



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.zieminaska@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 zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				BRE	konsensus		
28.11.2011 PONIEDZIAŁEK							
	GER	CPI preliminary r/r (%)	lis		2.4	2.5	2.4
10:00	EUR	M3 r/r (%)	paź		3.4	3.1	2.6
16:00	USA	New home sales SAAR (tys.)	paź		313	303 (r)	307
29.11.2011 WTOREK							
		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	
30.11.2011 ŚRODA							
		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					
1.12.2011 CZWARTEK							
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	
2.12.2011 PIĄTEK							
14:30	USA	Non-farm payrolls m/m (tys.)	lis		120	80.0	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lis		9.0	9.0	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś odczyty indeksów koniunktury ze strefy euro i USA. Konsensusy pozostają zgodne z dotychczasowym obrazkiem - w strefie euro sentyment pogarsza się, podczas gdy w USA dane wskazują na pozytywne zachowania konsumentów (patrz np. rekordowe zakupy w „Czarny piątek”). Na 16:00 zaplanowane jest spotkanie ministrów finansów strefy euro przed przyszłotygodniowym szczytem UE - płynące z niego informacje będą miały kluczowe znaczenie. Uwaga skupiona także na aukcji włoskich obligacji (11:00).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **PAP:** MF ma jeszcze do wymiany 4-5 mld euro ze środków unijnych plus środki walutowe w euro i dolarach amerykańskich pozyskane z emisji zagranicznych. W przyszłym roku resort planuje również wszystkie środki z UE wymieniać bezpośrednio na rynku walutowym, a dodatkowo wymienione mogą zostać środki z emisji długu zarówno skarbowego, jak i tego emitowanego przez BGK oraz transe kredytów zagranicznych zaplanowane na 2012 rok m.in. z Banku Światowego.
- **Fitch** utrzymał dotychczasową ocenę długookresowych obligacji amerykańskich na najwyższym poziomie AAA, ale obniżył ich perspektywę do negatywnej.
- **Moody's:** Gwałtowne pogłębienie kryzysu zadłużenia w strefie euro stanowi zagrożenie dla ocen wiarygodności kredytowej wszystkich krajów Unii Europejskich.

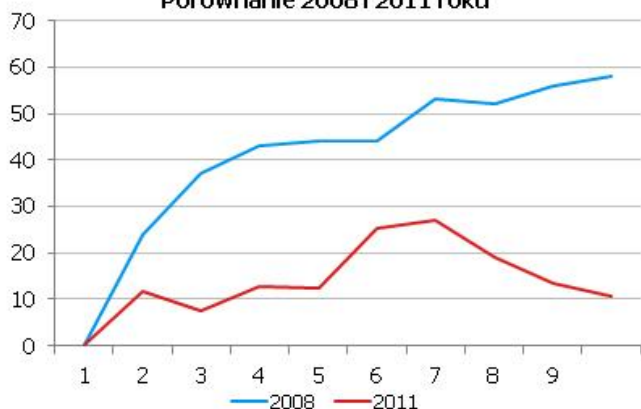
Decyzja RPP (7.12.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	
stopy bez zmian	

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	2.267	-0.083
USAGB 10Y	1.984	0.036
POLGB 10Y	6.078	-0.024
Dotyczy benchmarków Reuters		

Przełomowy moment w cyklu na rynku pracy?

W IV kwartale 2007 roku odnotowano najwyższą dynamikę PKB w ujęciu rocznym (6,6%), która wyznaczyła jednocześnie koniec ożywienia zapoczątkowanego jeszcze w 2005 roku. Posługując się podobnym porównaniem, tempo wzrostu produktu w cyklu zapoczątkowanym w 2009 roku osiągnęło maksymalne pułap w IV kwartale 2010 roku. Obecnie znajdujemy się w momencie 11 miesięcy od czasu osiągnięcia przez dynamikę PKB lokalnego maksimum. Jest to o tyle ważne, że w 11 miesięcy po osiągnięciu przez PKB szczytu, w 2008 roku w listopadzie dynamika zatrudnienia w ujęciu miesięcznym zaczęła gwałtownie spadać. Porównanie czysto historyczne sugerowałoby, że obecnie znajdujemy się w równie ważnym punkcie zwrotnym a listopadowe dane powinny zostać potraktowane z dużą skrupulatnością.

**Skumulowany wzrost zatrudnienia od stycznia
Porównanie 2008 i 2011 roku**



Patrząc na same dane o zatrudnieniu (wykres), momentum danych na rynku pracy popsło się w bieżącym cyklu szybciej (środek wakacji) niż w 2008 roku. Również poziom wskaźników koniunktury wskazuje, że obecna sytuacja może być gorsza niż odnotowana w 2008 roku. W szczególności przemysł kształtuje się niewiele wyżej (bardzo dobra informacja), budownictwo dużo niżej, handel niżej, transport niżej (ale inny kierunek), zakwaterowanie i gastronomia niżej, obsługa rynku nieruchomości niżej (inny kierunek). Bardziej adekwatne wydaje się jednak porównanie wskaźników koniunktury w ujęciu rocznym. W takim kontekście obecne spowolnienie plasuje się w dużo lepszym świetle - zarówno poziom wskaźników w ujęciu rocznym jest wyższy, to jeszcze dynamika spadków jest znacznie mniejsza - tym samym można mówić jedynie o erozji sentymentu przedsiębiorców odnośnie zatrudnienia, a nie o gwałtownych spadkach, które były wizytówką 2008 i 2009 roku.

Na obecnym etapie nie zamierzamy wyciągać pochopnych i kategoriycznych wniosków. Znajdujemy jednak czynniki, które pozwalają na przygotowanie bardziej optymistycznego scenariusza. W pierwszej kolejności należy zauważyć, że spadki występujące już od wakacji to raczej oznaka elastyczności przedsiębiorstw (pokłosie zmian wprowadzonych być może nieco za późno w 2009 roku), co pozwala trzymać dyscyplinę kosztową (patrz dobre wyniki finansowe - w poprzednim cyklu w tym momencie była już zapaść, wynik finansowy ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w IV kwartale spadł o 20% w ujęciu rocznym). Po drugie, gospodarka hamuje z niższego tempa wzrostu, bez symptomów przegrzania koniunktury (a te były w 2007-2008 roku ewidentne, zwłaszcza z obecnej per-

spektywy) i potencjalnie z mniejszym zbiorem nagromadzonych nierównowag. Po trzecie, rynek pracy jest obecnie dużo luźniejszy (mierząc na przykład liczbę luzu stopą bezrobocia), co w końcowym etapie prosperity nie generowało znacznej presji na wzrosty zatrudnienia. Po czwarte wreszcie, w wakacje 2008 roku EURPLN notował jeszcze historyczne minima, obecnie kurs złotego zdeprecjonował już ponad 12% od początku roku. Nawet w ujęciu realnym, takie zachowanie kursu rekompensuje wzrosty jednostkowych kosztów pracy, niwelując dużą część straty konkurencyjności (co widać zresztą wciąż po kompozycji wzrostów w przemyśle).

Oczywiście powyższe argumenty nie wskazują, że spowolnienia nie będzie. Zresztą od użycia tego słowa nie wzbraniamy się już od dłuższego czasu. Mogą jednak z powodzeniem sugerować, że rozluźnienie na rynku pracy będzie miało mniejszą skalę niż w 2008 i 2009 roku a „paliwa” w postaci kursu walutowego, poduszki płynnościowej starczy na dłużej niż w 2008 roku, co pozwoli przesunąć w czasie okres relatywnie najwyższych spadków na rynku pracy (mierząc względem bieżącego cyklu) i maksymalnie je wypłycić, optymalnie do momentu odzyskania wigoru przez gospodarkę światową w 2012 roku (pewnie okolice połowy roku).



EURUSD fundamentalnie

EUR silniejsze. Wczoraj zyskiwało na fali pogłosek o przygotowaniu pomocy finansowej przez MFW dla Włoch w kwocie od 400 do 600 mld EUR. Nie zostały one potwierdzone przez MFW. Poza tym pojawia się wątpliwość, czy MFW dysponuje taką wolną kwotą (wg szacunków dysponuje niezaangażowanymi środkami w wysokości ok. 350 mld EUR). Zamieszanie wokół euroobligacji postępuje; pojawiły się pogłoski o planie emisji obligacji przez Niemcy państw strefy euro z najwyższą oceną kredytową (AAA), co mogłoby stanowić kontrapropozycję dla euroobligacji. Nie zostały one potwierdzone. Ostrzeżenie Moody's, że dalsze pogłębienie recesji przełoży się na dalszą obniżkę ocen wiarygodności nie miało specjalnego wpływu na rynek. Popołudniowe dołączenie inwestorów amerykańskich przyniosło osłabienie wspólnej waluty. Fitch potwierdził dotychczasowy poziom oceny, ale obniżył perspektywę co nie miało specjalnie negatywnego wpływu na kurs. Dziś publikacja danych zarówno z Europy jak i USA prawdopodobnie będzie miała wpływ na kurs.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

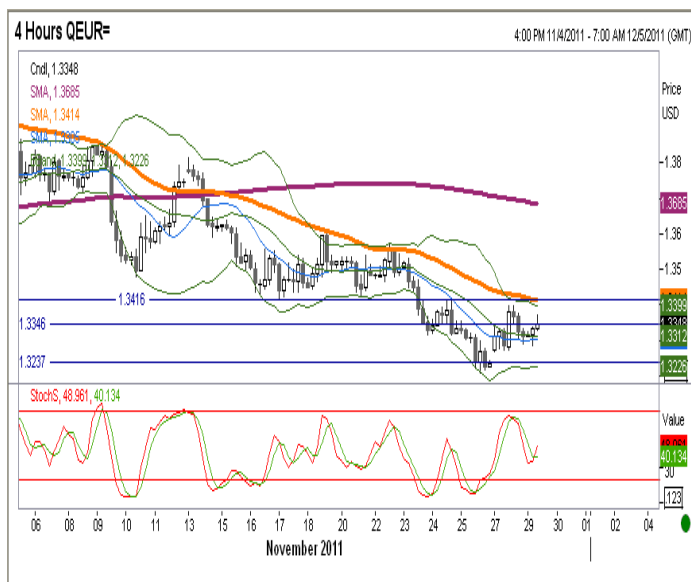
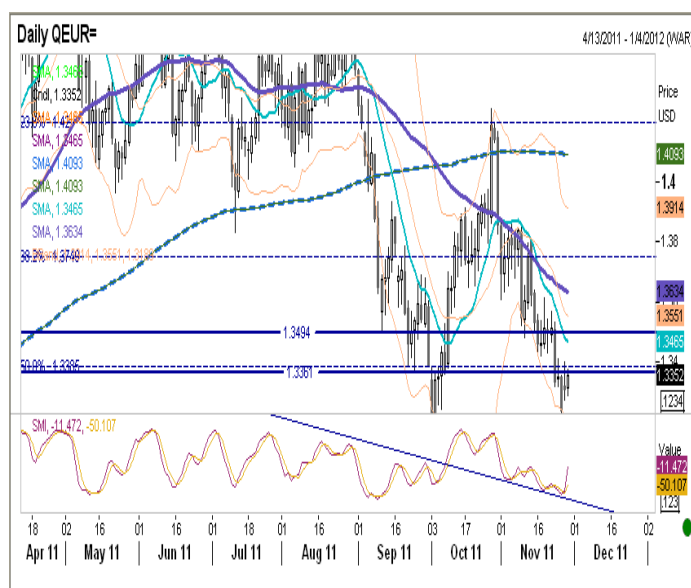


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Kurs oparty o Fibo (50%), w górnej części kanału deprecyjnego; oscylator nie sforsował linii wsparcia, nastąpiło powstrzymanie dalszych spadków (wsparcie czynnikami fundamentalnymi). Na wykresie 1h kurs zawrócił, a na oscylatorze został wygenerowany sygnał sprzedaży. W perspektywie dzisiejszej sesji wsparciem będzie MA200, na której wcześniej kurs już zawracał.

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





EURPLN fundamentalnie

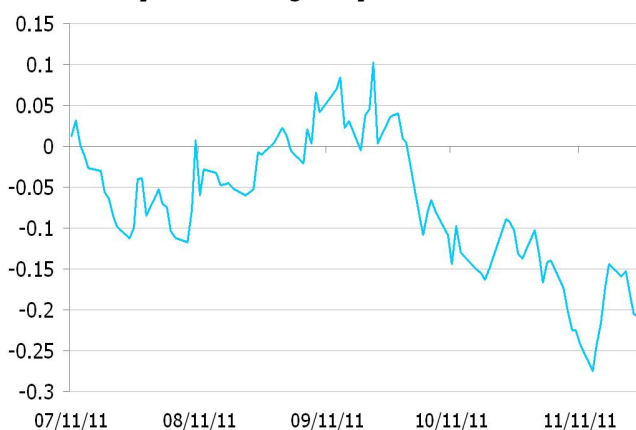
Złoty słabszy. Porusza się w ślad za EURUSD; czynniki krajowe zaczynają tracić na sile (w naszym modelu ich wpływ powoli się zeruje). Informacje o przyspieszonej implementacji zmian prawnych pozwalających na wzrost dochodów budżetu od 2012r. nie miało znaczenia dla kursu. Zatem kurs w najbliższej perspektywie jest skazany na łaskę czynników globalnych. Rynek oczekuje dalszych interwencji NBP/BGK, które mogą stanowić krótkoterminowe wsparcie.

EURPLN technicznie

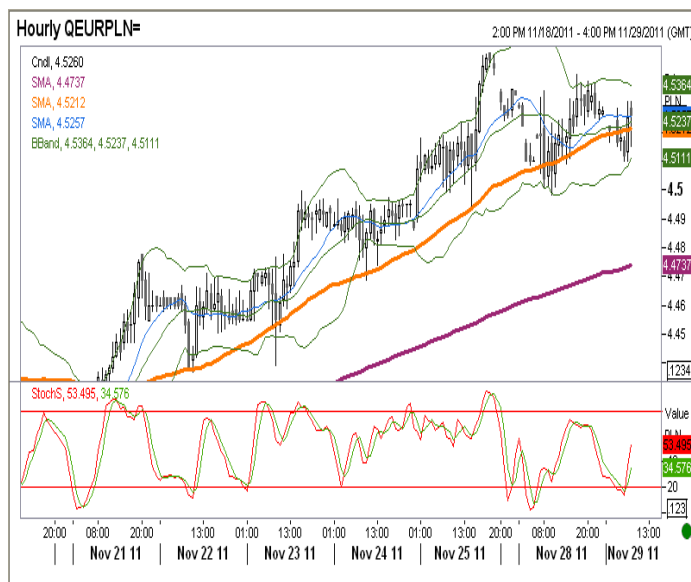
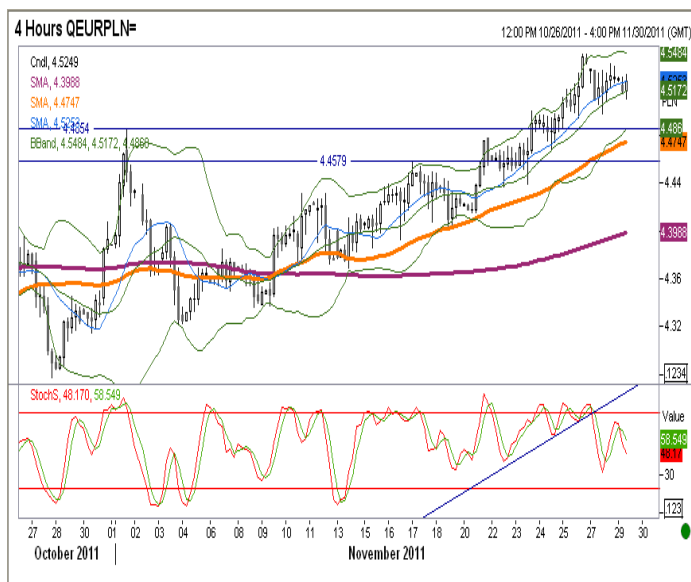
Na wykresie dziennym kurs na poziomie szczytu z września; rysuje się podwójny szczyt. Potwierdzeniem formacji będzie odbicie kursu w dół. Oscylator będący w strefie wykupienia może dać później sygnał do sprzedaży. Na wykresie 1h kurs powyżej MA, co może stanowić ograniczenie na oczekiwaną aprecjację.

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 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	4.945	5.01
2Y	4.925	4.96
3Y	4.955	4.99
4Y	5.01	5.04
5Y	5.065	5.10
6Y	5.111	5.14
7Y	5.145	5.18
8Y	5.174	5.20
9Y	5.196	5.23
10Y	5.195	5.23

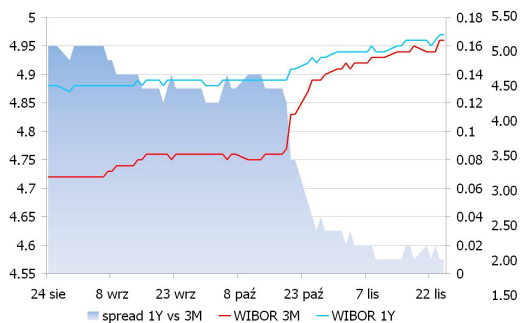
depo	BID	ASK
ON	3.7	4.2
1M	4.5	4.7
3M	4.7	4.9

FRA	BID	ASK
1x2	4.76	4.81
1x4	4.96	5.01
3x6	4.99	5.02
6x9	4.84	4.87
9x12	4.76	4.81

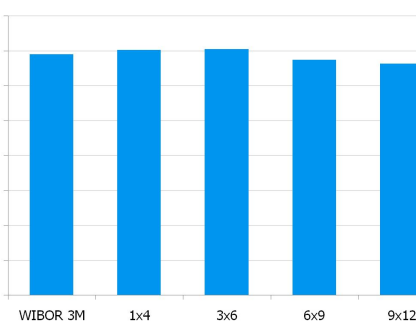
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.5071
USD/PLN	3.3705
CHF/PLN	3.6654

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3312
EUR/JPY	103.80
EUR/PLN	4.5263
USD/PLN	3.4001
CHF/PLN	3.6901

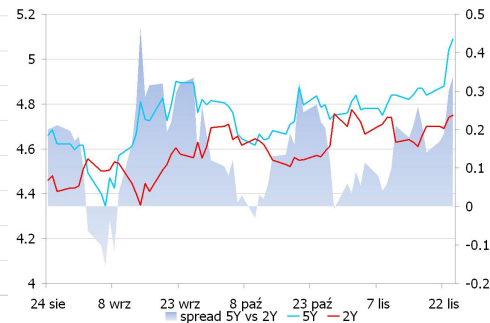
WIBOR 3M i 1Y



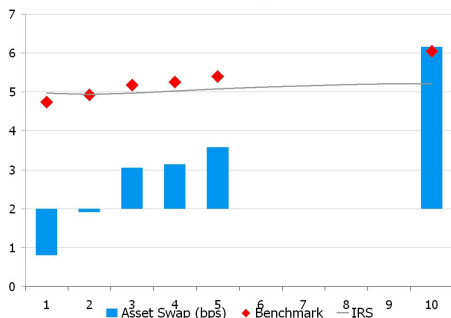
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



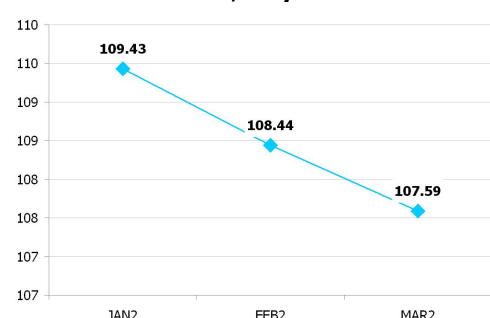
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYPANOWEGO 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, KOOOPERANTÓW, 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 UPRZEDNIA PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.