



Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 86
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		
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	49.5
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt.)	lis		47.9	47.9 (p)	47.9
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt.)	lis		46.4	46.4 (p)	46.4
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	26.11.		390	395 (r)	396
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	lis		51.5	50.8	52.7
2.12.2011 PIĄTEK							
14:30	USA	Non-farm payrolls m/m (tys.)	lis		125	80	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lis		9.0	9.0	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** W centrum uwagi dane z amerykańskiego rynku pracy - po śródownym pozytywnym zaskoczeniu publikacją firmy ADP oczekiwania na payrolle wzrosły ze 120 tys. do 125 tys. (większość rewizji prognoz dokonanych po śródownej publikacji ADP przewyższa 150 tys.). W kontekście demografii i implikacji dla spadku stopy bezrobocia konieczne są systematyczne wzrosty rzędu 180-200 tys., tym samym nawet jednorazowa pozytywna informacja raczej nie pociągnie za sobą spadku stopy bezrobocia.

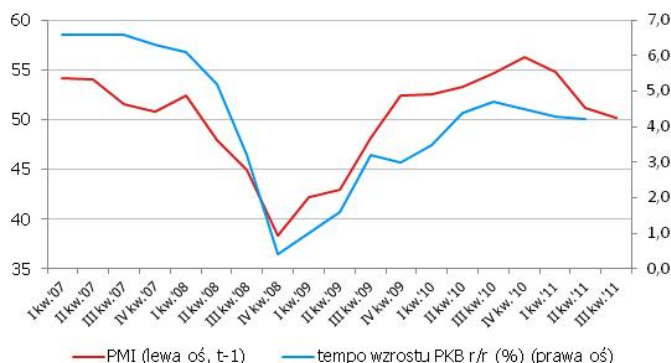
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Winiecki: Wzrost gospodarczy Polski w czwartym kwartale tego roku spowolni do 3,7-3,8% z 4,2% odnotowanych w kwartale trzecim, a w przyszłym roku nastąpi dalsze spowolnienie tempa wzrostu.
- Rostowski: Deficyt budżetu państwa w przyszłym roku na pewno nie będzie większy, niż 35 mld złotych, przy założeniu wzrostu gospodarczego na poziomie 2,5%.
- Kozłowski: NBP jest zadowolony z efektów swoich interwencji na rynku walutowym i może zdecydować się na kolejne.
- Tusk: Rząd wybierze najprawdopodobniej wariant budżetu na 2012 ze wzrostem PKB o 2,5%. Jest to wariant ostrożny i w przyszłym roku możliwy jest większy wzrost PKB. Wzrost PKB w Polsce w 2011 roku wyniesie minimum 4,0%. (...) Polska chce zmian w traktacie, większej roli EBC i KE - zmiany muszą przynieść mocną rolę KE w procesie zarządzania i dyscyplinowania finansowego.
- Draghi: Program EBC skupu obligacji może być ograniczonym działaniem, a nowy układ fiskalny w Europie będzie lepszym sposobem, aby zahamować kryzys zadłużenia w Europie. Podczas gdy EBC skupuje obligacje, aby poprawić „mechanizm transmisji” na rynkach obligacji, to takie interwencje mogą być ograniczone.
- Sarkozy zapowiedział, że wraz z kanclerz Merkel przedstawią w poniedziałek propozycję „w celu zagwarantowania przyszłości Europy”. Zapowiedział też, że Francja i Niemcy będą nalegać na zmiany w traktacie europejskim w celu ochrony euro.
- Fitch: Rating wiarygodności kredytowej Francji może być zagrożony, jeśli kryzys nasili się.

Decyzja RPP (7.12.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.294	-0.080
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.094	0.005
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.944	0.016
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Zaskakująco negatywne dane o PMI

Indeks PMI określający koniunkturę w polskim sektorze przemysłowym spadł w listopadzie do 49,5pkt. sygnalizując ogólne pogorszenie warunków przedsiębiorców. Głównym powodem osłabienia był spadek nowych zamówień (po raz trzeci od czerwca i najszybszy od lipca 2009r.), przy czym zamówienia eksportowe obniżyły się szósty miesiąc z rzędu. Negatywnie na wskaźnik wpłynął spadek sub-indeksu produkcji do 50,1pkt. z 53,8pkt. w październiku, co wskazuje, że produkcja w ocenie ankietowanych właściwie nie zmieniła się w stosunku do poprzedniego miesiąca. Zatrudnienie wzrosło (szesnasty miesiąc z rzędu), jednak w bardzo słabym tempie. Ilość pozycji zakupionych w związku ze spadkiem produkcji i przede wszystkim nowych zamówień spadła w najszybszym tempie od lipca 2009r. Na historycznie wysokim poziomie (jak w październiku) utrzymała się presja kosztowa związana przede wszystkim z osłabieniem PLN i wyższymi cenami towarów importowanych. Wyższe koszty zostały częściowo przeniesione na klientów, jednak tempo wzrostu inflacji osłabiło się.

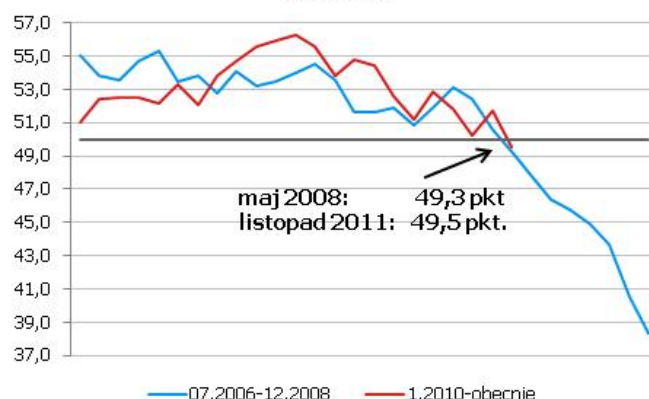


Wbrew oczekiwaniom (konsensus prognoz wyniósł 50,8pkt., nasza prognoza była bardziej konserwatywna) indeks spadł poniżej 50pkt. Co więcej, analiza historyczna wskazuje, że po kilku miesiącach wahań (inaczej niż indeksy w strefie euro i Niemczech, gdzie od kilku miesięcy rysuje się wyraźny trend spadkowy u nas obserwowaliśmy „schodkową” trajektorię) indeks prawdopodobnie pozostanie poniżej 50pkt. (w historii badania od czerwca 1998r. najkrótsza sekwencja utrzymywania się poniżej 50 pkt. to 5 miesięcy, zaś w czasie kryzysu 2008r. było to 18 miesięcy). Analiza trajektorii PMI (teraz i z 2008r.) gdy nałożymy na siebie punkty spadku poniżej 50 pkt. wskazuje, że powinniśmy w kolejnych miesiącach oczekiwać dalszego osłabienia indeksu, co indykują także spadki nowych zamówień oraz negatywne tendencje obserwowane na rynku pracy (zatrudnienie).

Co będzie jednak ważne to nie sam kierunek indeksu - ten był od kilku miesięcy oczywisty - lecz skala spadków. Uważamy, że spowolnienie nie będzie tak silne jak w 2008r, gdyż wywołane jest przede wszystkim przez czynniki importowane, a rynek krajowy nie zdążył zbudować tak dużej liczby nierównowag, jak to miało miejsce po przegrzanych latach 2006-2008. Co więcej, gospodarka znajduje się w dużo lepszej pozycji startowej, przy słabszym kursie walutowym, w zasadzie dopiero co rozpoczętym cyklu inwestycyjnym. Również procesy dostosowawcze na rynku pracy przebiegają mniej gwałtownie i być może przedsiębiorcy korzystają z lepszej sytuacji płynnościowej, a także z elastycznych form zatrudnienia.

Utrzymująca się presja cenowa przy słabym złocie i podejmowanych interwencjach NBP oraz wysokich cenach surowców nie dają na razie przestrzeni na zmiany w polityce monetarnej. Sądzymy, że RPP nie zmieni poziomu stóp w kolejnych miesiącach oraz utrzyma neutralne nastawienie. Gorszy odczyt PMI wskazuje jednak na ryzyko niższej dynamiki produkcji przemysłowej, a także sprzedaży detalicznej.

PMI porównanie ścieżek (nałożenie momentu spadku poniżej 50 pkt. z kryzysem 2008-09)



ISM zaskoczył pozytywnie, ale...

Wskaźnik ISM nieoczekiwanie wzrósł w listopadzie do 52,7 pkt z 50,8 pkt w październiku i okazał się lepszy od oczekiwań rynkowych (51,8 pkt). Listopadowe dane są bardzo pozytywnym zaskoczeniem dla rynku, zwłaszcza po serii słabszych danych z przemysłu strefy euro.

Przed wszystkim mocno przyspieszyła produkcja bieżąca (wzrost indeksu z 50,1 pkt do 56,6 pkt). Podobnie wzrosły nowe zamówienia (wzrost indeksu z 52,4 pkt do 56,7 pkt) i eksport (wzrost indeksu z 50 pkt do 52 pkt). Wspomniane kategorie danych dowodzą, że przemysł gospodarki amerykańskiej całkiem dobrze radzi sobie w obecnym niesprzyjającym otoczeniu makroekonomicznym. Dodatkowo - co ważne po serii bardzo niekorzystnych szoków - po raz kolejny odnotowano spadek cen, choć sam indeks opisujący ich zachowanie delikatnie wzrósł z (41 pkt do 45 pkt). W dalszej perspektywie kolejne spadki cen mogą w końcu uruchomić dalsze pozytywne procesy dostosowawcze po stronie popytu.

Danym należy się również łycha dziegciu. O ile bieżące procesy gospodarcze przebiegają wydawać by się mogło bez zakłóceń, a książki zamówień znów powoli się zapełniają, brakuje pewnych istotnych elementów, które potwierdzałyby wyraźną zmianę trendu w przemyśle. Przed wszystkim nie wydłużają się czasy dostaw, co jest typowe przy wyższej aktywności (ewentualnie można zrzucić to na karb niższego wykorzystania mocy wytwórczych). Dodatkowo - dla czego nie ma już usprawiedliwienia - nie ma problemów z wydłużeniem czasu realizacji zamówień (zaległości produkcyjne nawet spadają i to w coraz szybszym tempie) mimo że przedsiębiorcy narzekają w coraz większym stopniu na niedostateczne zatrudnienie. Odnosnie tego komponentu odnotowano wyhamowanie wzrostu (z 53,5 pkt do 51,8 pkt), co również wydaje się niespójne z przyspieszeniem produkcji - być może przedsiębiorcy cały czas ope-



rują według filozofii „tu i teraz”. I w końcu - argument wydaje się mieć największe znaczenie - klienci są w końcu zadowoleni z poziomu zapasów po kilkunastu (a nawet kilkudziesięciu) miesiącach raportowania zbyt niskiego ich poziomu. Jeśli to co do tej pory obserwowaliśmy (czyli lokalne przyspieszenie aktywności) było podyktowane udrożnieniem łańcuchów dostaw, odłożoną konsumpcją i odbudową zapasów, ten ostatni czynnik mógł właśnie stracić na znaczeniu pozostawiając wzrost PKB na pastwę dwóch pierwszych, równie bliskich wyczerpania. Tak więc dane pozostają bezsprzecznie pozytywne w sensie rynkowym, jednak na razie naszym zdaniem nie pozwalają udzielić jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy dobra aktywność z IV kwartału przeniesie się również na 2012 rok. Gospodarka amerykańska uniknie recesji, jednak wzrost w 2012 roku będzie prawdopodobnie dużo niższy (przynajmniej na początku roku) od obserwowanego obecnie.





EURUSD fundamentalnie

EUR bez wyraźnych zmian. Wspólna waluta wczoraj specjalnie nie reagowała na słabe dane. Bez echa odbiły się również aukcje obligacji hiszpańskich i francuskich. Nastąpił kolejny wzrost rentowności hiszpańskich obligacji, a jedynym pozytywnym czynnikiem było wysokie zainteresowanie ze strony inwestorów, które było w zasadzie pokłosiem śródowej decyzji Fed i innych banków centralnych. Silnym wsparciem w ciągu sesji dla EURUSD okazała się wypowiedź prezesa ECB rozgrzewająca oczekiwania rynkowe na dalsze obniżki stóp procentowych. Ponadto zakomunikował, że ECB mógłby więcej dokonać na rzecz w walki z kryzysem w zamian za większą integrację fiskalną. Merkel i Sarkozy z jednej strony przygotowują propozycję zmian w traktacie europejskim zwiększającym dyscyplinę finansową (jednocześnie upierając się przy stanowisku ograniczonej roli EBC w ratowaniu strefy euro), a z drugiej coraz intensywniej działają w sprawie stworzenia koalicji państw „stabilności finansowej”. Kluczowy dla rynku i dla EUR będzie szczyt 9 grudnia oraz wcześniejsze przecieki informacji do mediów. Tymczasem dzisiaj publikacja tylko danych z rynku pracy USA; ewentualne mocne odchylenie ich od konsensusu (obecnie około 150-160 tys.) może mocniej potrząsnąć kursem.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

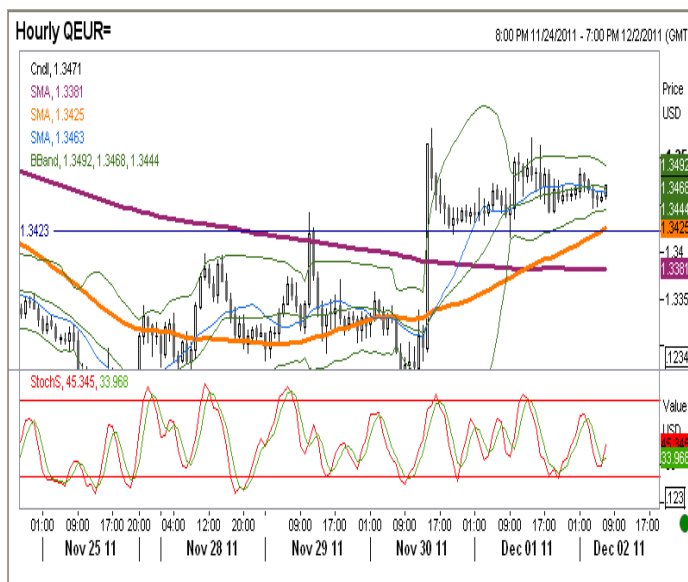
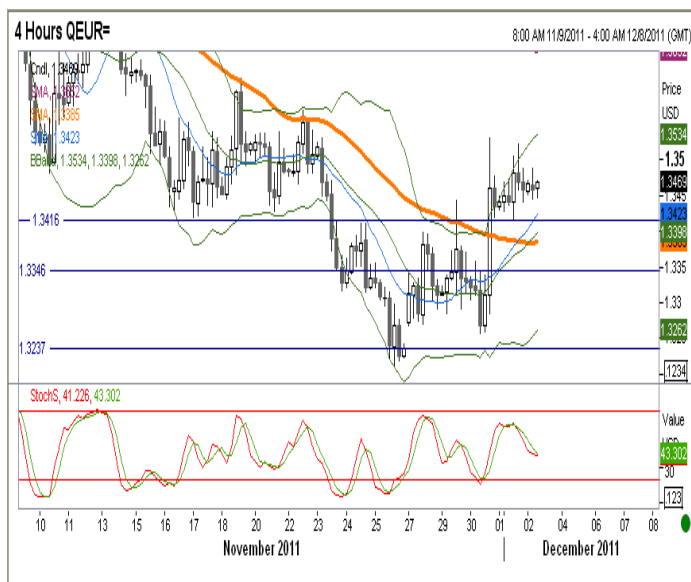
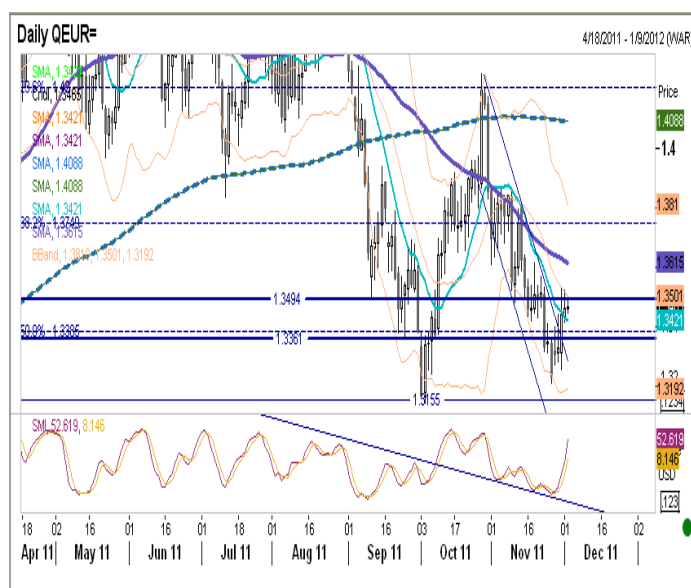


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Złamane 50% Fibo na bazie dziennej (i cen close), pokonana również MA14. Kurs również powyżej średnich na 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 dziennej coraz bardziej przypomina podwójne dno. Przełamanie lokalnych oporów otworzy później drogę do w okolicy MA55. Tymczasem kurs w horyzontalnym układzie na krótszych wykresach, kluczowe będzie wsparcie wcześniej pokonanymi średnimi. Jeśli się uda, może być to sugestia na zajęcie kolejnych pozycji long.

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





EURPLN fundamentalnie

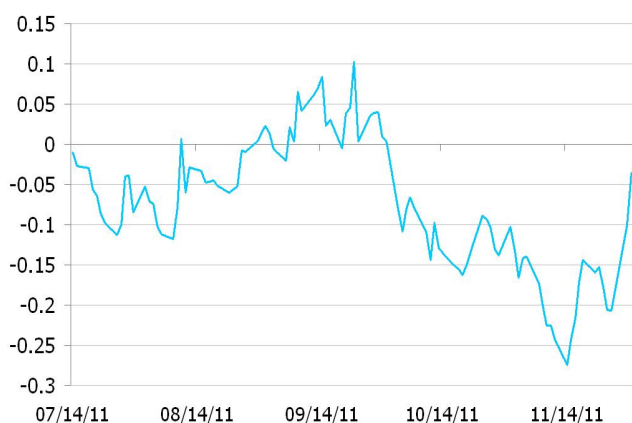
Złoty mocniejszy na otwarciu (4,4837). Przed południem osłabienie w ślad za eurusd (zgodne ze słabym odczytem PMI dla Polski - wskazującym na spowolnienie w sektorze przemysłowym oraz analogicznymi odczytami ze strefy euro), jednak do końca dnia na fali dobrego sentymentu po aukcjach hiszpańskich i francuskich obligacji złoty odrobił straty. Stosunkowo wysoki poziom eurusd może skłonić do realizacji zysków, co odbiłoby się echem na eurpln - tym bardziej, że dziś dane z rynku pracy USA i wysoko postawiona poprzeczka oczekiwań, zatem zaskoczenie w górę odbije się słabszym echem niż negatywna niespodzianka.

EURPLN technicznie

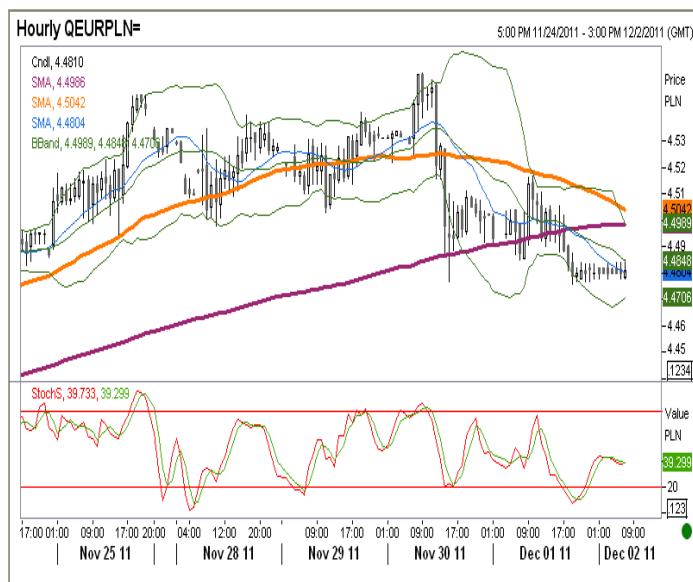
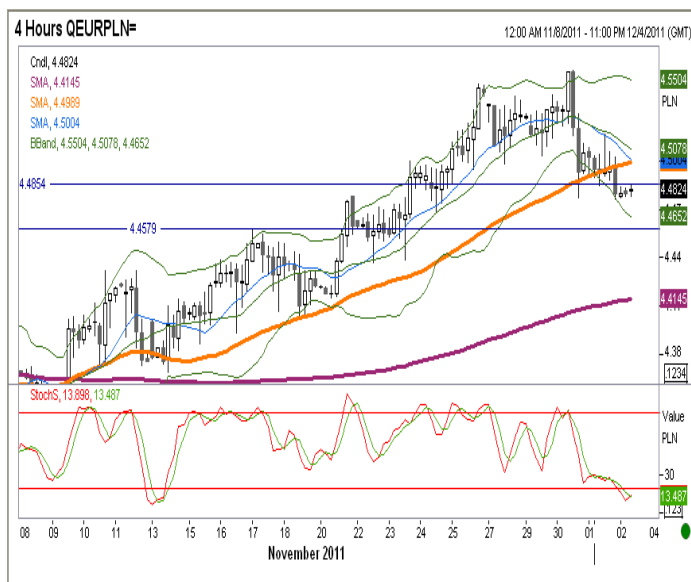
Kurs oparty o MA14, a oscylator sięga już strefy wyprzedania (wykres dzienny). Złoty wyrwał się z kanału deprecyjnego. Przebiecie średniej i kontynuacja aprecjacji będzie potwierdzało formację podwójnego szczytu. Na wykresie 1H kurs poniżej średnich, na dodatek układ opadającej MA14 sugeruje krótkoterminowy trend aprecjacyjny. Kluczowe będzie przebiecie dłuższej średniej przez krótszą. Jednocześnie złoty jest w lokalnych strefach oporu, co sugerowałoby większą ostrożność.

Wsparcie	Opór
4,4680	4,5592
4,4501	4,5396
4,4022	4,5000

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.

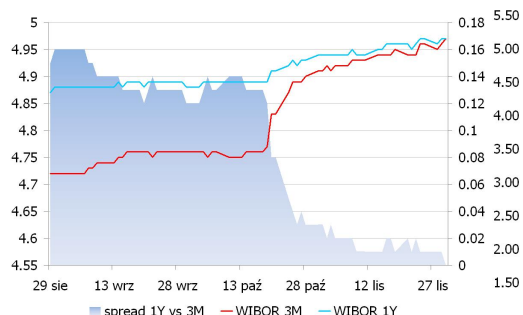




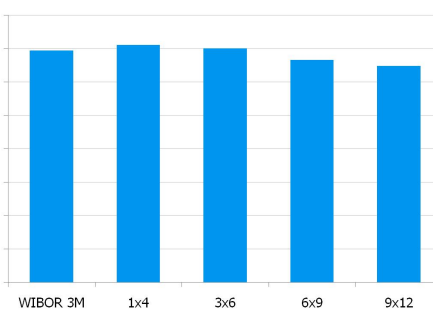
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.91	4.98	ON	4.5	4.7	EUR/PLN	4.5083
2Y	4.8	4.86	1M	4.9	5.0	USD/PLN	3.3400
3Y	4.8	4.86	3M	4.8	5.0	CHF/PLN	3.6741
4Y	4.83	4.90					
5Y	4.925	4.96					
6Y	4.95	5.02					
7Y	4.99	5.06					
8Y	5.02	5.09					
9Y	5.05	5.12					
10Y	5.06	5.13					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.75	4.80	EUR/USD	1.3462
1x4	4.95	5.05	EUR/JPY	104.59
3x6	4.97	5.00	EUR/PLN	4.4820
6x9	4.80	4.83	USD/PLN	3.3280
9x12	4.70	4.74	CHF/PLN	3.6335

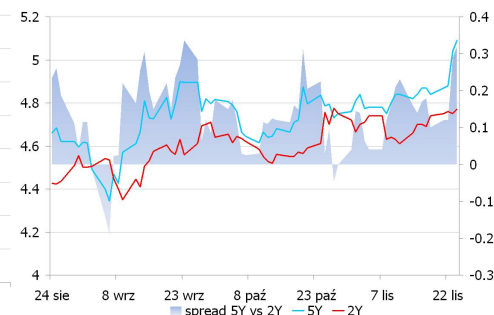
WIBOR 3M i 1Y



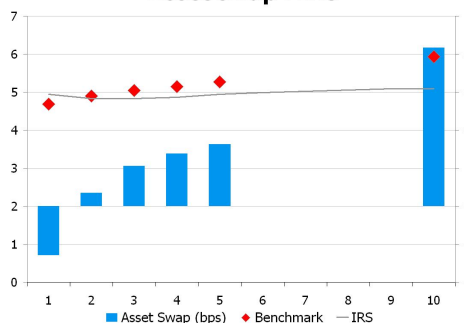
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



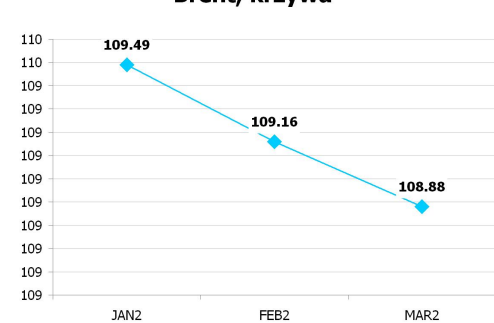
Asset swap i IRS



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 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. DYSTYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.