



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		
5.12.2011 PONIEDZIAŁEK							
9:55	GER	PMI w usługach (pkt)	Lis	51.4		51.4	50.3
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt)	Lis	47.8		47.8	47.5
10:30	EUR	Koniunktura ESI	Gru	-21.0		-21.2	-24.0
13:30	EUR	Konferencja Merkel-Sarkozy					
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	Lis	53.5		52.9	52.0
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)		-0.3		0.3	-0.4
6.12.2011 WTOREK							
11:00	EUR	PKB flash kw/kw (%)	Q3	0.2		0.2	0.2
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	Lis	1.0		-4.3	5.2
7.12.2011 ŚRODA							
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	Paź	0.3		-2.7	
	POL	Decyzja RPP (%)	gru	4.5	4.5	4.5	
8.12.2011 CZWARTEK							
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	Gru	1.00		1.25	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	3.12			402	
9.12.2011 PIĄTEK							
3:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	Lis	12.7		13.2	
8:00	GER	Eksport	Paź	-1.3		1.0	
8:00	GER	Inflacja CPI final m/m (%)	Lis	0.0		0.0	
9:00	HUN	PKB r/r (%)	III kw			1.4	
9:00	CZK	PKB r/r (%)	III kw			1.5	
9:00	CZK	Inflacja CPI r/r (%)	Lis	2.3		2.3	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	Paź	-43.0		-43.1	
15:55	USA	Zaufanie konsumentów U Michigan (pkt)	Gru	65.0		64.1	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** RPP ogłosi decyzję w sprawie stóp. Po komentarzach Kaźmierczaka nie możemy przekreślić scenariusza poddania pod głosowanie wniosku o podwyżkę. Jednak wniosek ma małe szanse na poparcie. Więcej w sekcji analizy.
- **Gospodarka globalna.** Poznamy produkcję przemysłową w Niemczech, gdzie spodziewane są lepsze dane od poprzedniego odczytu (poprzednio spadek z uwagi m.in. na efekt przesunięcia sezonu wakacyjnego w części kraju). Scenariusz wzrostu byłby zgodny z wczorajszymi danymi odnośnie zamówień, które okazały się zaskakująco dużo lepsze.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Tusk: Rząd na posiedzeniu przyjął projektu budżetu na 2012 rok z deficytem budżetowym w wysokości 35 mld zł i wzrostem PKB na poziomie 2,5%. (...) Jeśli zaistnieje potrzeba, to rząd jest przygotowany do rewizji budżetu. (...) Polska wesprze wszelkie działania na rzecz ratowania strefy euro. Ustalenia spotkania prezydenta Francji i kanclerz Niemiec idą „w stronę naszych postulatów”, choć są niesatysfakcjonujące, jeśli chodzi o postawienie kropek nad i.
- Rostowski: Obecnie sytuacja jest tak niepewna, że gdyby zaszła konieczność, rząd nie zawaha się przed wprowadzeniem nowelizacji budżetu. Mogłoby to nastąpić jednak nie wcześniej niż w połowie przyszłego roku.
- Komisja Europejska: W czasie, gdy państwa UE muszą konsolidować swoje budżety, potrzebna jest reforma systemu podatku od towarów i usług. Proponuje ograniczenie ulg od VAT oraz poprawienie ściągłości podatku. Projekty nowych przepisów możliwe są już w 2012 r.
- Nowotny (EBC): Działanie agencji ratingowej S&P w sprawie umieszczenia ratingów 15 krajów strefy euro na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym było motywowane politycznie.
- Geithner (Minister Skarbu USA): Amerykańska Rezerwa Federalna nie planuje przekazania pieniędzy do Międzynarodowego Funduszu Walutowego, żeby wesprzeć europejski fundusz ratunkowy.

Decyzja RPP (7.12.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.217	-0.014
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.091	0.016
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.836	0.086
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		



Dziś decyzja RPP ws stóp procentowych

Podtrzymujemy opinię, że RPP pomimo znacznego osłabienia złotego nie podniesie stóp procentowych na dzisiejszym posiedzeniu. Daleko jesteśmy od scenariusza węgierskiego, w którym to de facto rynek wyznacza poziom oficjalnych stóp procentowych. Podwyżka stóp w Polsce miałaby naszym zdaniem dewastujący wpływ dla sfery realnej (zwiększyłaby znacznie niepewność w otoczeniu w którym działają przedsiębiorstwa). RPP ciągle jednak jako podstawową determinantę polityki monetarnej uznaje perspektywy inflacyjne (i perspektywy dla sfery realnej) a nie, jak na Węgrzech zarządza premią za ryzyko w rynkowych stopach procentowych. Szanse na złagodzenie komunikatu RPP są niskie - RPP może antycypować zaskakująco wysoką inflację za listopad (szacujemy, że wzrosła ona do 4,7%). Wreszcie sądząc po wypowiedziach prof. Kaźmierczaka nie możemy przekreślić scenariusza poddania pod głosowanie wniosku o podwyżkę. Wniosek ten nie uzyska jednak poparcia pozostałych członków RPP.

Temat obniżek stóp procentowych powinien powrócić na początku 2012 roku. Istotnym argumentem za obniżkami stóp, poza ochłodzeniem koniunktury może być wyraźna zmiana struktury nowych kredytów hipotecznych (znaczące zmniejszenie akcji kredytowej w walutach obcych). W ten sposób po latach znikomej efektywności pojawia się szansa na wzrost znaczenia poziomu polskich stóp dla gosp. domowych, a zatem szansa na udrożnienie kanału stóp procentowych. W tej sytuacji obniżenie stóp mogłoby już nie tylko wpływać na rynek walutowy (kanał kursowy historycznie był najsilniejszym kanałem oddziaływania polskiej polityki monetarnej), ale mieć istotniejszy niż w przeszłości wpływ na rynek mieszkaniowy i inwestycje gosp. domowych.

Projekt ustawy budżetowej na 2012r. po raz drugi

Wczoraj rząd przyjął projekt ustawy budżetowej na 2012r. z założonym wzrostem PKB na poziomie 2,5% (w poprzedniej wersji projektu było założone 4%) oraz deficytem budżetu państwa w wysokości 35 mld zł. Poziom deficytu został utrzymany na poziomie zgodnym z poprzednią wersją projektu ustawy. Rząd zdecydował się na wariant pośredni wzrostu gospodarczego (trzy warianty przewidywały wzrost PKB odpowiednio o 3,2% i 2,5% oraz spadek PKB 1,0%).

Dochody oraz wydatki zaplanowano na poziomie odpowiednio 293,8 oraz 328,8 mld zł, które ogółem są wyższe o 1 mld zł względem poprzedniej wersji. Planowane wydatki będą wyższe o 4,9% wobec wydatków w bieżącym roku, a dochody o 7,6% wobec prognozowanych na ten rok. Ubytek dochodów podatkowych w związku z niższym wzrostem PKB pociągnął za sobą zmiany dochodów pozapodatkowych; m. in. zwiększono z 4,2 mld zł do 8,2 mld zł dochody z tytułu dywidend wypłacanych ze spółek z udziałem Skarbu Państwa. W tym roku dotychczas dochody z tego tytułu wyniosły 5,9 mld zł wobec zaplanowanych 3,6 mld zł (prekroczenie planu o 64%). Przychody z prywatyzacji zostały utrzymane na poziomie 10 mld zł (Skarb Państwa planuje zbycie pakietów akcji m. in. PKO BP i PZU); w tym roku z zaplanowanych 15 mld zł prawdopodobnie nie uda się zrealizować w 100% (do tej pory zebrano ponad 12,9 mld zł). Ponadto kasę państwa zasilą wyższe dochody z tytułu opo-

datkowania niektórych kopalni na poziomie 1,8 mld zł. Zgodnie z zapowiedziami w exposé premiera Tuska rząd zdecydował się też na podwyższenie składki rentowej po stronie pracodawcy o 2 pkt. proc., co powinno przynieść dodatkowe dochody na poziomie 7 mld zł. W tym roku deficyt zgodnie z założeniami ma wynieść 30,2 mld zł. Z kolei w projekcie budżetu nie ma żadnej mowy o zysku z NBP, który w tym roku wyniósł 6,2 mld zł. Jednak naszym zdaniem w przyszłym roku może liczyć na wpłatę z zysku NBP nawet na poziomie 10 mld zł.

Potrzeby pożyczkowe netto wyniosą 46,2 mld zł wobec wcześniej przyjętych 47,3 mld zł. Wobec bieżącego roku będą niższe o 40%. Z kolei potrzeby pożyczkowe brutto wyniosą 176,1 mld zł. Na rynkach zagranicznych MF planuje pozyskać 17,2 mld zł, co będzie stanowiło ok. 10% całego finansowania. Dług wg krajowej metodologii na koniec 2011r. ma wynieść 53,7% PKB (przy kursie EURPLN na koniec roku 4,35), w na koniec 2012r. spadnie do 52,4% PKB (przy kursie EURPLN na koniec 4,00).

Rząd zastrzegł sobie możliwość nowelizacji ustawy budżetowej w połowie roku, jeśli sytuacja uległaby dalszemu pogorszeniu.

Naszym zadaniem przy przyjętym wzroście gospodarczym na poziomie 2,5% podjęte działania oszczędnościowe i zwiększające dochody wystarczą na pokrycie zaplanowanych wydatków, co oznacza, że nie powinno być problemu z realizacją celu obniżenia deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych do poziomu 3% PKB. Jeśli natomiast wzrost okazałby się niższy lub nawet doszłoby do lekkiej recesji, wówczas rząd będzie zmuszony zdecydować o dalszych oszczędnościach. Potencjał do dalszych oszczędności leży w wydatkach majątkowych oraz związanych z projektami współfinansowanymi środkami UE; szczególnie w tym pierwszym przypadku możliwa jest poprawa salda budżetu o około 15mld zł (przy założeniu rezygnacji z wydatków majątkowych).



EURUSD fundamentalnie

EURUSD mocniejszy po wręcz monotonicznie lepszej sesji. Wspólnej walucie sprzyjały headlines odnośnie zbliżającego się szczytu (m. in. kolejny pomysł zlewarowania EFSF w postaci przekształcenia go w instytucję bankową) a także wyjątkowo dobre dane z niemieckiego przemysłu (ponad 5% wzrost zamówień wobec oczekiwań na poziomie 1%). Wczoraj tracił także CHF, w pierwszej kolejności za sprawą plotek o kupowaniu EUR przez SNB (szybko zdementowane przez BIS), później po danych inflacyjnych (ujemna dynamika cen zamiast lekko dodatniej). Na dzień dzisiejszy pusty kalendarz. Po raz kolejny handel na headlines. Biorąc pod uwagę poziomy techniczne powinno być stosunkowo spokojnie.

EURUSD technicznie

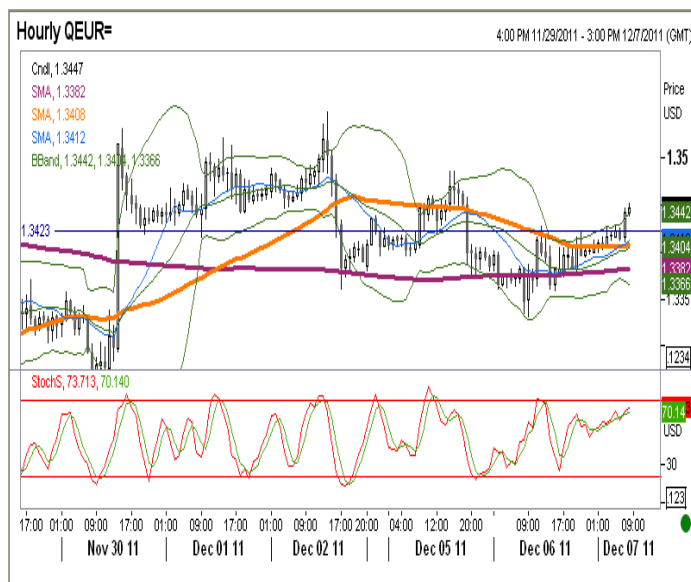
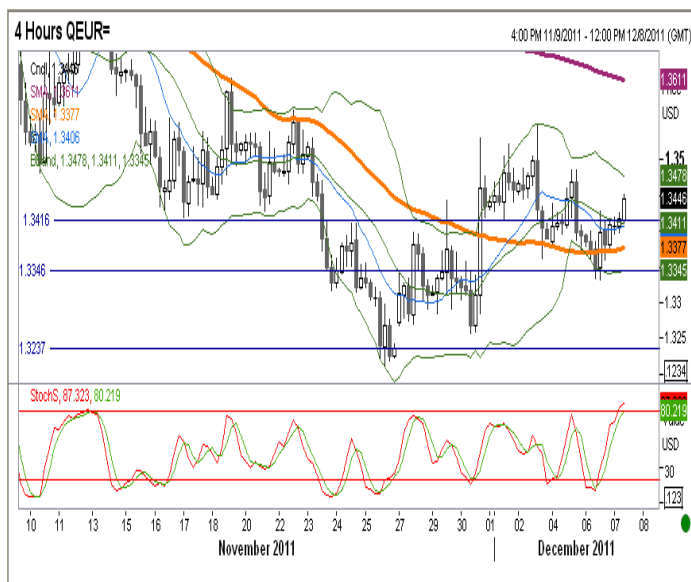
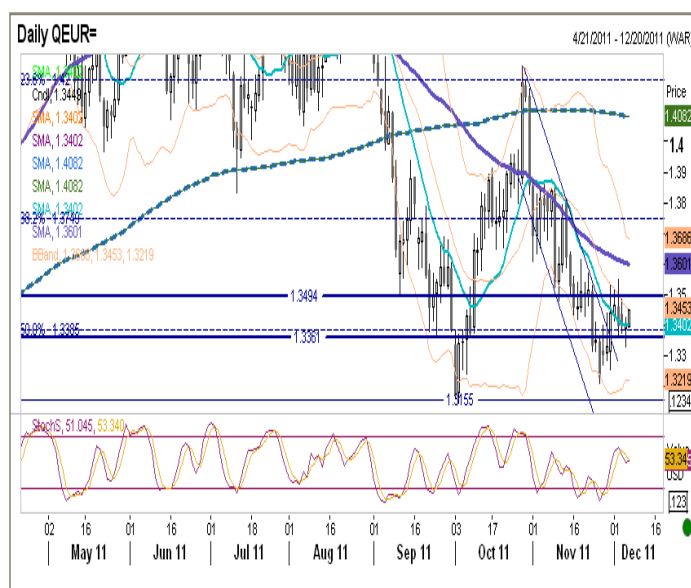
Na wykresie dziennym ostatnie wzrosty wyglądają już tylko jak korekta w spadkowym trendzie. Dobrze, że notowania oparły się na razie o dolne ograniczenie strefy wsparcia, źle że nie udało się sforsować górnego jej ograniczenia. Na krótszych wykresach notowania oparły się w okolicach MA200 (zarówno 1h jak i 4h). Dziś można postrzelać stochastycznie (wykres 1h i 4h), prawdopodobnie zostanie osiągnięty cel na poziomie 1,3490.

Wsparcie	Opór
1,3361	1,3628
1,3257	1,3531
1,3210	1,3490

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnia 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 dysparitet





EURPLN fundamentalnie

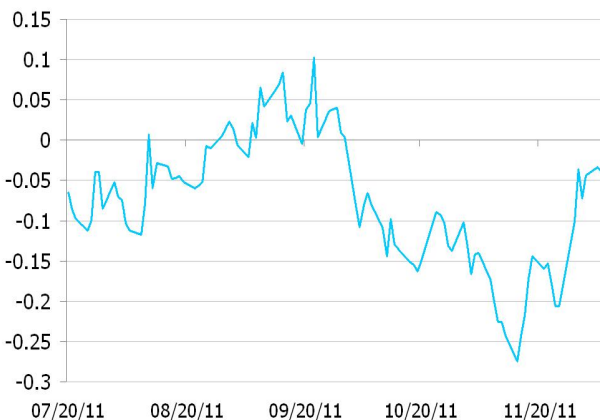
Złoty bez zmian, choć w ciągu dnia spora zmienność (szpulka na wykresie). Inwestorzy czekają przede wszystkim na dzisiejsze posiedzenie RPP. Biorąc pod uwagę ostatnie wypowiedzi (Każmierczak) oraz nasze wyczyszczenia odnośnie inflacji za listopad (4,6-4,7%), które mogą być zbieżne z szacunkami ekspertów NBP nie wykluczamy, że dziś zostanie przedłożony wniosek o podwyżkę stóp. Szansę na jego sukces są niewielkie, jako że RPP nie chce zaangażować się w grę z rynkiem podobną do tej prowadzonej przez NBH. Utrzymany zostanie relatywnie jastrzębi komunikat, co powinno sprzyjać złotemu (uwaga jednak, gdyż niektórzy gracze spodziewają się podwyżki stóp, co może sprawiać że brak zmiany jest negatywną niespodzianką).

EURPLN technicznie

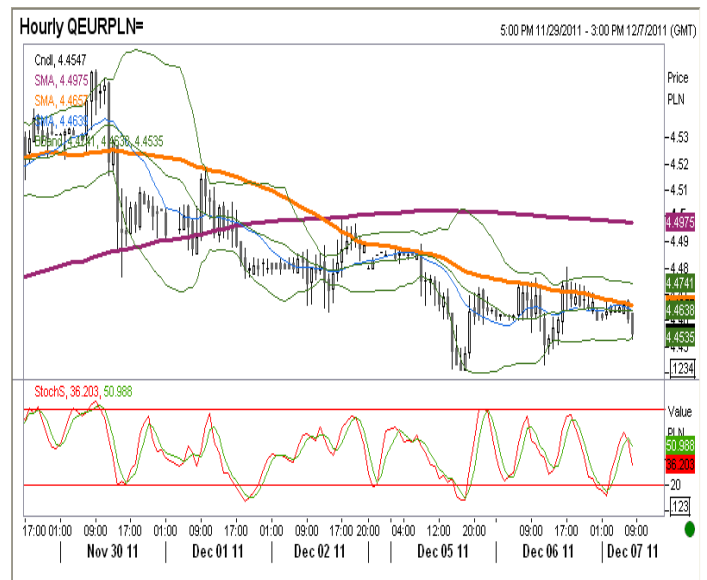
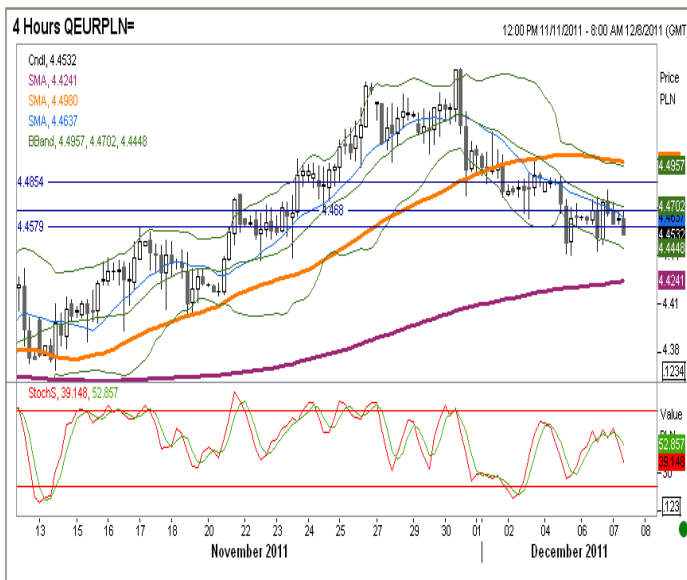
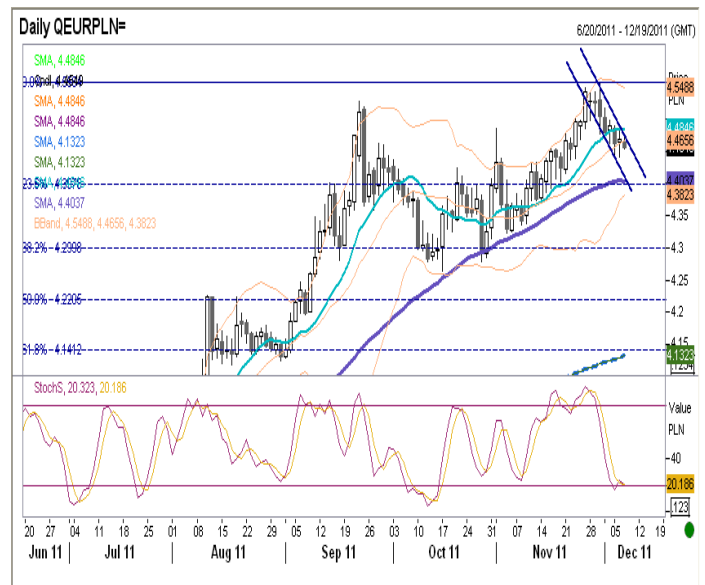
Złoty porusza się w nowym kanale aprecyjnym, jednak zbliża się do jego górnego ograniczenia. W połączeniu z przecinającym się Stochastic (od dołu) powinno to dawać do myślenia przed zajmowaniem pozycji long PLN. Na krótszych wykresach nieco więcej optymizmu, notowania zastopowane od góry długimi średnimi - tu nieco większa przestrzeń na ruch w dół. Oportunistycznie można pokusić się o małe pozycje short z krótkim S/L (okolice 4,4750), T/P 4,44; tylko na dzisiejszą sesję.

Wsparcie	Opór
4,4501	4,5592
4,4400	4,5175
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.





IRS	BID	ASK
1Y	4.915	4.97
2Y	4.755	4.82
3Y	4.745	4.81
4Y	4.78	4.84
5Y	4.84	4.90
6Y	4.89	4.95
7Y	4.92	4.97
8Y	4.95	5.00
9Y	4.98	5.04
10Y	4.97	5.03

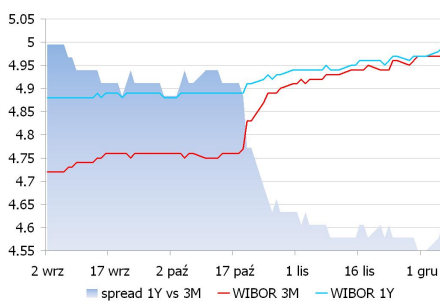
depo	BID	ASK
ON	4.3	4.8
1M	4.6	4.8
3M	4.8	5.0

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.4711
USD/PLN	3.3429
CHF/PLN	3.6089

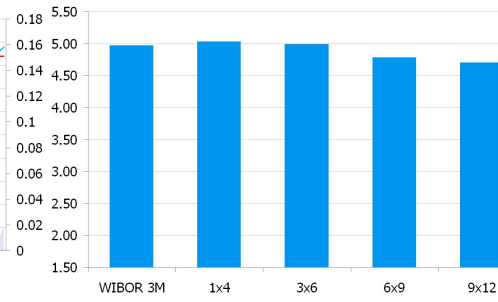
FRA	BID	ASK
1x2	4.75	4.80
1x4	4.98	5.03
3x6	4.94	4.99
6x9	4.73	4.78
9x12	4.65	4.70

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3397
EUR/JPY	104.13
EUR/PLN	4.4647
USD/PLN	3.3321
CHF/PLN	3.5993

WIBOR 3M i 1Y



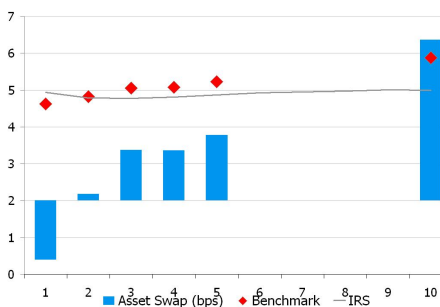
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



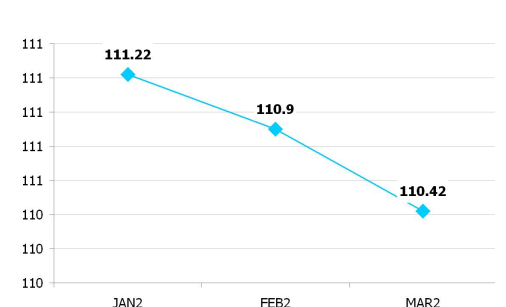
Asset swap i IRS



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. JAKĄKOLWIEK 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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.