**Departament 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

Piotr Bartkiewicz
*analityk*
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@brebank.pl

Marek Ignaszak
*analityk*
tel. +48 22 829 02 56
marek.ignaszak@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 | | |
| **18.11.2013 PONIEDZIAŁEK** | | | | | | | |
| BRAK ISTOTNYCH DANYCH | | | | | | | |
| **19.11.2013 WTOREK** | | | | | | | |
| 11:00 | GER | Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt) | lis | | 30.8 | 29.7 | 28.7 |
| 11:00 | GER | Indeks ZEW - oczekiwania (pkt) | lis | | 54.0 | 52.8 | 54.6 |
| 14:00 | POL | Średnie wynagrodzenie r/r (%) | paź | 2.6 | 2.9 | 3.6 | 3.1 |
| 14:00 | POL | Zatrudnienie r/r (%) | paź | -0.2 | -0.2 | -0.3 | -0.2 |
| **20.11.2013 ŚRODA** | | | | | | | |
| 14:30 | USA | Sprzedaż detaliczna m/m (%) | paź | | 0.1 | -0.1 | |
| 14:30 | USA | CPI r/r (%) | paź | | 1.0 | 1.2 | |
| 16:00 | USA | Sprzedaż domów na rynku wtórnym SAAR (mln) | paź | | 5.16 | 5.29 | |
| 20:00 | USA | Minutes FOMC | paź | | | | |
| **21.11.2013 CZWARTEK** | | | | | | | |
| 2:45 | CHN | HSBC PMI w przemyśle *wstępny* (pkt.) | lis | | 50.8 | 50.9 | |
| | JPN | Decyzja BoJ (%) | lis | | 0.10 | 0.10 | |
| 9:00 | FRA | PMI w przemyśle *wstępny* (pkt.) | lis | | 49.5 | 49.1 | |
| 9:00 | FRA | PMI w usługach *wstępny* (pkt.) | lis | | 51.0 | 50.9 | |
| 9:30 | GER | PMI w przemyśle *wstępny* (pkt.) | lis | | 51.9 | 51.7 | |
| 9:30 | GER | PMI w usługach *wstępny* (pkt.) | lis | | 53.0 | 52.9 | |
| 10:00 | EUR | PMI w przemyśle *wstępny* (pkt.) | lis | | 51.5 | 51.3 | |
| 10:00 | EUR | PMI w usługach *wstępny* (pkt.) | lis | | 51.8 | 51.6 | |
| 14:00 | POL | Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%) | paź | 3.5 | 4.4 | 6.2 | |
| 14:00 | POL | PPI r/r (%) | paź | -1.1 | -1.2 | -1.4 | |
| 14:00 | POL | Minutes RPP | lis | | | | |
| 14:30 | USA | Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 15.11 | | | 339 | |
| 14:30 | USA | PPI r/r (%) | paź | | 0.3 | 0.3 | |
| 16:00 | USA | Indeks Philly Fed (pkt.) | lis | | 15.0 | 19.8 | |
| 16:00 | EUR | Wsk. koniunktury konsumenckiej (pkt.) | lis | | -14.0 | -14.5 | |
| **22.11.2013 PIĄTEK** | | | | | | | |
| 10:00 | GER | Indeks Ifo - sytuacja bieżąca (pkt.) | lis | | 111.6 | 111.3 | |
| 10:00 | GER | Indeks Ifo - oczekiwania (pkt.) | lis | | 104.5 | 103.6 | |

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Kalendarz pod znakiem danych ze Stanów Zjednoczonych. Na spadek CPI wpłynęły przede wszystkim niższe ceny nośników energii, dlatego uwaga rynku będzie skupiona raczej na wskaźnikach bazowych. Ważniejsze (i dotknięte negatywnie niskimi cenami benzyny) będą dane nt. sprzedaży detalicznej i dane z rynku nieruchomości. Z uwagi na to, że obydwie publikacje dotyczą października, pozostaje pewna doza niepewności dotycząca wpływu zawieszenia funkcjonowania rządu federalnego.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Tusk: Rząd na wtorkowym posiedzeniu przyjął projekt ustawy o zmianach w OFE. Umożliwia to wejście w życie ustawy zgodnie z założonym terminem.

• GUS: Przeciętne wynagrodzenie brutto w październiku wyniosło 3.834,17 zł, co oznacza, że rdr wzrosło o 3,1 proc., a mdm wzrosło o 1,7 proc.

• TUR: Bank centralny Turcji pozostawił benchmarkową stopę procentową bez zmian. Wynosi ona nadal 4,50 proc.

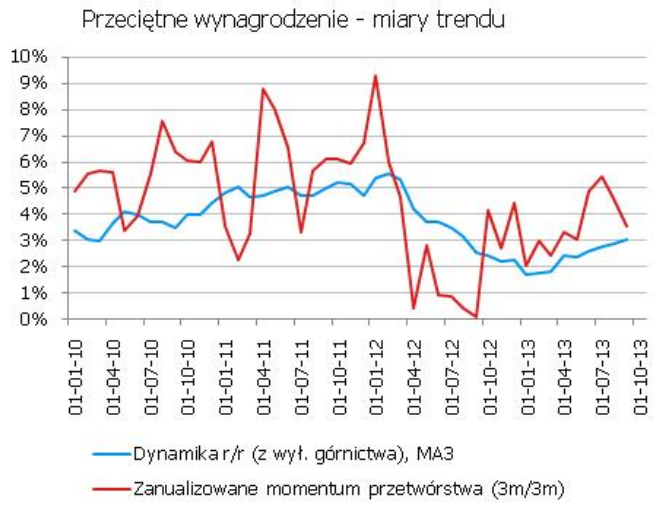
| Decyzja RPP (4.12.2013) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. |
|---|---|
| podwyżka 25 bps | 0% |
| stopy bez zmian | 100% |
| obniżka 25 bps | 0% |
| **PROGNOZA BRE** | **stopy bez zmian** |

| Obligacje | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|---|---|---|
| GERGB 10Y | 1.722 | -0.009 |
| USAGB 10Y | 2.718 | -0.023 |
| POLGB 10Y | 4.446 | -0.025 |

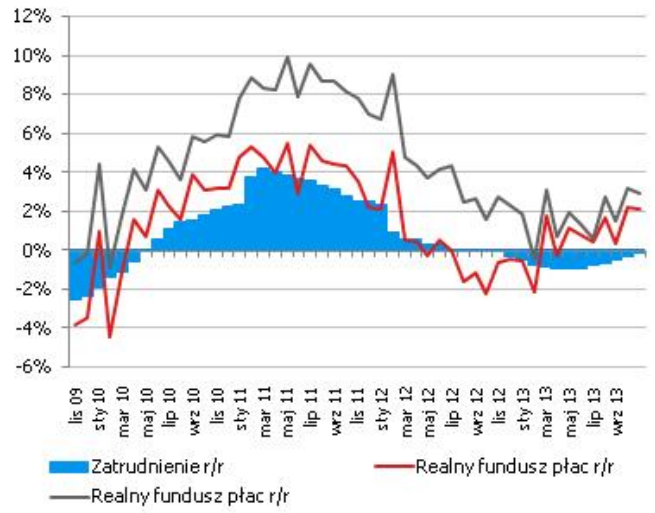
Dotyczy benchmarków Reuters

## Rynek pracy: poprawa w miarowym tempie

Płace w przedsiębiorstwach wzrosły w październiku o 3,1% r/r, powyżej konsensusu i naszej prognozy (odpowiednio: 2,9 i 2,6% r/r). Jak co miesiąc, możemy jedynie spekulować na temat przyczyn zaskoczenia, ale warto odnotować, że dynamika płac spowolniła jedynie nieznacznie, pomimo mniej korzystnego układu dni roboczych (0 r/r vs. +1 r/r w poprzednim miesiącu) i wysokiej bazy w górnictwie. Dynamika wynagrodzeń pozostaje niska, biorąc pod uwagę historyczne standardy, aczkolwiek dane z ostatnich miesięcy pozwalają wnioskować o powolnym stromieniu się trendu – szacujemy, że w ostatnich dwóch miesiącach przyspieszył on do ok. 3% r/r z 1,5-2% notowanych na początku roku. Pozwala to mieć nadzieję na gradualny wzrost presji płacowej w miarę zacieśniania się rynku pracy (lub przynajmniej jego wybranych segmentów).




Dynamika realnego funduszu płac utrzymała się na poziomie zbliżonym do odnotowanej w zeszłym miesiącu (2,1% vs. 2,2%), stanowiąc kolejne potwierdzenie dobrych perspektyw konsumpcji prywatnej, tym bardziej że w kierunku niższej inflacji oddziałują wciąż czynniki podażowe (żywność i paliwa).




Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w październiku o 5 tys. osób, co przełożyło się na poprawę rocznej dynamiki tej kategorii do -0,2% z -0,3%. Dane stanowią potwierdzenie, że poprzedni odczyt z rynku pracy był wypadkiem przy pracy, co w gruncie rzeczy sugerowaliśmy w komentarzach powołując się na rozbieżność pozytywnych wskaźników koniunktury z poprzednim, słabym odczytem zatrudnienia.

Zatrudnieniem i inwestycjami (jak we wszystkich emerging markets) rządzą te same czynniki, w dużej mierze związane z niepewnością, która w obecnym cyklu rozwiewa się wolniej z uwagi na przykre doświadczenia krótkiej fazy ożywienia z 2010-2011 roku. Dlatego też spektakularnych wzrostów ani zatrudnienia, ani inwestycji nie obserwujemy. Natomiast z uwagi na fakt, że polska gospodarka przyciąga przede wszystkim przedsięwzięcia pracochłonne (i te gałęzie najszybciej ruszają w cyklu), zatrudnienie wyprzedza cykl inwestycyjny (lub innymi słowy – ożywienie w inwestycjach jest po prostu względnie słabsze niż na rynku pracy). Dlatego też pomimo faktu, że ożywienie na rynku pracy jest gradualne, przynajmniej widać poprawę. W kolejnych miesiącach zatrudnienie będzie przyspieszać, generując pozytywne efekty zwrotne, tym bardziej że wskaźniki koniunktury notują monotoniczne wzrosty.

Na koniec warto zmierzyć się z tezą sugerującą, że za ożywienie w gospodarce polskiej nie odpowiada sektor prywatny. Jest to stwierdzenie błędne. Sektor, który notuje obecnie najbardziej dynamiczne wzrosty, czyli administrowanie i działalność wspierająca, nie obejmuje sektora publicznego, lecz firmy wykonujące pracochłonne zajęcia związane z ochroną, utrzymaniem terenów zielonych, reklamą, obsługą biur i firm, pośrednictwem pracy. Biorąc pod uwagę służebną rolę tych aktywności wobec aktywności w innych sektorach gospodarki, fakt rozpędzania się zatrudnienia w tych kategoriach nie sugeruje słabości obecnego ożywienia, lecz raczej jego siłę. W poprzednim cyklu kategoria ta również odpowiedzialna była za kreację lwiej części etatów (i była znacząco wyprzedzająca wobec całego rynku pracy). Z uwagi na pracochłonny charakter polskiej gospodarki nie widzimy powodu, dla którego obecna sytuacja miałaby być inna. Dodatkowo, stanowi to pośredni dowód na to, że popyt na pracę słabo wykwalifikowaną rośnie już w obecnym momencie dość szybko i w najbliższym czasie mogą się w tym sektorze pojawiać napięcia płacowe (anecdotal evidence potwierdza zasadność zwrócenia uwagi na te tendencje).

Dane przeszły bez echa na rynku stopy procentowej i na walucie. Dane też nie stanowią żadnego punktu zwrotnego z perspektywy RPP i tak też zostały odebrane przez rynki finansowe. Tymczasem nasz scenariusz pozostaje bez zmian. Spodziewamy się, że RPP podwyższy stopy w ostatnim kwartale 2014, czego zapalnikiem będzie wzrost inflacji (w tym bazowej) w warunkach krzepnącego wzrostu PKB.

## EURUSD fundamentalnie

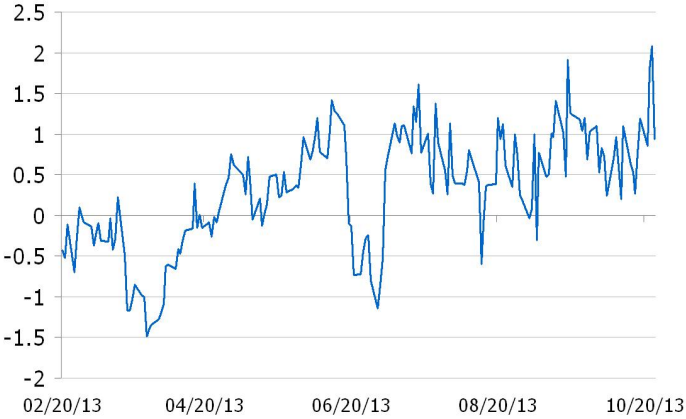
EURUSD w I połowie dnia pozostawał stabilny, zaś istotny wzrost i, ostatecznie, wyłamanie z bieżącej konsolidacji i ustanowienie nowych miesięcznych maksimów, przyniosły sesja amerykańska i azjatycka. Przemówienie Bernanke, oprócz nerwowej reakcji rynku (i wyczyszczenia części pozycji long USD), nie dostarczyło praktycznie żadnych nowych informacji. Próg 6,5% na stopie bezrobocia jest progiem, ale nie będzie działać automatycznie, a w wizji Bernanke polityka pieniężna ma pozostać łagodna również po tym, gdy stopa bezrobocia spadnie poniżej wspomnianego progu (co zresztą stanowi argument przeciw obniżaniu progu). Do ograniczania QE z kolei ma wystarczać subiektywna ocena FOMC, że gospodarka postęp osiągnięty w gospodarce jest dostateczny, aby polegać na *forward guidance*. Co powinny potwierdzić publikowane dziś Minutes. W tym samym kontekście będą postrzegane publikowane dziś dane ze sfery realnej (sprzedaż detaliczna, sprzedaż nieruchomości na rynku wtórnym).

## EURUSD technicznie

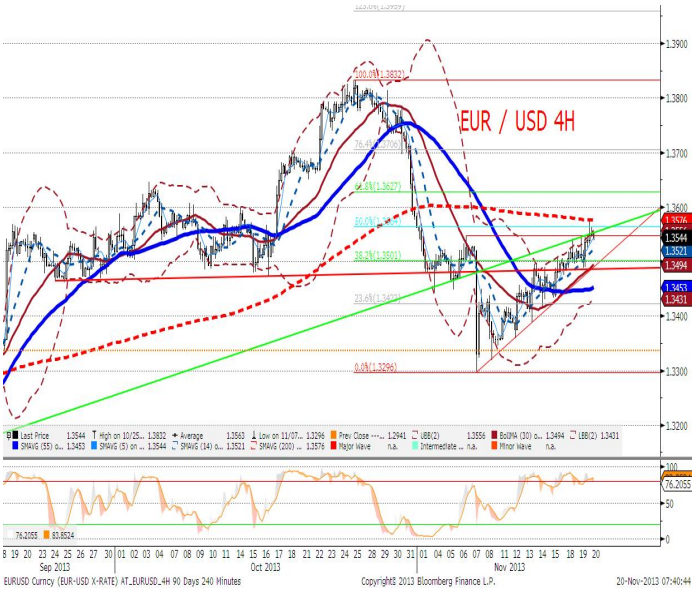
Kolejna sesja pod znakiem odreagowania spadków. Kurs dotarł do poziomu, w którym przecinają się: przebita 7 listopada długoterminowalinia trendu wzrostowego, 50% zniesienia oraz MA200 na wykresie 4H. Nieco powyżej znajduje się także MA30 dla wykresu dziennego. Wokół tego poziomu oczekujemy konsolidacji i realizacji zysków po niedawnych wzrostach kursu. Na razie nie pojawiły się wyraźne sygnały transakcyjne, wstrzymujemy się więc z rekomendacją.

| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 1,3490 | 1,3627 |
| 1,3450 | 1,3600 |
| 1,3296 | 1,3564 |

**EURUSD wzgl. dysparytetu 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

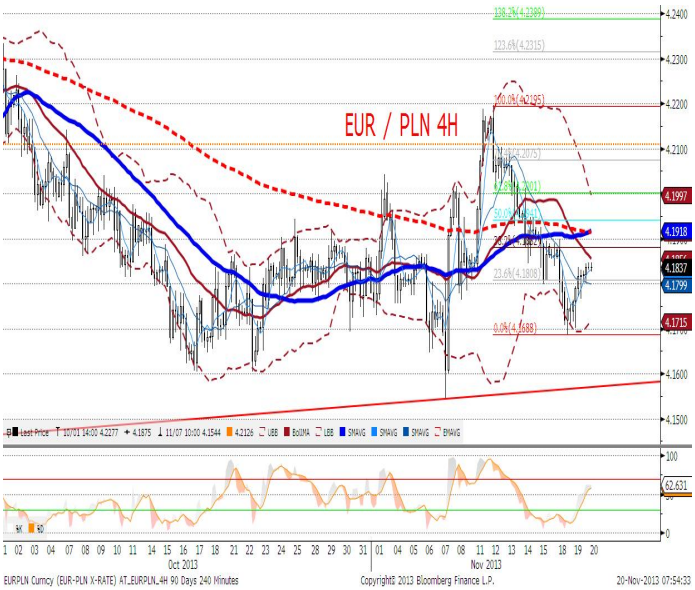
Złoty osłabił się podczas wczorajszej sesji, w oderwaniu od stabilnego kursu EURUSD. Przyczyny? Brak kontynuacji solidnych wzrostów na giełdzie (realizacja części zysków po osiągnięciu nowych maksimów), korekta wzrostowa na rentownościach 5-10lat. Dane z rynku pracy nie były w stanie poruszyć kursem walutowym. Dziś długo zapowiadana rekonstrukcja rządu (premier Tusk wystąpi o 11:00). Uważamy, że rynek „żył" bardziej zmianami w OFE a rząd projekt (po zmianach) wczoraj przyjął. Zasadnicze zmiany w rządzie, włączając w to stanowisko ministra finansów (a takie są spekulacje) mogą odnowić zainteresowanie rynków ewentualnym cofnięciem zmian w OFE i jednocześnie - związanymi z tym problemami budżetowymi. Nie jest to jednak nasz scenariusz bazowy, stąd też wpływ rekonstrukcji na złotego powinien być neutralny.

## EURPLN technicznie

Realizacja zysków po niedawnym silnym ruchu aprecjacyjnym złotego. Najbliższym przystankiem będzie 38,2% zniesienie na poziomie 4,1882. Na razie trend spadkowy nie został zanegowany, więc opór wyznaczany przez 50% zniesienie fibo (4,1950) będzie dobrą okazją do zajęcia krótkiej pozycji. Pozostajemy neutralni czekając na sygnały świadczące o wyczerpaniu się siły kupujących.

| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 4,1688 | 4,2000 |
| 4,1544 | 4,1941 |
| 4,1440 | 4,1882 |

* 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 | 2.7 | 2.73 |
| 2Y | 2.9575 | 3.01 |
| 3Y | 3.17 | 3.27 |
| 4Y | 3.4 | 3.48 |
| 5Y | 3.57 | 3.66 |
| 6Y | 3.7 | 3.79 |
| 7Y | 3.81 | 3.90 |
| 8Y | 3.9 | 3.99 |
| 9Y | 3.96 | 4.07 |
| 10Y | 4.02 | 4.11 |

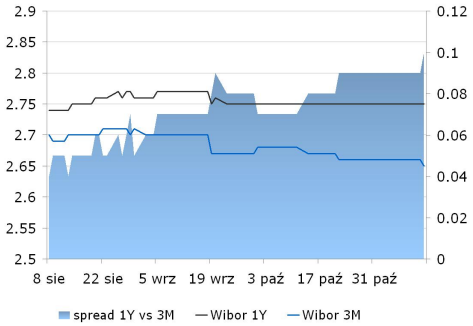
| depo | BID | ASK |
|---|---|---|
| ON | 2.4 | 2.7 |
| 1M | 2.3 | 2.5 |
| 3M | 2.4 | 2.6 |

| FRA | BID | ASK |
|---|---|---|
| 1x2 | 2.58 | 2.63 |
| 1x4 | 2.64 | 2.68 |
| 3x6 | 2.64 | 2.68 |
| 6x9 | 2.67 | 2.72 |
| 9x12 | 2.74 | 2.80 |

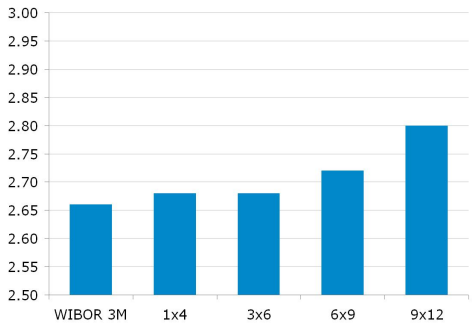
| Fixing NBP | |
|---|---|
| EUR/PLN | 4.2061 |
| USD/PLN | 3.1358 |
| CHF/PLN | 3.4147 |

| Poziomy otwarcia | |
|---|---|
| EUR/USD | 1.3486 |
| EUR/JPY | 133.77 |
| EUR/PLN | 4.1969 |
| USD/PLN | 3.1102 |
| CHF/PLN | 3.4020 |

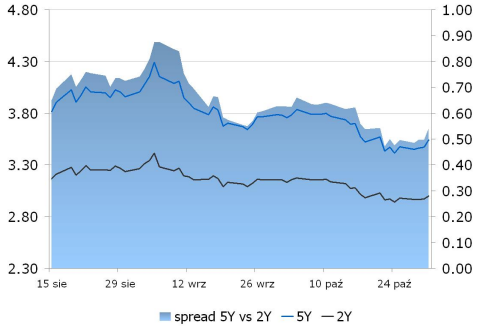
**WIBOR 3M i 1Y**



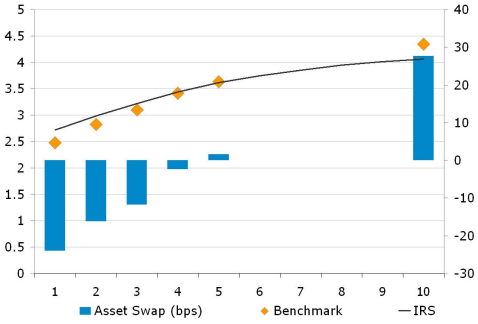

**WIBOR 3M i stawki FRA**




**IRS 5Y i 2Y**

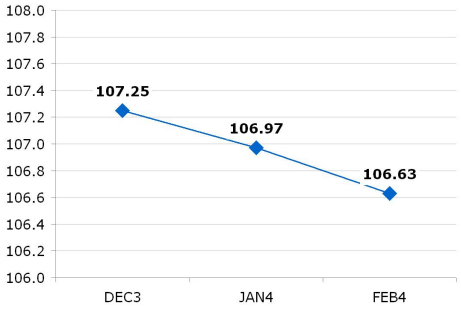



**Asset swap i IRS**




**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 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.