



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

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		
03.12.2012 PONIEDZIAŁEK							
2:45	CHN	PMI w przemyśle (pkt)	lis		50.4	49.5	50.5
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt)	lis	47.3	47.2	47.3	48.2
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt)	lis			44.7	44.5
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt)	lis		46.8	46.8	46.8
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt)	lis		46.2	46.2	46.2
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	lis		51.4	51.7	49.5
04.12.2012 WTOREK							
11:00	EUR	PPI m/m (%)	paź		0.0	0.2	
05.12.2012 ŚRODA							
9:50	FRA	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	lis			46.1	
9:55	GER	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	lis		48.0	48.0	
10:00	EUR	PMI composite <i>final</i> (pkt)	lis		45.8	45.8	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	lis		45.7	45.7	
	POL	Decyzja RPP (%)	gru	4.25	4.25	4.50	
14:30	USA	Wskaźnik zatrudnienia ADP (tys.)	lis		140	158	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	paź		0.0	4.8	
06.12.2012 CZWARTEK							
11:00	EUR	PKB s.a. <i>prelim</i> q/q (%)	3Q		-0.1	-0.1	
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	paź		1.0	-3.3	
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	gru		0.75	0.75	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	01.12		380	393	
07.12.2012 PIĄTEK							
9:00	CZE	PKB s.a. <i>final</i> r/r (%)	3Q			-1.5	
9:00	HUN	PKB s.a. <i>final</i> r/r (%)	3Q			-1.5	
9:00	HUN	Produkcja przemysłowa <i>prelim</i> r/r (%)	paź			0.6	
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.0	-0.8	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.)	lis		90	171	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lis		7.9	7.9	
15:55	USA	Wskaźnik koniunktury U. Michigan (pkt)	gru		82.0	82.7	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Spokojny dzień. Dziś jedynie publikacja danych na temat inflacji producenckiej w strefie euro. Zgodnie z oczekiwaniami analityków, ceny producentów w październiku nie zmieniły się w ujęciu miesięcznym.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Wskaźnik PMI dla Polski w listopadzie wyniósł 48,2 pkt. wobec 47,3 pkt w październiku - wynika z danych HSBC opracowanych przez Markit. Jest to najwyższy poziom wskaźnika od trzech miesięcy (**więcej w sekcji analizy**)
- - Jesienne prognozy Komisji Europejskiej, jeśli chodzi o deficyt sektora finansów publicznych, nie rodzą ryzyka dla wyjścia Polski z procedury nadmiernego deficytu (EDP) w 2013 roku - ocenia w rozmowie z PAP osoba z otoczenia komisarza ds. gospodarczo-walutowych Olli Rehna.
- Każmierczak: Hamowanie polskiej gospodarki w III kwartale było ostre, a niska dynamika wzrostu PKB utrzyma się prawdopodobnie także w pierwszym oraz drugim kwartale przyszłego roku.
- NBP: W II kwartale 2012 roku realne dochody do dyspozycji brutto gospodarstw domowych spadły o 2,3 proc. rdr, a perspektywy dla tempa ich wzrostu w najbliższym czasie wydają się mało optymistyczne, choć charakter dostaw na rynku pracy pozwala oczekiwać niezbyt gwałtownych zmian w tym zakresie.
- Niemcy: Indeks PMI w przemyśle wyniósł w listopadzie 2012 roku 46,8 pkt. wobec 46,0 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca - podano końcowe wyliczenia.
- USA: Wskaźnik aktywności ISM w przemyśle amerykańskim spadł w listopadzie do 49,5 pkt z 51,7 pkt w poprzednim miesiącu. (**więcej w sekcji analizy**)

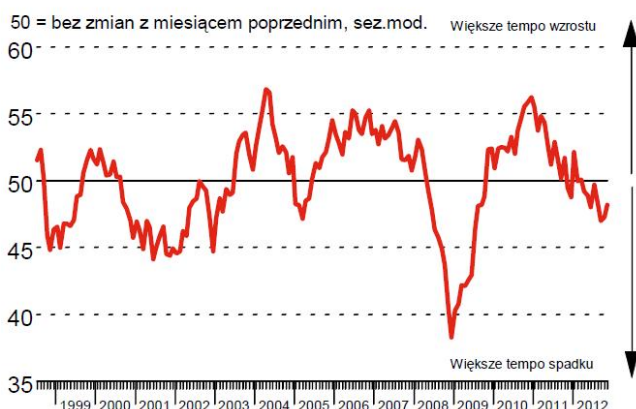
Decyzja RPP (5.12.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	0%
obniżka 25 bps	100%
PROGNOZA BRE	
obniżka 25 bps	

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.369	-0.009
USAGB 10Y	1.620	0.003
POLGB 10Y	4.030	0.052
Dotyczy benchmarków Reuters		

PMI nieznacznie wyżej

Indeks PMI ponownie zaskoczył wzrastając o 0,9 pkt. do poziomu zbliżonego do sierpnia. Ciągłe jednak odczyt na poziomie 48,2 pkt. nie jest powodem do hurra optymizmu (na co wskazuje także komentarz Markit'u) przede wszystkim dlatego, że indeks oraz większość publikowanych sub-indeksów spadają już od 8 miesięcy wskazując na dalsze pogarszanie się sytuacji w sektorze przemysłowym (wzrost PMI wskazuje na jedynie wolniejsze tempo spadków). Co więcej wzrost wskaźników wynika w większości przypadków ze wzrostu odpowiedzi neutralnych, nie zaś obserwowanej poprawy sytuacji (odpowiedzi pozytywnych). Konstrukcja indeksów dyfuzji wpływa na ich wahlwe zachowanie - szczególnie w sytuacji niepewnego i zależnego od czynników niefundamentalnych środowiska globalnego jak obecnie.

HSBC PMI® Polski Sektor Przemysłowy



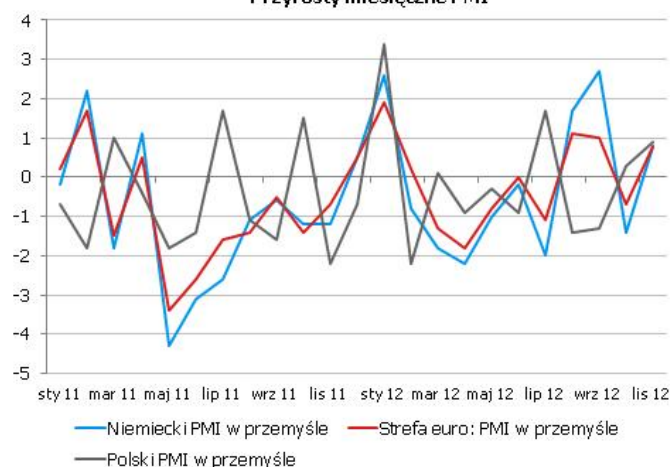
Źródło: Markit, HSBC.

Przechodząc do szczegółów - wskaźnik produkcji wzrósł jedynie nieznacznie (o 0,3pkt do poziomu 48,1 pkt), podobnie nowe zamówienia, które notują drugi najdłuższy (10-miesięczny) okres spadków w historii badania. Firmy informowały o słabszym popycie zarówno krajowym jak i eksportowym oraz o dużej konkurencji ze strony azjatyckich producentów. Dalej spadały zapasy oraz zarówno ilość jak i zapasy pozycji zakupionych, co uzasadniane było mniejszymi zapotrzebowaniami produkcyjnymi. Wydłużeniu uległ czas dostaw, który od kilku miesięcy pozostaje w miarę neutralny odzwierciedlając brak presji na dostawców (sygnał negatywny). Wskaźnik zatrudnienia wzrósł o 1,6pkt do poziomu 48,2 pkt wydłużając okres spadków zatrudnienia do 3 miesięcy - jego niższy poziom uzasadniano mniejszą wielkością produkcji, redukcją tymczasowych miejsc pracy oraz naturalnymi odejściami pracowników. Niejednoznaczny sygnał płynie z danych inflacyjnych - choć niektóre firmy uzasadniały wzrost cen wyrobów gotowych lepszym popytem (wskaźnik cen wyniósł równo 50pkt), to już wskaźnik kosztów produkcji spadł do poziomu 48,4 pkt., a odpowiedzi wskazują na niższe ceny stali i wiele promocji u dostawców.

Z punktu widzenia oficjalnych danych, odpowiedzi w PMI mogą tłumaczyć na razie oszczędne spadki zatrudniania - firmy redukują najpierw tymczasowych pracowników, co nie znajduje odzwierciedlenia w danych GUS. Pozytywnym sygnałem jest także spore odbicie nowych zamówień eksportowych, które jest spójne z ostatnimi wzrostami niemieckich indeksów PMI i Ifo (wczorajsze finalne odczyty potwierdziły właściwie wstępne

obliczenia). Warto także podkreślić, że w listopadzie indeksy powróciły do krótkookresowej dodatniej korelacji - odczyt na poziomie 48 pkt. implikowały modele oparte na danych niemieckich. Obserwowane poziomy, ciągle dość jednorodny (i negatywny) rozkład składowych oraz dalsze poruszanie się indeksu w przedziale 45-50 pkt. nie zmienia naszego scenariusza bazowego na kolejne 2-3 kwartały, choć oczywiście w przypadku indeksów koniunktury bardzo istotny jest dłuższy trend - będziemy zatem bacznie obserwować dalsze zmiany PMI.

Przyrosty miesięczne PMI

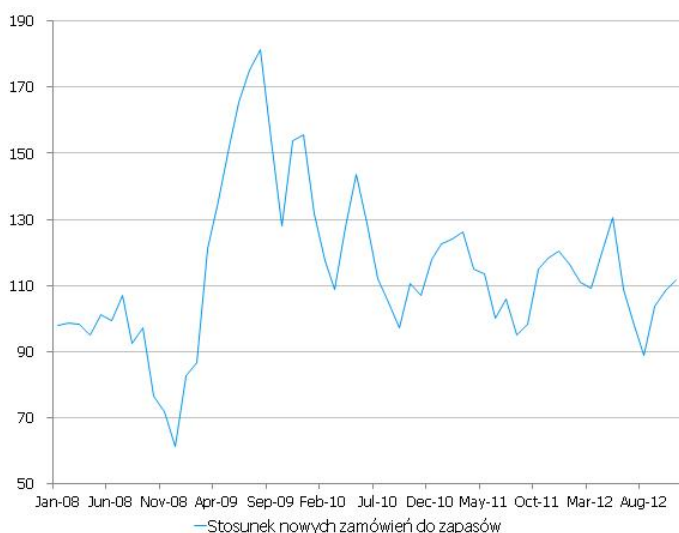


USA: silny spadek indeksu ISM w przemyśle

Indeks ISM w przemyśle spadł w listopadzie poniżej poziomu 50pkt. (odczyt 49,5pkt., oczekiwania 51,3pkt.). Nowe zamówienia, zatrudnienie i zapasy (po stronie producentów i klientów) pociągnęły indeks w dół; w takiej konfiguracji nieoczekiwanie wzrosła jednak produkcja.



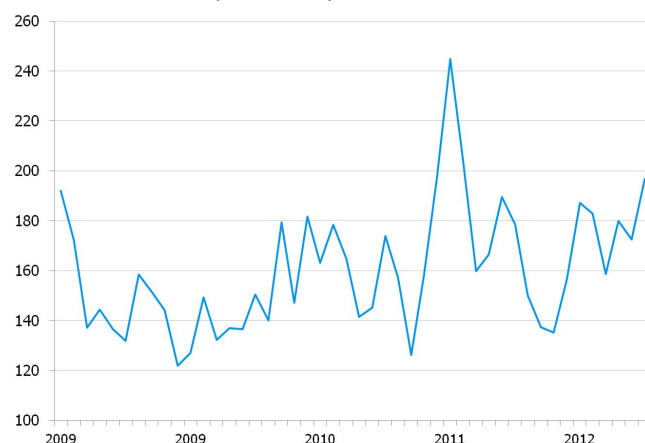
Kompozycja indeksu jest słaba i sugeruje spowolnienie aktywności w przemyśle w najbliższych miesiącach (ostatnie dane przeceniły skalę ożywienia?). Gospodarka ma problemy z rozpędzeniem się, a listopadowy spadek indeksu tylko potwierdza jak bardzo kruche jest obecne ożywienie w gospodarce amerykańskiej (mimo imponujących liczb wykazanych w PKB za III kwartał). Zwolennicy wskaźnika nowe zamówienia/zapasy wskażą na drugi miesiąc z rzędu jego odbicia. Warto jednak zaznaczyć, że trend tego wskaźnika jest spadkowy (takie wybicia zdarzały się już wcześniej) a zapasy w gospodarce amerykańskiej zaczęły zachowywać się bardzo pro-cyklicznie (patrz ostatni komentarz o PKB). Wskaźnik ten rośnie tylko dlatego, że zapasy spadają szybciej od zamówień, co w kontekście pro-cykliczności nie jest pozytywną informacją.



Dlaczego zatem przy pojawiających się nieśmiałyłch symptomach ożywienia w Azji indeks nagle spada? Czy przedsiębiorcy

nagle przypomnieli sobie o fiscal cliff? Nie wydaje nam się, że jest to rozsądne wytłumaczenie obecnej sytuacji (choć zjawisko fiscal cliff pojawia się w odpowiedziach respondentów jako czynnik niepewności, pojawia się tylko sporadycznie), gdyż niepewność związana z polityką fiskalną już od dawna odzwierciedla się w spadkowych danych o inwestycjach (na razie tylko konsumenci wydają się żyć tak jakby problemy fiskalne nie istniały). Co więcej, jest to już drugi odczyt ISM po wyborach prezydenckich, a każdy przedsiębiorca doskonale zdawał sobie sprawę z implikacji zwycięstwa Obamy (indeks niepewności dot. polityki gospodarczej rośnie od początku roku). Kolejnym podejrzanym są zaburzenia spowodowane huraganem Sandy, których kwantyfikacja jest zawsze trudna w przypadku badań ankietowych (w odpowiedziach respondentów problem ten pojawia się jedynie raz). Ten czynnik może jednak dyskwalifikować wysoki odczyt bieżącej produkcji - to właśnie tam spodziewalibyśmy się największych zaburzeń.

Policy Uncertainty Index



Choć odpowiedź na pytanie odnośnie przyczyn słabości indeksu ISM pozostaje niejednoznaczna (być może ostatnie dane przeceniły siłę cyklicznego ożywienia, być może wrócił strach przed fiscal cliff, być może huragan Sandy wprowadził trudne do kwantyfikacji zaburzenia). Niemniej optymalna odpowiedź polityki pieniężnej już niejednoznaczna nie jest. Jakkolwiek sporo zaczyna się mówić odnośnie roku 2013 i ewentualnego wycofywania dodatkowej stymulacji monetarnej przez FOMC, grudzień przyniesie dołączenie zakupów w ramach Operation Twist (co-miesięczna zamiana około 45mld USD krótkich papierów na długie) do regularnych operacji zakupu papierów ogłoszonych we wrześniu (40mld miesięcznie). Trudno nam sobie wyobrazić w tej sytuacji inne rozwiązanie, gdyż zakończenie OT wprowadziłoby zacieśnienie polityki pieniężnej, tym bardziej niechciane na tym etapie, gdyż publikowane w grudniu dane mogą być zaburzone efektem huraganu, co będzie prowadziło do dwuznacznych interpretacji, wzmagających już i tak dominujące uczucie niepewności corporate America.



EURUSD fundamentalnie

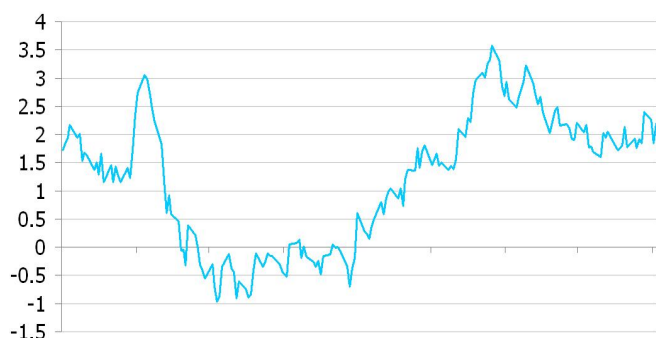
EURUSD zyskał wczoraj nowy wiatr w żagle po publikacji informacji, że Hiszpania zwróci się po pomoc dla sektora bankowego (to nie jest bailout, który jest konieczny do uruchomienia OMT). 'News' warty był 60pipsów na EURUSD, które zostały utrzymane w trakcie sesji. W dużej mierze przyczyniły się do tego gorsze dane z USA (ISM), które w okresie zbliżającego się luzowania polityki pieniężnej zwykle penalizują dolara. Ciekawe zachowanie EURCHF - trzeci dzień z rzędu wzrostów. Już nie tylko zawężenie spreadów peryferii pozytywnie wpływa na tę parę walutową, lecz kolejne informacje, że szwajcarskie banki mają zamiar wprowadzić ujemne oprocentowanie od depozytów w CHF. Dziś brak publikacji, lećce przejmie analiza techniczna, która wciąż faworyzuje wzrosty na EURUSD.

EURUSD technicznie

Zgodnie z oczekiwaniami, EURUSD pewnie zmierzał w dniu wczorajszym w kierunku wrześniowych i październikowych maksimów (1,3150/70), pozostając powyżej trendu dziennego oraz trendów krótkoterminowych notowanych na wykresach 1H i 4H. Przewidujemy, że ruch ten będzie również dziś kontynuowany (na co wskazuje obserwowana dziś rano biała świeca) aż do osiągnięcia wspomnianego poziomu oporu. W międzyczasie możemy spodziewać się testowania ważnego z powodów psychologicznych poziomu 1,3100. Dla ewentualnych korekt spadkowych wsparciem jest w pierwszej kolejności maksimum zeszłego tygodnia (1,3030), a następnie krótkoterminowy trend wzrostowy (1,3000) i, wreszcie, 55-okresowa średnia ruchoma w układzie 4H (1,2960).

Wsparcie	Opór
1,3030	1,3150/70
1,3000	1,3100
1,2960	1,3075

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

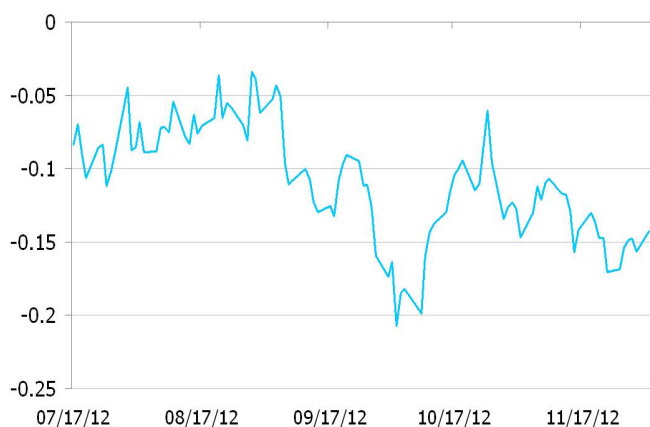
Czynniki krajowe odgrywają coraz większą rolę w wycenie EURPLN - dziś startujemy z poziomu powyżej 4,13. Obserwujemy też rozkorelowanie z EURUSD - do środowej decyzji RPP reakcje PLN na informacje jak wczorajsza o zgłoszeniu się Hiszpanii po pomoc dla banków będą ograniczone. Czynnikiem kluczowym jest obecnie gra na skalę spowolnienia oraz głębokość cyklu poluzowania (oczekiwania przekroczyły już 25pb, zatem gra toczy się o 50pb). Wczorajsze negatywne wypowiedzi prezesa GUS (m.in. o możliwych ujemnych dynamikach PKB kw/kw w pierwszej połowie roku) wskazują, że konsensus (być może także instytucji centralnych) przesunął się coraz bliżej naszego scenariusza recesji w pierwszej połowie roku. Takiego obrazu nie złamał nieznacznie lepszy odczyt PMI (więcej czytaj w sekcji analizy). Dla złotego kluczowa będzie środowa decyzja RPP, jednak spodziewamy się, że wzmocni ona tylko obecny trend na EURPLN.

EURPLN technicznie

Zgodnie z przewidywaniami, EURPLN skierował się w dniu wczorajszym na północ i zdołał przełamać wszystkie zarysowane we wczorajszym komentarzu poziomy oporu, znalazłszy się ostatecznie powyżej 55-dniowej MA i FIBO 23,6% (4,1300), a także powyżej trendów krótkoterminowych (200-okresowych MA w układzie 4H i 1H). Jak wskazują dane o większej częstotliwości (wyłamanie w górę z formacji flagi na wykresie 4H), gdzie tendencja wzrostowa jest wyraźna, potencjał dla dalszych wzrostów nie został wyczerpany. Celem jest teraz w pierwszej kolejności FIBO 50% na wykresie 4H (4,1366), a następnie FIBO 61,8% w perspektywie 4H (4,1550). Otworzy to drogę do kluczowego poziomu oporu związanego z 200-dniową MA (4,1640). Poziomy wsparcia (możliwości krótkoterminowych korekt spadkowych nie mogą być ignorowane) to niedawne poziomy oporu: 4,1280/1300, 4,1190/1200 i 4,1100.

Wsparcie	Opór
4,1280/1300	4,1640
4,1190/1200	4,1550
4,1100	4,1366

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.

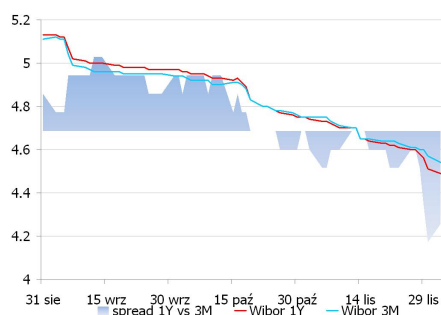




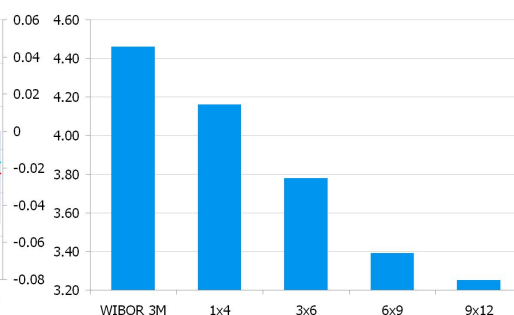
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.71	3.74	ON	4.5	4.7	EUR/PLN	4.1083
2Y	3.635	3.67	1M	4.2	4.3	USD/PLN	3.1498
3Y	3.595	3.64	3M	4.1	4.4	CHF/PLN	3.4050
4Y	3.605	3.65					
5Y	3.6325	3.67					
6Y	3.65	3.71					
7Y	3.7	3.74					
8Y	3.7397	3.78					
9Y	3.75	3.81					
10Y	3.8	3.84					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.15	4.20	EUR/USD	1.3052
1x4	4.11	4.16	EUR/JPY	107.32
3x6	3.73	3.78	EUR/PLN	4.1291
6x9	3.34	3.39	USD/PLN	3.1643
9x12	3.20	3.25	CHF/PLN	3.4169

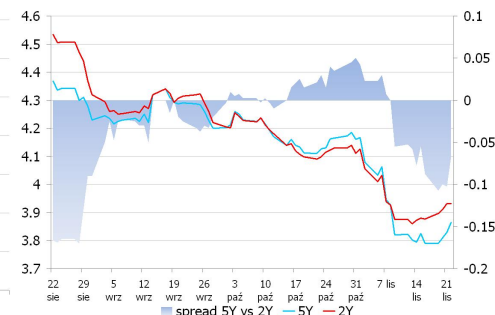
WIBOR 3M i 1Y



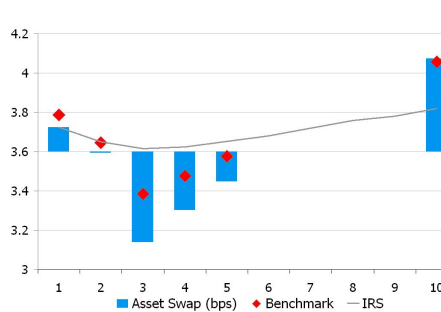
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



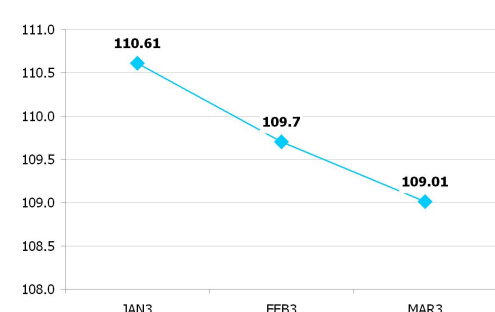
Asset swap i IRS



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 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.