



## 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 |            |        |
| 26.12.2011 PONIEDZIAŁEK |      |                                       |        |          |           |            |        |
| BRAK ISTOTNYCH DANYCH   |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 27.12.2011 WTOREK       |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 15:00                   | USA  | Case Shiller Index (pkt)              | paź    |          | -3.20     | -3.59      |        |
| 16:00                   | USA  | Zaufanie konsumentów C. Board (pkt)   | gru    |          | 58.5      | 56.0       |        |
| 28.12.2011 ŚRODA        |      |                                       |        |          |           |            |        |
| BRAK ISTOTNYCH DANYCH   |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 29.12.2011 CZWARTEK     |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 4:30                    | CHN  | PMI w przemyśle (pkt)                 | gru    |          | 49.0      | 47.7       |        |
|                         | GER  | CPI m/m (%)                           | gru    |          | 0.8       | 0.0        |        |
| 14:30                   | USA  | Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 14 gru |          | 374       | 364        |        |
| 16:00                   | USA  | Pending home sales m/m                | lis    |          | 1.75      | 1.41       |        |
| 30.12.2011 PIĄTEK       |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 14:00                   | NBP  | Oczekiwania inflacyjne (%)            | gru    | 4.6      |           | 4.2        |        |
| 14:00                   | NBP  | Rachunek C(mln EUR)                   | Q3     |          |           | -3427      |        |

## W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** W piątek o 14.00 NBP opublikuje oczekiwania inflacyjne oraz rachunek C/A za III kw. Spoglądając na korelację między oczekiwaniami inflacyjnymi a przeszłymi wskaźnikami inflacji CPI cel można ustawić w rangi 4.5-4.6%. W zakresie rachunku C spodziewamy się dalszego wzrostu deficytu niż wskazywałyby na to dane miesięczne.
- **Gospodarka globalna.** Kalendarz mało obfity w dane makro. Dzisiaj poznamy tylko dane z USA (Case Shiller Index i zaufanie konsumentów). Spadki cen na rynku nieruchomości powinny stopniowo wyhamowywać, czego spodziewa się rynek. Pomagać temu ma pojawiające się ożywienie na rynku nieruchomości. W zakresie zaufania konsumentów rynek spodziewa się kolejnego pozytywnego odczytu w ślad za serią całkiem dobrych danych z realnej gospodarki. W czwartek poznamy inflację CPI w Niemczech; po okresie jej stabilizacji prawdopodobny jest wzrost. Zza oceanu opublikowane zostaną cotygodniowe dane z rynku pracy, gdzie pozytywny trend powinien być jeszcze zachowany. Publikacja pending home sales może wskazać (konsensus ustawiony powyżej ostatniego odczytu) na siłę i trwałość ożywienie na rynku nieruchomości.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **MinFin:** Zorganizuje dziś przetarg odkupu bonów skarbowych zapadających od lutego do marca 2012 r. o wartości od 1,0 do 2,0 mld zł. (...) Wielkość zobowiązań SP denominowana w PLN wynosi na rok 2012: 107,1 mld PLN, a denominowana w euro 1,1 mld EUR.
- **Agencja Moody's:** Obniżyła wiarygodność kredytową Słowenii o jeden poziom z Aa3 na A1. Perspektywa jest negatywna.
- **Agencja Moody's:** Utrzymała najwyższą ocenę – AAA - wiarygodności kredytowej Austrii, ze stabilną perspektywą. Odnotowano konkurencyjny sektor eksportowy tego kraju, mocno zdywersyfikowaną gospodarkę i niskie bezrobocie strukturalne.

| Decyzja RPP (11.01.2012) | Prawdopodobieństwo decyzji<br>(wyliczone wg krzywej OIS) |
|--------------------------|----------------------------------------------------------|
| podwyżka 25 bps          | 0%                                                       |
| stopy bez zmian          | 100%                                                     |
| obniżka 25 bps           | 0%                                                       |
| <b>PROGNOZA BRE</b>      | <b>stopy bez zmian</b>                                   |

| Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-----------------------------|--------------|--------------|
| GERGB 10Y                   | 1.959        | -0.007       |
| USAGB 10Y                   | 2.042        | -0.007       |
| POLGB 10Y                   | 0.000        | 0.000        |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |



## USA: nic nie trwa wiecznie

Ostatnia seria danych z gospodarki amerykańskiej wydaje się potwierdzać, że po okresie tymczasowych dopalaczy popyt konsumpcyjny może osłabnąć. Potwierdzają to dane o wydatkach i dochodach konsumentów. Dane o zamówieniach na dobra trwale sugerują z kolei ryzyko wyhamowaniażywienia w inwestycjach.

Zamówienia na dobra trwale wzrosły o 3,8% m/m w listopadzie, jednak zamówienia na dobra kapitałowe po wyłączeniu samolotów spadły (ujęcie bazowe, spadek 2 miesiąc z rzędu) o 1,2%. Tym samym główną siłą sprawczą wzrostu pozostają zamówienia w lotnictwie cywilnym (+73%). Co prawda powódzie w Tajlandii mogły zaniżyć cały agregat (4,4% spadek zamówień na komputery i elektronikę), jednak z punktu widzenia wolumenu zamówień w ujęciu bazowym można powoli doszukiwać się symptomów zakończenia cyklu wzrostowego. Co więcej, spadek zamówień w ujęciu bazowym nie wynika z przyczyn technicznych - znany problem z poprawką sezonową pierwszego miesiąca każdego kwartału, kiedy zamówienia wykazują spadek, nadrabiany w kolejnych miesiącach (tym razem ten efekt nie wystąpił). W najbliższych miesiącach należy się liczyć z dalszym spadkiem momentum zamówień na dobra trwale (w szczególności w ujęciu bazowym).

Dochody gospodarstw domowych wzrosły w listopadzie zaledwie o 0,1%, tym samym w całym III kwartale dochody przyrosły zaledwie o 0,5%. Co gorsza, dochody z pracy spadły o 0,1% (to samo dotyczy wypłat bonusowych). Dochód rozporządzalny pozostał na poziomie sprzed miesiąca (to samo dotyczy realnego dochodu rozporządzalnego). Wydatki konsumpcyjne wzrosły o 0,1% (tyle samo co przed miesiącem), kompozycja w dalszym ciągu faworyzuje wydatki na dobra trwale (+0,8%), co może pośrednio tłumaczyć dlaczego konsumenci decydują się na likwidację części aktywów w celu zakupu (dalszy spadek stopy oszczędności, obecnie już na poziomie 3,5%).

Perspektywa mizernych wzrostów zatrudnienia na rynku pracy w połączeniu z wysoką stopą bezrobocia (mimo coraz szerszego zbioru badań sugerującego znaczne niedopasowanie popytu i podaży pracy, skutkującego podniesieniem NAWRU) sugeruje prawdopodobnie również stagnację płac i słabe perspektywy dla konsumpcji indywidualnej. Dodając do tego tylko tymczasowe przedłużenie payroll tax cut (tylko na dwa miesiące) otrzymujemy mieszankę mało sprzyjającą konsumpcji indywidualnej, zwłaszcza że obserwowane jeszcze dwa miesiące temu poziomy konsumpcji były w pewnym sensie zakupami odłożonymi w czasie a normalne poziomy konsumpcji (czytaj te, które pewnie będziemy oglądać w 2012 roku) realizują się właśnie teraz. Z tego powodu uważamy, że mimo ostatnio lepszych danych (zwłaszcza rynek nieruchomości) droga do QE3 nie jest definitywnie zamknięta.



## EURUSD fundamentalnie

EUR podczas piątkowej sesji stabilne. Wspólna waluta głównie zareagowała (osłabiając się) na dane z USA (niższe o konsensusu odczyt wydatków i dochodów konsumentów, lepsze zamówienia na dobra trwałe). Tydzień mało obfity w dane makro, zatem należy spodziewać się spokojniejszych sesji przy niższej płynności ze względu na okres poświąteczny i zbliżający się koniec roku. Dziś otwarcie (1,3055) powyżej piątkowego zamknięcia. Kurs może zareagować na wyniki dzisiejszej aukcji włoskich papierów dłużnych. Z USA publikacja danych z rynku nieruchomości (Case Shiller) oraz indeks zaufania konsumentów (C. Board).

## EURUSD technicznie

Obecnie ustabilizował się range 1,2936-1,3200. Kurs oparty o Fibo (38,2%) na wykresie tygodniowym, przybliżył się do górnego ograniczenia kanału deprecyjnego (wykres dzienny). W dłuższym horyzoncie należy spodziewać się dalszej deprecjacji.

| 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

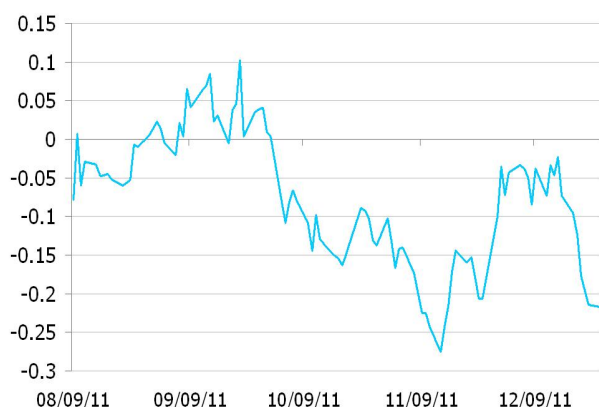
Złoty stabilny. Okres przedświąteczny i niższa niż zwykle płynność sprzyjały stabilizacji. W tym tygodniu jedynie publikacja danych globalnych (mało obfity kalendarz), głównie z USA. Nadal należy spodziewać się niższej płynności do końca roku. Dziś otwarcie na poziomie 4,4250. Wsparciem dla złotego może być pozytywny wynik (bliżej górnych widełek) aukcji odkupu bonów skarbowych (1-2 mld zł). Ponadto wsparciem dla waluty pozostają obawy o interwencje NBP i BGK na rynku walutowym wraz ze zbliżającym się końcem roku.

## EURPLN technicznie

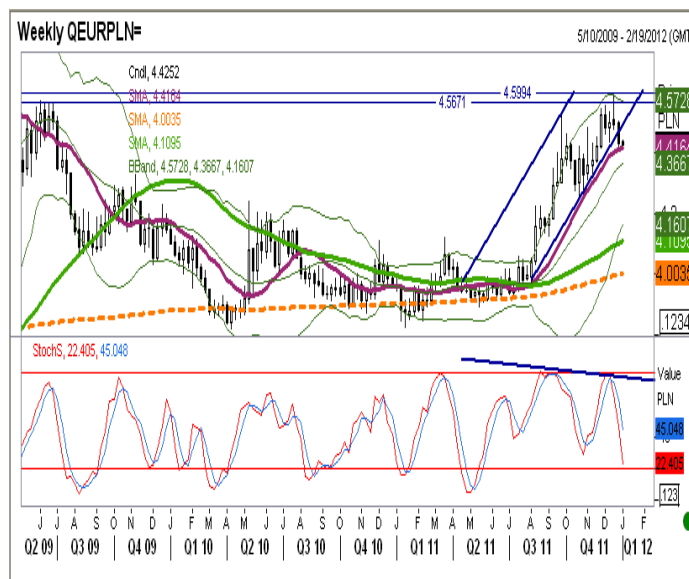
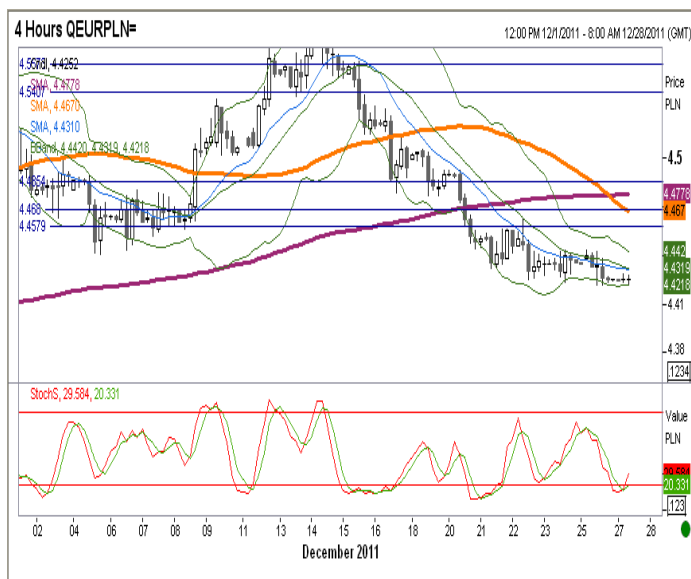
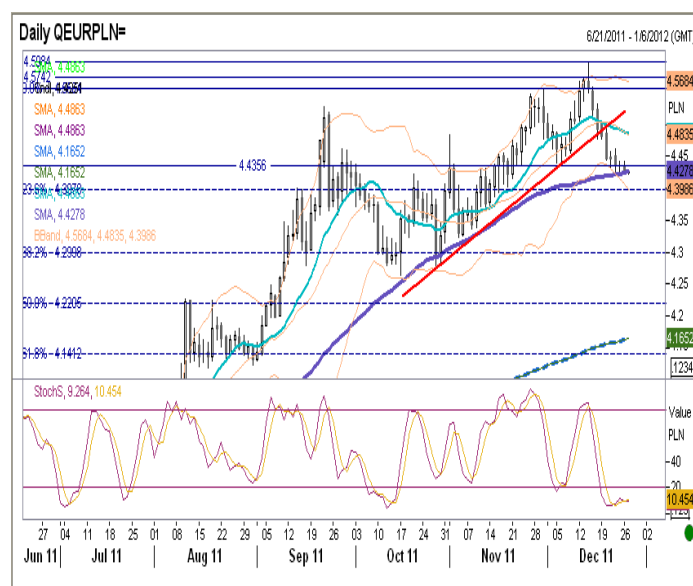
Obecnie faza niewielkiej konsolidacji. W celu utrzymania krótkoterminowego trendu spadkowego konieczne jest utrzymanie poziomu 4,50. Obecnie kurs oparty o MA14 (wykres tygodniowy) oraz MA55 (wykres dzienny). Bez pomocy NBP/BGK lub pozytywnych danych może być problem ze sforsowaniem tego poziomu. Na wykresie dziennym oscylator w strefie wyprzedzania.

| Wsparcie | Opór      |
|----------|-----------|
| 4,4200   | 4,5150/70 |
| 4,4000   | 4,4680    |
| 4,3700   | 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. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.





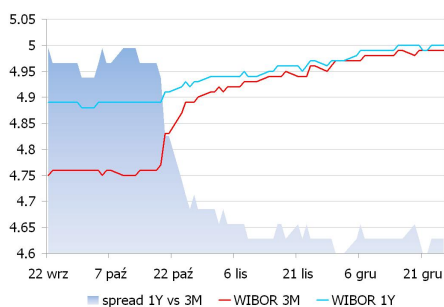
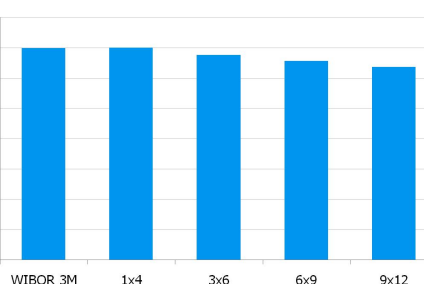
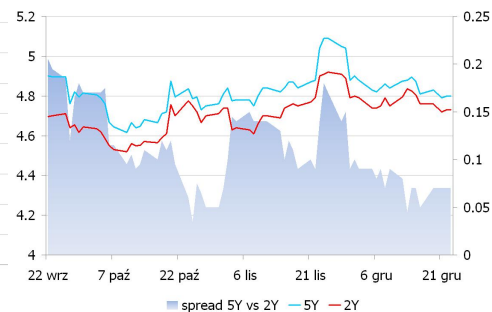
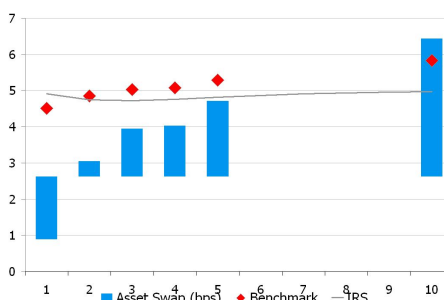
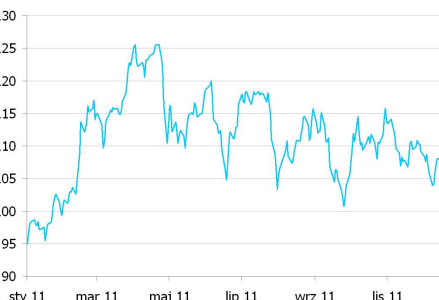
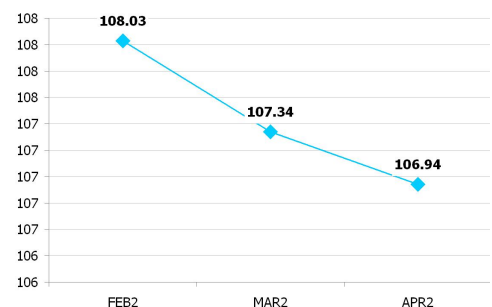
| IRS | BID   | ASK  |
|-----|-------|------|
| 1Y  | 4.875 | 4.94 |
| 2Y  | 4.734 | 4.76 |
| 3Y  | 4.71  | 4.74 |
| 4Y  | 4.745 | 4.78 |
| 5Y  | 4.8   | 4.83 |
| 6Y  | 4.849 | 4.88 |
| 7Y  | 4.89  | 4.92 |
| 8Y  | 4.925 | 4.96 |
| 9Y  | 4.947 | 4.98 |
| 10Y | 4.95  | 4.98 |

| depo | BID | ASK |
|------|-----|-----|
| ON   | 3.5 | 3.7 |
| 1M   | 4.7 | 4.8 |
| 3M   | 4.9 | 5.1 |

| Fixing NBP |        |
|------------|--------|
| EUR/PLN    | 4.4401 |
| USD/PLN    | 3.3980 |
| CHF/PLN    | 3.6301 |

| FRA  | BID  | ASK  |
|------|------|------|
| 1x2  | 4.74 | 4.79 |
| 1x4  | 4.95 | 5.00 |
| 3x6  | 4.85 | 4.88 |
| 6x9  | 4.73 | 4.78 |
| 9x12 | 4.63 | 4.68 |

| Poziomy otwarcia |        |
|------------------|--------|
| EUR/USD          | 1.3061 |
| EUR/JPY          | 101.82 |
| EUR/PLN          | 4.4248 |
| USD/PLN          | 3.3877 |
| CHF/PLN          | 3.6198 |

**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, 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.