



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 zagranicą 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	2.8
14:30	USA	GDP preliminary SAAR (%)	Q3		2.5	2.5	2.0
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	Lis		-21.0	-19.9	-20.4
20:00	USA	FOMC Minutes	Lis				
23.11.2011 ŚRODA							
9:30	GER	PMI w przemyśle (pkt)	Lis		48.5	49.1	47.9
9:30	GER	PMI w usługach (pkt)	Lis		50.0	50.6	51.4
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	Lis		46.5	47.1	46.4
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt)	Lis		46.0	46.4	47.8
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	Paź		-1.0	-1.5 (r)	-0.7
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	Paź		0.3	0.1	0.4
14:30	USA	Wydatki konsumpcyjne m/m (%)	Paź		0.3	0.7 (r)	0.1
14:30	USA	Inflacja bazowa m/m (%)	Paź		0.1	0.0	0.1
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	19.11.		390	391 (r)	393
15:55	USA	Zaufanie konsumentów Umich flash (pkt)	Paź		64.5	64.2	64.1
24.11.2011 CZWARTEK							
8:00	GER	PKB flash kw/kw (%)	Q3		0.5	0.5	0.5
10:00	GER	Indeks IFO (pkt)	Lis		105.2	106.4	106.6
25.11.2011 PIĄTEK							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	Paź	10.5	10.4	11.4	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	Paź	11.9	11.9	11.8	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Po słabym odczycie produkcji przemysłowej sprzedaż detaliczna może okazać się niższa od wcześniejszych oczekiwań - nasza prognoza wpisuje się w konsensus, obecnie z ryzykiem w dół (ciągle bardzo wysoki pozostaje kontrybucja kategorii „pozostałe”). In plus działają silne nominalne efekty na paliwach (kontrybucja paliw 3,6pp.) i potencjalnie na żywności. Sprzedaż samochodów pozostaje na przyzwoitym poziomie z uwagi na efekty podażowe i zakupy ze strony firm flotowych. Stopa bezrobocia zachowuje się podobnie jak w 2009 r. (prawie 100% korelacja w ostatnich 4 miesiącach, zgodna faza cyklu).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **Kaźmierczak (RPP):** Inflacja uporczywie utrzymuje się na podwyższonym poziomie i ma charakter kosztowy, ale trzeba z nią walczyć niezależnie od przyczyn. Jego zdaniem podwyżka akcyzy na olej napędowy i biokomponenty podniesie wskaźnik CPI od początku przyszłego roku.
- **Koziński (NBP):** NBP może w najbliższym czasie zdecydować się na kolejne interwencje na rynku walutowym, a ich skala może być większa niż w środę.
- **Fitch Ratings:** Obniżył ocenę wiarygodności kredytowej Portugalii do poziomu spekulacyjnego (z BBB- do BB+).
- **Moody's:** Obniżył rating Węgier do poziomu spekulacyjnego z perspektywą negatywną.
- **Merkel (Kancelarz Niemiec):** Obecnie nie ma właściwych warunków do emisji euroobligacji.
- **Papademos (Premier Grecji):** UE i MFW pozytywnie odniosły się do listu przywódcy partii koalicyjnej Samarasa o poparcie reform. List może przybliżyć Grecję do wypłaty wstrzymywanej dotąd pomocy.

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	0	0.000
USAGB 10Y	1.931	0.060
POLGB 10Y	6.058	-0.002
Dotyczy benchmarków Reuters		

Piątek - idealny dzień na interwencję?

W tym tygodniu NBP dokonał czwartej już interwencji walutowej tej jesieni. Interwencji, jak zauważyło wielu komentatorów, i jak odnieść można z reakcji kursu EURPLN, nie szczególnie udanej - złoty w ciągu kilku minut powrócił do poziomów sprzed interwencji (inwestorzy zagraniczni potraktowali tę interwencję, jako możliwość taniego odkupienia waluty). Wnosząc po wypowiedzi W. Kozińskiego ta ostatnia interwencja wiązała się z niewielkim zmniejszeniem rezerw NBP (prawdopodobnie o około 200 mln euro). W poprzednie interwencje zaangażowano rezerwy w wysokości powyżej 1 mld euro. Koziński podkreślił, że należy spodziewać się w przyszłości interwencji o większej skali.

Dotychczasowa strategia NBP podyktowana obroną prognozy 55% długu do PKB, jak i eliminacją ryzyka inflacyjnych polegała na wyszukiwaniu momentów zmiany nastroju na rynku walutowym i wspieraniu krótkookresowych korekt w coraz bardziej ewidentnym trendzie deprecyjnym polskiej waluty. NBP preferował również okresy niższej płynności na rynku. NBP prawdopodobnie wychodził z założenia, że łatwiej jest korygować osłabienie złotego przy niższych poziomach, niż czekać na zbliżenie kursu do krytycznego poziomu 4,70 do euro. Szczególnym sukcesem zakończyła się idealnie zgrana ze zmianą sentymentu na EURUSD pierwsza interwencja z 23 września. Później interwencje były coraz mniej efektywne. Ostatnia interwencja niestety zgrała się z negatywnymi wydarzeniami w Eurolandzie (nieudana aukcja niemieckich bundów). Jeśli dotychczasowa strategia NBP miałaby być kontynuowana dzień dzisiejszy, właśnie ze względu na niższą płynność (Black Friday w Stanach) i zbliżenie EURPLN do poziomów z poprzedniej interwencji wydaje się idealnym dniem na interwencję. Do takiego wniosku prawdopodobnie doszło również wielu inwestorów redukując „longi” w EURPLN, czego dobitnym efektem było zatrzymanie deprecjacji złotego w czasie wczorajszej sesji. Pozostały natomiast „longi” inwestorów o dłuższym horyzoncie inwestycyjnym, którzy zainwestowali w osłabienie polskiej waluty jeszcze pod koniec wakacji mogą pozwolić sobie nawet na kilkuprocentowe umocnienie złotego.

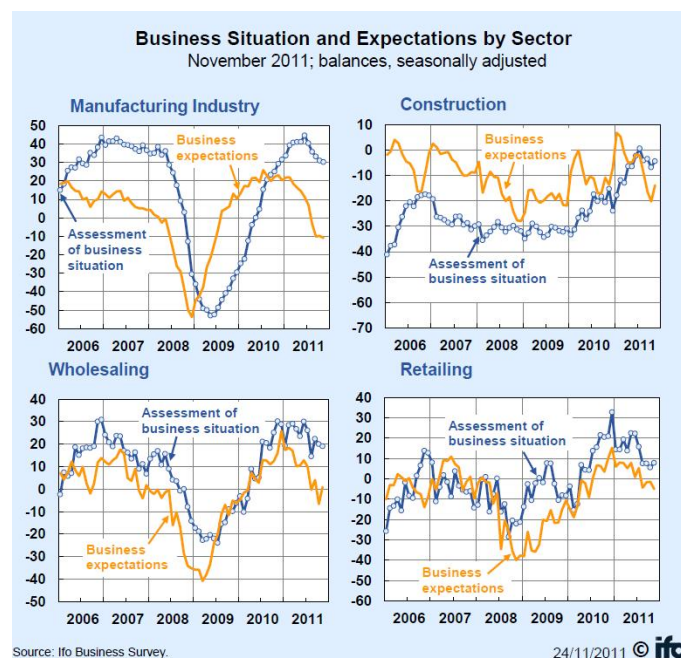
Czy jednak wzrost przewidywalności NBP i ustalenie poziomów jego aktywności rynkowej (NBP chcąc niechcąc staje się stałym elementem krajobrazu na rynku FX) nie grozi podrożeniem kosztów obrony złotego? Sytuację komplikuje również obecna skala odpływu walut z polskiego rynku. Prawdopodobnie mamy do czynienia z realnymi odpływami, a przewagę (w skali dziennej) popytu nad podażą waluty szacujemy nawet na 300-500 mln euro.

Uważamy, że konieczna jest szybka zmiana podejścia (inaczej interwencje NBP spowszednieją rynkowi, jak to ma miejsce z aktywnością BGK) i być może zachowania całej amunicji na koniec roku. Paradoksalnie obawa rynku przed zmasowanym ruchem NBP może powodować, że zamiast tak jak teraz testować kolejne poziomy inwestorzy już w połowie grudnia odpuszczą w obawie przed znacznymi stratami w wypadku wyjścia NBP na rynek z kilkoma miliardami euro. Obiegowa opinia na rynku wskazuje, że na umocnienie złotego do euro o 1 grosz trzeba dodatkowo wrzucić na rynek około 100 mln euro.

Relatywnie pozytywne dane z Niemiec

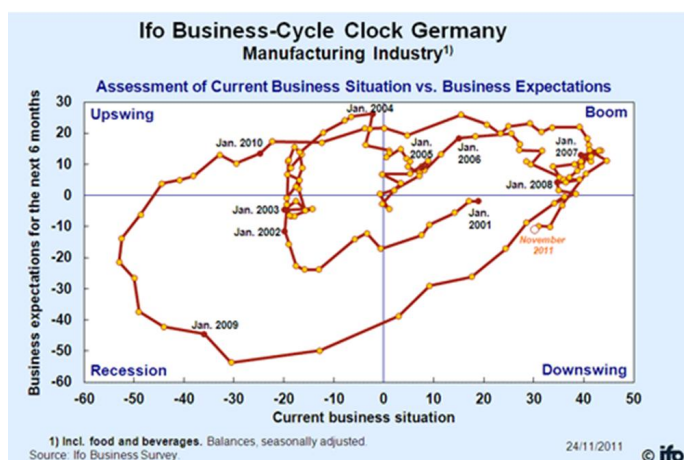
PKB Niemiec wzrosło w III kw. zgodnie z wcześniejszymi estymacjami 0,5% kw/kw (po 0,3% w II kw.) głównie na bazie krajowego popytu. Prywatna konsumpcja wzrosła 0,8% kw/kw - niski (blisko 20-letniego minimum) poziom bezrobocia wspiera wydatki konsumenckie i pomaga przezwyciężać skutki słabnącego popytu na dobra eksportowane (choć eksport odnotował wzrost 2,5% kw/kw po 2,8% w II kw. to kontrybucja bilansu handlowego utrzymała się na minusie -0,1% kw/kw). Innymi pozytywnymi składowymi odczytu są inwestycje (2,9% kw/kw) oraz wydatki rządowe (0,6% kw/kw). Jedyną czarną owcą okazała się aktywność w sektorze budowlanym (-0,7% kw/kw). Potwierdzenie wstępnych estymacji jest dobrym sygnałem z niemieckiej gospodarki - ciągle silne pozostają jej filary w postaci inwestycji prywatnych i eksportu, a także popyt wewnętrzny. W kolejnych kwartałach na PKB negatywnie odbije się słabnący popyt zagraniczny (nie tylko ze strefy euro, ale także spoza obszaru EMU) widoczny już w spadku nowych zamówień, słabszy popyt wewnętrzny odzwierciedlony w niskich poziomach indeksów koniunktury.

Sygnały płynące z indeksów koniunktury pozornie są mylące - po słabych danych o PMI indeks Ifo zaskoczył pozytywnym headlinem - listopadowy odczyt to 106,6 pkt. wobec 106,4 pkt. w październiku (oczekiwania rynku na poziomie 104,5). Indeks oceniający sytuację bieżącą pozostał na niezmienionym poziomie 116,7 pkt., zaś dodatnią kontrybucję do wzrostu wniósł indeks oczekiwań, który wzrósł z 97,0 pkt. do 97,3 pkt. Jest to pierwsza od początku roku poprawa oczekiwań na kolejne 6 miesięcy - napędzane przede wszystkim przez sektor budowlany i sprzedaż hurtową, które wykazują duże wahania miesięczne. W przetwórstwie przemysłowym obserwujemy dalsze spadki zarówno oceny bieżącej, jak i oczekiwań, co de facto znacząco osłabia optymizm wywołany headlinem. Analogiczny obraz wyłania się z sektora usług - bieżący obraz oceniany jest bardziej negatywnie choć na stosunkowo wysokich poziomach, zaś oczekiwania utrzymały się na niezmienionym w stosunku do października poziomie (relatywnie niskim po wcześniejszych spadkach).



Pomimo pozytywnego wydźwięku danych obawy o poziom

odporności niemieckiej gospodarki na eskalujący kryzys zadłużeniowy narastają. Prognozy wzrostu na kolejne kwartały obniżyła już KE i Bundesbank, w grudniu nowe predykcje dla strefy euro przedstawi EBC. Abstrahując od sfery realnej, nowe nieoczekiwane informacje i silnie oddziałujący sentyment coraz silniej ważą na decyzjach inwestycyjnych - zaskakujący brak popytu na aukcji bundów (rentowności od kilku dni utrzymują się w trendzie rosnącym - maximum intraday z wczoraj to 2,23%, po lepszych danych widoczne niewielkie odreagowanie), czy zapowiedziane rozmowy o emisji euro obligacji (wbrew jasnemu stanowisku Niemiec) niewątpliwie nie pozostają obojętne na uważanym dotąd za safe heaven rynku niemieckim. Zegar koniunktury tworzony przez Ifo Institute wskazuje już kolejny miesiąc z rzędu na spowolnienie, choć na razie odbiega od regionów recesyjnych.





EURUSD fundamentalnie

EUR słabsze. Wczoraj do południa wspólna waluta stopniowo umacniała się. Wypowiedź analityka agencji Standard&Poor's o braku postępu rządu Japonii w obniżeniu deficytu i długu oraz w konsekwencji ryzyka obniżenia ratingu nie miała wpływu na kurs. EUR pozytywnie zareagowało na publikację PKB oraz indeksu IFO z Niemiec (lepszy odczyt względem oczekiwań). Ponadto pogłoski o zgodzie Niemiec na euroobligacje miała również pozytywny wpływ. W drugiej części dnia EUR stopniowo zaczęło się osłabiać tracąc wypracowane wcześniej zyski. Pogłoski o zgodzie Niemiec na euroobligacje zostały zdementowane, a spotkanie trzech najważniejszych przywódców strefy euro nie przyniosło nic nowego (Niemcy nadal podtrzymują sprzeciw wobec rozszerzonej roli EBC w walce z kryzysem). Polityczne przepychanki oraz dodatkowo wczorajsze obniżenie przez agencję Fitch ratingu Portugalii do poziomu spekulacyjnego będzie negatywnie oddziaływało na dalsze notowania EUR. Dziś kalendarz wolny od publikacji ważnych danych, zatem na rynku powinno być nieco spokojniej.

EURUSD technicznie

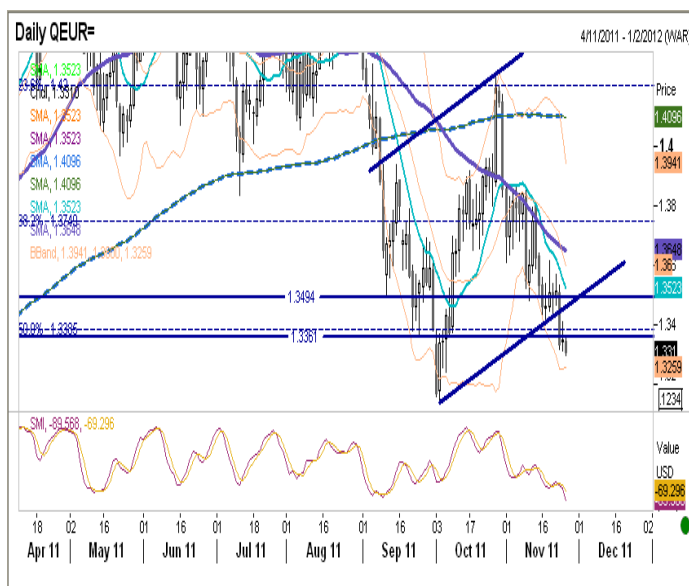
Fibo (50%) zerodowane. Wczorajsza szpulka wskazuje, że rynek tylko na chwile zatrzymał się wyczekując na informacje fundamentalne. Krótkoterminowo (wykres 1h) objęcie bessy, co zapowiada dalsze osłabienie. Ale z uwagi, że oscylator (na wykresie 4h) w strefie wykupienia ruch w dół nie powinien długo potrwać.

Wsparcie	Opór
1,3126	1,3621
1,3063	1,3584
1,2647	1,3385

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.





EURPLN fundamentalnie

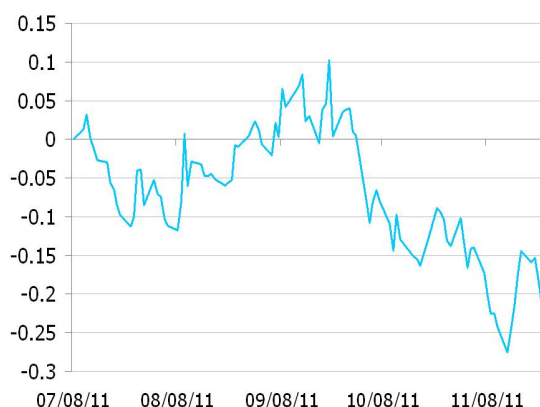
Złoty słabszy. Otwarcie na poziomie 4,5170 zawdzięczamy głównie silnemu ruchowi deprecyjnemu tuż przed pierwszą w nocy (być może w związku z obniżką ratingu Węgier przez Moody's do poziomu uznawanego za śmieciowy z perspektywą negatywną). Wczorajsze pozytywne dane makro z Niemiec miały krótkotrwale wpływ na złotego. Waluta znajduje się raczej pod wpływem medialnych utarczek związanych z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro (Reuters podał, że Merkel i Sarkozy ustalili wczoraj iż dyskusja powinna odbywać się za zamkniętymi drzwiami, a nie przed kamerami) oraz oczekiwania na kolejną interwencję NBP/BGK (choć wyciągając wnioski ze środę dopiero większe wolumeny odniosą pożądany skutek - więcej czytaj w sekcji analizy). Poranne ruchy wskazują, że dzisiejszy dzień może przynieść sporą zmienność na EURPLN. Dane o sprzedaży detalicznej i stopie bezrobocia (o 10:00) pozostaną raczej w cieniu sentymentu z Europy, tym bardziej, że w USA dziś rynek jest zamknięty.

EURPLN technicznie

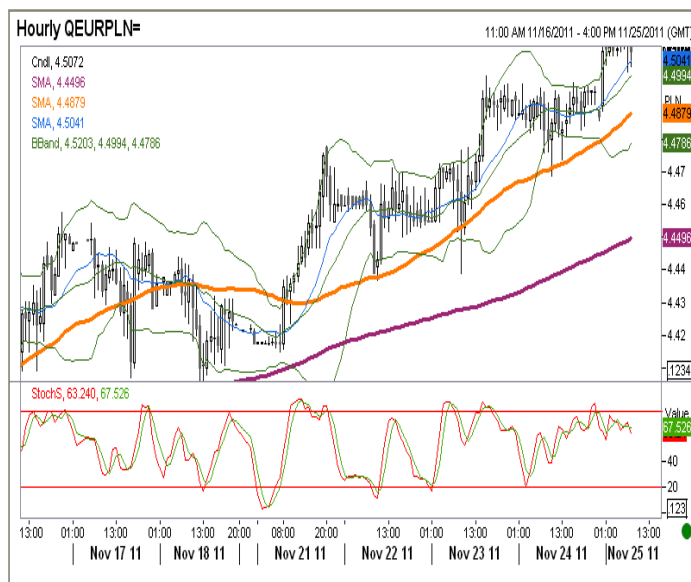
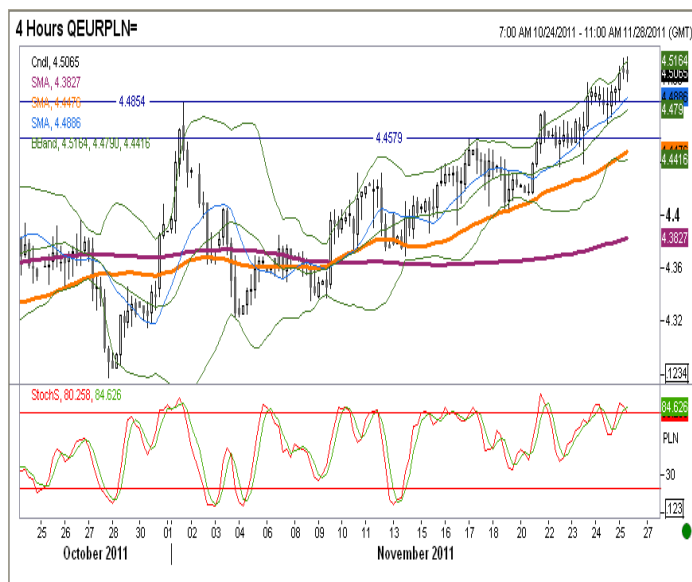
Na wykresie dziennym rysuje się formacja podwójnego szczytu, oscylator w strefie wykupienia i kurs oparty o górną wstęgę Bollingera. Na wykresie 4h szpulki, co świadczy o niezdecydowaniu rynku i oczekiwaniach na dalsze sygnały zarówno techniczne jak i fundamentalne. Na obecnych poziomach oporu przy sygnale sprzedaży (wykres 4h) są szanse na odreagowanie kursu w dół.

Wsparcie	Opór
4,4650	4,5430
4,4470	4,5272
4,4245	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
1Y	4.97	5.00
2Y	4.91	4.97
3Y	4.93	5.01
4Y	5.01	5.07
5Y	5.09	5.14
6Y	5.13	5.20
7Y	5.17	5.23
8Y	5.19	5.25
9Y	5.21	5.26
10Y	5.21	5.27

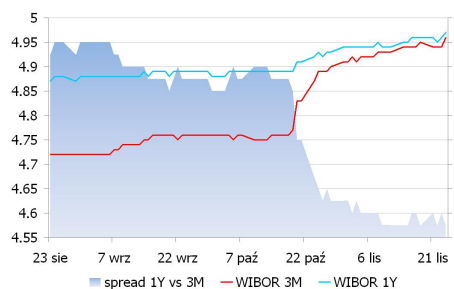
depo	BID	ASK
ON	4.5	4.7
1M	4.6	4.8
3M	4.8	5.0

FRA	BID	ASK
1x2	4.76	4.81
1x4	4.96	5.01
3x6	4.98	5.01
6x9	4.84	4.87
9x12	4.75	4.80

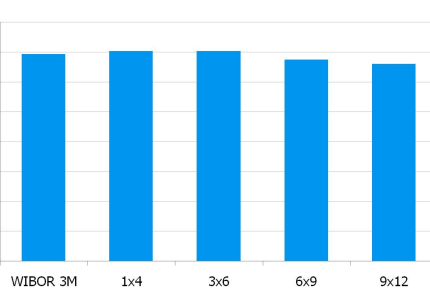
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.4855
USD/PLN	3.3486
CHF/PLN	3.6460

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3346
EUR/JPY	102.87
EUR/PLN	4.4949
USD/PLN	3.3676
CHF/PLN	3.6613

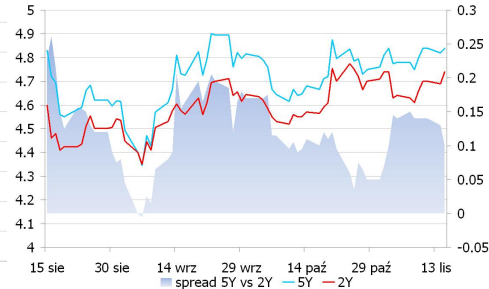
WIBOR 3M i 1Y



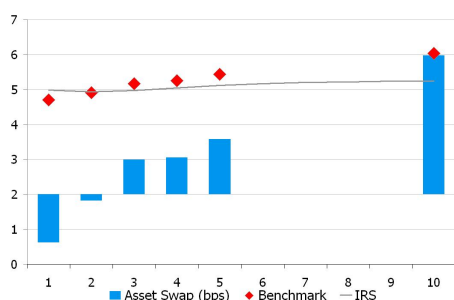
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



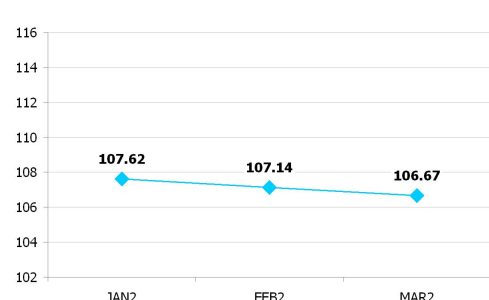
Asset swap i IRS



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