



## 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      | consensus |            |        |
| 26.11.2012 PONIEDZIAŁEK |      |                                       |        |          |           |            |        |
|                         | EUR  | Spotkanie Eurogrupy w sprawie Grecji  |        |          |           |            |        |
| 10:00                   | POL  | Sprzedaż detaliczna r/r (%)           | paź    | 3.2+     | 3.7       | 3.1        | 3.3    |
| 10:00                   | POL  | Stopa bezrobocia (%)                  | paź    | 12.5     | 12.5      | 12.4       | 12.5   |
| 13:00                   | GER  | Indeks zaufania konsumentów GfK (pkt) | gru    |          | 6.2       | 6.1 ( r )  | 5.9    |
| 27.11.2012 WTOREK       |      |                                       |        |          |           |            |        |
| 14:00                   | HUN  | Decyzja Banku Węgier (%)              | lis    |          | 6.00      | 6.25       | 6.0    |
| 14:30                   | USA  | Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)    | paź    |          | -0.7      | 9.2 ( r )  | 0.0    |
| 15:00                   | USA  | indeks Case-Shiler r/r (%)            | wrz    |          | 2.9       | 2.0 ( r )  | 3.0    |
| 16:00                   | USA  | Indeks CB (pkt)                       | lis    |          | 73.0      | 73.1 ( r ) | 73.7   |
| 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       |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

● **Gospodarka globalna.** Kolejny dzień pod znakiem danych z USA. Rynek oczekuje nieznacznego spadku sprzedaży nowych domów, który to wskaźnik pozostanie na relatywnie wysokich poziomach, potwierdzających ożywienie na tamtejszym rynku nieruchomości. Ponadto, wieczorem opublikowana zostanie Beżowa Księga Fed, która powinna dostarczyć informacji istotnych z punktu widzenia polityki pieniężnej i losów trzeciej rundy poluzowania ilościowego w USA. Po europejskiej stronie Atlantyku istotny będzie jedynie odczyt inflacji w Niemczech (minimalny spadek w ujęciu miesięcznym).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

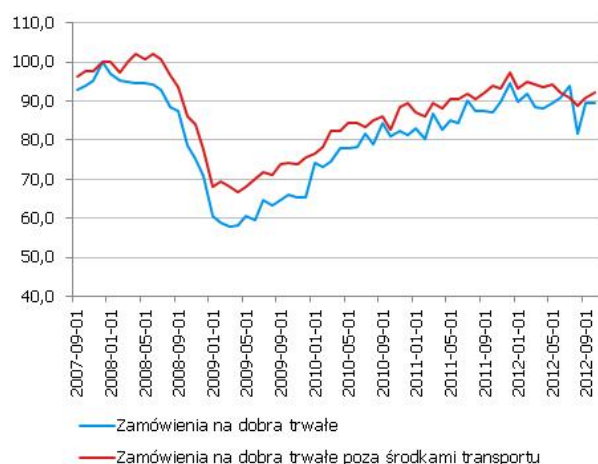
- Zielińska-Głębocka: Potrzebna jest dosyć szybka, miesiąc po miesiącu, obniżka stóp procentowych w sumie o 100 pb.
- Kaźmierczak: Po obniżce stóp procentowych w listopadzie i ewentualnej grudniowej obniżce Rada Polityki Pieniężnej powinna przywrócić się reakcji banków komercyjnych w zakresie ich polityki kredytowej oraz gospodarstw domowych w zakresie ich skłonności do oszczędzania.
- Ipsos: Listopadowe badania oczekiwań inflacyjnych pokazują, że liczba osób spodziewających się spadku inflacji wzrosła w porównaniu z poprzednim miesiącem, i stanowi obecnie większość badanych.
- Węgry: Bank centralny obniżył we wtorek stopy procentowe o 25 pkt. bazowych, zgodnie z oczekiwaniami analityków.
- USA: Zamówienia na dobra trwałe w USA w październiku 2012 roku pozostały bez zmian mdm, po tym jak we wrześniu wzrosły o 9,2 proc. mdm, po korekcie. (**więcej w sekcji analizy**)
- USA: Indeks cen domów S&P/CaseShiller wzrósł we wrześniu o 3,0 proc. rdr i wyniósł 146,22 punktów.

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

| Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-----------------------------|--------------|--------------|
| GERGB 10Y                   | 1.459        | 0.003        |
| USAGB 10Y                   | 1.635        | -0.007       |
| POLGB 10Y                   | 4.202        | -0.044       |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

## Lepsze dane z USA (zamówienia na dobra trwałe, wskaźniki optymizmu konsumenta)

W gospodarce amerykańskiej popyt na dobra trwałe ustabilizował się w październiku (oczekiwano spadku o 0,7% m/m). Zrewidowano jednak w dół dane z wrzesień. Popyt na dobra trwałe po wyłączeniu produktów przemysłu zbrojeniowego i samolotów cywilnych wzrósł w październiku o 1,7%, co jest informacją szczególnie pozytywną, gdyż kategoria ta jest aproksymacją dla aktywności inwestycyjnej, a jak wiadomo ta uległa wyraźnemu załamaniu w ostatnim okresie. Przyczyną tego złamania była zmiana zachowań przedsiębiorców, którzy (w odróżnieniu od gosp. domowych) już teraz w dużym stopniu uwzględniają potencjalne skutki zmian systemu podatkowego na przełomie roku i oczekiwania na realizację negatywnego scenariusza, czyli tzw. fiscal cliff. Dane o dobrach trwałych sugerują zatem zmniejszenie ryzyka dla wybicia gospodarki amerykańskiej z obecnej wzrostowej fazy cyklu koniunkturalnego. Dodajmy, że ożywienie w USA ma obecnie wiele cech wskazujących na jego endogeniczny, czy też "prawdziwy" charakter. Następuje ono po kilkuletniej fazie delewarowania, przedsiębiorstwa cieszą się wyjątkowo dużą płynnością, rynek nieruchomości wykazuje cechy ożywienia. Również amerykański konsument, pomimo niskiego tempa wzrostu wynagrodzeń coraz optymistyczniej ocenia swoją sytuację. Potwierdzeniem takiego stanu rzeczy są opublikowane wczoraj dane conference board. Wskaźnik optymizmu konsumenta wzrósł do poziomu 73,7pkt, czyli najwyższego poziomu od 2008 roku. Ankietowani wskazują na wzrost wartości majątku (wzrost cen domów w szczególności) oraz poprawę sytuacji na rynku pracy i kompletnie nie antycypują skutków zmian podatkowych.



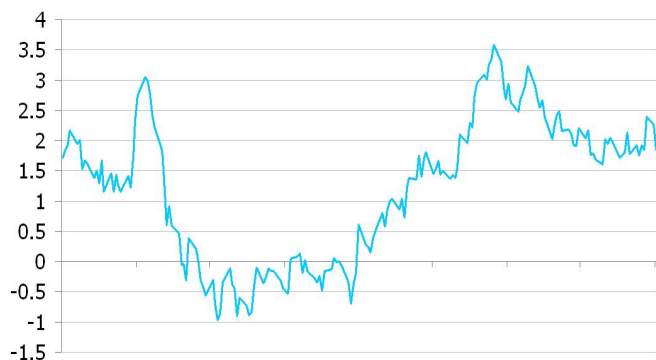
Ożywienie w USA będzie oczywiście na przełomie roku testowane na okoliczność negatywnego szoku związanego z realizacją jakiejś formy fiscal cliff (myślimy, że zacieśnienie fiskalne z tym związane może wynieść od 1 do 2% PKB). Fiscal cliff, choć okazać się może typowym szokiem dla konsumentów, nie powinien jednak wykołować amerykańskiej gospodarki, tym bardziej, że można liczyć w tym okresie na kolejną rundę poluzowania ilościowego ze strony Fed. Już od 2-3 kwartału 2013 dynamiki wzrostu gosp. powinny być wolne od efektów zacieśnienia fiskalnego i zbliżone do poziomu 2-2,5% (w ujęciu analizowanym).



## EURUSD fundamentalnie

Entuzjazm wokół kolejnej rundy pomocy dla Grecji wygasł jeszcze szybciej niż się pojawił, a jego miejsce zajęła niepewność dotycząca jej dokładnego kształtu (odkup długu i możliwość dalszego złagodzenia warunków pomocy, jeżeli Grecja osiągnie postęp w reformach) i osiągniętych efektów (wciąż zasadnym jest pytanie o to, czy jest to ostatnia runda pomocy). Wypowiedź Schaeuble na temat kategorycznego sprzeciwu wierzycieli prywatnych wobec redukcji zadłużenia Grecji z pewnością nie poprawiła tutaj pozycji europejskiej waluty ani o jotę. W drugiej połowie dnia kolejny cios kursowi euro przyniosła fala dobrych danych z USA: zamówienia na dobra trwałe okazały się być lepsze od oczekiwań rynku (więcej o tym piszemy w sekcji analizy), a rynek nieruchomości tradycyjnie już jest jasnym punktem gospodarki amerykańskiej. Dziś kolejne dane z amerykańskiego rynku nieruchomości, a wobec braku istotnych danych ze strefy euro, czynnik ten będzie działał na korzyść dolara do końca tygodnia. Cieniem na dolarze może położyć się jedynie (niemalże tradycyjnie już) kwestia fiscal cliff, która wraz z posiedzeniem Kongresu powraca do centrum uwagi.

## Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



03/27/12 04/27/12 05/27/12 06/27/12 07/27/12 08/27/12 09/27/12 10/27/12 11/27/12  
\* 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.

## EURUSD technicznie

Po nieudanym przełamaniu oporu na poziomie 1,3000 okres wzrostów EURUSD wydaje się póki co zakończony, a kurs w dniu wczorajszym i dziś rano kieruje się na południe, przełamując krótkookresowe trendy (MA55 na wykresie godzinowym) i testując wsparcie wyznaczone przez 55-dniową średnią ruchomą (1,2915). Spodziewamy się, że zostanie ono trwałe przełamane, a kolejnym celem dla spadków będzie 1,2890/2900 (200-okresowa średnia ruchoma na wykresie 4H oraz FIBO 23,6% w układzie dziennym). Wówczas droga do kluczowego wsparcia związanego z 200-dniową średnią ruchomą (1,2800) stanie się otworem (w międzyczasie wsparciem dla EURUSD stanie się MA200 na wykresie 1H). Opór dla ewentualnych wzrostów niezmiennie wyznaczamy na poziomie 1,3000, a wszelkie ponowne ruchy w jego kierunku będą bacznie obserwowane.

| Wsparcie    | Opór   |
|-------------|--------|
| 1,2890/2900 | 1,3150 |
| 1,2860      | 1,3075 |
| 1,2800      | 1,3000 |







## EURPLN fundamentalnie

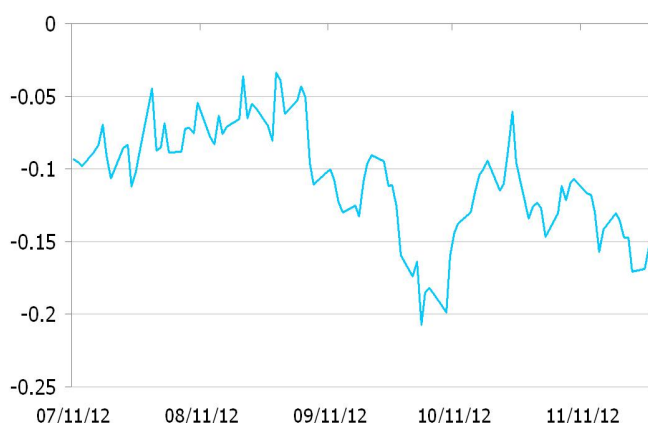
Na fali zainteresowania polskim długiem (wczoraj padł rekord wszech czasów oprocentowania dziesięcioletnich obligacji SP) złoty pozostaje zaskakująco mocny, biorąc pod uwagę aktualną fazę cyklu koniunkturalnego. 4,10 wydaje się mocną granicą krótkookresowego trendu aprecjacyjnego, ale nie można wykluczyć umocnienia w okolice 4,08. Wobec braku informacji z kraju (gołębie wypowiedzi członków RPP nikogo nie zaskakują), o kursie złotego decyduje głównie faza risk-on na rynkach globalnych, już wkrótce jednak w centrum uwagi znajdą się czynniki krajowe. W perspektywie najbliższych dni kluczowe pozostają dane o PKB w III kwartale publikowane w piątek. W przypadku negatywnej niespodzianki, której się spodziewamy, powinna nastąpić weryfikacja zbyt optymistycznych scenariuszy dla Polski. W przyszłym tygodniu zaś najistotniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP, które powinno pokazać zdolność Rady do obniżania stóp procentowych miesiąc po miesiącu.

## EURPLN technicznie

Zasadniczo bez zmian. EURPLN ukształtował nowe minima listopada, ale po raz kolejny nie zdołał przełamać wsparcia związanego ze starym minimum (4,1000). Nowym celem dla EURPLN jest teraz minimum października (4,0610), a w międzyczasie testowane będą wsparcia na poziomach 4,0950 (FIBO 23,6% na wykresie czterogodzinowym) i 4,0800. Z drugiej strony, niedawny poziom wsparcia 4,1060, związany z listopadowym minimum zamknięcia, a w dalszej perspektywie 4,1200 (MA55) - są teraz poziomami oporu, jednak dopiero przełamanie tego ostatniego poziomu stanowić będzie wyraźny sygnał zakończenia fali spadkowej (której wyplaszczanie się jest coraz wyraźniejsze, a wraz z nim rośnie prawdopodobieństwo odbicia) i powrotu do wzrostów.

| Wsparcie | Opór        |
|----------|-------------|
| 4,0950   | 4,1270      |
| 4,0800   | 4,1190/1200 |
| 4,0610   | 4,1060      |

### 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.

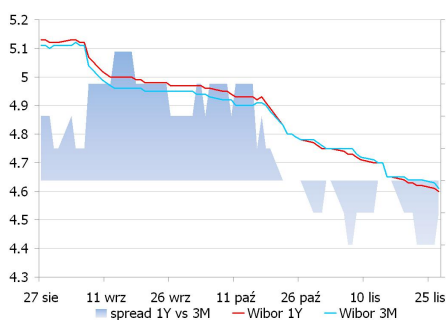




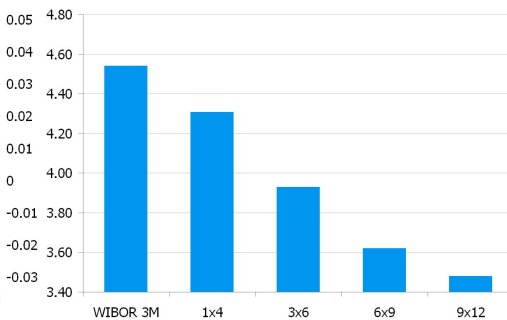
| IRS | BID    | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|--------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 3.9175 | 3.95 | ON   | 4.6 | 4.8 | EUR/PLN    | 4.1008 |
| 2Y  | 3.8449 | 3.87 | 1M   | 4.5 | 4.7 | USD/PLN    | 3.1634 |
| 3Y  | 3.775  | 3.82 | 3M   | 4.3 | 4.6 | CHF/PLN    | 3.4044 |
| 4Y  | 3.765  | 3.81 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 3.795  | 3.84 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 3.81   | 3.88 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 3.83   | 3.86 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 3.89   | 3.95 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 3.93   | 3.99 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 3.9301 | 3.97 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 4.22 | 4.27 | EUR/USD          | 1.2942 |
| 1x4  | 4.25 | 4.31 | EUR/JPY          | 106.31 |
| 3x6  | 3.90 | 3.93 | EUR/PLN          | 4.0994 |
| 6x9  | 3.57 | 3.62 | USD/PLN          | 3.1632 |
| 9x12 | 3.45 | 3.48 | CHF/PLN          | 3.4085 |

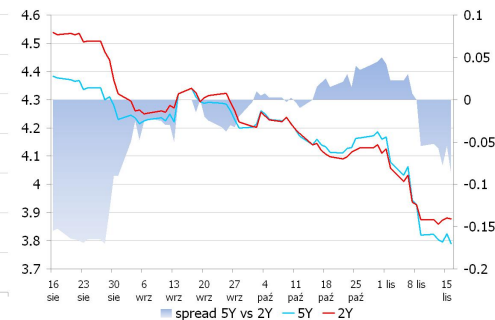
WIBOR 3M i 1Y



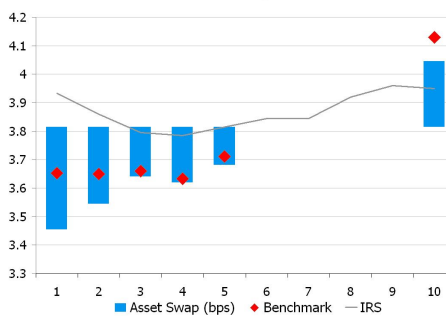
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



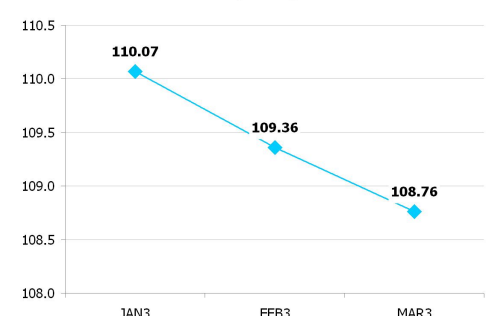
Asset swap i IRS



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 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. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.