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 Ziembińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.ziembinska@brebank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@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		
26.11.2012 PONIEDZIAŁEK							
	EUR	Spotkanie Eurogrupy w sprawie Grecji					
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	paź	3.2+	3.7	3.1	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	paź	12.5	12.5	12.4	
13:00	GER	Indeks zaufania konsumentów Gfk (pkt)	gru		6.2	6.3	
27.11.2012 WTOREK							
14:00	HUN	Decyzja Banku Węgier (%)	lis		6.00	6.25	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	paź		-1.0	9.8	
15:00	USA	indeks Case-Shiler r/r (%)	wrz		2.9	2.0	
16:00	USA	Indeks CB (pkt)	lis		73.0	72.2	
28.11.2012 ŚRODA							
	GER	CPI *wstępnie* m/m (%)	lis		-0.1	0.0	
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów SAAR (tys)	paź		386	389	
20:00	USA	Beżowa Księga					
29.11.2012 CZWARTEK							
11:00	EUR	indeks ESI (pkt)	lis		84.5	84.5	
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR (%)	Q3		2.8	2.0	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	24.11.			410	
15:00	ISA	Wstępne umowy na zakup domów m/m (%)	paź		0.8	0.3	
30.11.2012 PIĄTEK							
0:30	JPN	CPI r/r (%)	paź		-0.4	-0.3	
0:50	JPN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	paź		-8.0	-8.1	
10:00	POL	PKB r/r (%)	Q3	1.6	1.8	2.3	
11:00	EUR	CPI *wstępnie* r/r (%)	lis		2.4	2.5	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne r/r (%)	lis		3.7	3.8	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	paź		0.2	0.4	
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	paź		0.1	0.8	
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt)	lis		51.0	49.9	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** W poniedziałek opublikowany zostanie biuletyn statystyczny za październik wraz z danymi o sprzedaży detalicznej i stopie bezrobocia. Po pierwszych publikacjach danych za październik można wnioskować, że efekt 2 dodatkowych dni roboczych jest silniejszy niż oczekiwano - nasza prognoza jest zatem obarczona ryzykiem w górę. W ujęciu bazowym oczekujemy jednak, że dynamika sprzedaży spadnie - sprzyjać temu będą także efekty bazowe (m.in. na odzieży i obuwiu, samochodach czy paliwach). Ostatni odczyt stopy bezrobocia jest dość zagadkowy w kontekście obniżającego się wskaźnika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw - podejrzewamy, że rozpoczyna się okres *windew dressing* i rok zakończymy w okolicach zaledwie 13% stopy bezrobocia. **W piątek publikacja PKB za III kw. - oczekujemy obniżenia dynamiki wzrostu do 1,3-1,6%** - dokładne uzasadnienie naszej prognozy znajduje się w sekcji analizy.

• **Gospodarka globalna.** Początek tygodnia zdominowany będzie przez postanowienia szczytu ministrów finansów strefy euro w sprawie wypłaty kolejnej transzy pomocy dla Grecji. W kalendarzu danych makro przede wszystkim odczyt PKB ze Stanów Zjednoczonych - rynek oczekuje znacznej rewizji wstępnych szacunków (o 0,8pp.) ze względu na wzrost eksportu oraz zapasów. Aktywność inwestycyjna za oceanem jest ciągle ograniczona - widoczne będzie to także we wtorkowym odczycie zamówień na dobra trwałe.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Kaźmierczak: Istnieją wątpliwości czy obniżenie stóp procentowych spowoduje wzrost popytu na kredyt.
• Bratkowski: CPI nie jest żadnym zagrożeniem, inflacja poniżej 3 proc. już w XI. Jeżeli sytuacja zewnętrzna pogorszy się główna stopa proc. powinna spaść poniżej 3,0 proc.
• Hausner: Rada Polityki Pieniężnej rozpoczęła cykl łagodzenia polityki pieniężnej i w grudniu należy liczyć się z obniżką stóp procentowych. Jego zdaniem realne stopy procentowe powinny pozostać dodatnie. Z tym, że pod koniec 2012 r. można oczekiwać wyraźnego obniżania się inflacji, a w związku z tym wskazane jest obniżanie poziomu stóp procentowych.
• S&P potwierdził ratingi Francji na poziomie AA+/A-1+, ich perspektywa jest negatywna.
• S&P obniżył długoterminowy rating Węgier do BB z BB plus z perspektywą stabilną.
• PKB Niemiec wzrósł w III kw. 2012 r. o 0,4 proc. rdr, bez uwzględniania czynników sezonowych, po wzroście w II kw. o 0,5%.

Decyzja RPP (5.12.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	0%
obniżka 25 bps	100%
PROGNOZA BRE	**obniżka 25 bps**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.436	-0.013
USAGB 10Y	1.697	-0.022
POLGB 10Y	4.240	0.003

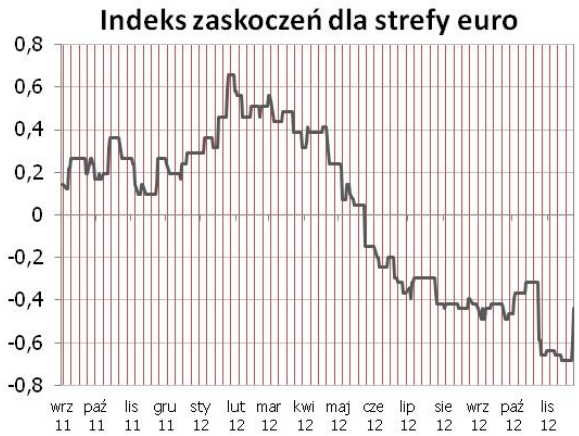
Dotyczy benchmarków Reuters

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

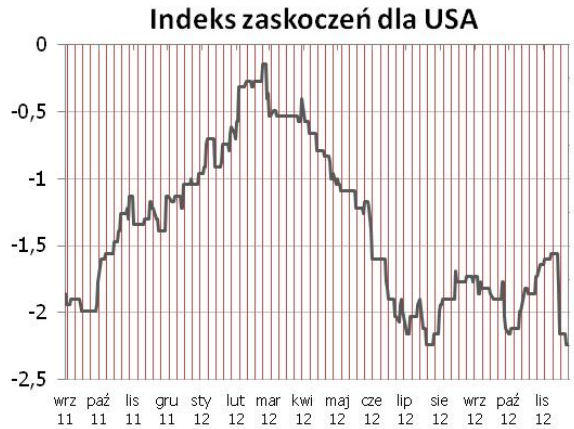
Pomimo sporej dawki nowych odczytów (sektor przemysłowy, rynek pracy) indeks zakoczeń jedynie nieznacznie poruszył sie w dół (pomimo znacznie bardziej pozytywnego odbioru publikacji przez rynek), na co wpłynął niższy odczyt PPI. W rozpoczynającym się tygodniu podane zostaną ostatnie dane za październik oraz (w piątek) dane o PKB za III kw. Ze względu na dodatni efekt dni roboczych (+2) miesiąc może zakończyć się nieznacznym wzrotem indeksu zaskoczeń - nie wyciągalibyśmy jednak z tego dalekoidących wniosków.

STREFA EURO



Zmienność indeksu zaskoczeń generowana jest przede wszystkim przez publikacje indeksów koniunktury - obecny wzrost, podobnie jak spadek pod koniec października, to zasługa indeksów PMI i Ifo - można go zatem traktować jako korektę i jedynie umiarkowanie pozytywny sygnał.

USA

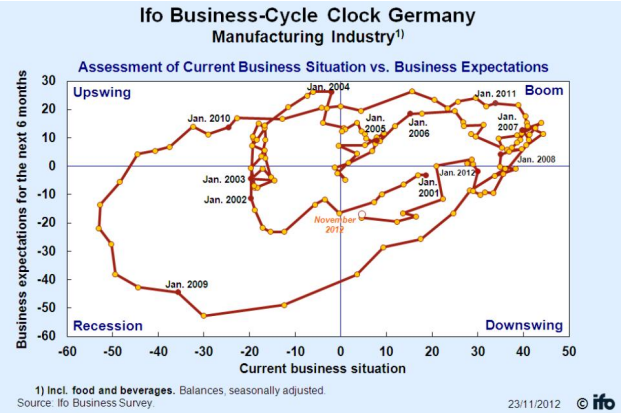


Indeks zaskoczeń kontynuuje spadki (za sprawą gorszego od oczekiwań indeksu koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan). W tym tygodniu sporo danych z USA - przede wsyztskim PKB i zamówienia na dobra trwałe. Przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń przy dość optymistycznych prognozach jest niewielka.

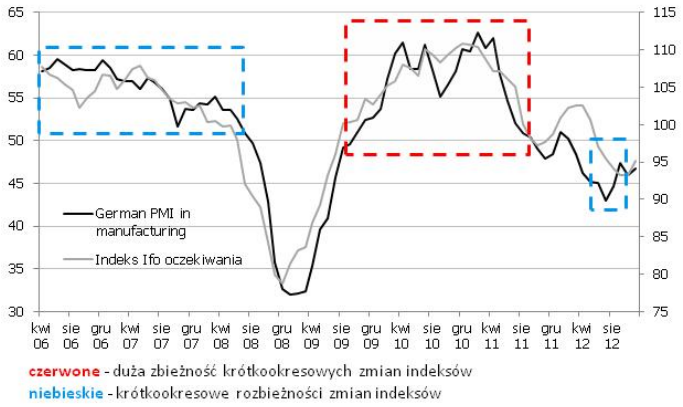
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi sa konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Pozytywny (ale słaby) sygnał z niemieckiego ifo

Opublikowane w piątek przez instytut Ifo indeksy koniunktury zaskoczyły pozytywnie wzrastając po raz pierwszy od lutego - ważony indeks oczekiwań i sytuacji bieżącej wzrósł o 1,4pkt. do poziomu 101,4 pkt. Za wzrost odpowiedzialne są głównie bardziej optymistyczne oczekiwania odnośnie przyszłej sytuacji (wzrost o 2pkt. do poziomu 95,2pkt), choć oceny sytuacji bieżącej także się poprawiły (wzrost o 0,9pkt. do poziomu 108,1pkt). Na pierwszy rzut oka pozytywnym sygnałem jest wzrost obu indeksów w większości sektorów, jednak należy zwrócić uwagę, że 1) najsilniejsze wzrosty notują sektory najbardziej zmienne i mniejsze: budownictwo, sprzedaż hurtowa oraz oczekiwania dla detalicznej, 2) wzrost w sektorze przemysłowym pozostaje mizerny (0,7pkt), 3) indeksy oczekiwań notujące największe wzrosty znajdują się na relatywnie niskich poziomach, 4) spadki zanotowały sektor usług oraz ocena bieżąca dla sektora sprzedaży detalicznej, co niewątpliwie nie jest dobrym sygnałem dla konsumpcji. Na zauważenie zasługują jednak dwie pozytywne informacje - ankietowani zauważają wzrost popytu eksportowego (Azja) oraz planują nieznaczne wzrosty zatrudnienia - trzeba jednak pamiętać, że są to sygnały w sferze oczekiwań i planów.



Zegar koniunktury Ifo wskazuje jedynie nieznaczne przesunięcie się listopadowego punktu w stronę środka układu (patrz wykres), jednak nie zmienia ani faktu, że mamy obecnie do czynienia ze spowolnieniem. Istnieje też ciągle ryzyko wystąpienia recesji. Sygnały wyprzedzające o historycznie dobrych własnościach pozostają jednak niejednoznaczne i bazują przede wszystkim na oczekiwaniach - 3miesięczna średnia ruchoma ocen sytuacji bieżącej pozostaje w jasnym trendzie spadkowym. Ostatnie pozytywne zaskoczenia indeksami koniunktury (w listopadzie PMI i Ifo powróciły w podobne regiony zmian - patrz wykres) wskazują, że gospodarka niemiecka jest stosunkowo odporna na niepewność i europejski kryzys zadłużeniowy, ale także są odbiciem obecnej fazy risk-on na rynkach. Na razie jednak brak w nich fundamentalnych informacji o odwróceniu negatywnych trendów w gospodarce realnej, co nie daje powodów do optymizmu w 2013 roku. Trzeba także pamiętać, ze dla indeksów koniunktury niezawodne sygnały dają dopiero kilkumiesięczne trendy (szczególnie pokazał to przełom lat 2011/12).



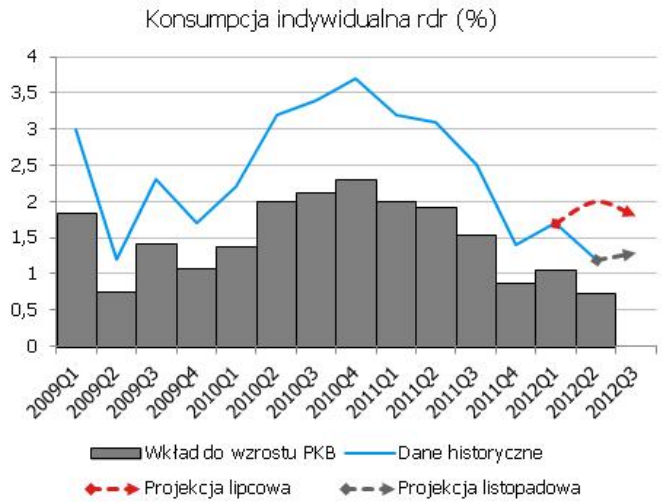
PKB za III kw. 2012 - przestrzeń do negatywnego zaskoczenia

30 listopada opublikowane zostaną dane o PKB za III kw. Nasze szacunki (których szczegóły prezentujemy poniżej) wskazują na ryzyko negatywnego zaskoczenia nie tylko niższym odczytem PKB (my 1,3-1,6% vs. konsensus i NBP 1,8% r/r) ale i dekompozycją wzrostu - konsumpcja rośnie jedynie 0,7-0,8% r/r, inwestycje spadają nawet o 8% r/r. Wśród nielubianych przez analityków (czytaj trudno przewidywalnych) wielkości rezydualnych (zapasy, eksport netto) można co prawda oczekiwać pewnej pozytywnej niespodzianki po stronie zapasów (o połowę mniejsza negatywna kontrybucja z uwagi na efekt bazowy), jednak nasz szacunek kontrybucji eksportu netto na poziomie +3,2pp. jest już górną, wydaje się nieprzekraczalną granicą dodatniej kontrybucji tego elementu do PKB i niewykluczany odczytu niższego z uwagi na rewizje.

Perspektywy dla konsumpcji w III kwartale - wnioski z danych miesięcznych. Konsumpcja prywatna była historycznie jednym z najistotniejszych czynników wzrostu gospodarczego w Polsce. Również obecnie założenie silnej konsumpcji to nieodłączna składowa optymistycznych scenariuszy dla Polski przygotowywanych przez zdecydowaną większość analityków. Tempo zmian konsumpcji wciąż systematycznie maleje, zmierzając w kierunku zera. Słabość spożycia indywidualnego oznacza równocześnie brak wewnętrznej poduszki bezpieczeństwa, która w sytuacji wystąpienia silnego negatywnego szoku popytowego pozwoliłaby utrzymać gospodarkę w relatywnie dobrej kondycji (tzn. uniknąć recesji).

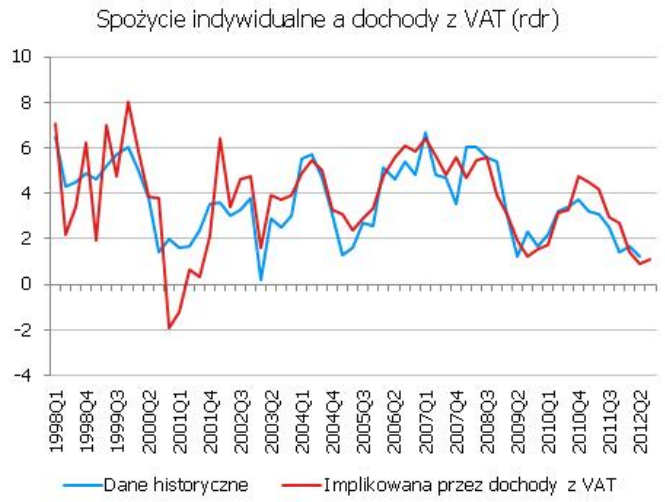
Listopadowa projekcja inflacyjna NBP wskazuje, że konsumpcja w III kwartale wzrośnie w kategoriach realnych o 1,3 proc. rok do roku (w lipcowej projekcji prognozowano nawet 1,8% wzrost w IIIkw. - patrz wykres 1), a więc pozostanie w przybliżeniu na poziomie odnotowanym w II kwartale b.r. (1,2 proc.) . Naszym zdaniem to wizja zbyt optymistyczna. Wskazują na to dostępne dane, w oparciu o które możemy oszacować dynamikę konsumpcji w minionym kwartale. Informacje te to: (1) dochody z VAT (publikowane przez Ministerstwo Finansów), (2) realne dochody indywidualne (szacunek własny w oparciu o dane GUS), (3) realna sprzedaż detaliczna (publikowana przez GUS i Eurostat).

Wykres 1:



Wpływy z VAT - nieznaczne odbicie? Pomimo inherentnej niestabilności, wpływu nieobserwowalnych zmian ściągalności i zmian w efektywnej stopie opodatkowania wartości dodanej związanych z podwyżkami lub obniżkami stawek, dynamika dochodów z VAT jest dobrym odzwierciedleniem dynamiki konsumpcji prywatnej w cyklu koniunkturalnym (patrz wykres 2).

Wykres 2:



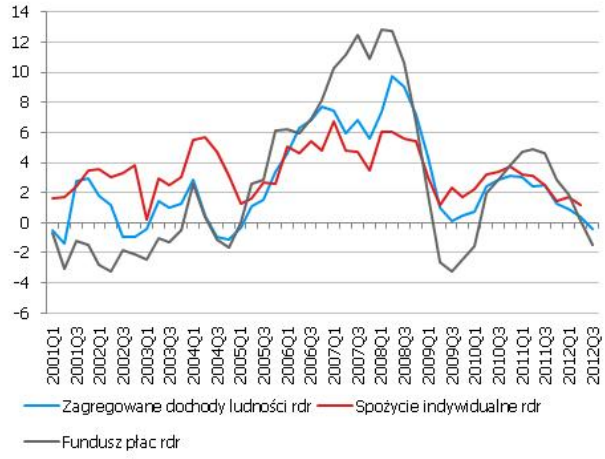
W 2012 r. roczna dynamika dochodów z VAT systematycznie malała i przez większą część roku pozostawała ujemna. Jedynym miesiącem, który zaburzał ten obraz, był sierpień, kiedy to wpływy do budżetu z tytułu VAT nieoczekiwanie wzrosły o 1,1 proc. Z tego względu, III kwartał z punktu widzenia budżetu państwa okazał się nawet nieco lepszy niż drugi, co wskazywałoby na przyrost rocznej dynamiki konsumpcji w III kwartale o ok. 0,2 p. proc. Jest to prawdopodobnie efekt jednorazowy - opublikowane w zeszłym miesiącu dane na temat realizacji budżetu w październiku nie pozostawiają złudzeń - zgodnie ze wstępnymi szacunkami, w tym miesiącu dochody z VAT spadły w ujęciu rocznym o ok. 15 procent, co jasno pokazuje kierunek trendu.

Realne dochody ludności - tak źle nie było od 2004 r. Związek pomiędzy dochodem, a konsumpcją jest jedną z najbardziej fundamentalnych zależności makroekonomicznych. Jakkolwiek jego odporność i dokładna forma dla gospodarki polskiej jest kwestią mogącą podlegać dyskusji (por. np. nasz marcowy Miesięczny Przegląd Makroekonomiczny), jesteśmy zainteresowani jego własnościami predykcyjnymi.

Dane miesięczne pozwalają na skonstruowanie przybliżonej miary zagregowanych dochodów bieżących ludności, na którą składają się: (1) fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw, (2) wartość emerytur i rent wypłaconych z powszechnego systemu ubezpieczeń i z systemu ubezpieczeń społecznych rolników; (3) wartość zasiłków, w tym dla bezrobotnych. Taka miara, choć nie pozbawiona wad (nie obejmuje dochodów z pracy ok. 2/3 zatrudnionych, pomija samo-zatrudnionych i dochody z kapitału), ze względu na mniejszą wahliwość lepiej wyjaśnia zmienność konsumpcji w czasie niż sam tylko fundusz płac.

W kategoriach realnych, tak oszacowany dochód zanotował w III kwartale pierwszy roczny spadek od 2004 roku (-1,2%) (warto zauważyć, że taka sytuacja nie miała miejsca w 2009 r.). Na realne zmniejszenie się dochodów ludności złożyły się dwa czynniki. Po pierwsze, spadek płac realnych w warunkach stagnacji zatrudnienia sprawia, że realny fundusz płac ulega zmniejszeniu. Po drugie, od kwietnia 2010 r. emerytury i renty indeksowane są wyłącznie pod kątem inflacji, a wzrost liczby emerytów i rencistów jest minimalny. Po trzecie, ze względu na stagnację stopy bezrobocia i stosunkowo niewielki odsetek uprawnionych do pobierania zasiłku dla bezrobotnych, kontrybucja tego rodzaju świadczeń jest zaniedbywalna.

Wykres 3:

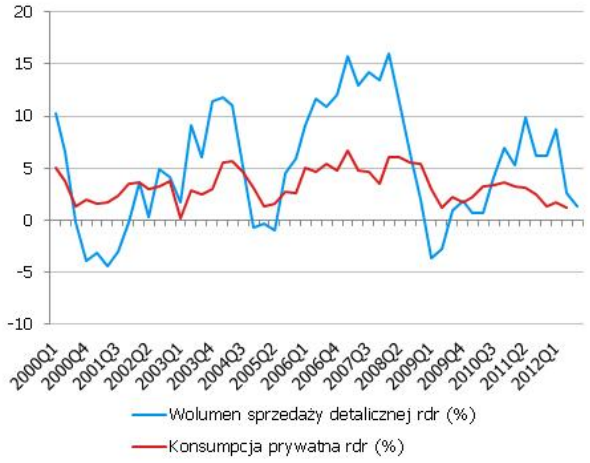


Wreszcie, wraz z wyhamowywaniem przyrostu kredytów dla gospodarstw domowych i coraz mocniej zarysowującym się spadkiem cen mieszkań, wyczerpaniu ulegają inne źródła finansowania konsumpcji (kredytowe i majątkowe). Oczekiwana dynamika konsumpcji indywidualnej to zatem, biorąc pod uwagę zaobserwowaną już dynamikę dochodów, jedynie 0,8% r/r wobec 1,2% r/r w drugim kwartale.

Sprzedaż detaliczna - ostry spadek. Hamowanie realnej dynamiki sprzedaży detalicznej w ostatnich kwartałach jasno pokazuje kierunek, w jakim porusza się dynamika konsumpcji indywidualnej. W III kwartale sprzedaż detaliczna wzrosła o 1,4%, wobec wzrostu o 2,6% w II kwartale i dynamik rocznych sięgających 8-10% w analogicznym okresie 2011 roku. W przeszłości (kolejno w 2000, 2004 i 2008) tak

gwałtowne załamanie dynamiki sprzedaży detalicznej zawsze towarzyszyło spadkowi dynamiki spożycia indywidualnego. Spadek z III kwartału b.r. implikuje wyhamowanie dynamiki konsumpcji indywidualnej z 1,2% r/r do ok. 0,8% r/r.

Wykres 4:



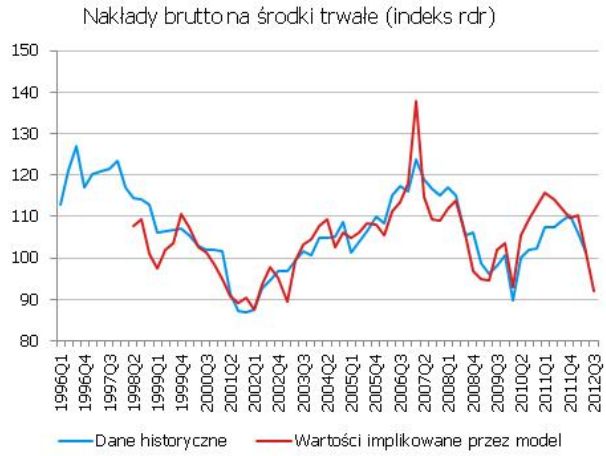
Należy pamiętać, że podawane przez Główny Urząd Statystyczny komunikaty na temat sprzedaży detalicznej dotyczą sprzedaży w przedsiębiorstwach zatrudniających przynajmniej 10 pracowników. **W sytuacji, gdy w handlu detalicznym rośnie udział sieci handlowych, supermarketów i dyskontów, a maleje rola małych sklepów, wzrost sprzedaży będzie zaburzony przez odbywającą się za kulisami zmianę strukturalną w sektorze.** Obejmujące pełną populację statystyki na temat sprzedaży detalicznej, którymi dysponuje Eurostat, wskazują - dla kontrastu - że wolumen obrotów sprzedaży detalicznej osiągnął swoje maksimum w połowie 2010 roku i od tego czasu ulega systematycznej erozji (-3,5 proc. w stosunku do szczytu).

Reasumując, w oparciu o dostępne dane należy wyrazić wątpliwości dotyczące możliwości utrzymania dynamiki konsumpcji prywatnej w trzecim kwartale na poziomie zbliżonym do II kw. Z naszych szacunków wynika raczej, że w III kwartale można spodziewać się wzrostu spożycia indywidualnego o 0,7-0,85 proc. Odpowiada to kontrybucji do wzrostu PKB w wysokości zaledwie 0,5 p. proc.

Inwestycje w spadku swobodnym? Szczyt kontrybucji inwestycji do wzrostu gospodarczego w aktualnym cyklu przypadał na III i IV kwartał 2011 roku, kiedy to liczony rok do roku wzrost inwestycji sięgnął, odpowiednio +9,0 i +10,4%. Od tego czasu inwestycje wyraźnie wyhamowują: do +6,0% i +1,3% w pierwszych dwóch kwartałach bieżącego roku. Dostępne dane miesięczne (dynamika produkcji dóbr inwestycyjnych i produkcji budowlano-montażowej) z III kwartału wskazują na pierwszy od 2010 r. spadek inwestycji w ujęciu rocznym.

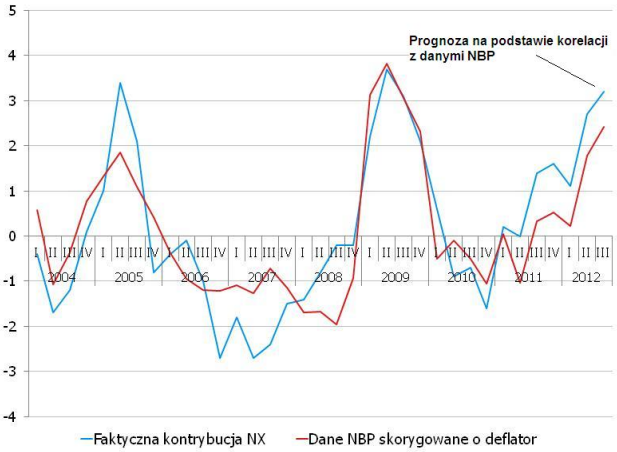
W III kwartale produkcja dóbr inwestycyjnych spadła rok do roku o 1,4% (wobec wzrostu o 1,7 w II kwartale). Dodatkowo, ostatni kwartał przyniósł załamanie aktywności gospodarczej w budownictwie (spadek produkcji o 10,5% rdr), wiązane głównie z gwałtownym wyhamowaniem inwestycji infrastrukturalnych, ale obserwowane również w budownictwie mieszkaniowym. Jakkolwiek powyższe dane prawdopodobnie nie wyczerpują pełnego katalogu aktywności klasyfikowanych w metodologii rachunków narodowych jako nakłady brutto na środki trwałe, historycznie rzecz biorąc stanowią dobre przybliżenie dynamiki inwestycji w cyklu koniunkturalnym. W ich świetle trzeci kwartał powinien zamknąć się spadkiem inwestycji sięgającym 7,8% w ujęciu rocznym, najgłębszym od I kwartału 2010 r., kiedy to nieznaczny wzrost produkcji dóbr inwestycyjnych został przytłoczony głębszym niż w minionych 3 miesiącach załamaniem produkcji budowlanej. Ryzyko w zakresie prognozowania inwestycji to przede wszystkim ich inercja i wpływ elementów nieobjętnych zmiennymi objaśniającymi modelu. Obstawiamy, że te elementy generują ryzyko wolniejszego spadku inwestycji prywatnych w skali powiedzmy 5%.

Wykres 5:



Wielkości rezydualne W bieżącym cyklu kategoria „zmiany zapasów" osiągnęła już szczyt kilka kwartałów wcześniej i obecnie znajduje się w łagodnej tendencji spadkowej. Kontrybucja zmian zapasów do wzrostu PKB wyniosła w poprzednim kwartale już -1,5pp (spory skok z +0,8pp. w I kwartale). Jest to jednak wynik działającego negatywnie efektu bazowego z poprzedniego roku, który w III kwartale zostanie odwrócony. Tym samym jest bardzo prawdopodobne, że mimo coraz niższych zmian zapasów (fenomen cykliczny), ich kontrybucja do wzrostu PKB nietypowo wzrośnie w III kwartale w kierunku -0,6-0,8pp.

Wykres 6:



Pozytywnej niespodzianki może tym razem nie wygenerować jednak eksport netto, który przecież wyliczany jest na podstawie

danych NBP korygowanych o delatory eksportu i importu. Głównym wyznacznikiem delatorów jest w krótkim terminie kurs walutowy, a więc dane NBP skorygowane o tę wielkość (dokonujemy tego na podstawie modelu ekonometrycznego) powinny wskazywać z dużą dokładnością kontrybucję handlu zagranicznego do wzrostu PKB - faktycznie (patrz wykres), posługując się taką metodą trudno pomylić się do kierunku.

Nasze wątpliwości budzi jednak niemal stałe przeszacowanie danych GUS („faktyczna kontrybucja NX" na wykresie), warte średnio 1pp., które wcześniej czy później powinno zostać skorygowane. Tak więc nasz szacunek wkładu eksportu netto do dynamiki PKB na poziomie +3,2pp. należałoby traktować raczej jako górną granicę. (1pp. rozbieżności to właśnie przestrzeń na niespodziankę w dół).

	Tempo wzrostu	Kontrybucja	Ryzyko (Kontrybucja w pp.)
Spożycie indywidualne	0.7	0.4	+0.1
Spożycie publiczne	1.5	0.3	+0.2
Inwestycje	-7.0	-1.5	+0.4
Zmiana zapasów		-0.8	
Eksport netto		3.2	-1.0
PKB	1.6	**1.6**	-0.3
PKB z ryzykami	1.3-1.6		

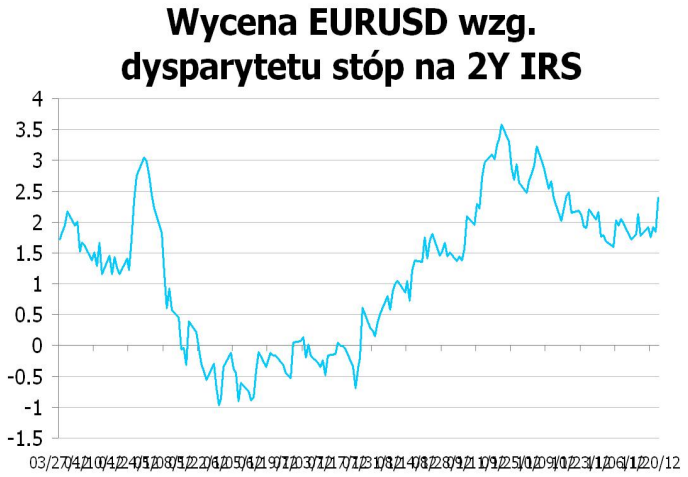
EURUSD fundamentalnie

Dane o indeksie Ifo okazały się sporo lepsze od oczekiwań i zgodnie z naszymi oczekiwaniami podsyciły rally na EURUSD. Tym samym nie doszło nawet do drobnej korekty na tej paze walutowej przed weekendem związanej z chęcią zrealizowania przynajmniej części zysków. EURUSD ustanowił nowe makisma lokalne (1,2991). Dziś zapadną ustalenia ws. wypłaty kolejnej transzy pomocy dla Grecji oraz planu zmniejszenia jej zadłużenia (lub wydłużenia okresu dochodzenia do 120% długu w relacji do PKB). Biorąc pod uwagę fakt, że dzisiejsza decyzja w żadnym stopniu nie może być potraktowana jak pewnik, potencjał do spadków kursu jest spory (i chyba niewielki do wzrostów ze względu na bieżące poziomy kursu). W dalszej części tygodnia na świeczniku będą przede wszystkim dane o zamówieniach na dobra trwałe z USA. Z fundamentalnego punktu widzenia inwestorzy zaakceptowali, że strefa euro przetrwa, stopniowo lepsze dane makro powinny podtrzymywać wspólną walutę.

EURUSD technicznie

Miniony tydzień przyniósł przełamanie 55-tygodniowej średniej ruchomej i zdecydowane wyłamanie w górę z formacji flagi, co wskazuje na kontynuację trendu wzrostowego z sierpnia i września. W piątek EURUSD najpierw przełamał opór wyznaczony przez 55-dniową średnią ruchomą (1,2900/15), a następnie utworzył nowe maksimum listopada (1,2990), nie zbliżając się jednak na dłużej do ważnego z poziomów psychologicznych 1,3000. Dzień dzisiejszy rozpoczął się od konsolidacji zysków z ostatnich tygodni. Dolną granicą tej korekty powinno być przecięcie 14- i 200-dniowej średniej ruchomej (1,2800), w międzyczasie jednak należy bacznie obserwować 1,2900/15 jako najbliższy istotny poziom wsparcia (1,2860 pozostaje w dalszej perspektywie). W przypadku powrotu do wzrostów kluczowy pozostaje opór na poziomie 1,30.

Wsparcie	Opór
1,2900/15	1,3150
1,2860	1,3000
1,2800	1,2950



* 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

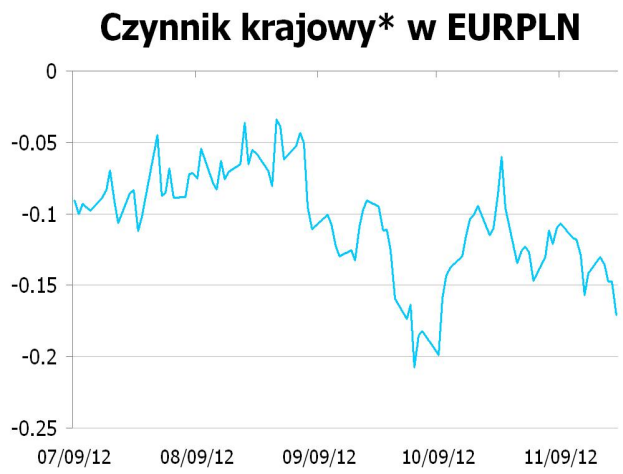
EURPLN fundamentalnie

Złoty skończył dzień bez umocnienia, natomiast utrzymuje się na relatywnie niskich poziomach. Dziś publikacja danych o sprzedaży detalicznej (konsensus 3-4%), które mogą okazać się jeszcze lepsze od konsensusu (biorąc pod uwagę korelację z produkcją przemysłową). Jeśli taki scenariusz się zrealizuje, złoty ma szansę na dalszą aprecjację (potencjalnie nawet do poziomu 4,08) zanim zostaną opublikowane dane o PKB (piątek) a w następnym tygodniu RPP ogłosi decyzję o stopach procentowych (spodziewamy się obniżki i łagodnego komunikatu). Szybka kontrakcja polskiej gospodarki i czynniki związane z zachowaniem RPP powinny spowodować powrót PLN do trendu deprecjacyjnego. Jako że jednak publikacja pierwszych danych nastąpi dopiero w piątek, prawie cały tydzień będzie dla PLN łaskawy.

EURPLN technicznie

Zeszły tydzień EURPLN zakończył dużą czarną świecą. W efekcie, kurs pozostaje od kilku tygodni w paśmie wahań 4,10-4,19, w okolicach FIBO 61,8%. W piątek, pomimo znacznych wahań w ciągu dnia, zasadniczo bez zmian - jak się wydaje, fala spadkowa wyhamowała, a EURPLN znajduje się w okolicy listopadowych minimów, poniżej długookresowego trendu. Kolejnym celem dla EURPLN jest wspomniane listopadowe minimum (4,1000), a w międzyczasie będziemy obserwować 4,1060. Przełamanie tych poziomów wsparcia otworzy drogę do 4,06 (minimum października) i dolnej granicy kilkumiesięcznego kanału wahań EURPLN. Kluczowym sygnałem dla odwrócenia fali i powrotu do wzrostów będzie przełamanie oporu na poziomie 4,1190/1200, a później - oporu wyznaczonego przez FIBO 23,6% na wykresie dziennym (4,1280/1300).

Wsparcie	Opór
4,1060	4,1280/4,1300
4,1000	4,1190/1200
4,0610	4,1150



* 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	3.96	3.98
2Y	3.905	3.96
3Y	3.845	3.90
4Y	3.83	3.88
5Y	3.84	3.89
6Y	3.865	3.92
7Y	3.9	3.95
8Y	3.94	3.99
9Y	3.98	4.03
10Y	4.02	4.07

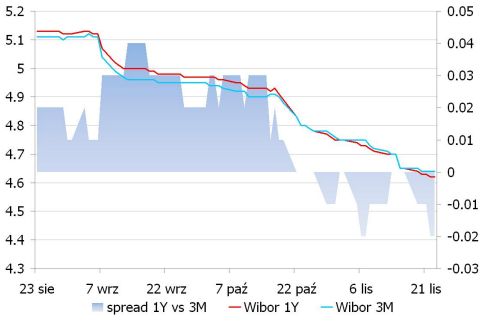
depo	BID	ASK
ON	4.3	4.6
1M	4.3	4.7
3M	4.3	4.7

FRA	BID	ASK
1x2	4.30	4.35
1x4	4.32	4.37
3x6	3.91	3.94
6x9	3.55	3.58
9x12	3.47	3.50

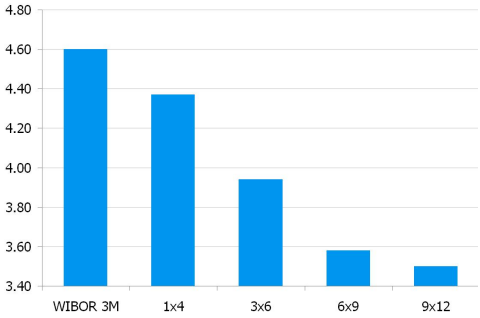
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1229
USD/PLN	3.1945
CHF/PLN	3.4208

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2971
EUR/JPY	106.87
EUR/PLN	4.1073
USD/PLN	3.1670
CHF/PLN	3.4101

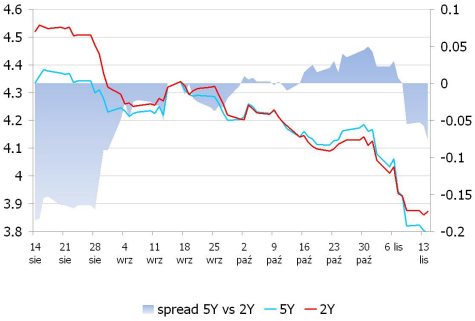
WIBOR 3M i 1Y



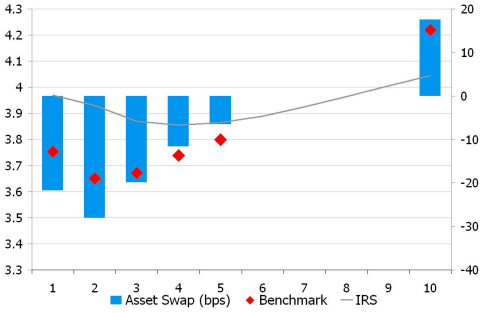
WIBOR 3M i stawki FRA



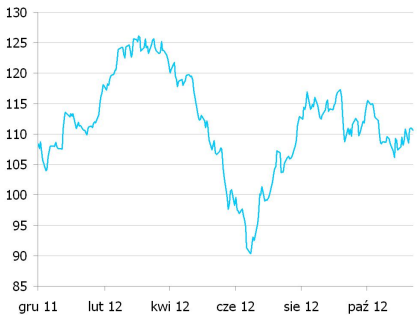
IRS 5Y i 2Y



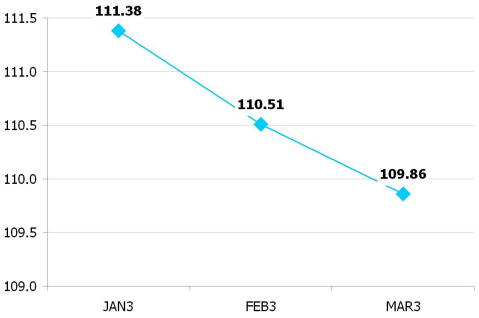
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INTRUMENTÓW 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, 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.