



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

Andrzej Torój
analityk
tel. +48 22 526 70 34
andrzej.toroj@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		
16.07.2012 PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	HICP r/r (%)	cze		2.4	2.4 (p)	2.4
14:30	USA	Empire State Index NY (pkt)	lip		3.8	2.3	7.4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	cze		0.2	-0.2	-0.5
17.07.2012 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	lip		-15.0	-16.9	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	cze	0.2	0.2	0.3	
14:00	POL	Place r/r (%)	cze	1.8	3.5	3.8	
14:30	USA	CPI m/m (%)	cze		0.0	-0.3	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.4	-0.1	
16:00	USA	Przemówienie Bernanke przed senatem dot. polityki monetarnej					
18.07.2012 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze	5.4	3.8	4.6	
14:00	POL	PPI r/r (%)	cze	4.4	4.7	5.0	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys SAAR)	cze		743	708	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów (tys SAAR)	cze		765	784	
20:00	USA	Beżowa Księga					
19.07.2012 CZWARTEK							
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	14.07.			350	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	lip		-8.0	-16.6	
16:00	USA	Indeks CB m/m (%)	cze		-0.1	0.3	
16:00	USA	Sprzedaż istniejących domów (tys SAAR)	cze		4.62	4.55	
20.07.2012 PIĄTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	cze	2.3	2.5	2.3	
14:00	POL	Raport o koniunkturze GUS					

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** O 14 GUS poda dane z rynku pracy za czerwiec. Oczekujemy spadków zatrudnienia w przetwórstwie. Efekt euro 2012 może być znikomy ze względu na fakt rejestracji jedynie przedsiębiorstw zatrudniających 9 i więcej osób, ale dzięki niemu wzrost zatrudnienia pewnie utrzyma się na plusie. Place w maju były zawyżone podwyżkami w rafineriach i nadgodzinami przed euro, obecnie coraz bardziej widoczne jest jednak obniżanie się ich trendu. W czerwcu dodatkowo był jeden dzień roboczy mniej w ujęciu rocznym i nie było wypłat premii od zysku w górnictwie.
- **Gospodarka globalna.** Dziś jako pierwszy indeks koniunktury za lipiec opublikowany zostanie indeks ZEW – po ostatnim sporym negatywnym zaskoczeniu nie należy spodziewać się nagłej zmiany nastrojów.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Męcina: jeżeli nie będzie interwencji na rynku pracy, to stopa bezrobocia na koniec 2012 r. ukształtuje się powyżej 13%. Jeżeli interwencja będzie, to stopa bezrobocia na koniec roku ukształtuje się poniżej, ok. 12,8%.
- GUS planuje dalsze dostawianie metodologii badań, aby sprostać normom wymagany przez Komisję Europejską m.in w zakresie wskaźnika cen – wynika z dokumentu „Kierunki rozwoju polskiej statystyki publicznej do 2017 roku”.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył w poniedziałek prognozę wzrostu gospodarczego na świecie w 2013 roku z 4,1% do 3,9% ze względu na przedłużający się kryzys zadłużenia w strefie euro oraz wpływ, jaki wywiera on na kondycję gospodarek wschodzących.
- Niemiecki Trybunał Konstytucyjny poinformował w poniedziałek, że 12 września wyda orzeczenie, czy prezydent RFN może podpisać zaskarżone ustawy o ratyfikacji paktu fiskalnego UE i funduszu ratunkowego EMS, zanim sędziowie rozpatrzą skargi merytorycznie.
- Europejski Organ Nadzoru Bankowego (EBA) chce, by tzw. wskaźnik adekwatności kapitałowej, podniesiony do 9 proc. na czas kryzysu, obowiązywał banki do momentu wdrożenia w UE porozumień Bazylei III.
- Angela Merkel potwierdziła w niedzielę, że zamierza w przyszłym roku ubiegać się po raz trzeci o stanowisko kanclerza Niemiec.

Decyzja RPP (5.09.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.000	0.000
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.486	0.007
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.918	0.058
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

Słabnące dochody z VAT kolejną oznaką spowolnienia

Dane o wykonaniu budżetu w okresie styczeń-czerwiec na pierwszy rzut oka wyglądają obiecująco: 59,8% zrealizowanego deficytu za 2012 r. (przy 77,1% przed miesiącem) oraz 48,3% wykonanych dochodów (wobec 49,3% w analogicznym okresie poprzedniego - dość udanego - roku). Za tą fasadą kryje się jednak niepokojąca struktura po stronie dochodowej: znaczący czynnik jednorazowy in plus (zysk NBP) oraz ostre wyhamowanie wpływów z VAT, czyli podstawowego źródła dochodów budżetu (prawie 50% dochodów podatkowych).

Czerwcową wpłatą zysku NBP zasiłowała budżet nieprzewidzianą wcześniej kwotą niemal 8,2 mld PLN. Ten zastrzyk pozwala na poprawę bieżących danych o wykonaniu budżetu i w zasadzie wyklucza ryzyko niewykonania planu po stronie dochodowej na cały 2012 r., nawet przy prognozowanym przez nas spadku dynamiki PKB do 1,4% w czwartym kwartale br. Odsetek uzyskanych już dochodów z CIT i PIT (ok. 30% doch. podatkowych) kształtuje się tak, jak w analogicznym okresie lat 2008-2009, kiedy to powyższe kategorie zostały wykonane zgodnie z planem. Sytuacja nie jest tak komfortowa w przypadku akcyzy (ok. 25% doch. podatkowych), gdzie wykonanie dochodów po czerwcu rzędu 46,4% zdarzało się w latach 2008 i 2011 (i kończyło się to wynikiem całorocznym rzędu 1,5-3% poniżej planu).

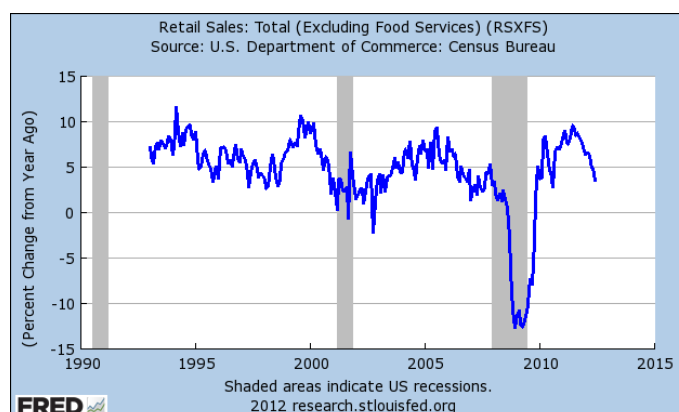
Dochody z podatków pośrednich spadły w czerwcu w sumie o 6,2% r/r, a z wyłączeniem akcyzy (czyli przy uwzględnieniu głównie VAT) aż o 11,7% r/r. W rezultacie wykonanie sięga w pierwszej połowie roku 45,6% planu, co stanowi najniższy wynik na przestrzeni ostatnich lat (w 2008 r. było to 48,0% i potem w grudniu 91,6%, w pozostałych latach 2007-2011 co najmniej 50% przy wykonanym planie).



Czwarty z rzędu spadek r/r dochodów z podatków pośrednich bez akcyzy przełożył się na ich spadek w całym drugim kwartale o 6,2%. O ile nie wystąpiły znaczące odchylenia od wzorca sezonowego w realizacji dochodów (np. EURO 2012) - na co na razie nic nie wskazuje - można to uznać za niekorzystny prognostyk dla dynamiki konsumpcji w drugim kwartale.

USA: słaba sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna zmieniła się w czerwcu o -0,5% m/m (konsensus +0,2%), po spadku o 0,2% również w maju. Zawiodły praktycznie wszystkie istotne kategorie sprzedaży: po wyłączeniu samochodów, po wyłączeniu żywności (unisono ujemne dynamiki). Tylko część ze spadków tłumaczy wiedzione cenami obniżenie się dynamiki sprzedaży paliw (-1,8%), zwłaszcza że obniżenie cen paliw, działało zwykle na konsumentów pozytywnie i pozwalało uwolnić środki na pozostałe wydatki. Roczną dynamikę sprzedaży po wyłączeniu żywności (RSXFS) prezentujemy na wykresie.



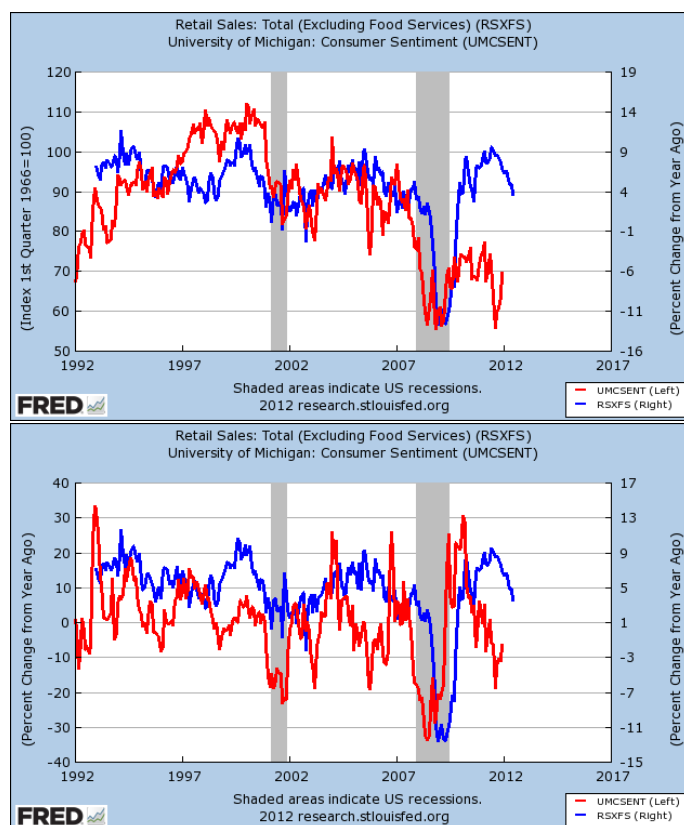
Niska dynamika sprzedaży implikuje, że po uwzględnieniu efektów cenowych drugi kwartał będzie bardzo słaby dla konsumpcji, która z dynamiki 2,5% SAAR może obniżyć się nawet w okolice 1%. Nie sam jednak II kwartał ma w tym przypadku istotne znaczenie, co fakt że, słabszy rynek pracy przekłada się niekorzystnie na zachowania konsumpcyjne, tymczasem konsumpcja była jednym z czynników, które wskazywaliśmy jako możliwy motor ożywienia (odbudowanie stopy oszczędności, gotowość do ponoszenia nowych wydatków). Niewykluczone, że ważnym czynnikiem jest także niepewność



odnośnie fiscal cliff - nie sama skala zacieśnienia jest dla konsumentów ważna, lecz brak pewności przyszłej ordynacji podatkowej (ten sam problem - być może jeszcze w większym stopniu - dotyczy przedsiębiorców i jest przyczyną ograniczanej aktywności inwestycyjnej).

odniesienia do poluzowania ilościowego.

Naturalnym kandydatem na wskaźnik wyprzedzający dla sprzedaży detalicznej jest optymizm konsumentów. Na wykresach zestawiamy roczną dynamikę sprzedaży po wyłączeniu żywności (RSXFS) z indeksem Uniwersytetu Michigan (odpowiednio w postaci indeksu oraz dynamiki rocznej). Pierwsze porównanie wskazuje, że konsumpcja jest na zbyt dużym poziomie względem optymizmu. Drugie niestety nie pozwala na wyciągnięcie jednoznacznych wniosków - choć ostatnie odbicia optymizmu konsumentów okazywały się trwałe z obecnych poziomów w okresach nie-recesyjnych, tylko odbicie tuż po recesji z 2001 roku zbiegło się z przyspieszeniem sprzedaży detalicznej (innymi słowy wzrosty optymizmu na spadającej ścieżce sprzedaży nie były żadnym sygnałem odwrócenia).



Możliwość powstania niekorzystnego sprzężenia zwrotnego pomiędzy rynkiem pracy i konsumpcją będzie zachętą dla Fed dla uruchomienia dodatkowych działań stymulujących. Mogą być one tym bardziej skuteczne, że słabość konsumpcji może wynikać ze słabości dochodów (a Fed może generować pozytywny efekt majątkowy). Co więcej, przy słabości konsumpcyjnego silnika wzrostu skupienie się na rynku nieruchomości (przeżywającym obecnie mini ożywienia) może okazać się jedyną sensowną strategią (w końcu pozytywne efekty drugiego rzędu mogą równie dobrze przepłynąć od sektora budowlanego - summa summarum i tak ostatecznym beneficjentem będą dochody konsumentów). Obecna mozaika problemów gospodarki amerykańskiej może sugerować, że rynek domów może być bastionem, którego FOMC nie może sobie odpuścić. W dzisiejszym przemówieniu Bernanke mogą znaleźć się ogólne



EURUSD fundamentalnie

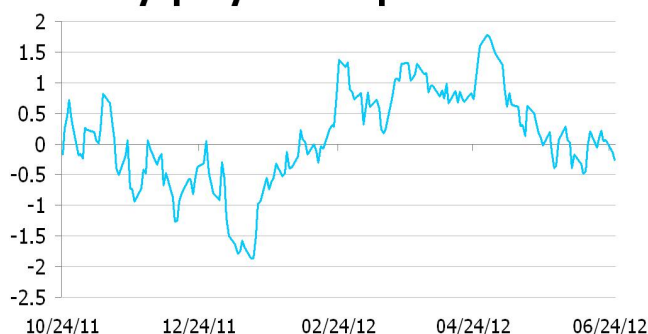
Wydarzeniem dnia dla EURUSD była publikacja amerykańskiej sprzedaży detalicznej. Ujemna dynamika wydatków konsumpcyjnych wyraźnie odnowiła zainteresowanie QE, co przyczyniło się od wzrostów EURUSD. Być może dane pozwoliły na wyznaczenie lokalnego dna na tej parze walutowej, gdyż wzrosty wygenerowane tuż po publikacji intensyfikowały się w dalszej części sesji. Dzisiejsze sprawozdanie Bernanke przed senatem (16:00) może nie okazać się na tyle przełomowe, aby całkowicie utwierdzić rynek w przekonaniu o QE - raczej potwierdzone zostanie obecne status quo; jest chyba za wcześnie aby po ostatnim posiedzeniu zmieniać kurs polityki pieniężnej, zwłaszcza że pozostali członkowie FOMC nie wypowiadają się jasno o perspektywach QE. Wcześniej (11:00) poznamy indeks ZEW, który po ostatnim, nieznacznym uspokojeniu sytuacji w strefie euro (ustanowienie podwalin pod przyszłe rozwiązania systemowe) może zaskoczyć w górę. Handel na EURUSD będzie zatem dziś nerwowo, z perspektywą do umocnienia.

EURUSD technicznie

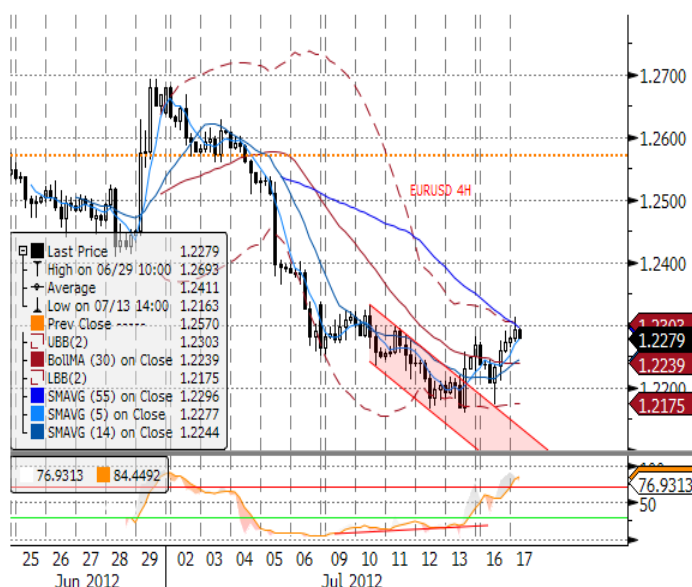
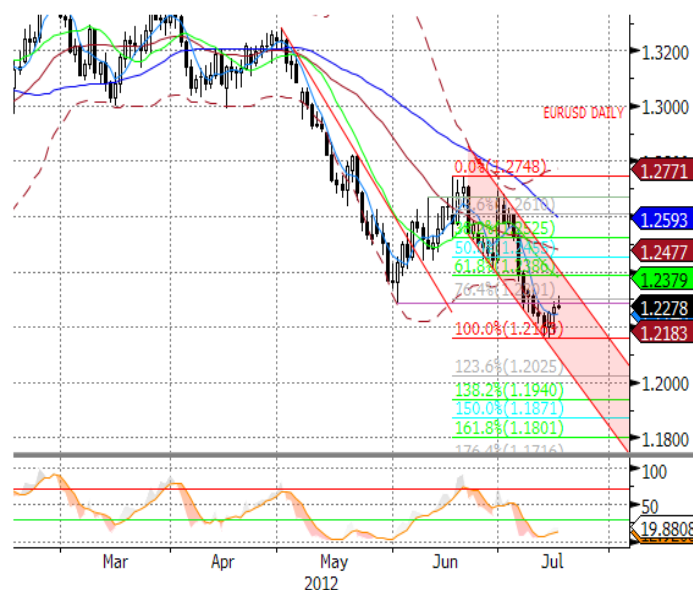
Opór na 1,2280 (min. z początku czerwca) został na krótko złamany, ale powrót kursu w okolice tego poziomu nie wystarcza do ogłoszenia końca korekty. Mocnym technicznie oporem wydaje się teraz 1,2386 (38,2% zniesienia od czerwcowego max. oraz potencjalna górna granica kanału trendowego na dziennym, nieco poniżej tego MA14). Targety w dół dla trendu spadkowego bez zmian: ostatnie minimum + poziom z wiosny 2010 r. (1,1877) oraz – nieco wcześniej – 61,8% przedłużenia Fibo (około 1,20).

Wsparcie	Opór
1,2183	1,2386
1,2000	1,2327
1,1877	1,2280

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. Ta sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.





EURPLN fundamentalnie

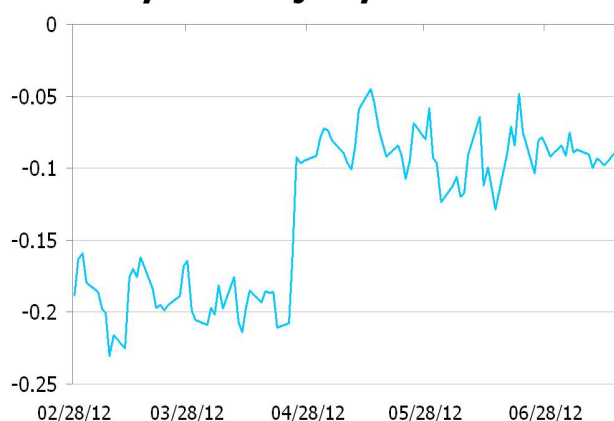
EURPLN odnotował wczoraj zmienną sesję, lecz zakończył dzień na poziomie otwarcia. Wykonanie budżetu (choć gorsze przede wszystkim od strony podatkowej - patrz odpowiedni tekst w sekcji analizy) pozostało raczej neutralne dla kursu, podobnie zresztą jak zawieszenie wypłat przez jeden z funduszy inwestycyjnych. Dziś dane z rynku pracy: zatrudnienie i wynagrodzenie. Pierwsza z tych danych będzie wspierana przez „efekt EURO”, oczekiwana przez nas niska dynamika drugiej wynika z przesunięć premii górniczych. Nie sądzimy, aby dane te miały wpływ na kurs, który pozostanie raczej w orbicie wpływów wydarzeń globalnych.

EURPLN technicznie

Ważne wsparcie w okolicy 4,1900 (lokalne minimum z początku lipca i 50% Fibo korekty) zostało złamane. Trend w dół wydaje się więc silny (nie została osiągnięta górna granica klina zniżującego na dziennym), choć wartości obserwacji są dywergencje na dziennym. Oczekujemy zniesienia białej świecy z czwartku (cel: 4,1644), co otwiera drogę do 4,1541 (linia średniokresowego trendu deprecyjnego PLN na tygodniowym zbliża się nieuchronnie...) i 4,1500 (minimum z początku maja i dolna granica klina).

Wsparcie	Opór
4,1979	4,2219
4,1644	4,2150
4,1500	4,1900

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.

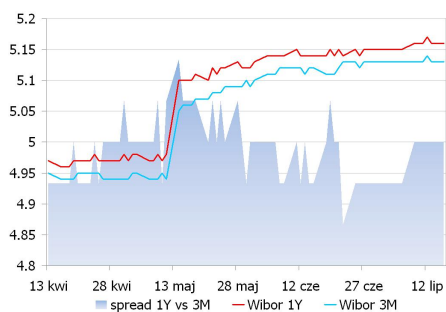




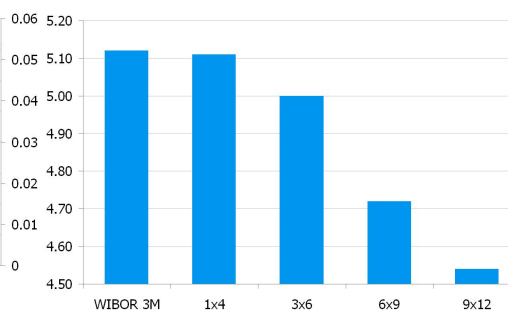
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.89	4.92	ON	4.6	4.9	EUR/PLN	4.1939
2Y	4.63	4.66	1M	4.7	5.2	USD/PLN	3.4353
3Y	4.49	4.53	3M	4.9	5.3	CHF/PLN	3.4924
4Y	4.425	4.47					
5Y	4.4049	4.44					
6Y	4.4183	4.46					
7Y	4.4373	4.48					
8Y	4.4567	4.50					
9Y	4.4687	4.51					
10Y	4.465	4.51					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.90	4.95	EUR/USD	1.2272
1x4	5.06	5.11	EUR/JPY	96.79
3x6	4.97	5.00	EUR/PLN	4.1891
6x9	4.69	4.72	USD/PLN	3.4105
9x12	4.49	4.54	CHF/PLN	3.4821

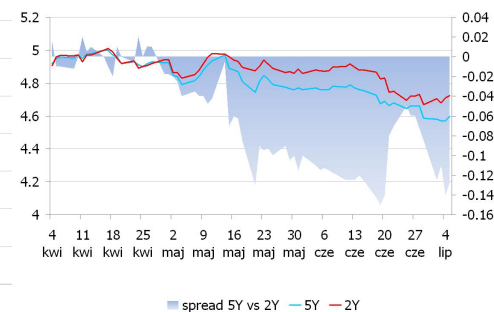
WIBOR 3M i 1Y



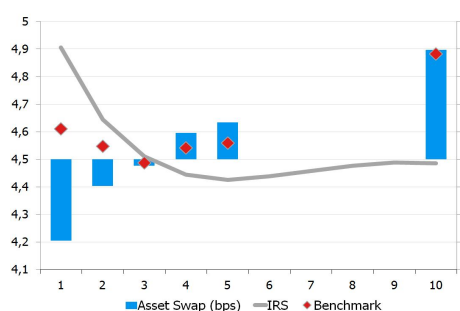
WIBOR 3M i stawki FRA



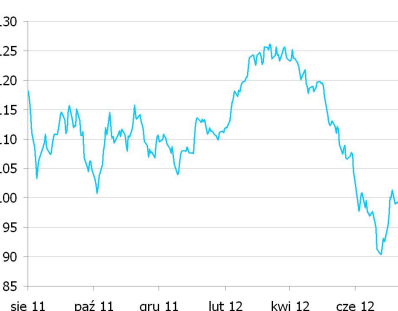
IRS 5Y i 2Y



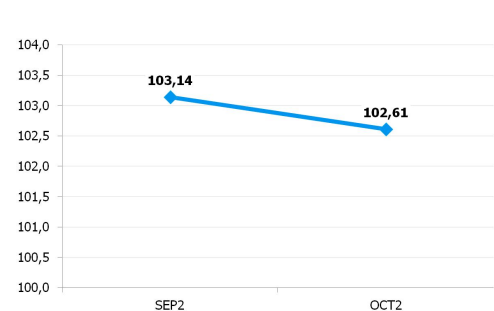
Asset swap i IRS



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 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.