



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.ziemińska@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		
21.11.2011 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	Paź	8.3	7.0	7.7	6.5
14:00	POL	PPI r/r (%)	Paź	8.6	8.3	8.1	8.5
15:00	USA	Existing home sales SAAR (mln)	Paź		4.80	4.90 (r)	4.97
22.11.2011 WTOREK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	Paź	2.8	2.6	2.6	
14:30	USA	GDP preliminary SAAR (%)	Q3		2.5	2.5	
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	Lis			-19.9	
20:00	USA	FOMC Minutes	Lis				
23.11.2011 ŚRODA							
9:30	GER	PMI w przemyśle (pkt)	Lis		48.5	49.1	
9:30	GER	PMI w usługach (pkt)	Lis		50.0	50.6	
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	Lis		46.5	47.1	
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt)	Lis		46.0	46.4	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	Paź		-1.0	-0.8	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	Paź		0.3	0.1	
14:30	USA	Wydatki konsumpcyjne m/m (%)	Paź		0.3	0.6	
14:30	USA	Inflacja bazowa m/m (%)	Paź		0.1	0.0	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	19.11.		385	388	
15:55	USA	Zaufanie konsumentów Umich flash (pkt)	Paź		64.5	64.2	
24.11.2011 CZWARTEK							
8:00	GER	PKB flash kw/kw (%)	Q3		0.5	0.5	
10:00	GER	Indeks IFO (pkt)	Lis		105.2	106.4	
25.11.2011 PIĄTEK							
14:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	Paź	10.5	10.4	11.4	
14:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	Paź	11.9	11.9	11.8	

W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** Dziś o 14.00 NBP opublikuje inflację bazową. Uwzględniając już publikację CPI prawdopodobnie wzrosła do poziomu 2,8%. Jest to rezultat wzrostu cen w kategoriach odzieży i obuwia.
- **Gospodarka globalna.** O 20.00 opublikowane zostaną „Minutes” z ostatniego posiedzenia FOMC, z których będzie wynikało jak daleko jest od wprowadzenia QE3 lub programu skupu MBS. Z Europy poznamy wskaźnik zaufanie konsumentów, gdzie oczekiwany jest spadek, co wynika ze wzrastających obaw konsumentów o koniunkturę gospodarczą oraz rozszerzają się kryzys zadłużeniowy.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Jakubiak (szef KNF): Spodziewam się, że w przyszłym roku bankom będzie trudniej pozyskiwać kapitał, że efektywność rynku międzybankowego pozostanie ograniczona.
- Rostowski: Podniesienie składki rentowej o 2 pkt. proc. nastąpi najpóźniej w kwietniu przyszłego roku. Rząd nadal nie zdecydował, który z 3 wariantów budżetu na 2012 r. zostanie wykorzystany. Zmiany w podatkach dochodowych i we wszystkich ulgach nastąpią od 2013 r. Od przyszłego roku w tym zakresie nie będzie żadnych zmian.
- Standard&Poor's: Jeżeli reformy systemu emerytalnego i zasiłków społecznych zostaną uchwalone i wprowadzone w życie, pomoże to wprowadzić dług publiczny na trajektorię schodzącą. Jednak na razie zarówno kalendarz reform, jak i ich głębokość i zasięg, są niepewne. Potrzebowalibyśmy więcej szczegółów, zanim moglibyśmy ocenić ich wpływ na perspektywę ratingu Polski.
- Moody's: Przed Francją rosną fiskalne wyzwania z powodu rosnących rentowności francuskich obligacji. Podwyższone koszty pożyczania utrzymujące się przez dłuższy czas wywołałyby większe wyzwania fiskalne dla rządu Francji w sytuacji pogarszania się prognoz wzrostu, a to miałyby negatywne konsekwencje kredytowe.

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	1.918	0.057
USAGB 10Y	1.953	0.017
POLGB 10Y	5.816	0.004
Dotyczy benchmarków Reuters		

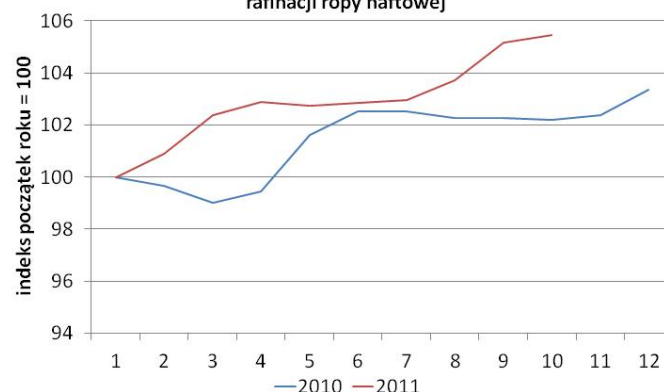
Nieco niższy wzrost produkcji przemysłowej, zaskakująco słaba budowlanka.

W październiku dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się z 7,7% r/r do 6,5% r/r. Po wyeliminowaniu efektów związanych z różnicą w liczbie dni roboczych produkcja przemysłowa wzrosła o 7,0% po 7,1 r/r wzroście zanotowanym we wrześniu, co oznacza, że wyhamowanie produkcji przemysłowej jest stopniowe i nie przypomina gwałtownych spadków z 2008 roku. Wzrost w ujęciu rocznym zanotowano w 25 z 34 sekcji (w poprzednim miesiącu były to 26 sekcji, stąd nie można mówić o wyraźnym spadku indeksu dyspersji). Wysokie dynamiki roczne zanotowano (ponownie) w sekcjach eksportowych: produkcja mebli (19,2%) produkcja metali (14,6%) produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep 12,3%. Wysokie wzrosty w tej ostatniej sekcji to ciągle echo udroźnienia łańcucha dostaw z Japonii.

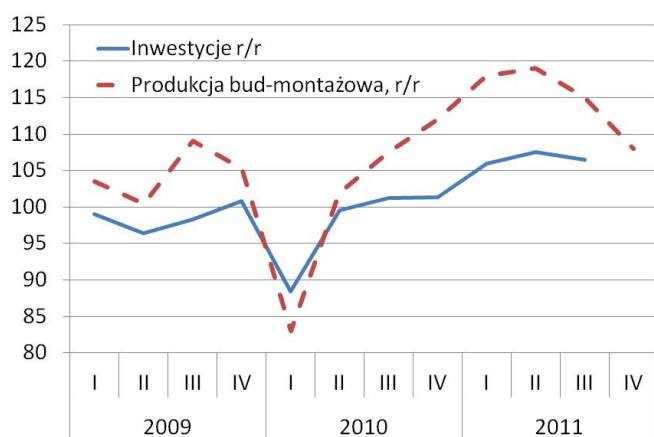
Wczorajsze dane o produkcji przemysłowej to prawdopodobnie pierwsze z serii (nieco) słabszych danych z sektora przemysłowego. Tendencje hamowania w gospodarce światowej i niemieckiej są na tyle silne, że w kolejnych miesiącach będą oddziaływać na obniżenie dynamiki polskiego przemysłu.

Produkcja budowlano-montażowa odnotowała bardzo słaby start w IV kwartał 2011 rosnąc jedynie o 8,9% w ujęciu rocznym. Podstawową determinantą spadków jest „deweloperka”, gdzie produkcja obniżyła się o 10,2% w ujęciu rocznym (poprzedni wzrost w okolicach 10% w ujęciu nominalnym) i to pomimo pozytywnego efektu bazowego. Wygląda na to, że czynniki popytowo-płynnościowe zaczynają z coraz większą siłą oddziaływać na rynek mieszkaniowy. Pozostałe kategorie związane z infrastrukturą również spowolniły. Patrząc na korelację produkcji budowlano-montażowej z inwestycjami z rachunków narodowych, nad 4 kwartałem zbierają się wyraźne czarne chmury, zwłaszcza jeśli korelacja ta okaże się prorocza dla III kwartału (inwestycje w okolicach 6,5% - dokładny wynik poznamy wraz z publikacją PKB).

Ceny w przetwórstwie po wyłączeniu produkcji koksu i rafinacji ropy naftowej



Wczorajsze dane to, pomimo wysokiego odczytu PPI, kamyczek do ogródka tych wszystkich którzy liczą się ze spowolnieniem gospodarki i oczekiwali w przyszłości odpowiedniej akomodacji ze strony polityki pieniężnej. Do grona tego należą również autorzy tej notatki. Oczekujemy, że RPP wykorzysta rozszerzenie dysparytetu stóp do tych w eurolandzie i jeszcze w I kw. 2012 rozpocznie obniżanie stóp NBP. Podkreślamy, że rynek nie wycenia obecnie nawet pełnej obniżki stóp o 25bp w perspektywie roku.



Ceny producentów wzrosły o 8,5% r/r (nasz prognoza 8,6% r/r) zaś miesięczny wzrost uplasował się na poziomie 0,1% (0,4% w przypadku przetwórstwa przemysłowego). Sekwencja danych wpisuje się w „garb” wywołany nagłą deprecjacją kursu połączoną ze wzrostem surowców. Obecnie mamy do czynienia z rozładowaniem sytuacji, więc ceny w następnym miesiącu powinny pozostać względnie stabilne. W połączeniu z płaską bazą z poprzedniego roku stwarza to możliwość do utrzymania się wzrostów cen producenta w ujęciu rocznym na zbliżonym poziomie.



EURUSD fundamentalnie

Osiągnięcie sesyjnych minimów na EURUSD oraz wygenerowanie technicznych sygnałów odwrócenia (przynajmniej w kilkugodzinnej perspektywie) dało sygnał do zakupu EURUSD, który zrealizował się około godziny 17. Podobno gros zakupów zrealizowane zostało przez duży hedge-fund, który korzystając z ciasno ustawionych zleceń S/L postanowił „przewieźć” rynek... i udało się do okolic 1,35300/400. W dalszej części sesji do gry powrócili jednak poranni gracze i zepchnęli kurs poniżej 1,3500. Superkomitet nie osiągnął porozumienia w sprawie cięć w USA, a Obama obiecał, że będzie wetował wszelkie próby ominięcia automatycznych cięć w Kongresie. Moody's po raz kolejny ostrzegł Francję przed możliwością obniżki ratingu z uwagi na wysokie koszty finansowania, brak reform i uczestnictwo w programach pomocowych (połączone z oczekiwaną koniecznością dokapitalizowania własnego sektora bankowego). Dziś przede wszystkim drugi szacunek PKB w USA, konsensus ustawiony jest na tym samym co poprzednio poziomie. Nasz model wskazuje, że biorąc pod uwagę różnice stóp procentowych EURUSD wyceniany jest w okolicach równowagi, niemniej jednak liczba długich pozycji w EUR jest rekordowo niska.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

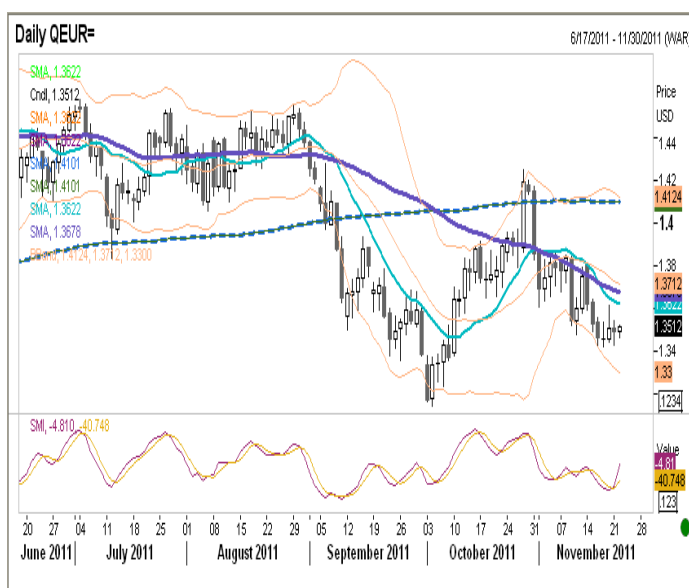


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Na wykresie dziennym i 4h kurs poniżej średnich, co będzie stanowiło w najbliższej perspektywie opór w aprecjacji. Na wykresie 1h kurs na górnej wstędze Bollingera, a oscylator bliski strzału stoch. Na wykresie dziennym sygnał kupna, przebicie ostatnich maksimów 1,3530 powinno amplifikować ruch w górę (na 1h i 4h może nie idealne miejsce na wejście jednak pozycje długie ustawione na czas dłuższy niż dzień mają szansę się wyrobić).

Wsparcie	Opór
1,3400	1,3621
1,3126	1,3584
1,2647	1,3513/20





EURPLN fundamentalnie

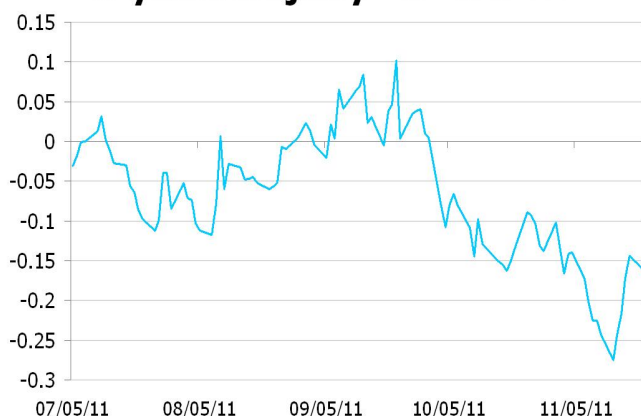
Złoty po presję. Pomimo pozytywnych komentarzy Moody's i Fitch (S&P czeka na konkretne reformy) złoty osłabiał się niemal przez całą sesję osiągając maksimum w okolicach 4,4760. Trudno nam stwierdzić naturę spowolnienia, zwłaszcza że nie towarzyszył mu ani żaden dziki ruch na EURUSD, jak i na EURCHF (trudno w to uwierzyć, że przyczyną mógłby być „potencjał deprecjacyjny” w wypowiedzi Kaźmierczaka...). Nasz model wskazuje, że dosłownie w ciągu kilku dni złoty oddał prawie połowę swojej „siły” względem regionu i awersji do ryzyka (powrót do poziomów z października). Niewykluczone, że na pierwszy plan wraca cykliczny charakter polskiej waluty a inwestorzy przypomnieli sobie o nadchodzącym spowolnieniu wzrostu (wczorajsze dane o produkcji, a przede wszystkim produkcji budowlano-montażowej sugerują, że jest już na to najwyższy czas).

EURPLN technicznie

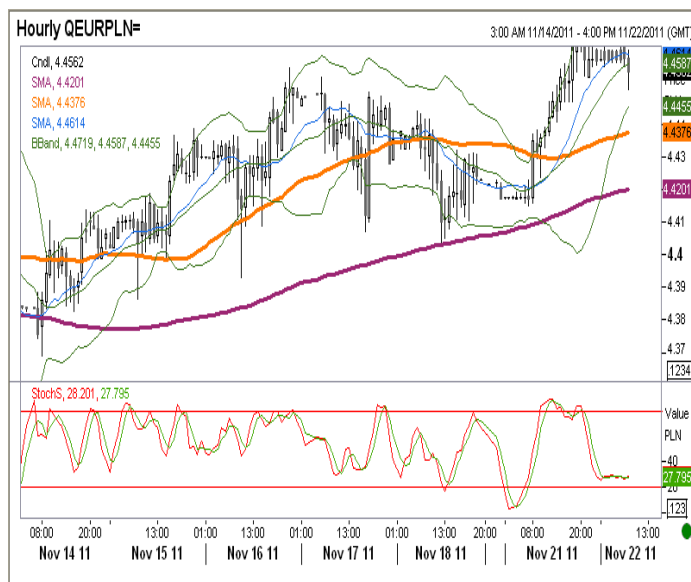
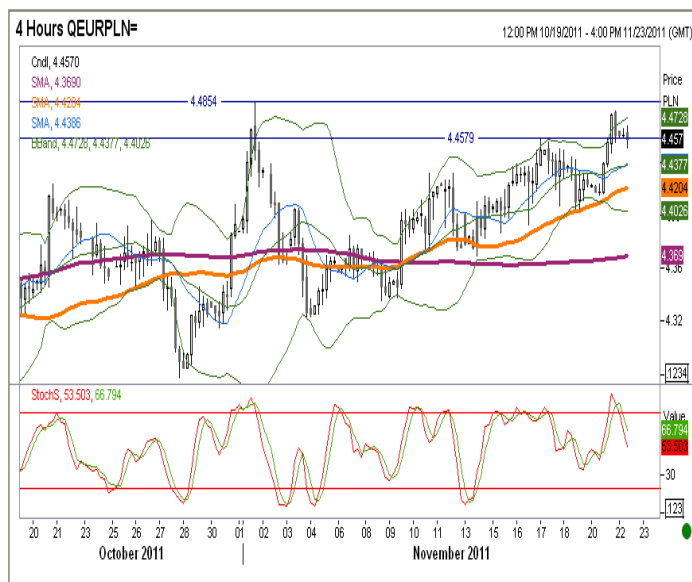
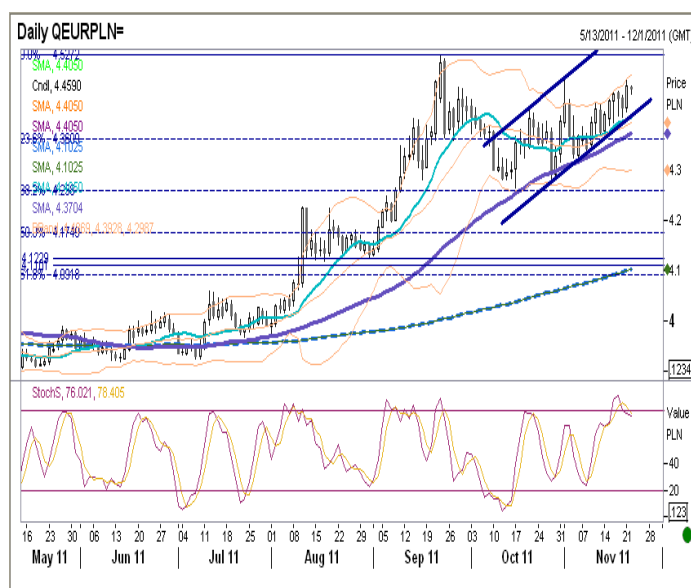
Wczoraj na wykresie dziennym został wygenerowany sygnał sprzedaży, na 4h to samo. Cel w okolicach 4,40 (z wykresu 4h) lub 4,36 z dziennego.

Wsparcie	Opór
4,4470	4,5272
4,4245	4,4850
4,4065/72	4,4580

Czynnik krajowy* w EURPLN



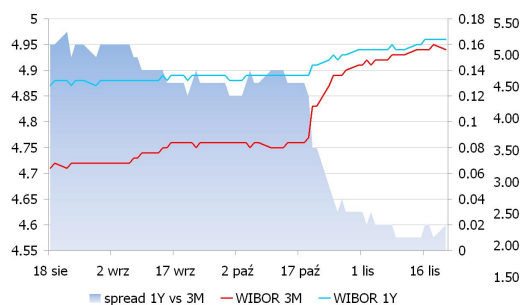
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.



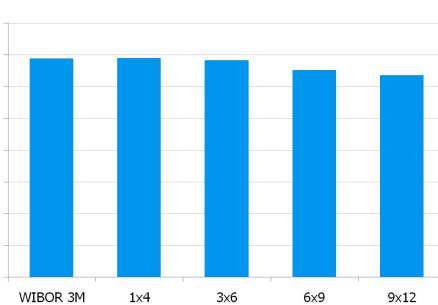


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.887	4.92	ON	4.0	4.4	EUR/PLN	4.4366
2Y	4.77	4.83	1M	4.6	4.8	USD/PLN	3.2984
3Y	4.78	4.84	3M	4.8	5.0	CHF/PLN	3.5841
4Y	4.82	4.88					
5Y	4.87	4.92	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.91	4.96	1x2	4.63	4.68	EUR/USD	1.3493
7Y	4.94	5.00	1x4	4.90	4.95	EUR/JPY	103.80
8Y	4.96	5.03	3x6	4.88	4.91	EUR/PLN	4.4617
9Y	4.99	5.04	6x9	4.73	4.76	USD/PLN	3.3058
10Y	5	5.05	9x12	4.65	4.68	CHF/PLN	3.6015

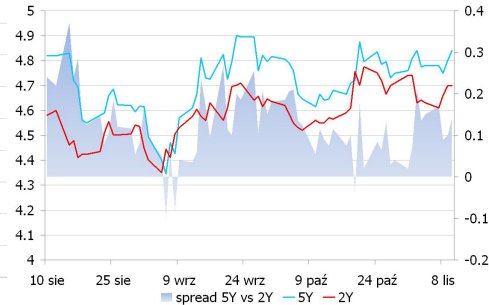
WIBOR 3M i 1Y



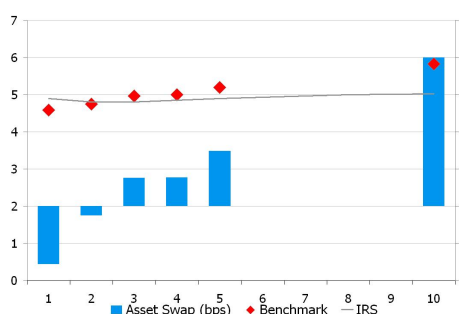
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



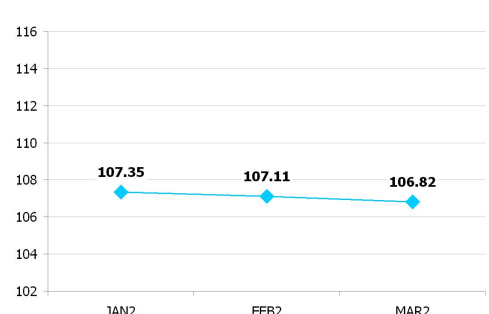
Asset swap i IRS



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 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.