



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	0.8
	POL	Decyzja RPP (%)	gru	4.5	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		395	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	Inlfacja 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 globalna.** Rada EBC podejmie decyzję w sprawie stóp procentowych. Po ostatnim niespodziewanym cięciu oczekiwana jest przez rynek kontynuacja cyklu obniżek, co było w zasadzie komunikowane przez prezesa EBC. Za obniżką przemawia słabnąca i staczająca się w recesję gospodarka strefy euro. Scenariusz ten potwierdzają wskaźniki gospodarcze z poszczególnych krajów eurolandu (więcej w sekcji analizy). Ponadto zza oceny co tygodniowe dane z rynku pracy. Liczba nowo-zarejestrowanych bezrobotnych od dłuższego czasu kształtuje się na podwyższonym poziomie, co świadczy o słabości rynku pracy i chwiejnym ożywieniu w gospodarce.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **RPP:** Pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, referencyjna stopa procentowa NBP wynosi nadal 4,50% w skali rocznej. Podtrzymuje ocenę, że dotychczasowe podwyżki powinny umożliwić powrót CPI do celu w średnim okresie. Nadal nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu CPI do celu.
- **Belka:** NBP zamierza kontynuować interwencje na rynku walutowym według tych samych zasad, czyli w momentach, kiedy na rynku jest destabilizacja. Nie chodzi o utrzymywanie jakiegokolwiek celu kursowego ale by w bilansie ryzyk uczestników rynków ryzyko zderzenia z NBP było także obecne.
- **Rostowski:** Nie jestem przeciwnikiem euroobligacji dla krajów strefy euro, ale powinny one pojawić się w momencie osiągnięcia ściślejszej integracji fiskalnej eurolandu.
- **MPiPS:** Stopa bezrobocia w listopadzie wyniosła 12,1 proc. wobec 11,8 proc. w październiku.
- **Fitch Ratings:** Nowy projekt budżetu Polski może nie zagwarantować spadku deficytu finansów publicznych poniżej 3% PKB w 2012 roku. Bilans ryzyk dla ratingu kraju jest jednak zrównoważony. Obecnie nie widzimy podstaw do zmiany ratingu.
- **Agencja S&P:** Umieściła rating Unii Europejskiej na poziomie AAA i ratingi największych europejskich banków (w tym: Commerzbank, Deutsche Bank, BNP Paribas, Societe Generale, UniCredit oraz Pekao) na liście obserwacyjnej z nastawieniem negatywnym.

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	2.1	0.040
USAGB 10Y	2.037	0.014
POLGB 10Y	5.888	0.003
Dotyczy benchmarków Reuters		



Stopy procentowe RPP bez zmian

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zdecydowała się na zmianę parametrów polityki pieniężnej. Komunikat wskazuje, że Rada pozostała relatywnie jastrzębia i co ciekawe - znacznie więcej miejsca poświęcono w nim perspektywom inflacji niż sfery realnej, co wskazuje wyraźnie na obecne rozłożenie akcentów w RPP. Ogólnie rzecz biorąc komunikat jest jednak bardzo podobny do poprzedniego (wiele akapitów pozostało literalnie bez zmian).

RPP odnotowała lepsze dane o PKB („potwierdzające relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego”) oraz anty-cykliczne działanie eksportu netto. Jednocześnie komunikat stwierdza możliwość „pewnego obniżenia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach” - bez zmian w stosunku do poprzedniego komunikatu. Odnośnie inflacji stwierdzono jej podwyższony poziom i perspektywy jego utrzymania w kolejnych miesiącach (efekt podwyższonych cen surowców i kursu złotego) - również bez zmian w stosunku do treści poprzedniego komunikatu. W kontekście oczekiwań inflacyjnych RPP wydaje się nieco bardziej jastrzębia (nie „wzrost oczekiwań” ale utrzymujący się „podwyższony poziom”) - prawdopodobnie eksperci NBP odnotowali aberrację ostatniego odczytu tej zmiennej (niewielkie obniżenie się pomimo większego spadku inflacji). Perspektywy dla inflacji w średnim okresie pozostały bez zmian, to samo dotyczy dotychczasowego zacieśnienia, które „powinno sprowadzić inflację do celu”. Utrzymany został fragment o dostosowaniu polityki pieniężnej w sytuacji pogorszenia się perspektyw powrotu inflacji do celu.

Runda pytań i odpowiedzi przyniosła dalsze zobowiązanie do interwencji walutowych w sytuacji destabilizacji kursu, lecz nie w obronie konkretnego poziomu. Co ciekawe, prezes Belka pozytywnie wypowiadał się o przyszłorocznej polityce fiskalnej.

Dopiero w „Minutes” dowiemy się, czy został przedłożony wniosek o podwyżkę stóp procentowych (Każmierczak). Nawet jednak i bez tej informacji RPP zachowuje spójne stanowisko, koncentrując się na bieżących czynnikach zakłócających powrót inflacji do celu (wysoki bieżący poziom inflacji, relatywnie niezła bieżąca kondycja sfery realnej) i zostawiając na przyszłość czynniki, których realizacja obarczona jest największą niepewnością (skala spowolnienia). Temat obniżek stóp procentowych powinien powrócić na początku 2012 roku. Istotnym argumentem za obniżkami stóp może być - poza ochłodzeniem koniunktury i obniżeniem inflacji przynajmniej w okolice górnego dopuszczalnego pasma wahań - zmiana struktury nowych kredytów hipotecznych (znaczące zmniejszenie akcji kredytowej w walutach obcych). W ten sposób po latach 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, ale mieć istotniejszy niż w przeszłości wpływ na rynek mieszkaniowy i inwestycje gosp. domowych.

Dziś decyzja ECB

Decyzja zostanie ogłoszona o godzinie 13:45 a konferencja po posiedzeniu będzie miała miejsce o 14:30. Odmienne niż w przypadku wielu ostatnich miesięcy, emocjonująca będzie

zarówno sama decyzja (obniżka, czy nie i jej skala) jak i konferencja (zakres działań niestandardowych, odniesienie się do trwałości SMP).

W przypadku decyzji o stopach procentowych spodziewamy się obniżki i nie wykluczamy, że jej skala może wynieść nawet 50 punktów bazowych. Uzasadnieniem dla takiego posunięcia może być nie tylko nowy zestaw prognoz (intensyfikacja ryzyk dla scenariusza łagodnej recesji wystosowanego na poprzednim posiedzeniu), lecz również atmosfera w której obecnie działa ECB. Można dojść do wniosku, że ECB do tej pory niechętnie zapatrywał się na obniżki stóp procentowych argumentując to ryzykiem utraty wiarygodności oraz znikomą efektywnością obniżek stóp procentowych w obliczu problemów strukturalnych. Obecnie problemy strukturalne i zadłużeniowe zostały (oby!) scedowane na szczebel rządowy, zaś ECB może skoncentrować się na przeciwdziałaniu recesji oraz wsparciu sektora bankowego. Właśnie z uwagi na tę drugą działalność, obniżka stóp będzie uzupełniona dodatkowymi działaniami z zakresu płynności (złagodzenie wymogów odnośnie zastawów w operacjach refinansujących, dodatkowe bardzo długie operacje zasilające, w kularach mówi się nawet o kilkuletnich) oraz - być może - rozszerzeniem zakresu SMP (dużym krokiem w przód byłoby opuszczenie stwierdzenia, że ten mechanizm ma charakter tymczasowy); niewykluczone jednak że ten ostatni element będzie wymagał dokonanych, a nie planowanych zmian traktatowych.



EURUSD fundamentalnie

EUR bez większych zmian. Negatywny wpływ miała informacja ze źródeł rządowych studząca nastroje inwestorów, że prawdopodobnie na najbliższym szczycie unijnym nie zostanie osiągnięty konsensus oraz podjęte decyzje w sprawie przyszłości eurolandu. Dane z przemysłu Niemiec, mimo że były dobre, nie miały istotnego wpływu na kurs. Dzisiejszy dzień obfituje w wydarzenia, które będą miały silny wpływ na kursu. Przede wszystkim decyzja ECB w sprawie stóp procentowych, gdzie rynek spekuluje kolejne obcięcie stóp oraz uruchomienie długoterminowych linii płynnościowych dla sektora bankowego (więcej w sekcji analizy). Ponadto ma zostać zaprezentowana najnowsza projekcja wzrostu i inflacji dla strefy euro. Dziś również rozpoczyna się szczyt europejski, na którym ma być rozpatrzona propozycja Francji i Niemiec odnośnie zmian traktatowych w stronę unii fiskalnej oraz rozwiązań wsparcia finansowego EFSF oraz ESM (padła propozycja, aby ten ostatni pełnił rolę banku zasilany pożyczkami, czemu sprzeciwiają się Niemcy). Pomyślne rozstrzygnięcia powinny wesprzeć EUR, choć niewykluczone że myśli rynkowe podążą w kierunku kontestacji ustaleń szczytu w myśl zasady, że nie rozwiązuje on sedna problemu a więc różnic w konkurencyjności i wrażliwości wielu krajów na scenariusz sudden stop"

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

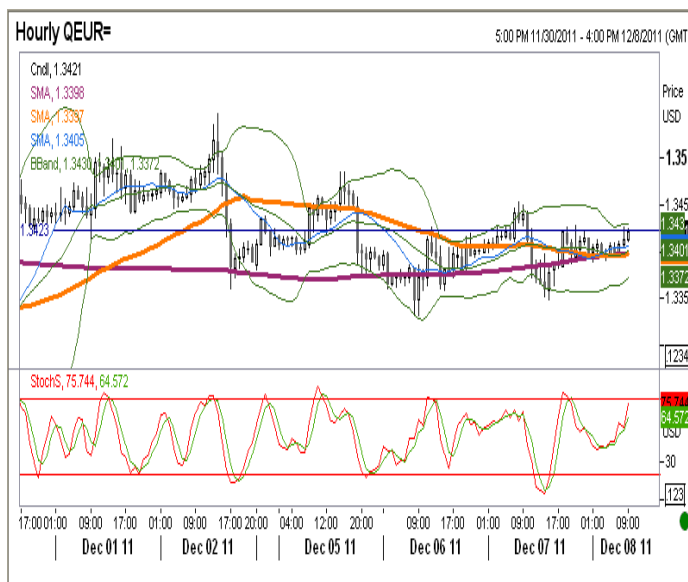
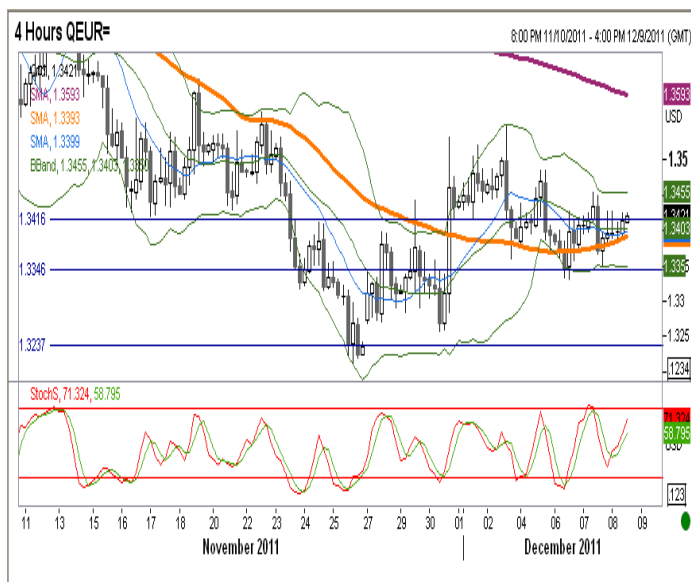
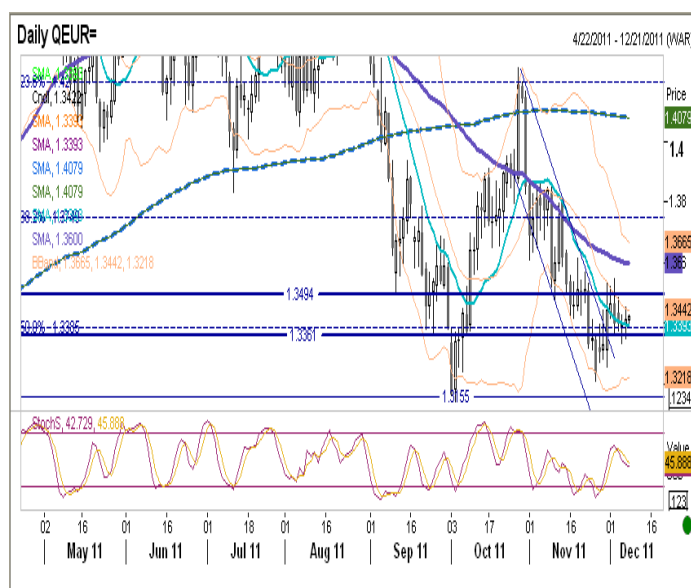


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet

EURUSD technicznie

Na wykresie dziennym ostatnie wzrosty wyglądają już tylko jak korekta w spadkowym trendzie. Ostatnie szpulki wskazują na niezdecydowanie. 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 (1h) MA55(4h), które stanowią wsparcie.

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





EURPLN fundamentalnie

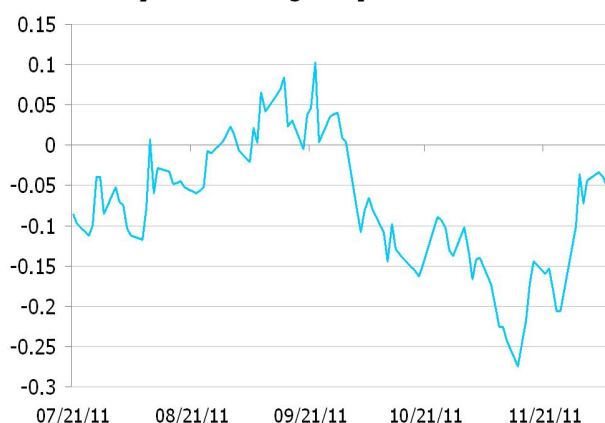
Złoty stabilny. Kurs przez większość sesji poruszał się w ślad za parą EURUSD. Decyzja RPP odnośnie pozostawienia stóp procentowych bez zmian nie miała większego wpływu. W ocenie Rady bilans ryzyk dla inflacji nie zmienił się w stosunku do ostatniego posiedzenia, a inflacja pozostaje na podwyższonym poziomie (więcej w sekcji analizy). Jednocześnie Belka zapowiedział kontynuację interwencji NBP na rynku walutowym, ale nie ma konkretnego wyznaczonego poziomu kursu. Obok interwencji NBP rynek liczy się też ze sprzedażą walut przez BGK. Dziś złoty będzie pod wpływem globalnych wydarzeń: decyzja EBC w sprawie stóp oraz dziś rozpoczynający się 2 dniowy unijny szczyt w sprawie zmian traktatowych. W obu przypadkach spełnione oczekiwania inwestorów (obniżka stóp przez EBC, konsensus i finalne decyzje w sprawie strefy euro) mogą przełożyć się na umocnienie złotego.

EURPLN technicznie

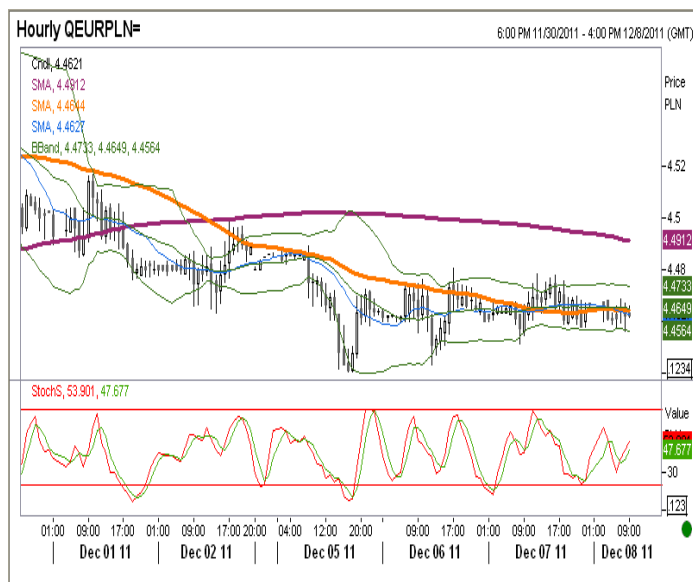
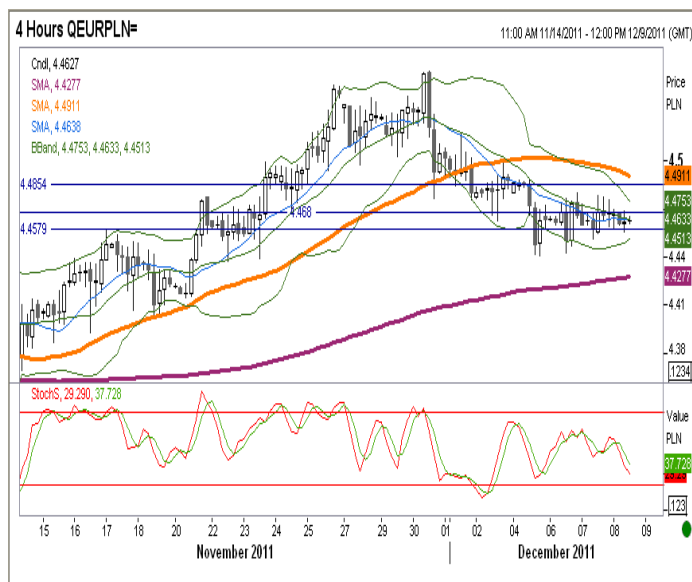
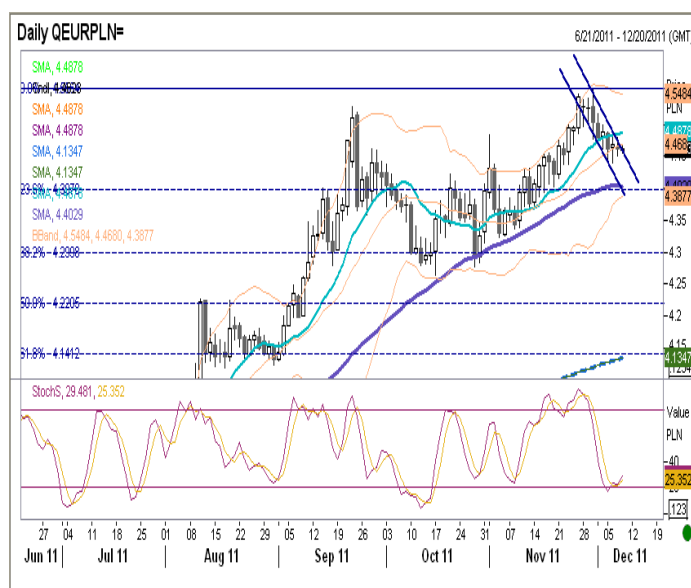
Złoty porusza się w nowym kanale aprecyjnym, obecnie oparty na jego górnym ograniczeniu. W połączeniu z przecięciem się Stochastic (od dołu) daje do myślenia przed ewentualnych zajmowaniem pozycji long PLN. Na krótszych wykresach nieco więcej optymizmu. Na wykresie 4h kurs poniżej MA14 (opadająca), kurs w strefie wsparcia. Wyrwanie się kursu w dół da przestrzeń do większej aprecjacji.

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	4.89	4.95
2Y	4.75	4.81
3Y	4.74	4.80
4Y	4.78	4.84
5Y	4.84	4.89
6Y	4.88	4.95
7Y	4.93	4.99
8Y	4.96	5.02
9Y	4.98	5.04
10Y	4.99	5.04

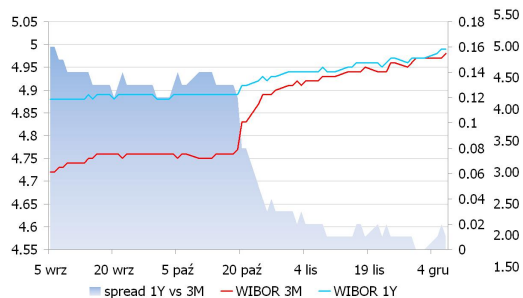
depo	BID	ASK
ON	3.8	4.2
1M	4.6	4.8
3M	4.8	5.0

FRA	BID	ASK
1x2	4.74	4.79
1x4	4.95	5.00
3x6	4.93	4.96
6x9	4.75	4.78
9x12	4.65	4.68

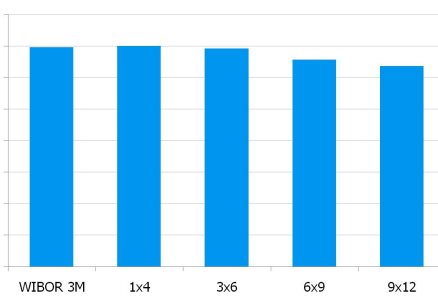
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.4690
USD/PLN	3.3310
CHF/PLN	3.6010

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3413
EUR/JPY	104.15
EUR/PLN	4.4602
USD/PLN	3.3219
CHF/PLN	3.6016

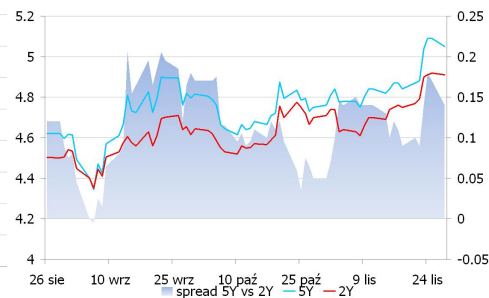
WIBOR 3M i 1Y



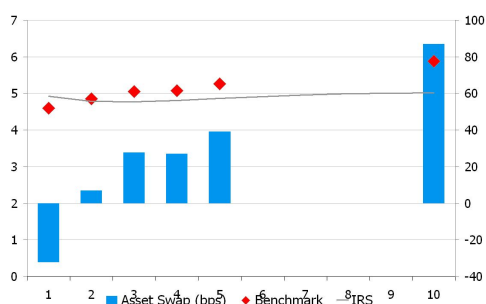
WIBOR 3M i stawki FRA



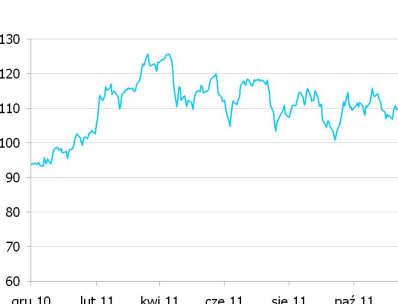
IRS 5Y i 2Y



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 MIĘDZYPANKOWEGO 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 UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.