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 Ziembińska
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		
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	93.7
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt.)	lis		-20.4	-20.4	-20.4
15:00	USA	Case Shiller Index r/r (%)	wrz		-3.0	-3.8	-3.6
16:00	USA	Conference Board Index (pkt.)	lis		44.4	40.9 (r)	56.0
30.11.2011 ŚRODA							
		Spotkanie EcoFin					
10:00	POL	PKB r/r (%)	III kw.	4.0	4.0	4.3	4.2
11:00	EUR	CPI preliminary r/r (%)	lis		3.0	3.0	3.0
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne NBP r/r (%)	lis			4.2	4.2
14:15	USA	Wskaźnik ADP (tys.)	lis		130	110	206
15:45	USA	Chicago PMI (pkt.)	lis		58.5	58.8	62.6
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	paź		1.2	-4.6	10.4
20:00	USA	Beżowa Księga Fed					
1.12.2011 CZWARTEK							
2:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	lis		49.8	50.4	49.0
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	lis	50.6		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 polska.** O 9:00 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. Modele bazujące na indeksach europejskich wskazują na spadek poniżej granicy 50pkt., jednak od 4 miesięcy systematycznie niedoszacowują, co skłania nas do podwyższenia prognozy nieznacznie powyżej tego poziomu. Spadek indeksu zgodny z słabieniem produkcji przemysłowej bieżącej i oczekiwanej, wskaźników nowych zamówień i indeksów koniunktury w przetwórstwie. Na spadki wskazuje także deprecjacja PLN i spadki na giełdzie (wysoka korelacja z indeksem PMI).

• **Gospodarka globalna.** W gospodarce globalnej także dzień pod znakiem indeksów koniunktury. W strefie 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 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, pozytywnym sygnałem jest wczorajszy odczyt Chicago PMI. Uwaga skupiona też na porannych aukcjach hiszpańskiej i francuskiej.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• PKB wzrósł w III kwartale 2011 roku o 4,2% po wzroście w II kwartale 2011 roku o 4,3%.

• Belka: W Polsce recesja nie wystąpi. Kurs złotego nie stanowi problemu z punktu widzenia eksportu. Zmienność złotego komplikuje walkę z inflacją, ale poprawia konkurencyjność gospodarki. PKB wzrośnie o 3-3,1%, a motorem wzrostu powinny być nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw, przy słabnącym imporcie, większym wkładzie eksportu i słabszym popycie.

• Rostowski: Totalnie i absolutnie wykluczam możliwość rozpadu strefy euro. Polska jest relatywnie przygotowana na każdą sytuację.

• MF sfinansował już w tym roku kilkanaście procent potrzeb pożyczkowych na 2012 rok oraz posiada środki złotowe i walutowe o wartości około 49 mld zł.

• Fed, Europejski Bank Centralny, Narodowy Bank Szwajcarii oraz banki Kanady, Anglii i Japonii podjęły skoordynowane działania na rzecz zwiększenia płynności w globalnym systemie finansowym przez obniżenie stopy procentowej na swapy dolarowe o 50 pb.

• Bank centralny Chin obniżył stopę rezerw obowiązkowych dla banków o 50 pb.

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	2.286	0.005
USAGB 10Y	2.079	0.002
POLGB 10Y	6.101	0.003

Dotyczy benchmarków Reuters

PKB, kolejny kwartał, kolejne pozytywne zaskoczenie

PKB w III kwartale wzrósł o 4,2% po 4,3% wzroście odnotowanym w poprzednim kwartale. Kompozycję można określić mianem pozytywnej. Przede wszystkim należy zwrócić uwagę, że ponad 4% tempo wzrostu zostało wygenerowane mimo ujemnej kontrybucji spożycia publicznego (około -0,6pp.). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami obniżyła się dynamika konsumpcji (3,0%), niespodziewanie wysoka okazała się dynamika inwestycji (8,5%) co biorąc pod uwagę korelację z produkcją budowlano-montażową (wskazywała ona na obniżenie dynamiki inwestycji prywatnych) sugeruje, że powoli rozpędzać zaczyna się komponent związany z inwestycjami w majątek produkcyjny (maszyny i urządzenia), a więc endogeniczny cykl inwestycyjny jest kontynuowany, nawet przy mniejszym współudziale inwestycji infrastrukturalnych. Zapasy dodały 0,4pp. do wzrostu PKB natomiast eksport netto +1pp. - włącza się wyraźna anty-cykliczność tej kategorii, którą zwykliśmy nazywać mianem automatycznego stabilizatora.

Przechodząc do strony podażowej widzimy przede wszystkim utrzymanie wartości dodanej w przemyśle na poziomie około 5-6%, zmniejszenie dynamiki wartości dodanej w budownictwie (zgodnie z wcześniejszymi wskazaniami produkcji budowlano-montażowej). W pozostałych kategoriach obyło się bez większych niespodzianek - dynamik wartości dodanej była zbliżona lub nieco wyższa. Wartość dodana ogółem wzrosła o 4,0% po 4,2% wzroście w poprzednim kwartale.

Dane wskazują, że zidentyfikowane przez nas mechanizmy zaczynają działać i powinny się intensyfikować w nadchodzących kwartałach. W pierwszej kolejności widzimy negatywne oddziaływanie szoków na konsumpcję, które wraz ze zwiększeniem atrakcyjności oszczędzania (wzrost stopy procentowej w związku z "wojnami depozytowymi") będzie przybierało na sile. Nie spodziewamy się jednak, aby dynamika konsumpcji uplasowała się poniżej dynamiki odnotowanej w 2009 roku z uwagi na lepszą sytuację na rynku pracy. Po drugie i odnośnie inwestycji, rozkorelowanie z produkcją budowlaną traktujemy jako dobrą monetę w kontekście cyklu inwestycji prywatnych, niezwiązanych ze wznoszeniem budynków i budowli. Oczekiwane zwiększenie depozytów oraz spadek współczynnika kredytów do depozytów w sektorze bankowym stwarza przestrzeń na przyzwoity wzrost kredytów korporacyjnych i - co za tym idzie - podtrzymanie prywatnego cyklu inwestycyjnego także w 2012 roku. Dzięki temu mechanizmowi ewentualne negatywne zmiany w inwestycjach publicznych (choć i tu z uwagi na przesunięcia spodziewamy się, że pula środków do wykorzystania może okazać się większa niż w 2012 roku) schodzą na dalszy plan. Po trzecie wreszcie, widzimy działanie automatycznych stabilizatorów, co przy spadku konsumpcji i utrzymaniu konkurencyjności cenowej eksportu (opóźnione efekty osłabienia złotego) powinno prowadzić do wyższych kontrybucji eksportu netto (docelowo w okolice 2pp.) i podtrzymania wzrostu PKB w 2012 roku w okolicach 3%.

Dane okazały się neutralne zarówno dla rynku stopy procentowej, jak i dla rynku walutowego. Takie tez pozostaną dla RPP, która będzie raczej poszukiwać przesłanek osłabienia niż umocnienia koniunktury. Niemniej jednak wysoka inflacja, problematycznie wysoki kurs walutowy oraz wciąż względnie dobre dane o wyższej częstotliwości publikacji (produkcja, sprzedaż) będą powstrzymywać RPP przed zmianą retoryki. Możliwość obniżek stóp procentowych pojawia się dopiero w 2012 roku.

Dzień optymizmu

Wczorajszy dzień przyniósł wyraźną ulgę dla rynków finansowych. Rentowności obligacji krajów dotkniętych kryzysem zadłużeniowym (i nie tylko) spadły , indeksy giełdowe odbiły wyraźnie w górę, a EURUSD był przejściowo nawet notowany powyżej 1,3500. Poruszając się chronologicznie, najpierw Bank Chin (PBoC) obniżył stopę rezerw obowiązkowych dla banków, następnie Fed obniżył koszt dolara (operacje swap) o 50pb, który zobowiązały się respektować inne banki centralne (ECB, BoC, BoE, SNB, BoJ), gwarantując jednocześnie uruchomienie wzajemnych operacji swapowych w celu dostarczenia płynności w innych głównych walutach światowych. Kolejnym pozytywnym elementem była publikacja indeksu ADP (ponad 200tys. i bez znacznej rewizji poprzedniego odczytu), który rozpalił oczekiwania na piątkowe NFP. Kwiatkiem do kożucha był wzrost indeksu Chicago PMI w listopadzie do poziomu 62,6pkt. z 58,4pkt.

Akcja banków centralnych pokazuje, że choć wola walki z pojawiającym się niedostatkiem płynności jest duża, problemy muszą być już na tyle zaawansowane, że banki centralne decydują się na stricte kryzysowe postępowanie (podobne manewry widziane były w 2009 roku). Jest to ruch zdecydowanie pozytywny biorąc pod uwagę problemy z płynnością dolarową w strefie euro (koszt pozyskania dolara w operacjach swap wzrósł o kilkadziesiąt punktów bazowych na przestrzeni ostatnich miesięcy - obniżka kosztu finansowania przez Fed w zasadzie niweluje ostatnie wzrosty). Zmniejszenie kosztu pozyskania płynności w USD, oraz ułatwienie pozyskania płynności w innych walutach safe haven może być czynnikiem temperującym ich aprecjację (odpada część popytu związana z zajmowaniem długich pozycji na tych walutach „na wszelki wypadek”).

Oczywiście uruchomienie tańszych linii swapowych nie likwiduje przyczyny kryzysu, tylko łagodzi niektóre z jego objawów w sektorze bankowym. Przed nami wciąż jeszcze do ustalenia pozostaje rola EFSF, ECB i MFW w rozładowaniu napięć na rynkach obligacji strefy euro. Niewykluczone, że do szczytu UE 9 grudnia wystąpi więcej pozytywnych niespodzianek, co wesprze rynki finansowe i ryzykowne aktywa. Niemniej jednak jest to prawdopodobnie miecz obosieczny, gdyż wygeneruje

wysokie oczekiwania odnośnie działań polityków europejskich, co w przypadku dostarczenia kolejnej protezy, a nie właściwego i ostatecznego rozwiązania skończy się kolejną, bolesną przeceną (ile razy testowaliśmy już ten scenariusz?). Z kolei akcja PBoC zmniejsza ryzyko twardego ładowania w gospodarce chińskiej (z niskim wzrostem oraz wysoką inflacją), a więc jednocześnie ryzyko nagłego spadku realnego popytu w gospodarce światowej.

Wracając do danych stricte makro, ostatnia seria danych z gospodarki amerykańskiej może napawać optymizmem. Niemniej jednak jest to już w dużej mierze optymizm wpisany w wyceny instrumentów finansowych, gdyż poprawa kondycji gospodarki amerykańskiej była w końcu roku oczekiwana (nie tylko przez rynki finansowe, lecz również przez Fed). Kluczowe dane nadejdą na początku przyszłego roku, kiedy skończy się świąteczny optymizm, wygasną efekty odroczonej w czasie konsumpcji i odbudowy zapasów w sektorze przemysłowym a amerykańscy konsumenci będą musieli zmierzyć się i z niższą dynamiką dochodu rozporządzalnego, i z koniecznością powrotu do naprawy własnych bilansów.

EURUSD fundamentalnie

EUR silniejsze. Początkowo euro stopniowo osłabiało się. Później skokowo umocniło się po tym jak Fed oraz inne banki centralne zdecydowało o obniżeniu stopy procentowej na swapy dolarowe o 50 pkt bazowych. Zmiana ta może przyczyniać się do poprawy sytuacji płynnościowej banków europejskich. Późniejsze dane z gospodarki amerykańskiej (ADP), które okazały się wyraźnie lepsze przyczyniły się do utrwalenia kursu na wyższym poziomie. Z kolei z Księgi Beżowej wynika, że wzrost w większości stanach był kontynuowany na niskim poziomie. Spada ryzyko globalnej recesji, co w najbliższej perspektywie (jeśli ostatnie dane zostaną potwierdzone kolejnymi lepszymi odczytami) może być czynnikiem umacniającym EUR. Dziś publikacja danych z gospodarek strefy euro oraz USA. Odczyty na poziomie oczekiwań rynkowych nie powinny mieć istotnego wpływu na kurs.

EURUSD technicznie

W końcu złamane 50% Fibo na bazie dziennej (i cen close). Pokonana została również MA14 i na niej już wsparły się notowania. W końcu sforsowane zostały także średnie an krótszych wykresach 1h i 4h, co pozwala sądzić o wyczyszczeniu sporej ilości pozycji short EUR na zleceniach S/L. Na EURUSD powiewa wyraźna flaga sugerująca kontynuację zapoczątkowanego trendu. Wykres dzienny coraz bardziej przypomina podwójne dno. Graczej decydujący się na pozycje long mogą poczekać (w celu optymalizacji wejścia) na zdryfowanie kursu w okolice średnich na krótszych wykresach (1,3380 - to też w zasadzie Fibo) - jesli będzie to przychodziło z trudem, to tym bardziej uzasadnienie dla long EUR.

Wsparcie	Opór
1,3420	1,3750
1,3380/85	1,3628
1,3257	1,3531

* 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 mocniejszy w ślad za EURUSD po akcji banków centralnych (Fed, EBC i banki centralne Kanady, Anglii, Japonii i Szwajcarii zdecydowały o obniżeniu stopy procentowej na swapy dolarowe o 50pb.) oraz po niespodziewanie dobrych danych o polskim PKB. Popołudniu na rynku był też obecny BGK. Dziś otwarcie na poziomie 4,4910 i kolejny dzień pod wpływem globalnych nastrojów. Poranne finalne odczyty indeksów koniunktury ze strefy euro raczej bez wpływu na rynek, jednak popołudniowe dane z USA (ISM, a także cotygodniowe dane z rynku pracy) mogą zaskoczyć pozytywnie (i tym samym częściowo zniwelować wczorajsze umocnienie PLN). Nasz model wskazuje na postępującą erozję wewnętrznej siły złotego (a jest ona mimo wszystko cykliczna), co może sprawić, że nieśmiało rozpoczynające się rally na rynkach globalnych (pewnie potrwa do 9 grudnia) może polską walutę ominąć nieco z boku.

EURPLN technicznie

Duży ruch, wystarczający do zbicia oscylatora ze strefy wyprzedania, niewystarczajacy do przełamania krótkoterminowego kanału aprecjacyjnego. Sugerujemy na razie ostrożność, zwłaszcza że na wykresie 4h oscylator odwraca się w kierunku deprecjacji. Złamanie kanału na bazie close (czyli zamknięcie poniżej 4,4800 będzie sygnałem do ataku na short EURPLN. Wcześniej istnieje spore ryzyko przejechania się w górę na takiej pozycji. Neutralnie do zamknięcia.

Wsparcie	Opór
4,4800	4,5818
4,4501	4,5592
4,4022	4,5396

* 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	4.91	4.97
2Y	4.805	4.84
3Y	4.81	4.84
4Y	4.855	4.89
5Y	4.91	4.94
6Y	4.963	4.99
7Y	5.005	5.04
8Y	5.041	5.07
9Y	5.068	5.10
10Y	5.07	5.10

depo	BID	ASK
ON	4.5	4.7
1M	4.6	4.8
3M	4.8	5.0

FRA	BID	ASK
1x2	4.75	4.80
1x4	4.95	5.05
3x6	4.95	4.98
6x9	4.79	4.82
9x12	4.69	4.72

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.5494
USD/PLN	3.4248
CHF/PLN	3.7112

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3436
EUR/JPY	104.26
EUR/PLN	4.5023
USD/PLN	3.3514
CHF/PLN	3.6688

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 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.