



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		
18.11.2013 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
19.11.2013 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	lis		30.8	29.7	
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	lis		54.0	52.8	
14:00	POL	Średnie wynagrodzenie r/r (%)	paź	2.6	2.9	3.6	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	paź	-0.2	-0.2	-0.3	
20.11.2013 ŚRODA							
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		0.1	-0.1	
14:30	USA	CPI r/r (%)	paź		1.0	1.2	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym SAAR (mln)	paź		5.16	5.29	
20:00	USA	Minutes FOMC	paź				
21.11.2013 CZWARTEK							
2:45	CHN	HSBC PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	lis		50.8	50.9	
	JPN	Decyzja BoJ (%)	lis		0.10	0.10	
9:00	FRA	PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	lis		49.5	49.1	
9:00	FRA	PMI w usługach wstępny (pkt.)	lis		51.0	50.9	
9:30	GER	PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	lis		51.9	51.7	
9:30	GER	PMI w usługach wstępny (pkt.)	lis		53.0	52.9	
10:00	EUR	PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	lis		51.5	51.3	
10:00	EUR	PMI w usługach wstępny (pkt.)	lis		51.8	51.6	
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	paź	3.5	4.4	6.2	
14:00	POL	PPI r/r (%)	paź	-1.1	-1.2	-1.4	
14:00	POL	Minutes RPP	lis				
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.11			339	
14:30	USA	PPI r/r (%)	paź		0.3	0.3	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	lis		15.0	19.8	
16:00	EUR	Wsk. koniunktury konsumenckiej (pkt.)	lis		-14.0	-14.5	
22.11.2013 PIĄTEK							
10:00	GER	Indeks Ifo - sytuacja bieżąca (pkt.)	lis		111.6	111.3	
10:00	GER	Indeks Ifo - oczekiwania (pkt.)	lis		104.5	103.6	

W tym tygodniu...

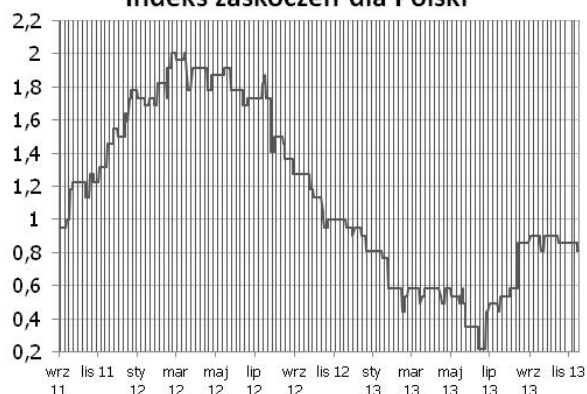
• **Gospodarka polska.** Czas na dane miesięczne ze sfery realnej. Mniej korzystna różnica dni roboczych (0 r/r zamiast +1 r/r), zmniejszająca ruchome części wynagrodzeń (zwłaszcza w przetwórstwie przemysłowym) i wysoka baza w górnictwie sprawiają, że dynamika średniego wynagrodzenia powinna osłabnąć o ok. 1 p. proc. (publikacja danych z rynku pracy we wtorek). Towarzyszyć będzie temu umiarkowany wzrost zatrudnienia m/m, wskutek którego dynamika r/r po raz kolejny zbliży się do zera. Wspomniane efekty kalendarzowe będą również zmniejszać dynamikę produkcji przemysłowej (publikacja w czwartek), aczkolwiek dostrzegamy istotne ryzyka w górę dla naszej aktualnej prognozy. Deflacja cen producentów, napędzana spadającymi cenami surowców, zapewne była kontynuowana z pełnym rozmachem w październiku. W czwartek poznamy również zapis dyskusji z ostatniego posiedzenia RPP - biorąc pod uwagę obecny kształt polityki pieniężnej, nie jest to istotna publikacja.

• **Gospodarka globalna.** Tydzień w strefie euro upłynie pod znakiem indeksów koniunktury. Jako rozgrzewkę należy potraktować wtorkową publikację indeksu ZEW dla Niemiec, najważniejsze bowiem będą wstępne odczyty wskaźników PMI dla eurolandu i jego dwóch największych gospodarek. Tu oczekiwania są systematycznie temperowane i każdy wzrost będzie traktowany jako pozytywna niespodzianka. Podobnie sprawy mają się w przypadku niemieckich wskaźników Ifo (z wyjątkiem komponentu wyprzedzającego). Po drugiej stronie Oceanu uwaga rynków będzie podzielona między dane ze sfery realnej z okresu wyłączenia rządu federalnego (sprzedaż detaliczna i sprzedaż domów na rynku wtórnym), kolejne publikacje wskaźników koniunktury za listopad (Philly Fed, Markit PMI), a Minutes z październikowego posiedzenia FOMC. Biorąc pod uwagę zaskakująco jastrzębi wydźwięk komunikatu po ostatnim posiedzeniu Fed, warto ten ostatni dokument uważnie studiować.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• W obszernym wywiadzie dla Obserwatora Finansowego szef NBP potwierdza determinację RPP co do utrzymania stóp procentowych bez zmian przez okres dłuższy niż do połowy przyszłego roku (niezależnie od polityki ECB i problemów Europy). Belka podkreśla, że Polsce nie grozi deflacja oraz, że kraj nie będzie w istotny sposób dotknięty skutkami tzw. taperingu w USA, a reforma OFE chroni Polskę przed drastycznymi cięciami fiskalnymi i recesją.

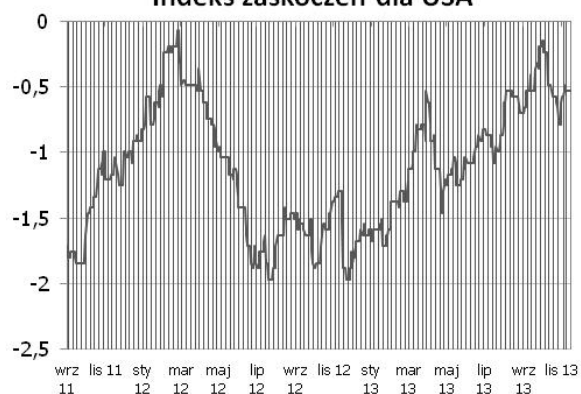
Decyzja RPP (4.12.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.722	-0.009
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.718	-0.023
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.446	-0.025
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia
POLSKA
Indeks zaskoczeń dla Polski


W górę po lepszym od oczekiwań odczycie PKB, ale w dół po negatywnym zaskoczeniu inflacją. Trend wzrostowy indeksu zaskoczeń okazał się być wyboisty i napotkał konsolidację w okolicy bieżących poziomów, spodziewamy się jednak jego wznowienia w miarę zbliżania się do początku roku.

STREFA EURO
Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Minimalnie w górę po danych o produkcji przemysłowej. O indeksie zaskoczeń dla strefy euro trudno powiedzieć coś innego niż to, że znajduje się w stagnacji. Nie spodziewamy się, aby miało się to zmienić w najbliższym czasie.

USA
Indeks zaskoczeń dla USA


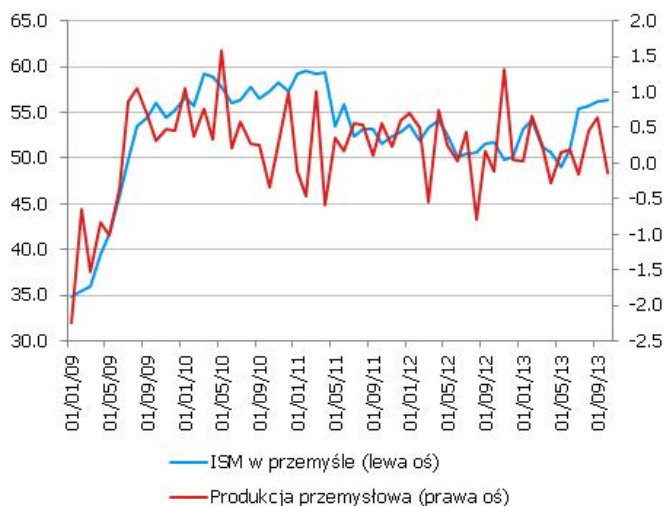
Minimalnie w dół wskutek gorszego odczytu wskaźnika Empire State. Amerykański indeks zaskoczeń pozostaje w długoterminowym trendzie bocznym.

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 są 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.

USA: produkcja przemysłowa zaniżona przez górnictwo i media

Produkcja przemysłowa spadła w październiku o 0,1% (konsensus rynkowy opiewał na wzrost o 0,2%). Poprzednie dane zostały zrewidowane w górę łącznie o +0,1% (ostatnie dwie publikacje za wrzesień i sierpień łącznie o 0,2%). Przetwórstwo przemysłowe odnotowało wzrost o 0,3% (rewizje netto +0,2%), co było zgodne z konsensusem prognoz. Negatywnie zaskoczyło jednak górnictwo (-1,6%) oraz wytwarzanie i dystrybucja mediów (-1,1%). Pierwszy minus - biorąc pod uwagę dynamikę sektora wydobywczego gazu łupkowego - to zapewne wypadek przy pracy, drugi związany jest ściśle z efektami pogodowymi; październik był globalnie bardzo ciepły (również między innymi w Polsce).

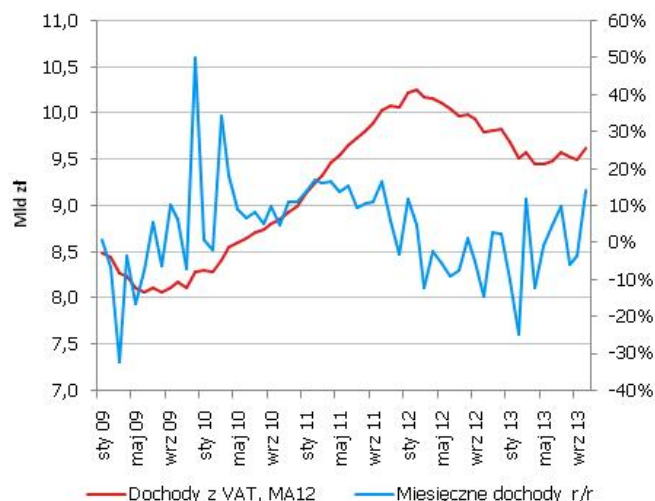
W przekroju produktowym widzimy spowolnienie we wszystkich kategoriach, jednak nie sposób wyrokować na jego podstawie o złamaniu trendów (takie zmiany zdarzały się też w przeszłości i jako takie nie były predyktywne). Ciekawszym aspektem może być widoczna dywergencja ze wskaźnikami koniunktury. Na podstawie dostępnych danych (najnowszy, sporo gorszy od oczekiwań odczyt wskaźnika NY Fed) możemy spekulować, że rozbieżność może zostać rozwiązana poprzez lekkie obniżenie oceny koniunktury (przeszłość jest w tym zakresie słabo predykcyjna; rozbieżności trafiały się wcześniej, jednak nie ma jednolitego wzorca pozwalającego zgadnąć sposób ich zniwelowania - patrz wykres).



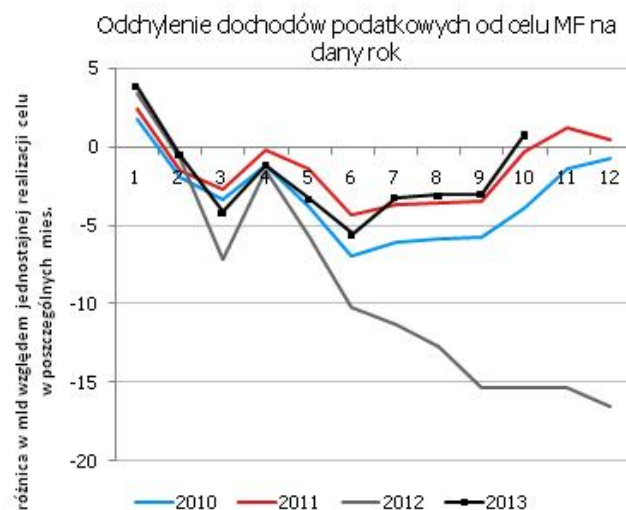
Z jednej strony gospodarka amerykańska ma podstawy, aby rosnąć (luźna polityka pieniężna, zakończenie procesu delewarowania, silny efekt majątkowy wśród konsumentów, zakończenie zacieśnienia fiskalnego), podstawy te nie pozwalają odpowiedzieć na pytanie o „timing” przyspieszenia. Ten z kolei jest kluczowy dla inwestorów w kontekście gry na wycofanie ze stymulacji monetarnej Fed. Ostatnie publikacje nie pozwalają jasno odpowiedzieć na to pytanie (rozbieżności produkcji i wskaźników koniunktury wpisują się w ten schemat idealnie), stąd kontynuacja zwyżek ryzykownych aktywów, stąd też obecne wsparcie dla rynku długu w Polsce.

Dobre wykonanie budżetu w październiku

Wzrost deficytu budżetu państwa (z 29,6 do 39,5 mld zł) w październiku był całkowicie zgodny z przewidywaniami i został już wcześniej zapowiedziany przez przedstawicieli ministra. Jest również zgodny z wzorcem sezonowym - w październiku zapadają obligacje, co podnosi wydatki na obsługę zadłużenia.



Jednocześnie, październik był miesiącem dobrego wykonania budżetu od strony dochodowej: dochody ogółem wzrosły o 12,8% r/r, z czego dochody podatkowe o 7,2% r/r. Osiągnięcie celu budżetowego na ten rok (po nowelizacji) wydaje się w tej chwili bardzo prawdopodobne i nie można, biorąc pod uwagę obecną trajektorię (patrz wykres powyżej), wykluczyć jego przekroczenia. Po kilku miesiącach słabości, tym razem dopisały dochody z VAT: wzrost o 14,2% jest wprawdzie najwyższym od dwóch lat, należy jednak pamiętać o niskiej bazie z poprzedniego roku (-14,7% r/r rok temu) i dużej miesięcznej zmienności dochodów w tej kategorii. Ścieżka wzrostowa wpływów z podatku od dochodów i usług jest tak wyboista, jak zawsze (por. wykres poniżej). W przypadku CIT i zwłaszcza PIT efekty bazowe nie są tak jasne, a wzrosty r/r miesięcznych wpływów pozostają umiarkowane (CIT: 5,2%, PIT: 3,8%), ale w obydwu przypadkach mamy do czynienia z czwartym z rzędu miesiącem wzrostów.



W ostatnich dwóch miesiącach roku deficyt powinien wzrosnąć



już w umiarkowanym stopniu - wzorzec sezonowy sugeruje przyrost o ok. 3-5 mld zł i nawet biorąc pod uwagę możliwość „oddawania” przez FUS części pożyczek udzielonych z wolnych środków Ministerstwa, wzrost deficytu do poziomu niższego niż zakładany w nowelizacji budżetu wydaje się prawdopodobny. Podtrzymujemy zatem naszą prognozę wykonania budżetu centralnego w 2013 r. na poziomie ok. 45 mld zł vs. 51 mld zapisanych w nowelizacji budżetu.



EURUSD fundamentalnie

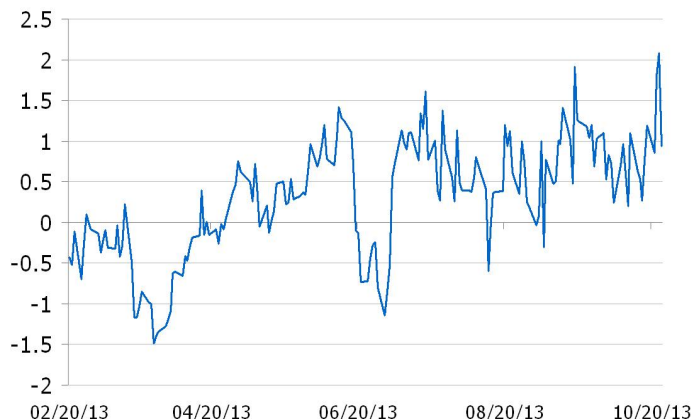
Podczas piątkowej sesji dolar osłabiał się po nieco gorszych od oczekiwań odczytach produkcji przemysłowej i indeksu Empire State, ponownie zbliżając się do poziomu 1,3500. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie, gra na wycofanie / ograniczenie QE pozostaje zakładem o dane, stąd obserwowana reakcja na dane. I choć entuzjazm po wystąpieniu Yellen nie wydaje nam się uzasadniony, po kolejnych publikacjach (w tym tygodniu m.in. sprzedaż detaliczna) powinniśmy odczuwać deja vu. Po stronie europejskiej Atlantyku poznamy niemieckie indeksy ZEW oraz IFO wraz z publikacjami wstępnych odczytów PMI dla krajów strefy euro. W średnim terminie kurs dolar powinien umacniać się w wyniku rozdźwięku pomiędzy rozpoczynającym proces normalizacji Fedem, a pozostającym w luźnym reżimie EBC.

EURUSD technicznie

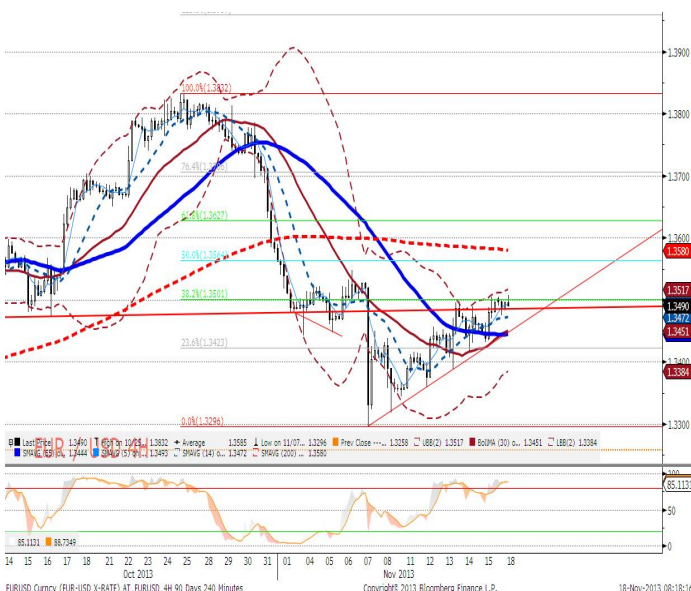
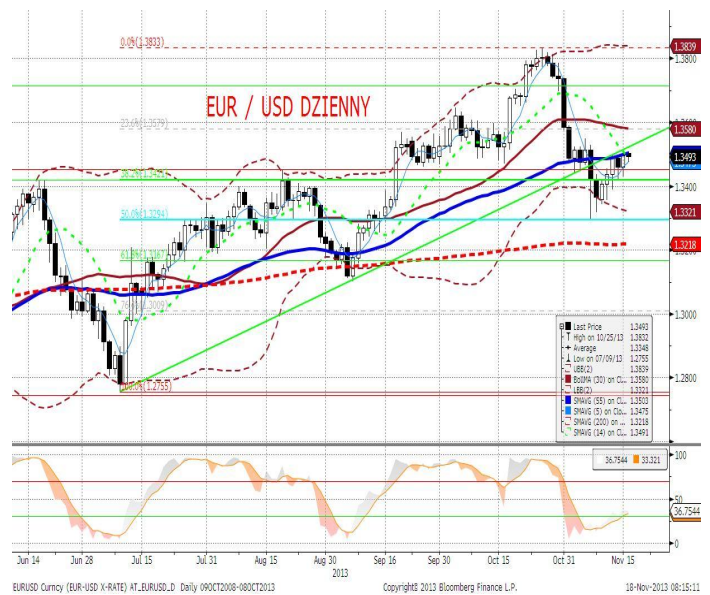
Wykres tygodniowy pokazuje zamknięcie dokładnie na poziomie 50% Fibo. Ostatni tydzień to bullish reversal, ale bez potwierdzenia na oscylatorze (a nawet wbrew jego spadkowi); stąd też nie przypisujemy jej większej mocy sprawczej. Po wyłamaniu z kanału trendu ciągłe spadki są bardziej prawdopodobne niż wzrosty, potwierdziłoby je zamknięcie poniżej (1,3367). Podobny układ kresek dominuje na wykresie dziennym. Notowania odrobiły dystans do konsolidacji z początku listopada (wciąż poniżej linii trendu, poniżej MA55) i tam pewnie utkną (1,34-36). Na wzrostowy trend, 38,2% Fibo na razie się broni, złamanie otworzy drogę do 1,3525 a potem do 1,3600 (górną konsolidacji). Brak dywergencji, która pozwalałaby już na tych poziomach grać na korekcie.

Wsparcie	Opór
1,347	1,3627
1,3296	1,3564
1,3110	1,3525

EURUSD wzgl. dysparytetu 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.





IRS	BID	ASK
1Y	2.7	2.73
2Y	2.9575	3.01
3Y	3.17	3.27
4Y	3.4	3.48
5Y	3.57	3.66
6Y	3.7	3.79
7Y	3.81	3.90
8Y	3.9	3.99
9Y	3.96	4.07
10Y	4.02	4.11

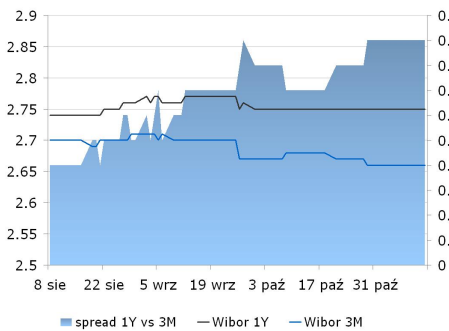
depo	BID	ASK
ON	2.4	2.7
1M	2.3	2.5
3M	2.4	2.6

FRA	BID	ASK
1x2	2.58	2.63
1x4	2.64	2.68
3x6	2.64	2.68
6x9	2.67	2.72
9x12	2.74	2.80

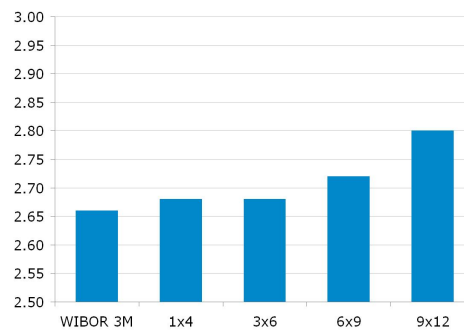
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2061
USD/PLN	3.1358
CHF/PLN	3.4147

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3486
EUR/JPY	133.77
EUR/PLN	4.1969
USD/PLN	3.1102
CHF/PLN	3.4020

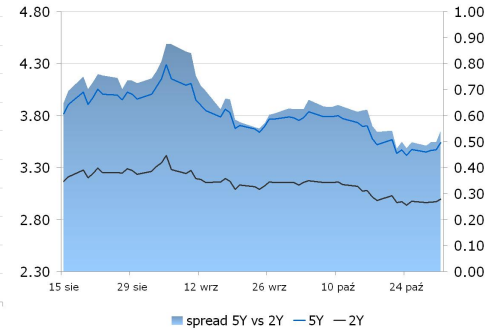
WIBOR 3M i 1Y



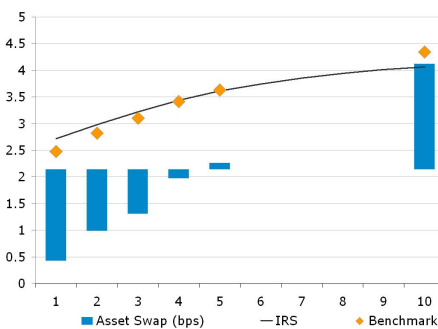
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



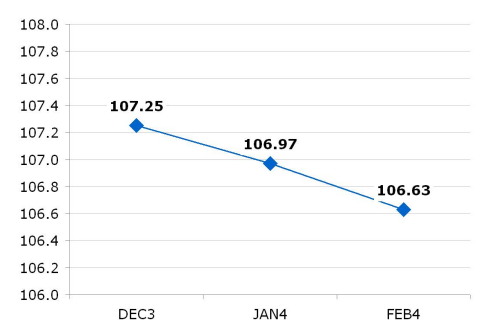
Asset swap i IRS



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 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, 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.