu miesięcy – z deficytem w rozliczeniach z UE, stąd pogłębienie deficytu całego rachunku bieżącego (ze względu na kalendarz wypłat z UE taka struktura utrzyma się jeszcze w październiku; w listopadzie i w grudniu pojawią się płatności dla rolników co poprawi całe saldo transferów). Rachunek dochodów pogorszył się sezonowo, rachunek usług również. Poprawa w saldzie obrotów towarowych była z kolei wynikiem przyspieszenia eksportu (z około 2% r/r do około 9% r/r), który po raz kolejny wzrósł szybciej niż import (z okolic -1% r/r do +3% r/r). Gradualny charakter ożywienia w strefie euro, dyscyplina kosztowa przedsiębiorstw oraz względnie stabilny kurs walutowy sprzyjają eksportowi, który jeszcze przez wiele miesięcy będzie rósł szybciej od importu. Spodziewamy się, że w miarę krzepnięcia ożywienia w gospodarce polskiej, które odbywać się będzie w coraz większym stopniu dzięki odbudowie popytu wewnętrznego (konsumpcji, a przede wszystkim inwestycji), bardziej zdecydowanie przyspieszy także import. Jest to jednak scenariusz prawdopodobnie dopiero na 2014 rok. Z tego względu nadwyżka na rachunku handlowym będzie jeszcze przez wiele miesięcy normą, a nie aberracją polskiego cyklu. Pozwoli to na utrzymanie niskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących do końca tego roku oraz prawdopodobnie także przez cały 2014 rok.

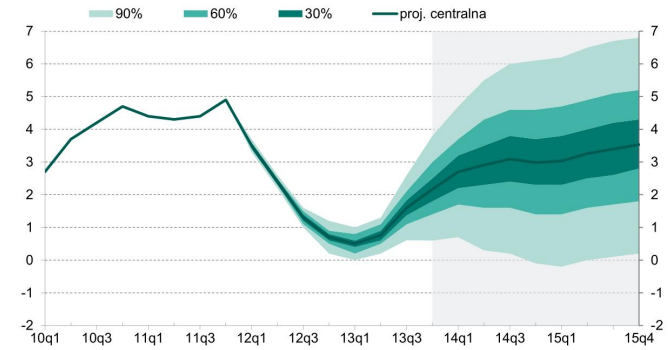
Reakcja rynkowa na dane była lekko negatywna. Złoty osłabił się tuż po publikacji, jednak nie był to ruch znaczący i nie doszło do przełamania przedziału zmienności wyznaczonego w dzisiejszym dniu. W dłuższej perspektywie spodziewamy się, że niski deficyt na rachunku bieżącym pozwoli złotemu, w otoczeniu cyklicznego ożywienia gospodarczego, na utrzymanie wyjątkowo korzystnej pozycji w ramach EM, co przełoży się bezpośrednio na jego większą odporność na rynkowe przestrzelenia wywołane grą na wycofanie QE przez Fed; docelowo będzie to także dodatkową przesłanką do umocnienia.

Projekcja NBP zbiegła do (wcześniej ukształtowanego) konsensusu rynkowego

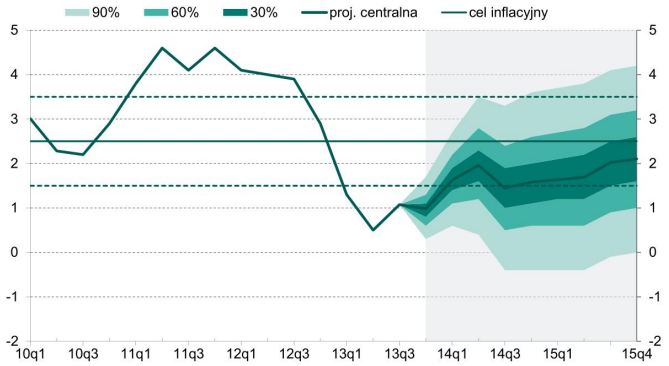
W opublikowanym wczoraj Raporcie o Inflacji Instytut Ekonomiczny NBP zawarł prognozy dotyczące kształtowania się ścieżek PKB oraz inflacji w latach 2013-2015. Według autorów raportu tempo wzrostu gospodarczego w Polsce wyniesie 1,3% r/r w 2013 roku, a w kolejnych latach tempo wzrostu przyspieszy, osiągając 2,9% r/r w 2014 roku oraz 3,3% r/r w roku 2015 (3,1% średnio w latach 2014-2015). Dominującą rolę w kształtowaniu wzrostu gospodarczego odgrywać będzie popyt krajowy, wspierany odbudowującymi się inwestycjami sektora przedsiębiorstw. Pociągnie to za sobą wzrost importu sprawiając, że od drugiej połowy 2014 roku będziemy obserwować ujemną kontrybucję eksportu netto.

Od początku 2014 roku tempo wzrostu gospodarczego przekroczy, zdaniem autorów Raportu, potencjalne tempo wzrostu. Luka popytowa będzie się więc zmniejszać, jednak pozostanie ujemna w całym okresie prognozy. W efekcie, presje inflacyjne w gospodarce pozostaną stłumione. CPI utrzyma się w bieżącym roku na poziomie 1% r/r a nabierająca tempa na początku przyszłego roku inflacja zostanie w drugiej połowie 2014 ograniczona efektami bazowymi. Na poziom cen stabilizująco wpłyną ceny energii oraz żywności. Ostatecznie inflacja utrzyma się poniżej celu inflacyjnego w całym horyzoncie projekcji, przekraczając 2% r/r dopiero w trzecim i czwartym kwartale 2015.

Projekcja PKB – listopad 2013



Projekcja inflacji – listopad 2013



Przechodząc do szczegółowej analizy kontrybucji poszczególnych składowych do PKB w latach 2014-2015, autorzy raportu przewidują stopniowy wzrost spożycia indywidualnego oraz inwestycji w całym horyzoncie prognozy. Wzrost ten zostanie nieznacznie przytłumiony efektami histerezy na rynku pracy wpływającymi negatywnie na stopę długotrwale bezrobotnych, czego efektem będzie względnie wysoka stopa bezrobocia do końca 2014 roku. Efekty te będą stopniowo wygasać i od 2015 roku stopa bezrobocia zacznie spadać (schodząc poniżej 10% w 2015), co pociągnie za sobą wzrost płac przekładający się z kolei na wyższe spożycie indywidualne. W efekcie w 2015 roku obserwujemy przyspieszenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Autorzy przyjmują ad hoc stopniową konwergencje całkowitej produktywności czynników produkcji (TFP) w Polsce do produktywności krajów strefy euro w tempie 2% rocznie. Stopa wzrostu TFP powraca zatem do poziomów przedkryzysowych stopniowo podnosząc potencjalne tempo wzrostu do niecałych 3% pod koniec 2015. Produkt potencjalny oraz TFP są zmiennymi nieobserwowalnymi, co utrudnia ich kwantyfikację. Uważamy jednak, że założenie NBP jest zbyt optymistyczne i widzimy istotne ryzyko, że produkt potencjalny będzie kształtować się poniżej poziomu przyjęto w Raporcie. Presje inflacyjne mogą pojawić się więc nieco wcześniej niż zakładają to autorzy Raportu.

Naszym zdaniem wzrost gospodarczy w okresie projekcji będzie nieco wyższy niż ten wynikający z Raportu, choć na obecnym etapie różnice pomiędzy naszymi oczekiwaniami a prognozą NBP są już mniejsze. Zniknęły także ryzyka dla prognozy wzrostu – działanie wszystkich czynników niepewności nie jest obecnie jednoznacznie kierunkowe. Oczekujemy także wyższej ścieżki inflacji ocierającej się o cel inflacyjny już w 2014 roku i przekraczającej go na dobre w roku 2015. Wydaje nam się, że zarówno w przypadku rynków finansowych, jak i większości instytucji prognostycznych działa z dużą mocą efekt zakotwiczenia oczekiwań (i prognoz) na bieżących poziomach zmiennych makro, co prowadzi do zniekształcenia w dół oczekiwanych trajektorii wzrostu gospodarczego i inflacji, co w szczególności w przypadku tej drugiej podsycane jest przez niedawne działania banków centralnych (ECB, CNB).

EURUSD fundamentalnie

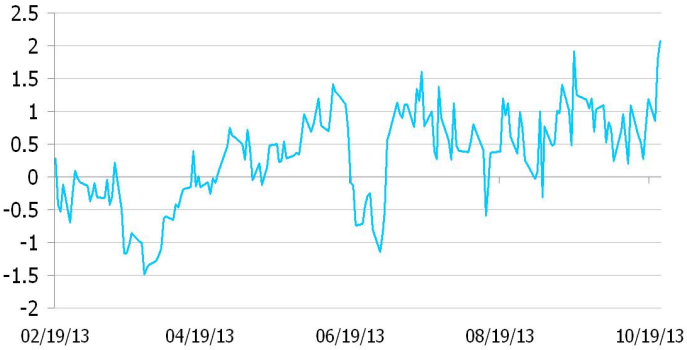
EURUSD odrobił wczoraj część strat z poniedziałku osiągając w trakcie dnia przedział 1,3420-40. Finalny odczyt inflacji w Niemczech nie przyniósł rynkowi żadnych nowych inspiracji w zakresie oczekiwań na zachowanie ECB; z pewnym opóźnieniem w stosunku do publikacji EURUSD zaczął się umacniać do wspomnianych poziomów. Oprócz produkcji przemysłowej w strefie euro brakuje dziś istotnych publikacji. Z tego powodu spodziewamy się, że po piątkowej reakcji na NFP rynek może zrobić sobie dziś przerwę, konsolidując w okolicach 1,34. W nieco dłuższej perspektywie spodziewamy się dalszych spadków EURUSD wywołanych oczekiwanym zmianami dysparytetu stóp procentowych na korzyść dolara.

EURUSD technicznie

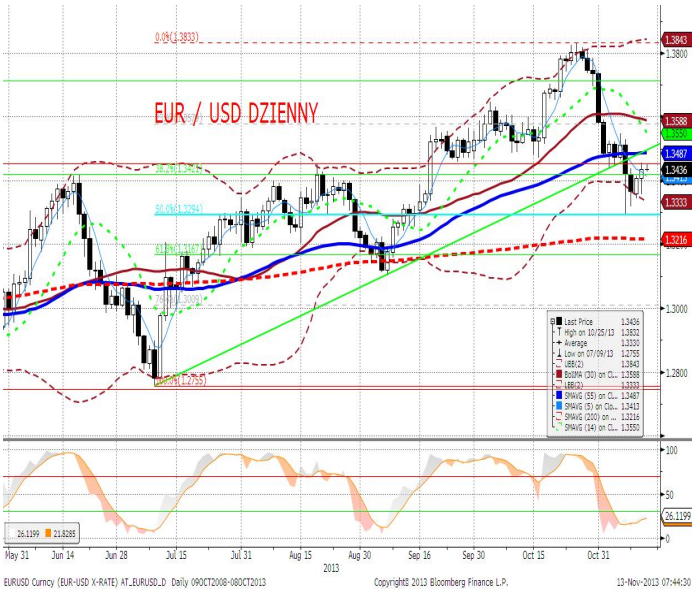
Choć trendy spadkowe są zachowane (celujemy w 1,3167, a w międzyczasie w ostatnie minima - 1,3294), korekta na EURUSD trwa: kurs w sposób zdecydowany wrócił powyżej 1,34, przełamując przy okazji FIBO 23,6% i BolMa na 4H (obydwa na 1,3420/3). Uwaga teraz powinna się skupić na silnej strefie oporów rozciągających się od 1,3460 aż do 1,35: MA55 na dziennym i na 4H, kolejne FIBO i dawne minima konsolidacji, z której kurs wybił się w górę w połowie października. Oscylatory na razie jedynie podążają za zmianami kursu, dywergencji brak. Biorąc pod uwagę tak zarysowującą się sytuację techniczną, pozostajemy short EURUSD.

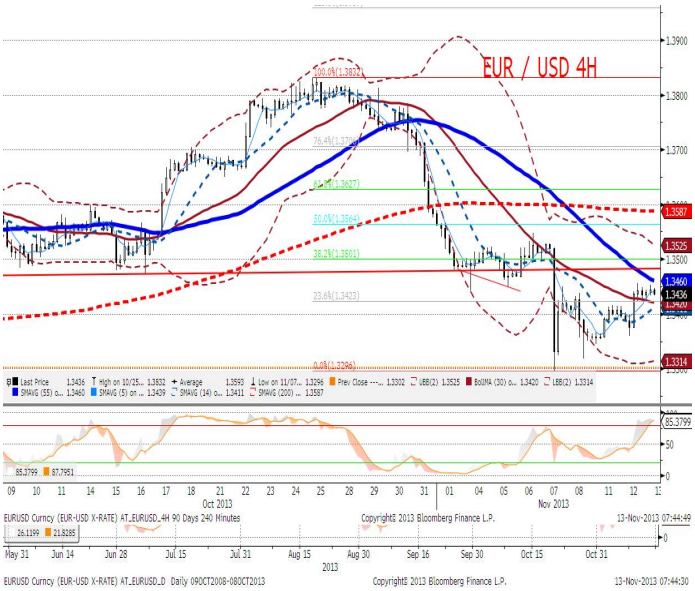
Wsparcie	Opór
1,3296	1,3690
1,3167	1,3482
1,3110	1,3460

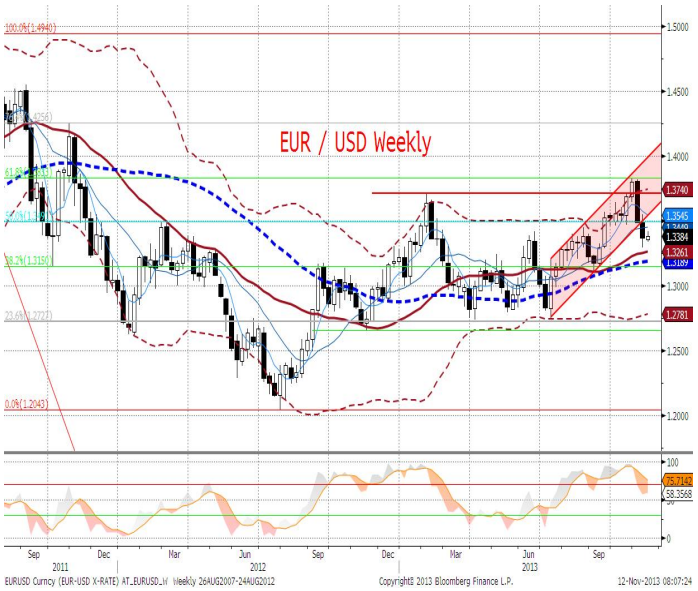
Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



* 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

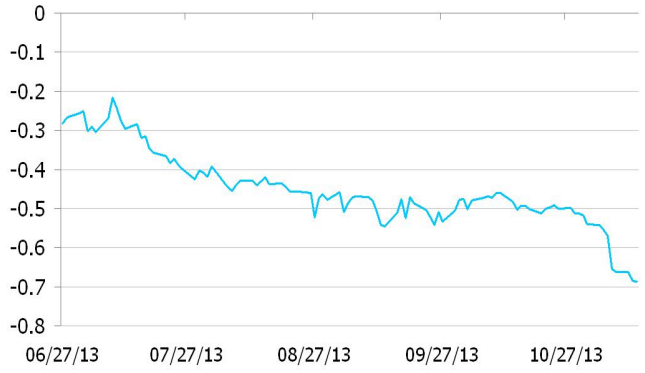
Po efektownym poranku w okolicach 4,22 EURPLN powoli osiadał w ciągu dnia, ocierając się w pewnych momentach o 4,20. Reakcja na dane o bilansie płatniczym była lekko negatywna, jednak nie utrzymała się w późniejszych godzinach sesji. Dziś przerwa w publikacjach krajowych, do których wracamy w środę. Regionalne odczyty inflacji generują ryzyko niższej inflacji także w Polsce, co powoli zaczynają prawdopodobnie także dyskontować instrumenty finansowe (co innego jednak spodziewać się, co innego zobaczyć). Nie sposób jednak nie ulec wrażeniu, że na razie brakuje *story* krajowego uzasadniającego osłabienie waluty. Wciąż grany jest scenariusz globalny, w którym lepsze dane z USA będą osłabiać polską walutę, zaś gorsze ze strefy euro umacniać. Jaka stąd płynie informacja dla inwestora? Korelacja złotego z EURUSD pozostanie w najbliższym czasie zmienna, zależna od przyczyn ruchów na parze EURUSD.

EURPLN technicznie

Na razie spodziewane wybicie w kierunku 4,25/26 nie nastąpiło, a kurs częściowo skorygował poniedziałkowe wzrosty. Tym niemniej i pomimo dużych wahnięć w obydwie strony, zamknięcia mamy, odpowiednio, nad MA200 na dziennym i FIBO 50% na 4H. Oscylator na 4H zaczął zawracać, ale dywergencji. Powyższe sygnały bierzemy więc za dobrą monetę i zostajemy z pozycją long EURPLN. Niestety, zanim zaczniemy na niej sensownie zarabiać, oczekiwalibyśmy przełamania ostatnich lokalnych maksimów (4,2195).

Wsparcie	Opór
4,2051	4,2578
4,1987	4,2313
4,1818	4,2195

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.

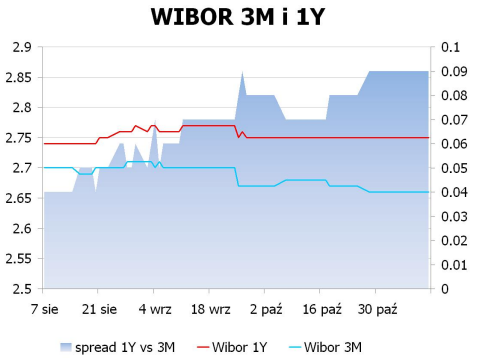
IRS	BID	ASK
1Y	2.72	2.75
2Y	3.0175	3.07
3Y	3.25	3.31
4Y	3.47	3.54
5Y	3.65	3.71
6Y	3.78	3.85
7Y	3.9	3.96
8Y	3.98	4.05
9Y	4.06	4.12
10Y	4.11	4.17

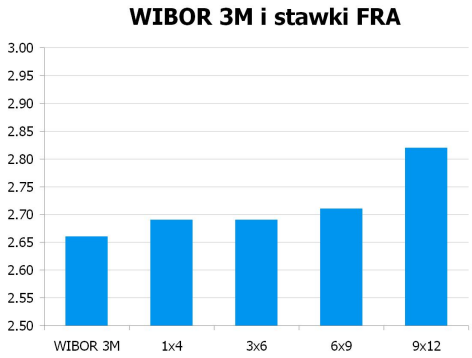
depo	BID	ASK
ON	2.4	2.7
1M	2.3	2.5
3M	2.4	2.6

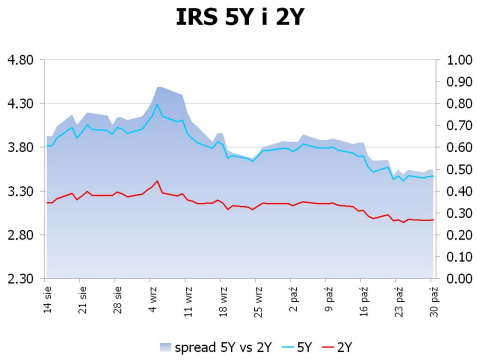
FRA	BID	ASK
1x2	2.57	2.62
1x4	2.64	2.69
3x6	2.64	2.69
6x9	2.66	2.71
9x12	2.77	2.82

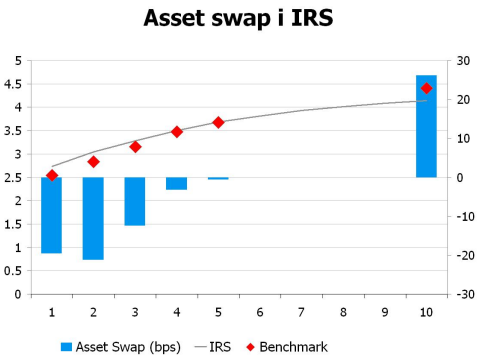
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2066
USD/PLN	3.1448
CHF/PLN	3.4140

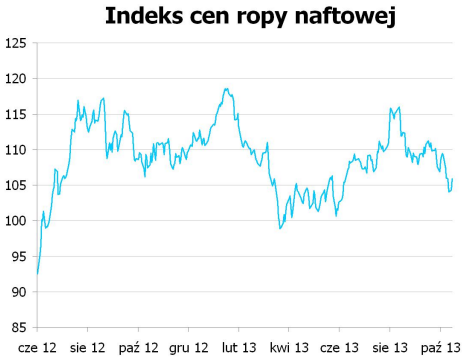
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3434
EUR/JPY	133.86
EUR/PLN	4.2049
USD/PLN	3.1288
CHF/PLN	3.4069

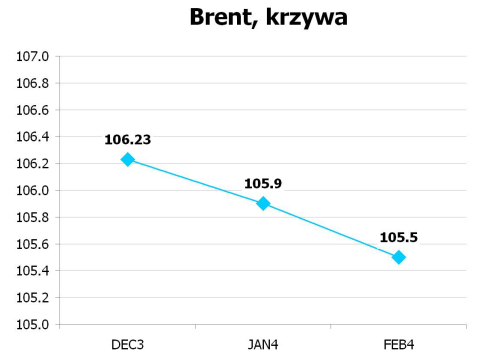












UWAGA!

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.