



## 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		
<b>19.12.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lis	6.0	5.9	6.5	8.7
14:00	POL	PPI r/r (%)	lis	8.7	8.6	8.5	8.9
16:00	USA	Indeks nieruchomości NAHB	gru		20	20	21
<b>20.12.2011 WTOREK</b>							
8:00	GER	Indeks zaufania konsumentów Gfk (pkt.)	sty		5.5	5.6	5.6
10:00	GER	Indeks Ifo (pkt.)	gru		106.0	106.6	107.2
14:00	HUN	Decyzja MNB (%)	gru		7.00	6.50	7.00
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lis	3.0	3.0	2.8	3.0
14:30	USA	Housing starts (tys SAAR)	lis		635	627 (r)	685
14:30	USA	Housing permits (tys SAAR)	lis		635	644 (r)	681
<b>21.12.2011 ŚRODA</b>							
16:00	EUR	Indeks zaufania konsumentów (pkt.)	gru		-21.0	-20.4	-21.2
16:00	USA	Existing home sales (mln SAAR)	lis		5.05	4.25 (r)	4.42
<b>22.12.2011 CZWARTEK</b>							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lis	10.6	10.5	11.2	
10:00	POL	Stopa bezrobocia r/r (%)	lis	12.1	12.0	11.8	
14:00	POL	Minutes z posiedzenia RPP					
14:30	USA	PKB final kw/kw (SAAR %)	Q3		2.0	2.0	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	17.12.			366	
15:55	USA	Indeks Uni. Michigan final (pkt.)	gru		68.0	67.7	
16:00	USA	Indeks Conference Board m/m (%)	lis		0.3	0.9	
<b>23.12.2011 PIĄTEK</b>							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	lis		2.0	-0.5	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	lis		0.3	0.4	
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	lis		0.4	0.1	
16:00	USA	New home sales (tys SAAR)	lis		313	307	

## Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** Publikacja biuletynu statystycznego GUS ze sprzedażą detaliczną (negatywna baza na samochodach, pozytywna na paliwach, na odzieży i obuwiu znika efekt niskiej bazy, wysoka sprzedaż w dobrach trwałych w październiku - co ciekawe bardzo podobne zjawisko jak w 2008 roku, inflacja na paliwach implikuje wzrost kontrybucji paliw do ponad 4pp.) i stopą bezrobocia (sezonowy wzrost liczby bezrobotnych i niewielka nakładka wynikająca z pogorszenia koniunktury). NBP opublikuje „Minutes” z ostatniego posiedzenia RPP. Wyjaśni się czy złożony został wniosek o podwyżkę zapowiadany przez Kaźmierczaka oraz jak bardzo jastrzębie nastroje panują w RPP.
- **Gospodarka globalna.** Publikacja finalnego odczytu PKB za III kw., który powinien okazać się zgodny z poprzednimi odczytami. Ponadto publikacja wskaźników Uni. Michigan i Conference Board. W przypadku Uni. Michigan rynek spodziewa się kolejnego wzrostu. Na poprawę oddziałuje ostatnia stabilizacja sytuacji na rynku pracy oraz inflacji. Dodatkowo cotygodniowe dane z rynku pracy, które powinny pozostać na zbliżonym poziomie sprzed tygodnia.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **Winięcki:** Światowe ceny paliw i surowców wciąż znajdują się w fazie rosnącej, co stanowi problem dla polskiej polityki monetarnej, ponieważ RPP może oddziaływać tylko na wtórne efekty wzrostu cen paliw i surowców, zapobiegając nadmiernemu przenikaniu ich do polskiej gospodarki.
- **Zielińska-Głębocka:** Zmienność złotego jest bardzo duża, rynek jest głęboki i przez to podatny na spekulację. Uspokojenie sytuacji w Europie powinno odwrócić uwagę od złotego i mam nadzieję, że złoty zacznie niedługo aprecjonować. W przyszłym roku wzrost PKB wyniesie ok. 3%.
- **Belka:** Złoty raczej będzie się umacniał niż osłabiał. W jakiej skali on się ujawni i kiedy, tego nie wiemy. Złoty jest obecnie słabszy, niż wskazywałyby na to fundamenty polskiej waluty. NBP nie zajmuje się prognozami kursu złotego i interwencje banku nie mają na celu obrony określonego poziomu naszej waluty.
- **Rostowski:** W ciągu kilku tygodni zostanie podjęta decyzja o zaangażowaniu NBP w pożyczkę dla MFV. Nasza pomoc dla MFV to wyraz siły polskiej gospodarki, my mamy otwartą linię kredytową w MFV i jesteśmy gotowi też pożyczyć pieniądze funduszowi. Gdybyśmy jednak mieli pociągnąć pieniądze z FCL, wtedy NBP przestanie pożyczać pieniądze MFV.
- **Agencja S&P:** Obniżyła wiarygodność kredytową Węgier do poziomu BB+ z perspektywą negatywną.

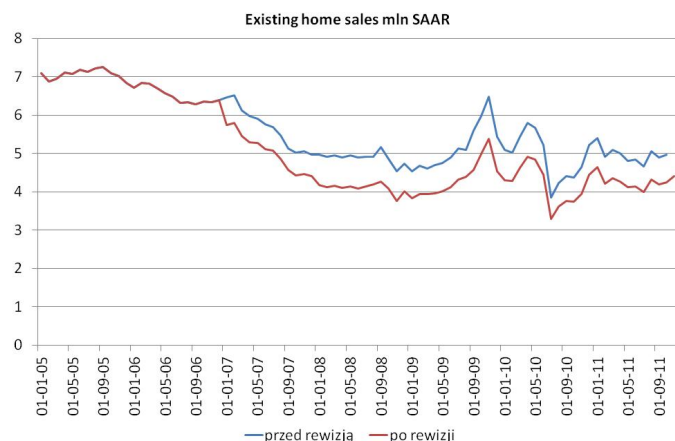
Decyzja RPP (11.01.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.935	0.025
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.967	-0.007
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.856	-0.007
<b>PROGNOZA BRE</b>		Dotyczy benchmarków Reuters		
<b>stopy bez zmian</b>				

## Dziś publikacja „Minutes”

Biorąc pod uwagę identyczny ton i (praktycznie) identyczną treść komunikatu można się spodziewać, że i zapis dyskusji będzie bardzo podobny do poprzedniego posiedzenia. Więcej uwagi zostanie poświęcone inflacji, która - sądząc zwłaszcza po wypowiedziach członków RPP - jest wyraźnie solą w oku zarówno gołębic, jak i jastrzębic członków Rady. Odnośnie sfery realnej, dyskusja zostanie zdominowana przez ryzyka odnośnie wzrostu gospodarczego (strefa euro, kryzys zadłużeniowy) lecz prawdopodobnie nie bieżące negatywne tendencje (nadzwyczajne dane z sfery realnej). Dodając do tego kontekst słabego złotego, „Minutes” wspierać będą pogląd o nastawieniu wait-and-see całej RPP, ponieważ podwyżki stóp procentowych są prawdopodobnie nie do zaakceptowania przez większość, która choć na razie nie widzi, to boi się spowolnienia aktywności gospodarczej (sądząc po ostatnich wypowiedziach konsensus odnośnie tempa wzrostu przyszłorocznego PKB kształtuje się na poziomie 2,5-3,0%) i nie chciałaby go pogłębiać. Jeszcze przed publikacją „Minutes” (14:00) RPP przedstawi opinię do budżetu na 2012 rok (12:00).

## Kontynuacja wzrostu sprzedaży nieruchomości na rynku wtórnym w USA

Sprzedaż domów jednorodzinnych oraz budownictwa wielorodzinnego na rynku wtórnym w USA wzrosła m/m o 4% osiągając poziom 4,42 mln SAAR w listopadzie br (w październiku sprzedaż wyniosła 4,42 mln SAAR, co odpowiadało wzrostowi 1,4%). W ujęciu r/r sprzedaż wzrosła o 12,2%. Poziomy sprzedaż nadal jednak utrzymują się poniżej poziomów sprzed kryzysu „subprime mortgages”. Na niższe odczyty przekłada się relacja niezrealizowanych transakcji utrzymująca się na podwyższonym poziomie (ponad 33%, podobnie w październiku i powyżej odczytów z zeszłego roku). W obszarze nieruchomości jednorodzinnych sprzedaż wzrosła m/m o 4,5% do 3,95 mln SAAR. Z kolei sprzedaż nieruchomości w budownictwie wielorodzinnym nie uległa zmianie m/m i wyniosła 0,47 mln SAAR. Wolumen nieruchomości mieszkalnych będących aktualnie w sprzedaży spadł na koniec listopada o 5,8% do 2,58 mln, co odpowiada obecnie 7 miesięcznej podaży nieruchomości, co sprzyja kształtującemu się trendowi stabilizacji cen.



O ile same dane ni były per se złe, dokonano znacznej rewizji danych historycznych z ostatnich lat (w niektórych punktach czasowych sięgnęła ona 1 mln SAAR) - patrz wykres. Rewi-

zia danych oczywiście wskazuje, że kryzys był głębszy niż dotychczas sądzono, tłumaczy też skalę spadku cen oraz jednocześnie dodaje całej sytuacji nieco kolorytu, gdyż obecnie nawis podaży na rynku wtórnym (nawet włączając w to nieruchomości z procedury foreclosure w portfelach banków) jest mniejszy; być może tłumaczy to także większy ruch w sektorze budowlanym.

Przechodząc do obecnej dynamiki procesów na rynku wtórnym, najwyższy w przeciągu ostatnich 10 miesięcy wzrost obrotów na rynku wynika z faktu, że wiele amerykańskich gospodarstw domowych korzysta z efektu „ryнку nabywcy” (niskie i atrakcyjna wycena sprzedawanych nieruchomości), co wspiera pojawiające się ożywienie na rynku nieruchomości. Czynnikiem zachęcającym do zakupów są spadające i zarazem osiagające rekordowo niskie poziomy koszty kredytów hipotecznych (średnie oprocentowanie na poziomie 3,99%). Czynnikiem hamującym rynek są zaostrzone kryteria przyznawania kredytów hipotecznych, co zniechęca wielu nabywców do zmiany nieruchomości mimo dobrej sytuacji finansowej. Biorąc pod uwagę ruch w sektorze budowlanym, nawis podażowy na rynku wtórnym raczej nie sprzyja już odnajdowaniu okazji cenowych (duże fizyczne zużycie nieruchomości?), co powinno powoli pchać cały rynek do przodu.



### EURUSD fundamentalnie

EUR słabsze. Do południa umacniało się na fali pozytywnego sentymentu po wcześniejszej aukcji hiszpańskich papierów dłużnych oraz w oczekiwaniu na wyniki operacji udzielenia długoterminowych (3-letnich) kredytów dla sektora bankowego przez EBC. Rynek spodziewał się, że kwota nowych pożyczek wyniesie w granicach ponad 200 mld EUR, a w rzeczywistości ostateczna wysokość wyniosła 489 mld EUR. Bezpośrednią reakcją było umocnienie do 1,3196, później nastąpiło osłabienie wspólnej waluty. Popołudniowe publikacje danych ze strefy euro (indeks zaufania konsumentów) oraz USA miały mało istotny wpływ na kurs. Dzisiaj publikacja przede wszystkim danych zza oceanu. EURUSD powinien być wrażliwy na publikację wskaźników U. Michigan oraz Conf. Board. Dane o PKB (odczyt finalny) nie powinny mieć z kolei istotnego wpływu.

### EURUSD technicznie

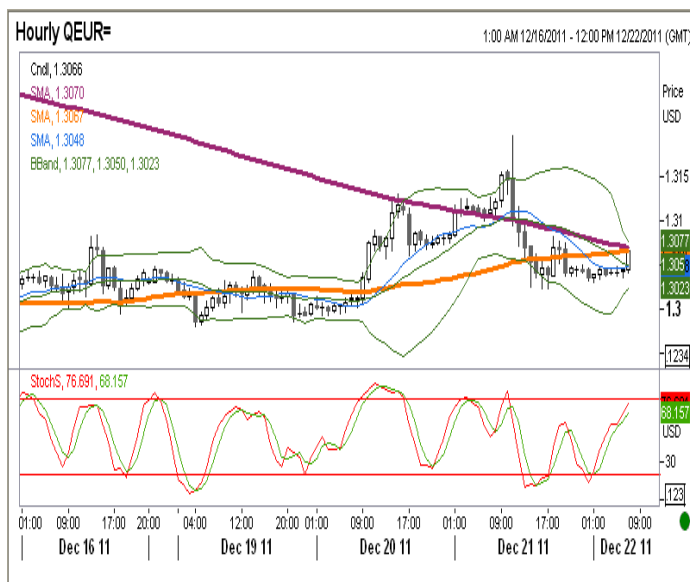
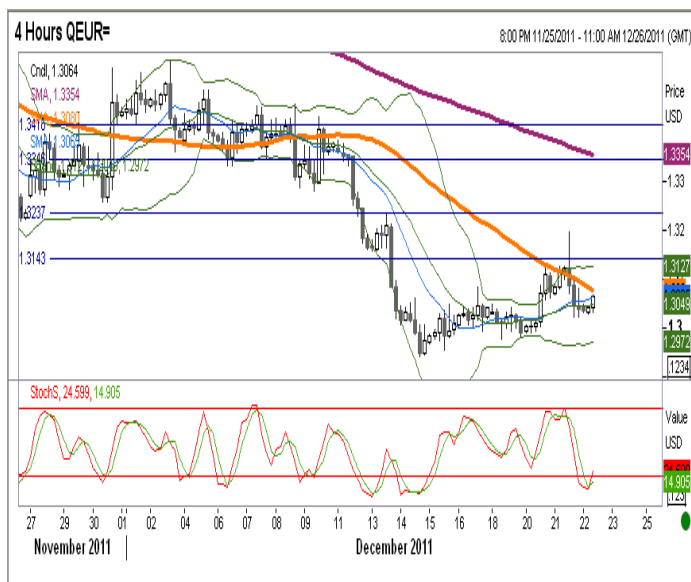
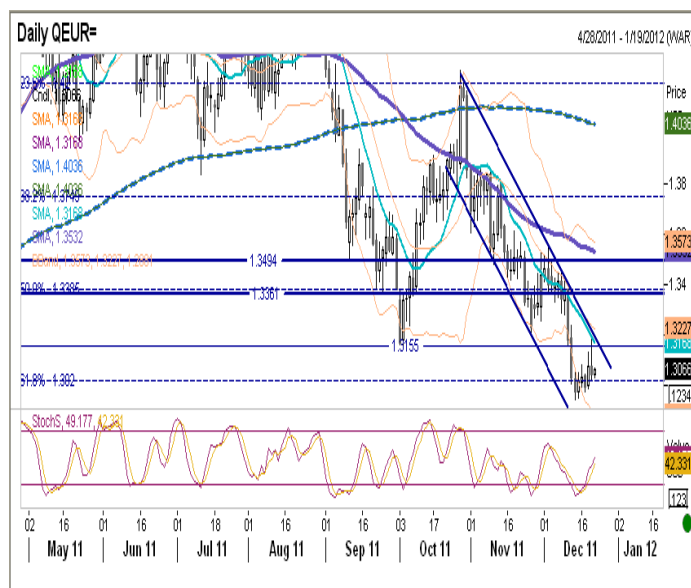
S/L na pozycjach short wygenerowany przez reakcję rynkową na 3-letni przetarg ECB. Po dosłownie kilkudziesięciu minutach sytuacja wróciła do „normalności”. Nadal brak sygnału zmiany trendu na wykresie dziennym. Nieznaczące pogorszenie perspektyw z uwagi na odbicie kursu od górnego ograniczenia kanału i średniej (intraday). Na wykresie 4h sygnał kupna. Obecnie ustabilizował się range 1,2936-1,3200.

Wsparcie	Opór
1,3040/50	1,3500
1,2944	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

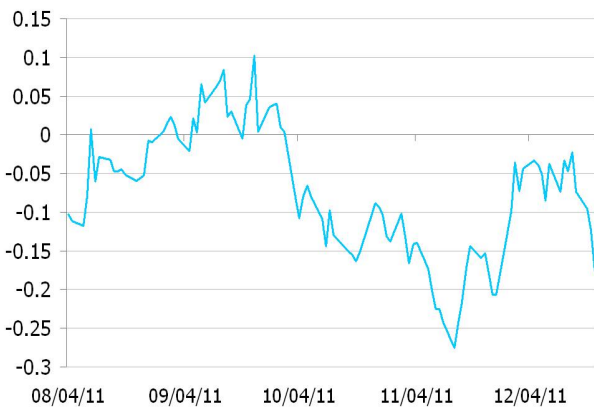
Złoty stabilny. Do południa przejawiał tendencję do umacniania się. Wspierany był przez wypowiedzi członków RPP odnośnie perspektyw złotego (wskazujące na perspektywy aprecjacji), wzrostu gospodarczego i polityki monetarnej. Jednak później wyniki operacji udzielonych nowych pożyczek przez EBC oraz późniejsza publikacja danych makro przelożyło się na osłabienie. Dzisiaj złoty będzie pod wpływem publikacji danych stopy bezrobocia, sprzedaży detalicznej oraz „Minutes”. Jednak nadal decydującą rolę będą odgrywały czynniki globalne (publikacja danych przede wszystkim z USA). Silnym wsparciem dla złotego pozostają obawy o interwencję MF i NBP wraz ze zbliżającym się końcem roku.

### EURPLN technicznie

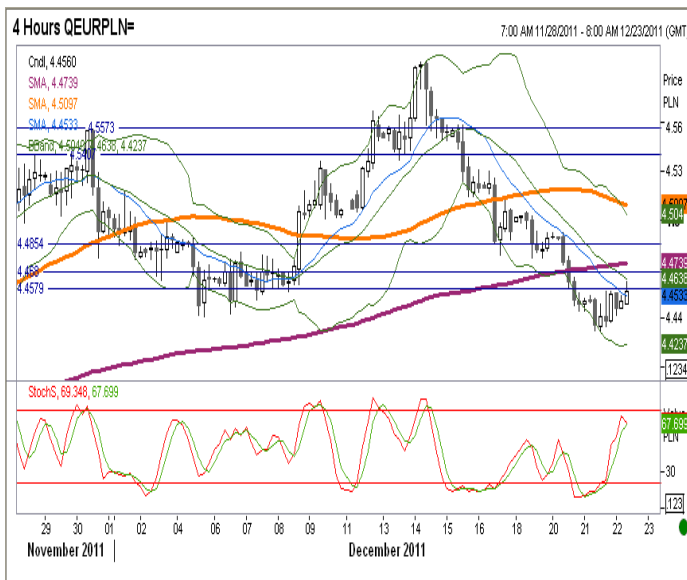
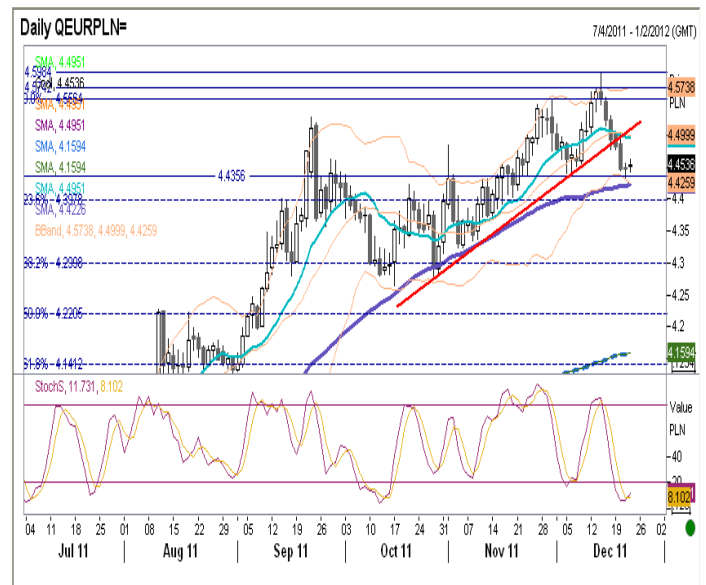
T/P na pozycjach short EURPLN. Obecnie faza niewielkiej korekty (aby sklasyfikować obecny ruch w ten sposób konieczne jest utrzymanie poziomu 4,50). Na wykresie 4h blisko jest do wygenerowania sygnału sprzedaży EURPLN, na wykresie godzinowym sygnał już jest. Z technicznego punktu widzenia można spróbować niewielkich krótkich pozycji po obecnych poziomach (4,4520) z T/P 4,4240 oraz S/L 4,4740).

Wsparcie	Opór
4,4350	4,5150/70
4,4200	4,4680
4,4000	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.





IRS	BID	ASK
1Y	4.86	4.92
2Y	4.73	4.79
3Y	4.72	4.76
4Y	4.75	4.82
5Y	4.81	4.85
6Y	4.86	4.92
7Y	4.89	4.96
8Y	4.92	4.99
9Y	4.95	5.00
10Y	4.95	5.01

depo	BID	ASK
ON	3.6	3.9
1M	4.5	4.7
3M	4.8	5.0

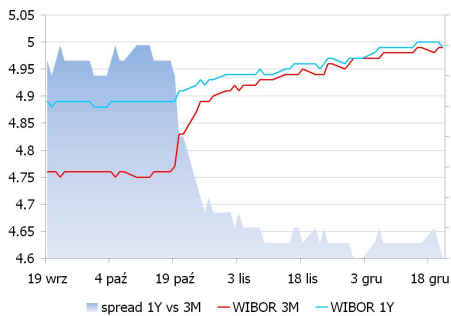
FRA	BID	ASK
1x2	4.74	4.79
1x4	4.95	4.99
3x6	4.92	4.96
6x9	4.72	4.75
9x12	4.62	4.66

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.4424
USD/PLN	3.3793
CHF/PLN	3.6391

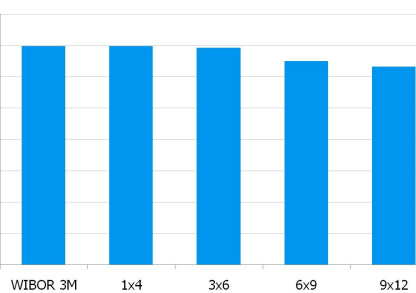
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3044
EUR/JPY	101.86
EUR/PLN	4.4514
USD/PLN	3.4078
CHF/PLN	3.6454

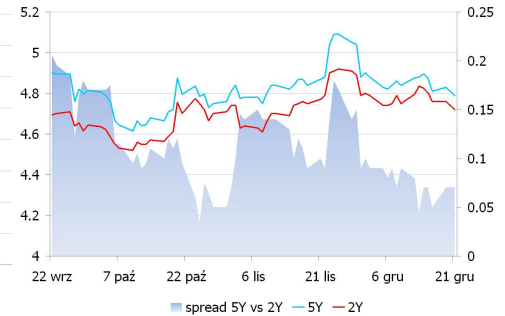
WIBOR 3M i 1Y



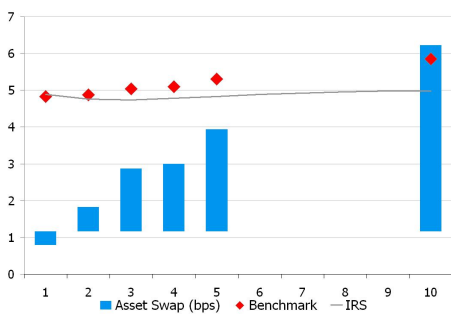
WIBOR 3M i stawki FRA



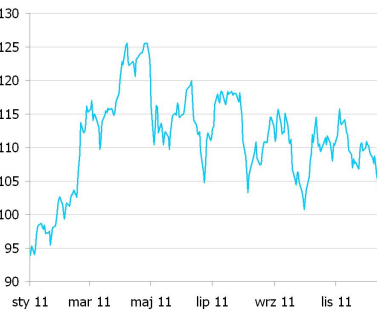
IRS 5Y i 2Y



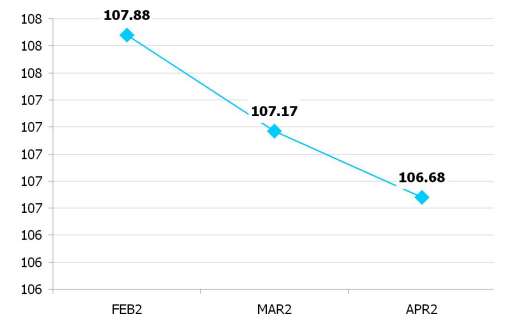
Asset swap i IRS



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 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, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUJCA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.