



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

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 526 70 34
artur.pluska@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		
14.11.2011 PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		-0.8	1.4 (r)	-2.0
14:00	POL	M3 r/r (%)	paź	10.8	10.3	10.1	10.3
15.11.2011 WTOREK							
8:00	GER	PKB flash kw/kw (%)	III kw		0.5	0.3 (r)	0.5
9:00	HUN	PKB r/r (%)	III kw		0.8	1.5	1.4
9:00	CZK	PKB r/r (%)	III kw		1.6	2.2	1.5
11:00	EUR	PKB flash kw/kw (%)	III kw		0.1	0.2	0.2
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt.)	lis		-52.0	-48.3	-55.2
14:00	POL	CPI r/r (%)	paź	4.2	4.0	3.9	4.3
14:00	POL	C/A (mln EUR)	wrz	-2156	-1820	-2017 (r)	-1901
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		0.4	1.1	0.5
14:30	USA	PPI m/m (%)	paź		-0.1	0.8	-0.3
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	lis		-3.00	-8.48	0.61
16.11.2011 ŚRODA							
11:00	EUR	HICP final r/r (%)	paź		3.0	3.0 (p)	3.0
14:30	USA	CPI m/m (%)	paź		0.0	0.3	-0.1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.4	-0.1 (r)	0.7
17.11.2011 CZWARTEK							
14:30	USA	Housing starts (SAAR tys.)	paź		610	630 (r)	628
14:30	USA	Building permits (SAAR tys.)	paź		603	589 (r)	653
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	11.11.		395	393 (r)	388
16:00	USA	Indeks Philadelphia Fed (pkt.)	lis		9.0	8.7	3.6
18.11.2011 PIĄTEK							
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	paź		2.5	2.5	2.8
14:00	POL	Place r/r (%)	paź		5.3	5.1	5.2
16:00	USA	Conference Board LEI m/m (%)	paź		0.6	0.2	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś o 12.00 długo wyczekiwane expose Premiera Tuska. Informacje podawane w mediach prawdopodobnie oddają duch wystąpienia. Ma ono zawierać spójny plan zacieśnienia fiskalnego oraz zmian mających w długim okresie zmniejszyć zobowiązania budżetu państwa (podwyższenie wieku emerytalnego, objęcie rolników podatkiem dochodowym). Prawdopodobnie pojawi się też zapowiedź wejścia Polski do ERM2 za kadencji rządu. Jeszcze kilka tygodni temu na fali optymizmu po szczycie EU takie zapowiedzi (naszym zdaniem, biorąc pod uwagę polityczną układankę b. wiarygodne) mogły skutkować wypchnięciem polskich instrumentów finansowych do wyższej ligi zrywając korelację z Węgrami. Dziś globalnego optymizmu jest znacznie mniej i wpływ expose na rynki może być bardziej ograniczony (choć zapewne pozytywny na złoto i obligacje, jeśli potwierdzą się doniesienia prasowe). Inwestorzy stosunkowo najmniej uwagi przyłożą do zapowiedzi o wejściu do ERM2 - naszym zdaniem inwestorzy wyraźnie łączą elastyczność i zdolność unikania recesji przez Polskę właśnie z pozostawianiem poza strefą euro. O 14:00 opublikowane zostaną dane z rynku pracy - dynamiki roczne powinny pozostać zbliżone do wrześnieowych (brak różnicy w dniach roboczych). Spadek zatrudnienia zgodnie z zapoczątkowaną już tendencją na rynku pracy, podsycany negatywnym efektem bazowym na „administrowaniu i działalności wspierającej”.

• **Gospodarka globalna.** O 16:00 opublikowany zostanie Conference Board Leading Economic Index określający ogólne perspektywy ekonomiczne w amerykańskiej gospodarce (indeks waży 10 zmiennych m.in. bezrobocie, nowe zamówienia, nowe budowy, indeks giełdowy, M2, oczekiwania konsumentów) - od początku tygodnia konsensus wzrósł o 0.3pp. wskazując na coraz lepsze postrzeganie sytuacji ekonomicznej za oceanem (potwierdza to także indeks zaskoczeń). Istotne mogą okazać się także zapowiedziane na dziś przemówienia Draghiego, prezesa Bundesbanku Weidmanna i ministra finansów Schaeuble we Frankfurcie.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• **Kaźmierczak:** Podwyżki stóp procentowych mają ograniczony wpływ na procesy inflacyjne, gdyż inflacja ma charakter podażowy. Rada ma dylemat, bo przy rosnącym wskaźniku CPI należałoby podnosić stopy procentowe, ale może to pogorszyć sytuację gospodarczą.

• **Minutes RPP:** RPP podtrzymała w listopadzie swoją ocenę z poprzedniego miesiąca, że przy obecnie ocze-kiwanym scenariuszu makro możliwa jest stabilizacja stóp na obecnym poziomie w kolejnych kwartałach. Część członków Rady uważa, że w kolejnych kwartałach prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest większe niż obniżek. Inni członkowie wskazywali, że w ślad za EBC obniżka stóp w Polsce może być uzasadniona w pewnej perspektywie (więcej w sekcji analizy).

Decyzja RPP (7.12.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.807	-0.030
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.959	-0.015
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.850	-0.005
PROGNOZA BRE		stopy bez zmian		
		Dotyczy benchmarków Reuters		



„Minutes” nie takie wcale gołębie

W zakresie oceny sfery realnej zapis dyskusji na listopadowym posiedzeniu w zasadzie nie różni się od tego dostarczonego już wcześniej w komunikacie. W szczególności warto zwrócić uwagę jednak pewne nowe elementy takie jak ryzyka płynące z trudnej sytuacji kapitałowej spółek matek polskich banków i wynikającej z niej ograniczenia podaży kredytu (więcej członków RPP jest zdania, że to nie jest jednak znaczący problem). Co więcej, zwrócono uwagę na działanie automatycznych stabilizatorów (osłabienie złotego), które może wspomagać eksport. Nie sposób również nie odnieść wrażenia, że ocena polskiej gospodarki pozostała dość pozytywna (czy to z uwagi na dobrą pozycję płynnościową polskich firm, czy stabilny system bankowy, czy wysoką konkurencyjność dóbr za granicą), a zwolennicy pewnej kontrakcji aktywności gospodarczej (inwestycje) są w mniejszości. Dominuje raczej niepewność, która zapobiega formułowaniu kierunkowych prognoz.

Dość ciekawy front dyskusji przebiegł na osi cen surowców - wynika z niego, że raczej większość w RPP spodziewa się wysokiej realizacji cen surowców, albo z powodów strukturalnych (przewaga popytu nad podażą), albo ze względu na nadpłynność na rynkach finansowych. Zwiększenie inflacji pojawia się również w kontekście trącącym dość obiegowym monetaryzmem i przypisaniu obecnej ekspansywnej polityce pieniężnej głównych banków centralnych skutków inflacyjnych w sensie długookresowym. Odnośnie krajowej inflacji, oprócz efektów bazowych (VAT, znaczne wzrosty cen żywności i energii z początku roku) RPP nie oferuje żadnej przekonującej argumentacji odnośnie dalszych spadków CPI i powrotu do celu; można odnieść wrażenie, że argumenty wzrostu inflacji ferowane przez de facto mniejszość przeważają w liczbie oraz zaczynają przeważać w wadze (ceny kontrolowane, efekt osłabienia złotego, uparcie wysokie poziomy PPI).

Z „Minutes” przebija obraz sporego zamieszania informacyjnego w szeregach RPP, co jest zjawiskiem jak najbardziej naturalnym biorąc pod uwagę niepewność odnośnie wydarzeń ekonomicznych i politycznych. Pragniemy zwrócić uwagę, że fragment (przemyczony przez agencje informacyjne) o tym że „obniżenie stóp procentowych w pewnej perspektywie może być uzasadnione” dotyczy niektórych członków RPP, a więc de facto mniejszości. Większa liczba członków była wciąż zdania, identycznie jak na poprzednim posiedzeniu, że prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest większe od obniżek. Podtrzymujemy niniejszym nasze stanowisko, że obecna strategia komunikacyjna RPP jest spójna z interwencjami walutowymi, a w najbliższym czasie wpływ danych będzie podtrzymywał oczekiwania na utrzymanie stóp procentowych na podwyższonym poziomie. Okienko do obniżek stóp otworzy się w przyszłym roku, jednak będzie to wymagało obniżenia się inflacji przynajmniej do górnej granicy celu, co na samym początku roku (ceny kontrolowane, wzrost akcyzy na olej opałowy i gaz) stoi pod znakiem zapytania.



EURUSD fundamentalnie

EUR nieco silniejsze. Wczoraj na rynku utrzymywała się podwyższona zmienność. Rynek do południa głównie wyczekiwał na wyniki aukcji sprzedaży 10-letnich obligacji we Francji i Hiszpanii. W obu przypadkach rentowności okazały się wyższe w stosunku do poprzednich, co w zasadzie pieczętuje wzrost kosztów obsługi długu tych państw (w przypadku Hiszpanii rentowności były bliskie 7%). Nastąpił dalszy wzrost obaw inwestorów o kryzys zadłużeniowy i w rezultacie osłabienie wspólnej waluty. Ze strony Niemiec nadal jest opór odnośnie udziału EBC w interwencyjnym skupie obligacji peryferii strefy euro. Późniejsza publikacja danych z rynku nieruchomości USA, które okazały się dosyć dobre przełożyła się na przejściowe umocnienie. Po koniec sesji europejskiej nastąpiło osłabienie, co mogło wynikać z realizacji zysków i kumulowania pozycji short na parze EURUSD (czysto technicznie). Dziś w kalendarzu tylko publikacja z USA wskaźnika Conf. Board, który powinien mieć niewielki wpływ na kurs. Na pierwszym planie Hiszpania (weekendowe wybory parlamentarne) oraz dalszy rozwój wydarzeń w strefie euro w związku z czym kurs dziś powinien kształtować się horyzontalnie, choć niewykluczone większe wahania z uwagi na techniczną grę.

EURUSD technicznie

Na wykresie 1h oscylator daje sygnał sprzedaży. Na wykresie 4h notowania mają wyraźny problem z przekroczeniem środkowej wstęgi Bollingera, co świadczy (przynajmniej krótkookresowo) o spadkowym trendzie. W połączeniu z zamknięciem (kolejnym) na wykresie dziennym poniżej 1,3513, rynek będzie zainteresowany działaniami operacyjnymi typu sell rallies. Do rewaluacji takiej strategii może skłonić przekroczenie 1,3520 (pierwszy sygnał) oraz 1,3621 (drugi sygnał).

Wsparcie	Opór
1,3400	1,3621
1,3126	1,3584
1,2647	1,3513/20

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

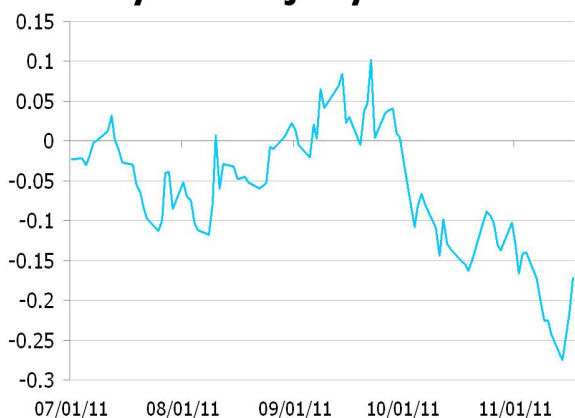
Złoty w zasadzie bez zmian. Podobnie jak na EURUSD złoty był pod wpływem sporej zmienności na rynkach. Nie interweniował BGK. Wczorajsza publikacja „Minutes” z ostatniego posiedzenia RPP przełożyła się na przejściowe umocnienie kursu złotego. Później nastąpiło osłabienie w ślad za parą EURUSD. Dziś rynek głównie wyczekuje na exposé premiera Tuska i konkretów w sprawie reformy finansów. Część propozycji jest już znana z nieoficjalnych przecieków informacji. Z kolei w sobotę głosowanie nad wotum zaufania dla nowego rządu. Ponadto publikacja płac i zatrudnienia, które raczej będą miały umiarkowany wpływ na zachowanie rynku.

EURPLN technicznie

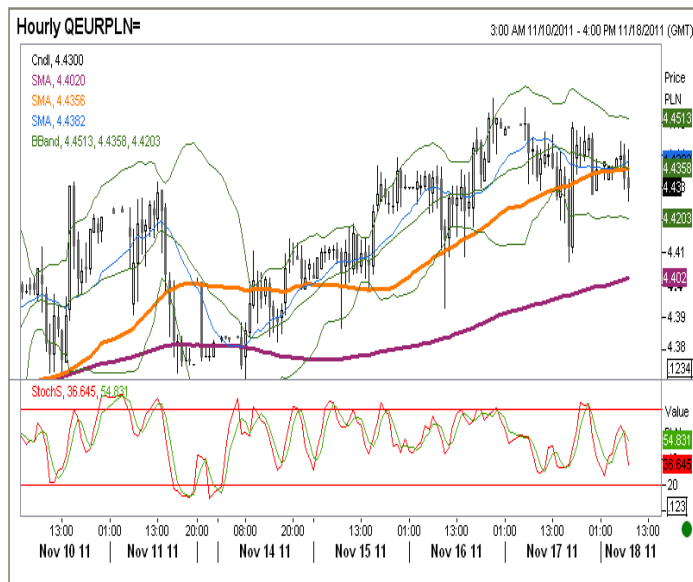
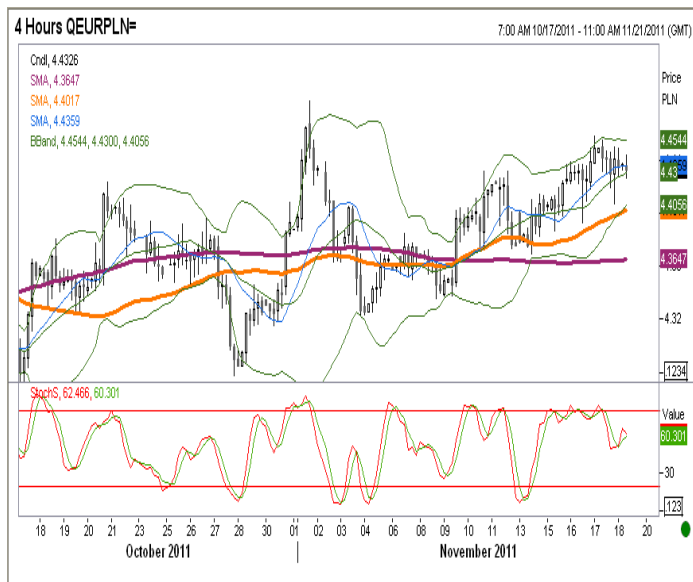
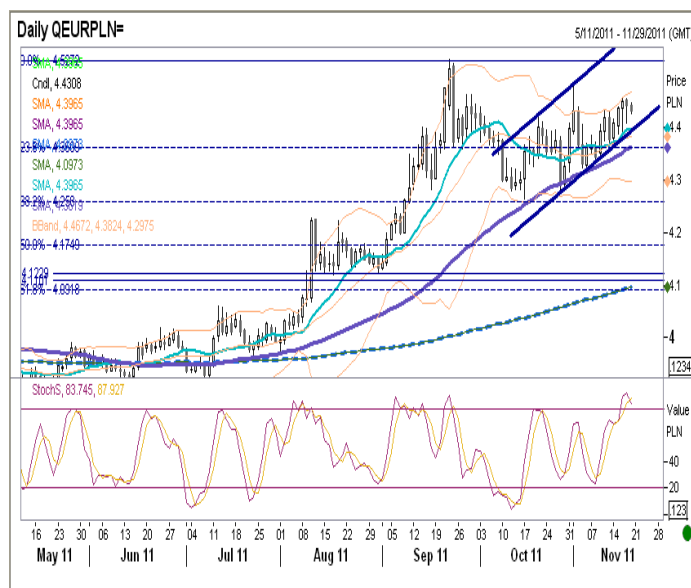
Na EURPLN na razie też bez sygnału, duże wykupienie na wykresie dziennym stwarza szansę najpierw na strzał stochastyczny, potem na wygenerowanie sygnału sprzedaży. Notowania poruszają się w krótkoterminowym trendzie wzrostowym (1h, 4h), co w połączeniu układem na wykresie dziennym może zachęcać do poszukiwania poziomów wejścia w pozycje short (S/L w okolicach 4,4800).

Wsparcie	Opór
4,4245	4,4850
4,4065/72	4,4500
4,3836	4,4430

Czynnik krajowy* w EURPLN

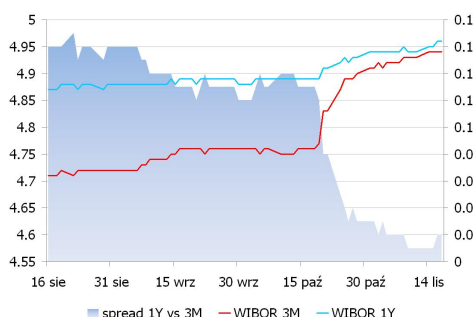
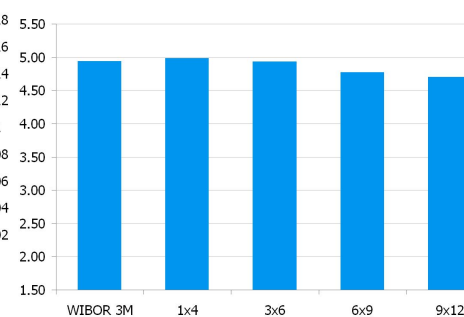
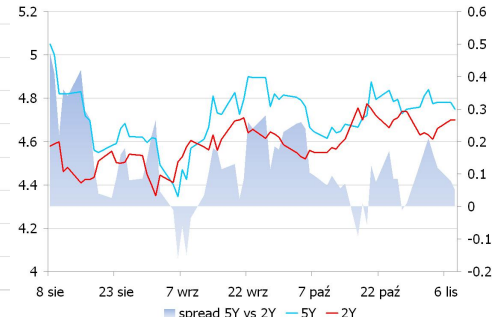
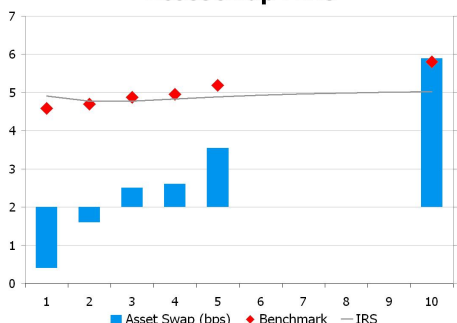
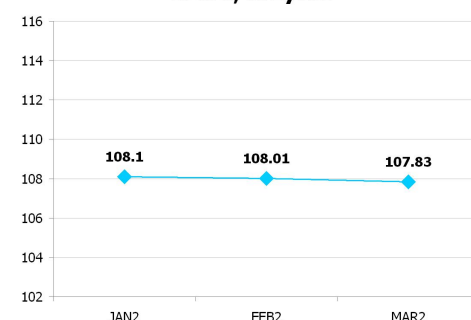


* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.892	4.92	ON	4.5	4.7	EUR/PLN	4.4387
2Y	4.765	4.80	1M	4.5	4.7	USD/PLN	3.2965
3Y	4.765	4.80	3M	4.7	4.9	CHF/PLN	3.5773
4Y	4.815	4.85					
5Y	4.87	4.90	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.912	4.94	1x2	4.72	4.77	EUR/USD	1.3459
7Y	4.94	5.00	1x4	4.92	4.98	EUR/JPY	103.56
8Y	4.974	5.00	3x6	4.90	4.93	EUR/PLN	4.4412
9Y	4.998	5.03	6x9	4.74	4.77	USD/PLN	3.2976
10Y	5.01	5.04	9x12	4.64	4.70	CHF/PLN	3.5771

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. DYSTRYBUJCA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.