



## 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 |            |        |
| 12.12.2011 PONIEDZIAŁEK |      |                                       |        |          |           |            |        |
| BRAK ISTOTNYCH DANYCH   |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 13.12.2011 WTOREK       |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 9:00                    | HUN  | CPI r/r (%)                           | lis    |          | 4.2       | 3.9        | 4.3    |
| 11:00                   | GER  | Indeks ZEW (pkt.)                     | gru    |          | -55.0     | -55.2      | -53.8  |
| 14:00                   | POL  | CPI r/r (%)                           | lis    | 4.7      | 4.5       | 4.3        | 4.8    |
| 14:00                   | POL  | C/A (mln EUR)                         | paż    | -2230    | -1897     | -1901      | -1622  |
| 14:30                   | USA  | Sprzedaż detaliczna m/m (%)           | lis    |          | 0.6       | 0.6 (r)    | 0.2    |
| 20:15                   | USA  | Decyzja FOMC (%)                      | gru    |          | 0.25      | 0.25       | 0.25   |
| 14.12.2011 ŚRODA        |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 11:00                   | EUR  | Produkcja przemysłowa r/r (%)         | paż    |          | 0.0       | -2.0       | -0.1   |
| 14:00                   | POL  | M3 r/r (%)                            | lis    | 10.5     | 10.6      | 10.3       | 11.6   |
| 15.12.2011 CZWARTEK     |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 9:30                    | GER  | PMI w przemyśle flash (pkt.)          | gru    |          | 47.5      | 47.9       | 48.1   |
| 9:30                    | GER  | PMI w usługach flash (pkt.)           | gru    |          | 50.0      | 50.3       | 52.7   |
| 10:00                   | EUR  | PMI w przemyśle flash (pkt.)          | gru    |          | 46.0      | 46.4       | 46.90  |
| 10:00                   | EUR  | PMI w usługach flash (pkt.)           | gru    |          | 47.0      | 47.5       | 48.3   |
| 11:00                   | EUR  | HICP final r/r (%)                    | lis    |          | 3.0       | 3.0 (p)    | 3.0    |
| 14:30                   | USA  | Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 10.12. |          | 390       | 385 (r)    | 366    |
| 14:30                   | USA  | PPI m/m (%)                           | lis    |          | 0.2       | -0.3       | 0.3    |
| 14:30                   | USA  | Empire State Man. Index (pkt.)        | gru    |          | 2.5       | 0.6        | 9.5    |
| 15:15                   | USA  | Produkcja przemysłowa m/m (%)         | lis    |          | 0.1       | 0.7        | -0.2   |
| 16:00                   | USA  | Indeks Phil. Fed (pkt.)               | gru    |          | 5.0       | 3.6        | 10.3   |
| 16.12.2011 PIĄTEK       |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 14:00                   | POL  | Zatrudnienie r/r (%)                  | lis    | 2.3      | 2.3       | 2.5        |        |
| 14:00                   | POL  | Place r/r (%)                         | lis    | 4.6      | 5.1       | 5.1        |        |
| 14:30                   | USA  | CPI m/m (%)                           | lis    |          | 0.1       | -0.1       |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** O 14:00 opublikowane zostaną dane z rynku pracy. Na płace neutralnie wpływa brak różnicy w liczbie dni roboczych oraz utrzymanie dotychczasowych dynamik w przetwórstwie przemysłowym, in minus działa wypłata Barbórki (poza KGHMem) w grudniu zamiast w listopadzie. W zatrudnieniu obserwujemy stabilizację wskaźników koniunktury na niskich poziomach (jeśli mówić o spadkach to dobrym określeniem byłaby „powolna erozja”). Porównanie koniunktury z 2008 (początek spadków) daje następujące wnioski: przemysł (niewiele wyżej, poszczególne sekcje - te ważniejsze - sporo wyżej), budownictwo (dużo niżej), handel (niżej), transport (niżej, ale inny kierunek), zakwaterowanie i gastronomia (niżej), obsługa rynku nieruchomości (niżej, inny kierunek). Porównanie r/r (skala spadku) wypada znacznie lepiej na korzyść 2011. Dodatkowo kontynuowana jest negatywna baza w Administrowaniu i działalności wspierającej (zdejmuje około 0.2pp. z dynamiki rocznej).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Glapiński: Złoży wniosek o podwyżkę stóp procentowych, jeśli na koniec pierwszego kwartału przyszłego roku nie potwierdzą się oczekiwania zejścia inflacji do celu lub jego pobliże w połowie 2012 roku. Nie można tolerować trwałej sytuacji, kiedy inflacja znajduje się powyżej 4,0%.
- Chojna-Duch: Zmiana stóp byłaby nieskuteczna, jeśli chodzi o inflację podażową oraz wywołaną słabym złotym.
- Hausner opowiedział się za stabilizacją stóp w 2012 roku, ale nie wykluczył, że w razie konieczności możliwa będzie podwyżka.
- Gronicki: Poziom polskiego zadłużenia jest niewielki, ale jest za wysoki w stosunku do poziomu polskiego rozwoju. Notowania CDS na polskie obligacje są formą karania Polski przez rynki za prowadzenie „nierozsądnej” polityki gospodarczej.
- Minister rozwoju gospodarczego Włoch Corrado Passera powiedział w czwartek, że kraj znalazł się w recesji.
- Draghi: Nie będzie pomocy z zewnątrz dla krajów, które nie przeprowadzą reform strukturalnych, aby przywrócić zaufanie na rynkach długu.
- Narodowy Bank Szwajcarii postanowił w czwartek, że nie zmienia stóp procentowych i zadeklarował, że zamierza z najwyższą determinacją bronić ustalonego 6 września minimalnego kursu wymiany na poziomie 1,2 franka za euro, kupując waluty w nieograniczonych ilościach.

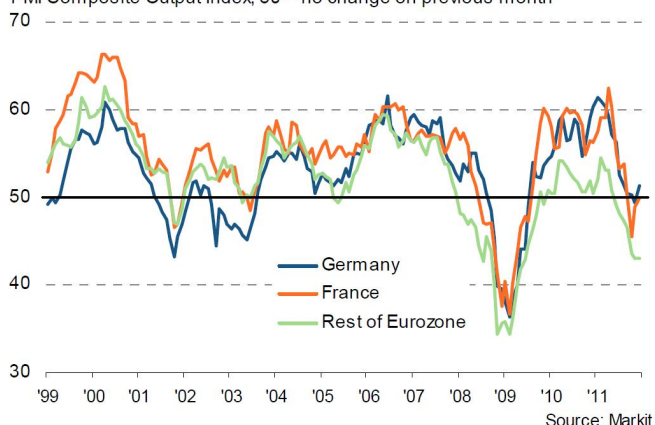
| Decyzja RPP (11.01.2012) | Prawdopodobieństwo decyzji<br>(wyliczone wg krzywej OIS) | Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|--------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps          | 0%                                                       | GERGB 10Y                   | 1.918        | -0.014       |
| stopy bez zmian          | 100%                                                     | USAGB 10Y                   | 1.908        | 0.007        |
| obniżka 25 bps           | 0%                                                       | POLGB 10Y                   | 5.967        | -0.011       |
| <b>PROGNOZA BRE</b>      | <b>stopy bez zmian</b>                                   | Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

## PMI: lepszy grudzień, ale najgorszy kwartał od 2,5 roku w strefie euro

Grudniowy wstępny odczyt indeksów PMI ze strefy euro zaskoczył pozytywnie - wbrew oczekiwaniom indeksy w przemyśle i usługach wzrosły odpowiednio o 0,5 i 0,8 pkt. do poziomów 46,9 i 48,3 pkt., ciągle jednak pozostając poniżej poziomu 50 pkt. (co więcej - statystycznie wyliczony poziom oddzielający wzrost od recesji jest nawet wyższy i wynosi ok. 52pkt.). Pomimo grudniowego wzrostu średnia kwartalna w Q4'11 spadła do najniższego od ponad 2,5 roku poziomu. Trzeba też podkreślić, że już kolejny miesiąc słabe dane dotyczą całej strefy euro (jedynie sektor usług w Niemczech utrzymał się powyżej 50pkt.) i choć Niemcy i Francja odbiegają od reszty krajów to znajdują się tuż przy granicznych poziomach, co tylko podkreśla negatywny obraz w pozostałych krajach.

### Core v. Periphery PMI Output Index

PMI Composite Output Index, 50 = no change on previous month



Przechodząc do szczegółów, kolejny miesiąc spadły nowe zamówienia (także eksportowe) oraz produkcja, choć w słabszym tempie. W rezultacie maleją opóźnienia w dostawach oraz zmniejszane są poziomy zapasów. Zatrudnienie wzrosło jedynie w Niemczech i Francji odstając znacznie od negatywnych perspektyw rynku pracy rysowanych przez respondentów w pozostałych krajach. Inflacja ustabilizowała się na bazie niższych kosztów, ale także słabnącego popytu. Oczekiwania przedsiębiorców z sektora usług uważane za indikator przyszłych tendencji pozostał na niezmiennym w stosunku do listopada poziomie - porównywalnym z obserwowanymi przed upadkiem Lehman Brothers. Co więcej w Niemczech oceniono go neutralnie, we Francji sentyment polepszył się, co wskazuje na bardzo negatywne tendencje w pozostałej części strefy euro.

Dane wskazują na powiększający się kontrast wewnątrz strefy euro - w Niemczech i Francji prognozują stagnację zaś w pozostałych krajach spowolnienie przybiera na sile - spadki indeksów są najszybsze od 2009r. Sumarycznie korelacja indeksu z PKB wskazuje na spadek PKB w strefie euro w IV kwartale o 0,6%. Na razie także nie widać końca przedłużającej się niepewności oraz chaosu informacyjnego związanego z implementacją postanowień szczytu UE czego wynikiem są niższe odczyty indeksów koniunktury oraz coraz bardziej realne perspektywy obniżki ratingów w strefie euro. Zatem w naszej ocenie pozornie lepsze odczyty nie wróżą odwrócenia negatywnych trendów.



## EURUSD fundamentalnie

EURUSD skonsolidował w okolicach 1,3000. Dziś wygasa sporo opcji w okolicach 1,2900 - biorąc pod uwagę koniec tygodnia kurs może faktycznie zdryfować do tych poziomów. W zakreie kryzysu zadłużeniowego bez większych rewelacji (Hiszpanie sprzedali obligacje, na 5Y nawet spadły rentowności). Wczorajsze dane z USA i strefy euro - oprócz produkcji przemysłowej - lepsze od oczekiwań, jednak wciąż uczestnicy rynku stawiają pod znakiem zapytania ich trwałość. Pozytywna informacja (ale jednak dla dolara) to zaskakująco bliski kompromis w senacie odnośnie uruchomienia 200 mld pakietu fiskalnego (payroll tax cut) przed „shutdown” kongresu. Dziś dane inflacyjne z USA, wczorajski PPI (słabszy od oczekiwań) w zasadzie ustawa oczekiwaniami również na dzisiejszy CPI.

## EURUSD technicznie

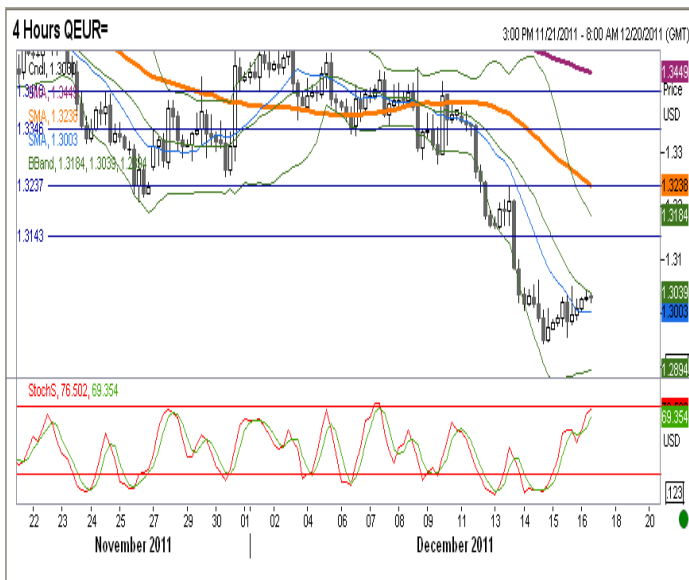
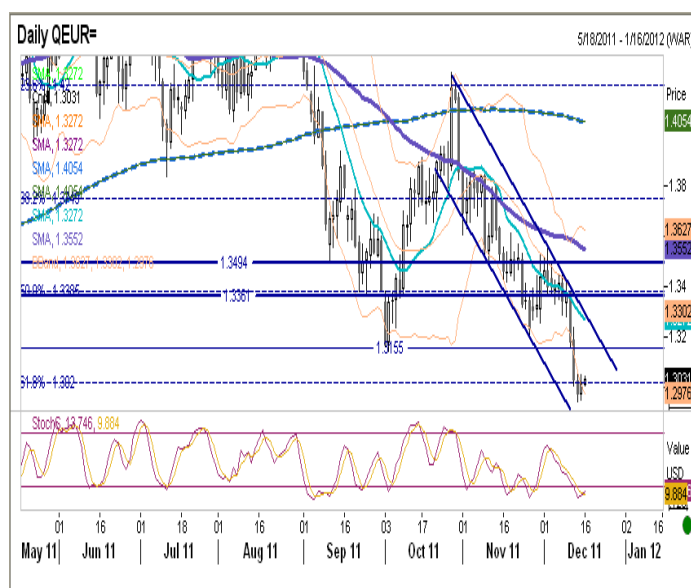
Bez zmian. Notowania przeszły przez Fibo (61,8% zniesienie), przekroczone psychologiczne 1,3000. Na wykresach 1h i 4h formują się trendy spadkowe. Z uwagi na położenie oscylatora na 4h można poczekać na korektę w górę, aby potem zainicjować krótkie pozycje w EURUSD ze S/L w okolicach 1,3155 oraz celem 1,2872 (poziom wejścia z wykresu 4h to okolice 1,3050, 1,3100). Perspektywa negatywna.

| Wsparcie    | Opór      |
|-------------|-----------|
| 1,2944      | 1,3500    |
| 1,2872      | 1,3360/85 |
| 1,2590/2641 | 1,3155    |

### 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

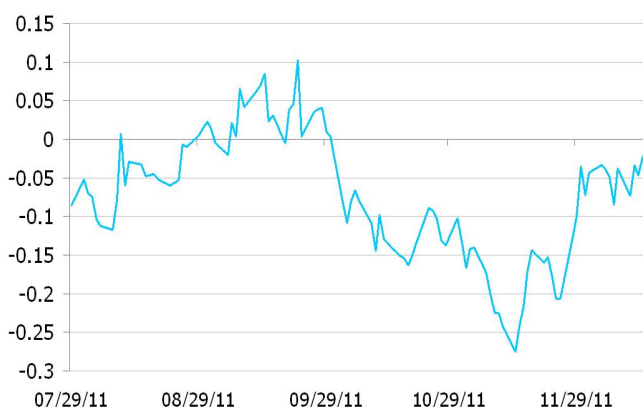
Złoty mocniejszy. W końcu widzimy poprawę w zakresie "wewnętrznej" siły złotego (nie widać na razie na wykresie, ale widać wyraźną poprawę w stosunku do EURUSD i EURHUF). Co więcej, widzimy wśród uczestników rynku coraz większą obawę przed interwencjami NBP/BGK wraz ze zbliżającym się końcem roku. Widzimy potencjał do przyspieszenia tego ruchu w najbliższych dniach. Złotemu sprzyjać mogą dość jastrzębie komentarze członków RPP (scenariusz węgierski jest na razie - choćby z uwagi na dyscyplinę budżetową i opinie agencji ratingowych - na dalszym planie). Dzisiejsze dane z rynku pracy raczej bez wpływu na kurs.

## EURPLN technicznie

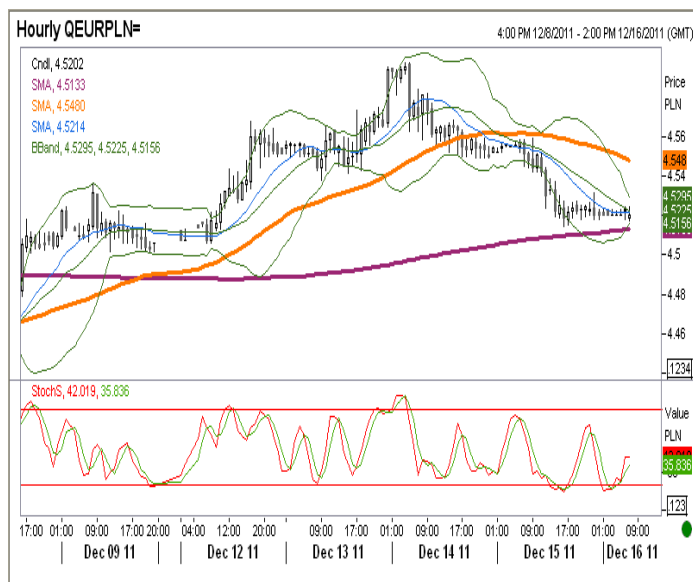
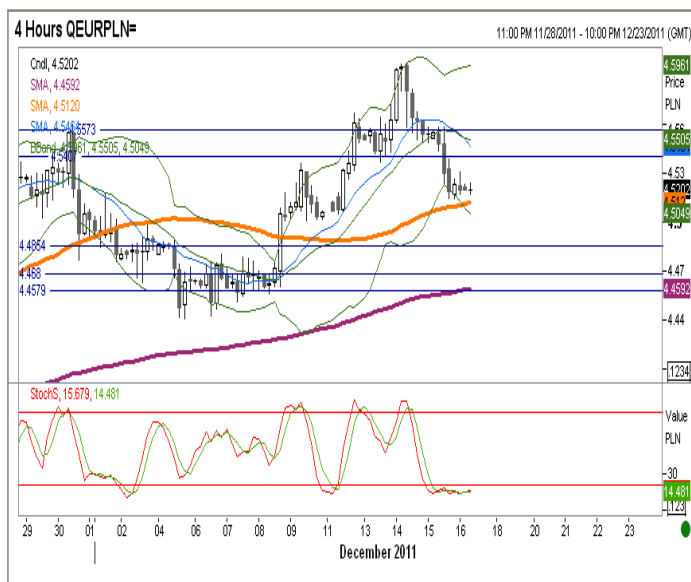
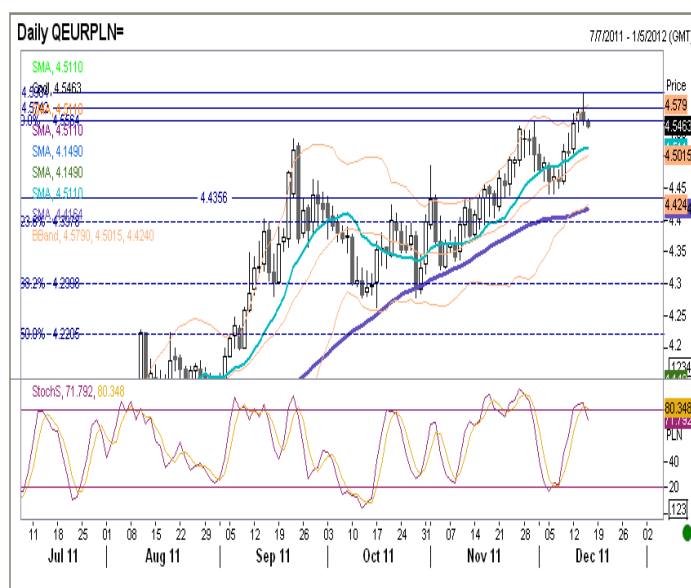
Sygnal sprzedaży na EURPLN na wykresie dziennym (Stochastic). Na wykresie 4h formacja RGR z zasięgiem w okolicach 4,48 (odwrócona głowa liczona od szyi). Przejście przez Ma200 na krótszych wykresach będzie zachętą do przyspieszenia ruchu na południe.

| Wsparcie  | Opór       |
|-----------|------------|
| 4,5120/30 | 4,5750     |
| 4,4850    | 4,5625/50  |
| 4,4580    | 4,5480/500 |

### 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.

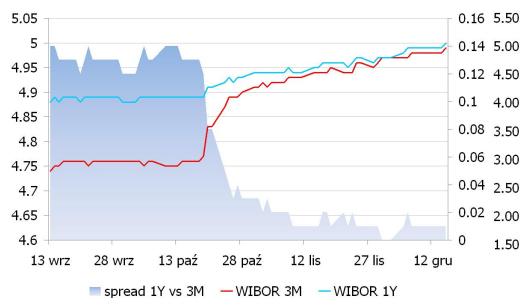




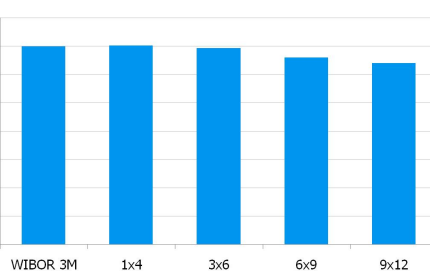
| IRS | BID   | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|-------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 4.88  | 4.95 | ON   | 4.0 | 4.2 | EUR/PLN    | 4.5481 |
| 2Y  | 4.805 | 4.84 | 1M   | 4.6 | 4.8 | USD/PLN    | 3.5066 |
| 3Y  | 4.75  | 4.82 | 3M   | 4.8 | 5.0 | CHF/PLN    | 3.7096 |
| 4Y  | 4.825 | 4.86 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 4.875 | 4.91 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 4.89  | 4.96 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 4.93  | 5.00 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 4.96  | 5.03 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 4.97  | 5.04 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 5.025 | 5.06 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 4.74 | 4.79 | EUR/USD          | 1.3017 |
| 1x4  | 4.95 | 5.01 | EUR/JPY          | 101.41 |
| 3x6  | 4.93 | 4.96 | EUR/PLN          | 4.5238 |
| 6x9  | 4.77 | 4.80 | USD/PLN          | 3.4739 |
| 9x12 | 4.67 | 4.70 | CHF/PLN          | 3.6977 |

WIBOR 3M i 1Y



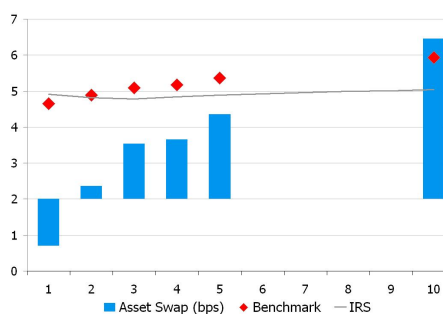
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



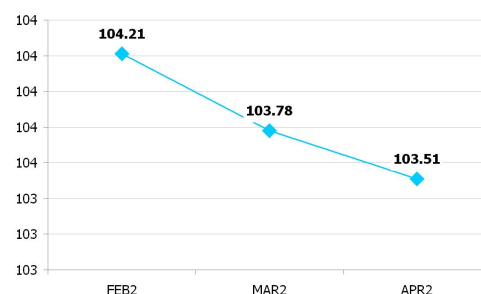
Asset swap i IRS



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 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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.