



## 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		
<b>28.11.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
	GER	CPI preliminary r/r (%)	lis		2.4	2.5	
10:00	EUR	M3 r/r (%)	paź		3.4	3.1	
16:00	USA	New home sales SAAR (tys.)	paź		313	313	
<b>29.11.2011 WTOREK</b>							
		Spotkanie EcoFin					
11:00	EUR	Wskaźnik ESI (pkt.)	lis		93.9	94.8	
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt.)	lis		-20.4	-20.4	
15:00	USA	Case Shiller Index r/r (%)	wrz		-3.0	-3.8	
16:00	USA	Conference Board Index (pkt.)	lis		44.4	39.8	
<b>30.11.2011 ŚRODA</b>							
		Spotkanie EcoFin					
10:00	POL	PKB r/r (%)	III kw.	4.0	4.0	4.3	
11:00	EUR	CPI preliminary r/r (%)	lis		3.0	3.0	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne NBP r/r (%)	lis			4.2	
14:15	USA	Wskaźnik ADP (tys.)	lis		130	110	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt.)	lis		58.5	58.8	
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	paź		1.2	-4.6	
20:00	USA	Beżowa Księga Fed					
<b>1.12.2011 CZWARTEK</b>							
2:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	lis		49.8	50.4	
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	lis	50.2		51.7	
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt.)	lis		47.9	47.9 (p)	
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt.)	lis		46.4	46.4 (p)	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	26.11.		390	393	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	lis		51.5	50.8	
<b>2.12.2011 PIĄTEK</b>							
14:30	USA	Non-farm payrolls m/m (tys.)	lis		120	80.0	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lis		9.0	9.0	

## W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** W środę opublikowany zostanie odczyt PKB za III kwartał. Nasza prognoza zakłada wyraźne obniżenie spożycia indywidualnego (do 2,8% r/r), niższa dynamika produkcji budowlanej wskazują na nieco niższą (6,2%) dynamikę inwestycji niż w II kw., dodatkowo włączają się „automatyczne” stabilizatory w postaci eksportu netto. W czwartek poznamy odczyt indeksu PMI w polskim przemyśle. Po niespodziewanym wybiciu w górę w poprzednim miesiącu spodziewamy się spadku w ślad za indeksami w strefie euro i Niemczech, a także produkcją przemysłową, której roczna dynamika zmalała w październiku.
- **Gospodarka globalna.** We wtorek i czwartek poznamy odczyty indeksów koniunktury ze strefy euro. Problemy zadłużeniowe, obniżki ratingów i rekordowe koszty obsługi długu wpływają negatywnie na sentyment, co odbija się w spadających indeksach koniunktury zarówno producentów, jak i konsumentów. Z danych zza oceanu w czwartek poznamy indeks ISM w przemyśle. Ostatnie pozytywne zaskoczenia wskazują na względną stabilność ocen amerykańskiej gospodarki. Negatywnie na sentyment w listopadzie mógł wpłynąć niższy odczyt PKB oraz brak porozumienia w sprawie cięć budżetowych. W środę opublikowany zostanie wskaźnik ADP, zaś w piątek oficjalne dane z amerykańskiego rynku pracy - nieznacznie (w kontekście demografii i implikacji dla poziomu stopy bezrobocia) wyższe oczekiwania odzwierciedlają raczej obserwowane w ostatnich miesiącach rewizje danych w górę niż spodziewaną istotną poprawę sytuacji na rynku pracy.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła o 11,2% w porównaniu z analogicznym okresem 2010 roku, a m/m wzrosła o 4,1%.
- GUS: Stopa bezrobocia w październiku wyniosła 11,8% wobec 11,8% we wrześniu.
- Kowalski (prezes Fitch Polska): Jeśli działania zapowiedziane w przemówieniu premiera zostaną wdrożone, to na pewno zmniejszy to negatywną presję na rating. W tej chwili Polska powinna się skupić na ugruntowaniu obecnego ratingu na poziomie bardzo solidnego „A minus”. Polski sektor bankowy jest w dobrej kondycji.
- Radziwiłł: Od przyszłego roku dług publiczny będzie liczony inaczej niż obecnie. Pod uwagę będą brane średnioroczne kursy walut, a nie z 31 grudnia. Potrzeby pożyczkowe w 2012 roku wyniosą około 175 mld zł.
- S&P obniżył długoterminowy rating Belgii do „AA” z „AA plus” z perspektywą negatywną z powodu zagrożeń płynących z sektora finansowego.

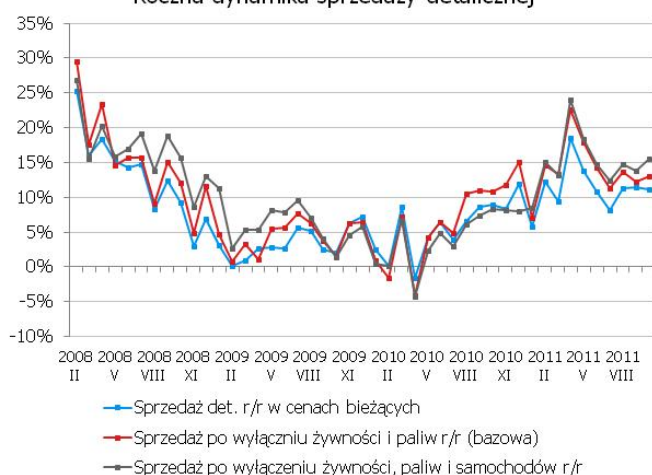
Decyzja RPP (7.12.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.187	-0.003
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.033	0.036
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	6.106	0.000
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Ponownie przyzwoita dynamika sprzedaży detalicznej

Dynamika sprzedaży detalicznej w październiku uplasowała się na poziomie 11,2% w ujęciu rocznym, czyli nieznacznie niższym niż 11,4% zanotowane we wrześniu. W ujęciu realnym odnotowano wzrost o 6,8% w stosunku do 7,7% we wrześniu.

Tak wysoki odczyt jest niespodzianką (konsensus prognoz plasował się na poziomie 10,4%), tym bardziej że nie wpisuje się w serię gorszych od oczekiwań październikowych danych z produkcją przemysłową na czele. Struktura danych o sprzedaży nie daje jednak jasnego obrazu zachowań konsumenckich. Wysoki odczyt to ponownie wynik bardzo wysokiej sprzedaży paliw (+20,1% w ujęciu nominalnym i +5,5% w ujęciu realnym) i ciągle silnej kategorii „pozostałe” (+13,9% r/r), czyli kategorii o dużej zmienności. Sprzedaż żywności zaskoczyła in minus realnie spadając o 0,8% r/r (nominalnie +3,3% r/r) przekładając się na przyspieszenie dynamiki rocznej sprzedaży detalicznej w ujęciu bazowym (po wyłączeniu paliw i żywności) do 13%. Wśród dóbr trwałych - kategoria meble, RTV i AGD przyspieszyła (10,1% wobec 5,8%) jednak jest to przede wszystkim efekt niskiej bazy z 2010r. Sprzedaż odzieży i obuwi także wystrzeliła - do 15,1% w ujęciu rocznym, ale tutaj pomimo efektu wysokiej bazy (dynamika miesięczna 32,7% odbiega od trendu sezonowego), co można jednak wiązać z efektami cenowymi zaobserwowanymi w październiku na inflacji. Z drugiej strony od trendu sezonowego w dół odbiega sprzedaż samochodów (-3% r/r), na co wpływ mogą mieć efekty podażowe. Spojrzenie na sprzedaż w ujęciu bazowym wyłączając poza paliwami i żywnością także samochody potwierdza utrzymanie pozytywnej tendencji (wzrost 15,6% r/r po 13,9%).

Roczna dynamika sprzedaży detalicznej



Deflator agregatu sprzedaży detalicznej oraz deflator bazowy (po wyłączeniu sprzedaży żywności i paliw)



Dane o sprzedaży zaskoczyły pozytywnie. Po części potwierdza to, że spowolnienie dotyka polską gospodarkę na razie w niewielkim stopniu i nie jest (oraz nie będzie) tak gwałtowne jak w 2008-2009 roku. Niemniej spodziewamy się, że dojdzie do pogłębienia spadków sprzedaży w najbliższych miesiącach (jest to zmienna działająca z pewnym opóźnieniem w stosunku do obserwowanych tendencji gospodarczych), na czym ważyć będą zewnętrzne szoki, importowany negatywny sentyment i wzrost awersji do ryzyka związane z sytuacją w strefie euro, a także krajowe czynniki w postaci kursowych i inflacyjnych efektów na konsumpcji oraz obserwowanego hamowania na rynku pracy (kolejne spadki zatrudnienia). Obecnie jednak stosunkowo pozytywne dane makro wpisują się w działania RPP, która w globalnym środowisku niskich (oraz presji na niższe) stóp procentowych może zachowywać neutralne stanowisko, wspierając tym samym kluczowe obecnie dla inflacji oraz wskaźników fiskalnych notowania PLN.

Tradycyjnie już sprzedaż detaliczna pozwala na przeliczenie deflatorów. Ceny całego agregatu sprzedaży wzrosły o 4,4% powracając do poziomu z sierpnia, natomiast w ujęciu bazowym zaobserwowano wzrost do 1,2% w ujęciu rocznym (po 0,7% we wrześniu) - potwierdzając obserwowane trendy na CPI.



### EURUSD fundamentalnie

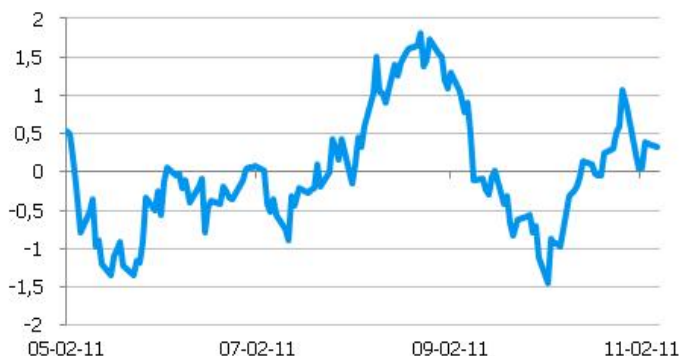
EUR względem piątkowego zamknięcia silniejsze. Za umocnieniem wspólnej waluty m.in. stoi pogłoska o przygotowaniu pomocy finansowej przez MFW dla Włoch w kwocie 600 mld EUR. Środki mają posłużyć do przejściowego finansowania potrzeb pozyczkowych Włoch do czasu wdrożenia planu oszczędnościowego celem i uspokojenia rynków finansowych. W Europie zamieszania politycznego ciąg dalszy. Przygotowywane są zmiany w traktacie europejskim zwiększające nadzór KE nad budżetami państw członkowskich strefy euro (propozycje mają być przedstawione na szczycie 9 grudnia). Niezależnie od tego Niemcy i Francja zapowiedziały koalicję „stabilności finansowej”, aby przywrócić zaufanie rynków finansowych, które w zeszłym tygodniu w związku z obniżką ratingów oraz nieudanej aukcji bundów niemiecki zostało mocno nadszarpnięte. W tym tygodniu kalendarz obfity w ważne dane makro (PMI z USA, Europy, Chin; rynek pracy i Beżowa Księga Fed), które będą miały istotny wpływ na kształtowanie się kursu.

### EURUSD technicznie

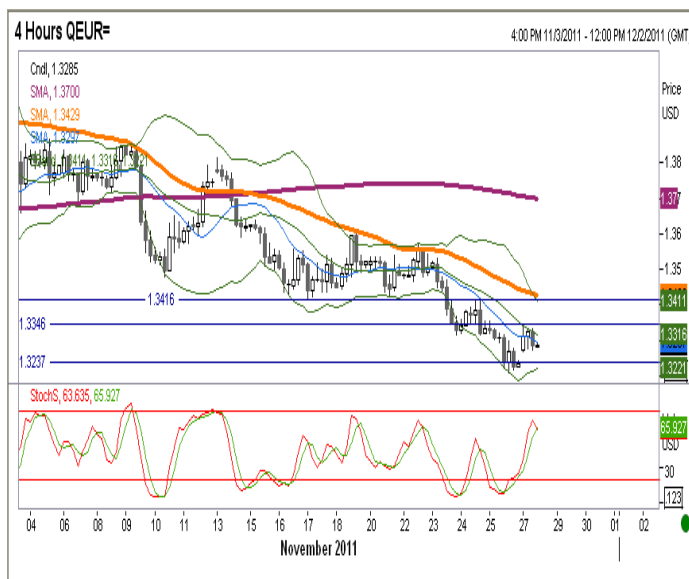
Kurs poniżej Fibo (50%), w dolnej części kanału deprecjacyjnego. Na oscylatorze wsparcie, co nieco wstrzymuje dalsze spadki. Na wykresie tygodniowym oscylator w strefie wykupienia, później może pojawić się sygnał kupna. Ograniczeniem na silniejsze odreagowanie są lokalne maksima oraz górne ograniczenie trendu deprecjacyjnego.

Wsparcie	Opór
1,3126	1,3621
1,3063	1,3584
1,2647	1,3385

**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 silniejszy. Kurs pozostaje pod wpływem globalnych nastrojów. W piątek w ślad za parą EURUSD osłabiał się; dziś rano mocniejszy. Piątkowe dane bez wpływu na kurs. Podobnie informacje o prawdopodobnej zmianie metodologii liczenia długu (od 2012 r. przyjęcie kursu średniorocznego do przeliczenia długu zagranicznego oraz odliczenie pożyczek zaciągniętych na poczet następnego roku) odbiło się bez echa. Złotemu nie pomagają na dłuższą metę słowne i bezpośrednie interwencje NBP na rynku walutowym czy też sprzedaż walut przez BGK. W tym tygodniu z ważniejszych danych dla rynku lokalnego PMI oraz PKB za III kw. Dobre dane mogą stanowić wsparcie dla złotego, o ile nie zostanie przysłonięty negatywnymi wydarzeniami globalnymi. Rynek oczekuje dalszych interwencji NBP/BGK, które mogą stanowić krótkoterminowe wsparcie.

### EURPLN technicznie

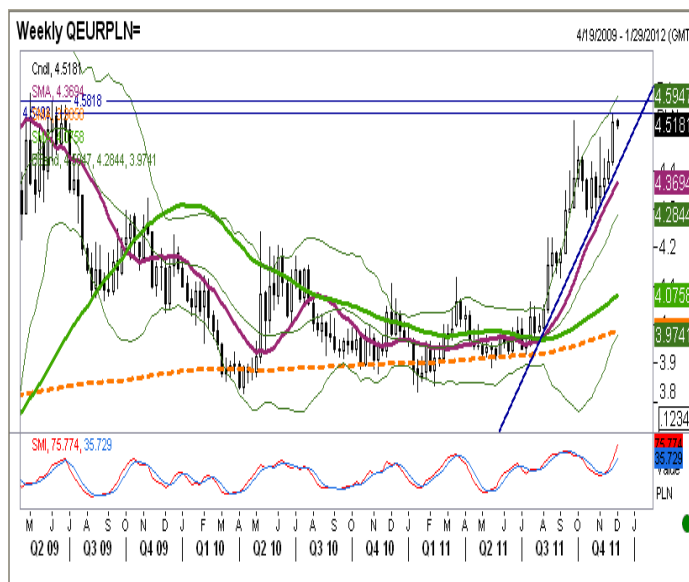
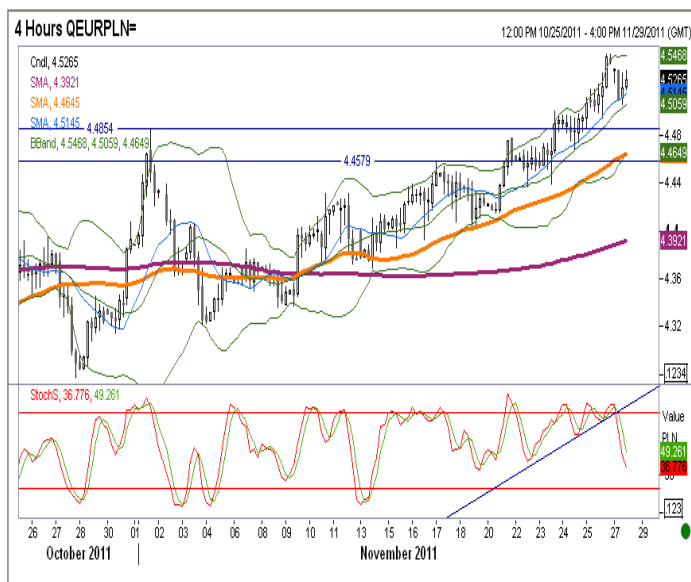
Kurs zatrzymał się na szczycie w okolicach 4,549. Na wykresie dziennym oparty na wstędze Bollingera; a oscylator w strefie wykupienia. Strzał oscylatora na wykresie 4h, co stwarza szansę do zajęcia krótkich pozycji. Potwierdzeniem będzie sygnał sprzedaży na wykresie dziennym. W dłuższej perspektywie ograniczenie dla deprecjacji linia trendu wzrostowego (wykres tygodniowy). Ponadto na wykresie dziennym 3 fala impulsu, co oznaczałoby czas na korektę.

Wsparcie	Opór
4,4900	4,5500
4,4650	4,5430
4,4470	4,5272

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



\* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniano 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	4.991	5.04
2Y	4.92	4.98
3Y	4.955	5.02
4Y	5.02	5.08
5Y	5.095	5.16
6Y	5.15	5.21
7Y	5.205	5.24
8Y	5.2	5.26
9Y	5.22	5.28
10Y	5.22	5.28

depo	BID	ASK
ON	4.3	4.8
1M	4.5	5.0
3M	4.7	4.9

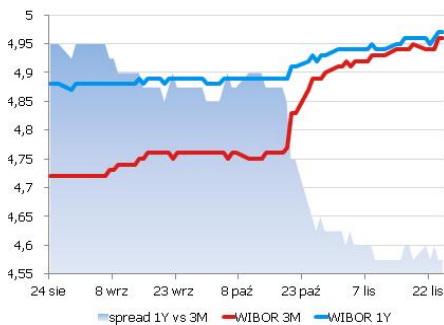
FRA	BID	ASK
1x2	4.77	4.82
1x4	4.95	5.05
3x6	5.00	5.03
6x9	4.85	4.88
9x12	4.78	4.81

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.5130
USD/PLN	3.4001
CHF/PLN	3.6739

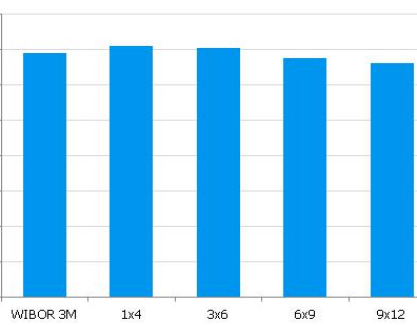
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3317
EUR/JPY	103.31
EUR/PLN	4.5279
USD/PLN	3.3993
CHF/PLN	3.6621

WIBOR 3M i 1Y



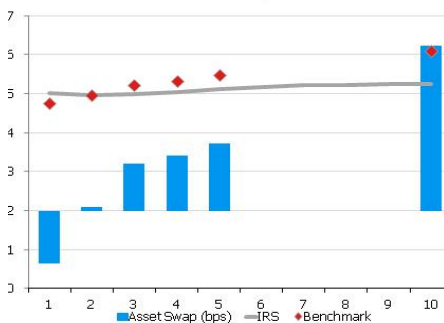
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



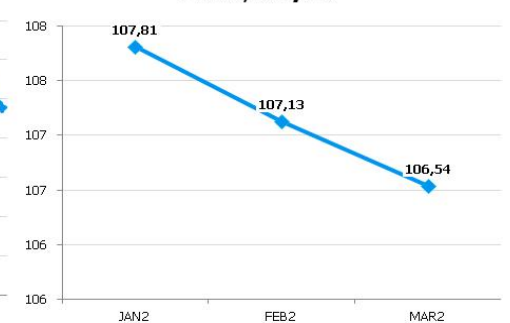
Asset swap i IRS



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.