**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 | 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** | | | | | | | |
| 14:00 | GER | CPI *wstępnie* m/m (%) | lis | | -0.1 | 0.0 | -0.1 |
| 16:00 | USA | Sprzedaż nowych domów SAAR (tys) | paź | | 386 | 369 ( r) | 368 |
| 20:00 | USA | Beżowa Księga | | | | | |
| **29.11.2012 CZWARTEK** | | | | | | | |
| 11:00 | EUR | indeks ESI (pkt) | lis | | 84.5 | 84.3 ( r) | 85.7 |
| 14:30 | USA | PKB kw/kw SAAR (%) | Q3 | | 2.8 | 2.0 | 2.7 |
| 14:30 | USA | Nowozarejestrowani bezrobotni (tys) | 24.11. | | 390 | 416 ( r) | 393 |
| 15:00 | USA | Wstępne umowy na zakup domów m/m (%) | paź | | 1.0 | 0.4 ( r) | 5.2 |
| **30.11.2012 PIĄTEK** | | | | | | | |
| 0:30 | JPN | CPI r/r (%) | paź | | -0.4 | -0.3 | -0.4 |
| 0:50 | JPN | Produkcja przemysłowa r/r (%) | paź | | -8.0 | -8.1 | -4.3 |
| 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 polska.** O 10.00 opublikowane zostaną dane o PKB za III kw. Nasze szacunki 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 7-8% 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 (dokładne uzasadnienie naszej prognozy czytaj w Komentarzu dziennym z 27.11.2012). Zaskoczenie niższym PKB może stymulować gołębie wypowiedzi RPP oraz oczekiwania na obniżki stóp w krokach większych niż 25pb.

| 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 | 1.382 | -0.002 |
| USAGB 10Y | 1.618 | 0.000 |
| POLGB 10Y | 4.089 | -0.015 |

Dotyczy benchmarków Reuters

## USA: PKB zgodny z oczekiwaniami, podwyższony zapasami i wydatkami rządowymi

PKB w III kwartale wzrósł - według 2 szacunku - o 2,7% SAAR (oczekiwania rynkowe 2,8%, poprzednio 1,3%). Sprzedaż końcowa (wyłączająca zmiany zapasów) zwiększyła się o 1,9% w porównaniu do 1,7% w poprzednim kwartale. Ta sama kategoria, lecz skierowana tylko do krajowych konsumentów (uważana za miarę siły popytu wewnętrznego) przyspieszyła do 1,7% z 1,4%.

Konsumpcja spowolniła nieznacznie do 1,4% z 1,5% w poprzednim kwartale. Zmieniła się jej kompozycja: odnotowano 8,7% wzrost spożycia dóbr trwałych (w poprzednim kwartale lekki minus), spowolniło tempo wzrostu usług (do 0,3% z 2,1% w poprzednim kwartale). Z punktu widzenia skuteczności polityki pieniężnej (udrożnienie kanału kredytowego), zmiana może być uznana za pozytywną.

Zakresie inwestycji niemieszkaniowych odnotowano w III kwartale regres (-2,2% wobec +3,6% w poprzednim kwartale), co oczywiście nie jest niespodzianką biorąc pod uwagę wcześniejsze odczyty zamówień na dobra trwałe; ryzyka w tej kategorii rozkładają się dalszym ciągu w dół mimo ostatnio nieco lepszych danych za październik (niepewność związana z fiscal cliff). Niespodzianką nie jest także spory wzrost w zakresie inwestycji mieszkaniowych (14,2% wobec 8,5% w poprzednim kwartale), które potwierdzają ożywienie na rynku nieruchomości widoczne także w danych z rynku wtórnego. Zapasy popisały się w III kwartale sporą, dodatnią kontrybucją do wzrostu PKB na poziomie 0,77pp. (1,16pp. w ujęciu non-farm); kategoria ta kształtuje się ostatnio w cyklu koniunkturalnym wyraźnie pro cyklicznie (korelacja ze dynamiką PKB wynosi prawie 1).

Odnotowany znaczny wzrost wydatków rządowych (3,5% wobec ujemnych dynamik w poprzednich kwartałach), który zrealizował się głównie dzięki wydatkom na obronę narodową na szczeblu centralnym (+12,9% wobec -0,2% poprzednio). Dzięki temu kontrybucja sektora rządowego wyniosła +0,67 (pierwsza dodatnia od 2010 roku). Biorąc pod uwagę zbliżającą się nieuchronnie konsolidację fiskalną (czy to w sposób skokowy, czy gradualny) raczej nie powinniśmy się przyzwyczajać do dodatnich kontrybucji na polu wydatków rządowych.

Konkludując, dane PKB z pewnością zakłócone są przez zapasy i wydatki rządowe i tym samym nieco zawyżają skalę ożywienia, jednak trudno to samo stwierdzić odnośnie kierunku, w którym zmierza gospodarka. Uważamy, że ożywienie jest jak najbardziej widoczne i będzie kontynuowane. I choć wydatki rządowe z pewnością przestaną pozytywnie kontrybuować do wzrostu w 2013 roku (no chyba, że republikanie przełkną duże podwyżki podatków i przejściową stymulację wydatkami, co jest bardzo mało prawdopodobne), ostatnio ujawniona pro-cykliczność zapasów będzie dodatkowym „dopalaczem" na ścieżce ożywienia. Oczywiście przed nami jeszcze rozwiązanie kwestii fiscal cliff, ale tu z pomocą przychodzą konsumenci (zachowując się tak, jakby byli nieświadomi zagrożenia - poważny problem pojawi się, gdy klif faktycznie się zrealizuje, choć uważamy to za scenariusz małoo prawdopodobny), którzy na razie z nawiązką niwelują zachowawczą politykę inwestycyjną firm (efekt netto na kontrybucjach do wzrostu +0,76). Wsparciem pozostanie też Fed. Nie spodziewamy się, że Rezerwa zdecyduje się na zacieśnienie monetarne właśnie w momencie rozpędzania się gospodarki. Stąd też oczekujemy, że jeszcze w grudniu comiesięczna kwota programu zakupu aktywów zostanie podniesiona, aby rekompensować kończące się Operation Twist.

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD zatrzymał się wczoraj na poziomie maksimum 1,30 z początku tygodnia. Nie wiązalibyśmy jednak tego z niewątpliwie niezłymi danymi o PKB (więcej czytaj w sekcji analizy) oraz pozytywną niespodzianką z rynku nieruchomości (której skala wpisuje się jednak w naturalną zmienność wskaźnika wstępnie podpisanych umów na zakup domów) - para EURUSD odzyskała wigor dopiero po rozpoczęciu sesji amerykańskiej i azjatyckiej. Kwestie ważące na zmianach notowań to ciągle przede wszystkim kwestie polityczne - szczegóły dotyczące dokładnego kształtu kolejnej transzy pomocy dla Grecji oraz negocjacje tyczące klifu fiskalnego w USA (do czasu podpisania porozumienia Obamy z Republikanami będziemy obserwować przeciąganie liny - wczorajsze wypowiedzi m.in. znowu Boehnera dały tym razem raczej negatywny impuls). Dane makroekonomiczne pozostają w cieniu (dziś o dochodach i wydatkach konsumentów oraz Chicago PMI), zaś w centrum uwagi będzie głosowanie w Bundestagu nad pakietem dla Grecji - ryzyka są jednak marginalne, co może dostarczyć impulsu do kontynuacji trendu wzrostowego.

## EURUSD technicznie

Dzień wczorajszy przyniósł powrót do wzrostów i ponowne testowanie kluczowego oporu na poziomie 1,3000. Jego przebicie w ciągu dnia nie było wprawdzie trwałe, ale przy okazji ustanowiono nowe maksimum listopada (1,3015). Dziś rano wspomniany poziom oporu został ponownie przełamany z nowym rekordem, ale pytanie o trwałość tego ruchu pozostaje zasadne. Poziom ten jest bacznie obserwowany, ale jego przełamanie będzie sygnalizować kontynuację trendu wzrostowego wtedy i tylko wtedy, gdy za nim nastąpią kolejne. Następnym istotnym poziomem oporu na drodze do maksimum października (1,3150) jest 1,3075. Brak sukcesu w przełamaniu najbliższego oporu może oznaczać kontynuację konsolidacji EURUSD w obszarze 1,2900-3000. W razie korekt spadkowych EURUSD powinien znaleźć wsparcie na 55-okresowej średniej ruchomej na wykresie 1H (1,2955), a następnie na znanym nam poziomie 1,2890/2900.

| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 1,2955 | 1,3150 |
| 1,2890/2900 | 1,3075 |
| 1,2860 | 1,3000 |

### 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 dobił wczoraj do minimum 4,08 z początku listopada. Na fali zainteresowania polskim długiem złoty pozostaje zaskakująco mocny (przy dalszym osłabieniu wyceny czynnika krajowego - patrz wykres). Po czasie oddziaływania przede wszystkim globalnej fazy risk-on dziś w końcu uwaga przesunie się na wydarzenia krajowe - o 10 GUS opublikuje dane o PKB za III kw. Słabsze dane (prognozujemy odczyt 1,6% poniżej projekcji NBP oraz konsensusu rynkowego na poziomie 1,8%) mogą wywołać wzrost oczekiwań na głębsze obniżki stóp procentowych w grudniu oraz głębsze spowolnienie w 2013 roku, a zatem wpłynąć na odwrócenie trendu na EURPLN.

## EURPLN technicznie

Sygnały wzrostowe, wspomniane we wczorajszym komentarzu, okazały się być zbyt słabe. Wczoraj EURPLN wznowił ruch spadkowy, który zakończył na poziomie wyznaczającym nowe minimum listopada (4,870). Po powrocie w okolice 4,0900/10 dziś rano najbliższym wsparciem dla EURPLN jest wspomniane wczorajsze minimum. Jego przełamanie powinno sygnalizować ruch w kierunku najniższego kursu października (4,610), na drodze do którego jedynym istotnym poziomem wsparcia wydaje się być 4,0800 (tu dużą rolę powinny odgrywać czynniki psychologiczne). Sygnałem do wzrostów (biorąc pod uwagę fakt, że EURPLN znajduje się poniżej krótko- i długoterminowych trendów, odwrócenie krótkoterminowej tendencji pozostaje wysoce prawdopodobne) będzie przełamanie oporu związanego z FIBO 23,6% na wykresie 4H (4,0950), a w szczególności - 4,1190/1200 (MA55 i FIBO 38,2% na wykresie 4H).

| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 4,0870 | 4,1190/1200 |
| 4,0800 | 4,1100 |
| 4,0610 | 4,0950 |

* 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 | 3.87 | 3.91 |
| 2Y | 3.7975 | 3.83 |
| 3Y | 3.73 | 3.77 |
| 4Y | 3.7151 | 3.76 |
| 5Y | 3.735 | 3.78 |
| 6Y | 3.73 | 3.79 |
| 7Y | 3.793 | 3.82 |
| 8Y | 3.828 | 3.86 |
| 9Y | 3.82 | 3.88 |
| 10Y | 3.85 | 3.91 |

| depo | BID | ASK |
|---|---|---|
| ON | 4.6 | 4.8 |
| 1M | 4.3 | 4.5 |
| 3M | 4.3 | 4.5 |

| FRA | BID | ASK |
|---|---|---|
| 1x2 | 4.27 | 4.32 |
| 1x4 | 4.22 | 4.27 |
| 3x6 | 3.87 | 3.90 |
| 6x9 | 3.53 | 3.56 |
| 9x12 | 3.38 | 3.43 |

| Fixing NBP | |
|---|---|
| EUR/PLN | 4.0968 |
| USD/PLN | 3.1556 |
| CHF/PLN | 3.4025 |

| Poziomy otwarcia | |
|---|---|
| EUR/USD | 1.2977 |
| EUR/JPY | 106.56 |
| EUR/PLN | 4.0869 |
| USD/PLN | 3.1463 |
| CHF/PLN | 3.3952 |

**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.