



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	konsensus		
17.12.2012 PONIEDZIAŁEK							
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt)	gru		-1.00	-5.22	-8.10
15:00	POL	Wykonanie budżetu (mld zł)	lis			-34.2 (r)	-30.4
18.12.2012 WTOREK							
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lis	-0.2	-0.2	0.0	
14:00	POL	Place r/r (%)	lis	2.4	2.9	2.8	
19.12.2012 ŚRODA							
10:00	GER	Indeks IFO - oczekiwania (pkt)	gru		96.5	95.2	
10:00	GER	Indeks IFO - sytuacja bieżąca (pkt)	gru		108.0	108.1	
13:00	CZE	Decyzja banku Czech (%)	gru		0.05	0.05	
14:00	POL	PPI r/r (%)	lis	0.2	0.1	1.0	
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lis	0.0	0.4	4.6	
14:00	POL	Produkcja budowlana r/r (%)	lis	-10.0	-8.5	-3.6	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	lis		871	894	
20.12.2012 CZWARTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lis	1.6	1.7	1.9	
14:30	USA	PKB q/q SAAR trzeci odczyt (%)	3Q		2.8	2.7	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.12		355	343	
16:00	EUR	Wskaźnik pewności konsumenckiej (pkt)	gru		-26.5	-26.9	
16:00	USA	Indeks Philadelphia Fed (pkt)	gru		-3.0	-10.7	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym SAAR (mln)	lis		4.85	4.79	
16:00	USA	Indeks Conference Board (%)	lis		-0.2	0.2	
21.12.2012 PIĄTEK							
	JAP	Decyzja BoJ (%)	gru		0.10	0.10	
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lis	1.5	2.9	3.3	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	lis	12.8	12.8	12.5	
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	lis		0.4	-0.2	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	lis		1.0	0.5 (r)	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Nasze oczekiwania na pierwszy spadek poziomu zatrudnienia r/r są spójne z konsensusem rynkowym. Warto wspomnieć w tym miejscu o danych Eurostatu, które mogły zostać łatwo przeoczone. Otóż według tej instytucji zatrudnienie *spadło* o 3,5% w III kw. Duża różnica między danymi polskiego (0% r/r) i europejskiego urzędu statystycznego w III kw. może wynikać z problemów metodologicznych - dane Eurostatu lepiej odzwierciedlają liczbę przepracowanych godzin niż oficjalne „etaty” GUS. Wygląda więc na to, że elastyczne formy kształtowania czasu pracy są mocno eksploatowane przez przedsiębiorstwa i ten sposób łagodzenia problemów kosztowych może być bliski wyczerpania. Tym samym na przełomie roku 2012 i 2013 można spodziewać się większych spadków GUSowskiego zatrudnienia, które reaguje z ok. 2-kwartalnym opóźnieniem na pogorszenie koniunktury. Odnośnie płac, pomimo pozytywnego efektu dni roboczych (+1 r/r) dane wskazują na obniżenie trendu płac w przetwórstwie, co powinno obniżyć ich wzrost w całym sektorze przedsiębiorstw o ok. 0,5pp. w stosunku do października.

Decyzja RPP (9.01.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	0%
obniżka 25 bps	100%
PROGNOZA BRE	
obniżka 25 bps	

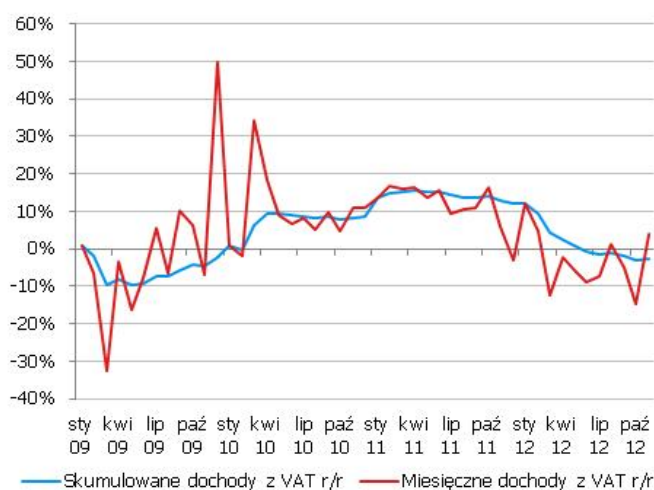
Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.381	0.017
USAGB 10Y	1.768	0.012
POLGB 10Y	3.901	-0.011
Dotyczy benchmarków Reuters		

Listopadowa nadwyżka budżetowa jedynie iluzoryczna

W pierwszych jedenastu miesiącach b.r. deficyt budżetu państwa sięgnął 30,4 mld zł, co oznacza że w listopadzie wypracowano nadwyżkę sięgającą 4 mld zł. Spadek deficytu jest zgodny z oczekiwaniami i był już sygnalizowany w wypowiedziach przedstawicieli Ministerstwa Finansów. Podobnie jak w październiku, zmiana wyniku budżetu wynika głównie z przesunięć po stronie wydatkowej: koszty obsługi zadłużenia krajowego wzrosły minimalnie (w październiku gwałtowny wzrost), a wydatki budżetu państwa ogółem nawet spadły w ujęciu rocznym o ok. 4,5 proc. r/r (+35% r/r w październiku). W efekcie, po stronie wydatkowej znajdujemy się niemal idealnie w harmonogramie. Wynik po stronie dochodowej jest z kolei niejednoznaczny.

Dochody z VAT, po fatalnym październiku (-14,4% r/r) w listopadzie wzrosły (+4,2% r/r), co jednak nie powinno być interpretowane jako oznaka odzyskiwania wigoru przez popyt wewnętrzny. Przyczyn odbicia dochodów z VAT należy szukać raczej w efektach kasowych (przesunięcia płatności, duża liczba zwrotów w poprzednim miesiącu). Wreszcie, z uwagi na to, że wielkość dochodów z podatku od towarów i usług jest w grudniu na ogół dwukrotnie niższa niż w poprzednich dwóch miesiącach, czwarty kwartał prawie na pewno zakończymy istotnie ujemną dynamiką (-5,9% r/r w dwóch ostatnich miesiącach).

W pozostałych kategoriach dochodów podatkowych odnotowano w większości ujemne roczne dynamiki (akcyza i CIT), a wzrost dochodów z PIT nie był znaczący. Tym samym, dochody podatkowe ogółem pozostają na poziomie wskazującym na to, że plan na ten rok w tym zakresie nie zostanie wykonany. W pierwszych jedenastu miesiącach zebrano jedynie 86% zaplanowanych na ten rok środków, co sugeruje - biorąc pod uwagę historię - że na koniec roku plan zostanie zrealizowany w 95% (co przekłada się na ubytek w kasie państwa w wysokości ok. 13 mld zł).



przestrzeń do przesunięć wydatków (kasowo) pod koniec roku. Natomiast kluczowym ryzykiem dla wykonania budżetu na ten rok jest możliwość dalszego spadku dochodów budżetowych - należy pamiętać, że utrzymanie deficytu w granicach wyznaczonych przez plan było możliwe m.in. dzięki nieplanowanemu transferowi zysku NBP. 8 mld zł uzyskane w ten sposób pozwoliło uzupełnić ubytek wynikający ze spadku dochodów podatkowych budżetu.

W chwili obecnej kluczowy wydaje się kształt budżetu na przyszły rok i szanse jego realizacji. Przyjęte założenia makroekonomiczne (wzrost PKB: 2,2%) wydają się zbyt optymistyczne, a faktyczny scenariusz negatywnie odbić się na stanie kasy państwa nie tylko z uwagi na poziom wzrostu gospodarczego, ale także z uwagi na jego strukturę (słabość konsumpcji indywidualnej przekładająca się na dochody pośrednie). Tym samym, w przypadku nawet tylko płytkiej recesji w I połowie 2013 roku nowelizacja budżetu w ciągu roku jest bardzo prawdopodobna. Nie wydaje nam się, aby miało się to przełożyć na negatywne komentarze ze strony KE. „Nieortodoksyjne” trwanie przy ścieżce deficytu GG (3% wydaje się nierealne, ale o 4% rząd może śmiało powalczyć) łatwo wytłumaczyć nieoczekiwane zmiany cykliczne. Dlaczego nieoczekiwane? Przede wszystkim ze względu na fakt, że sama KE jest tylko nieznacznie bardziej pesymistyczna od rządu w swoich przewidywaniach odnośnie wzrostu polskiej gospodarki (1,8% - jesienna runda prognoz).

Wydaje się, że tegoroczny cel (deficytu) jest możliwy do osiągnięcia, istnieją ku temu zarówno sprzyjające okoliczności zewnętrzne, jak i zdecydowana wola polityczna (jasno deklarowana chęć zakończenia procedury nadmiernego deficytu). Istotnym buforem bezpieczeństwa będzie zdecydowanie pewna



EURUSD fundamentalnie

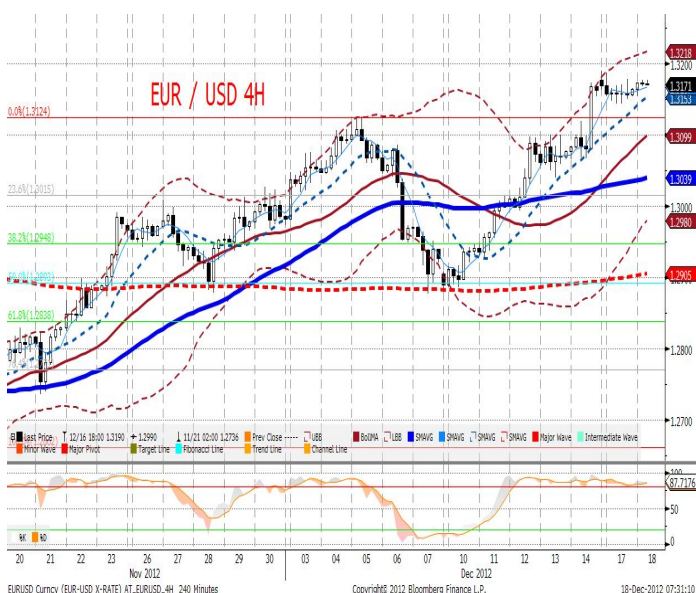
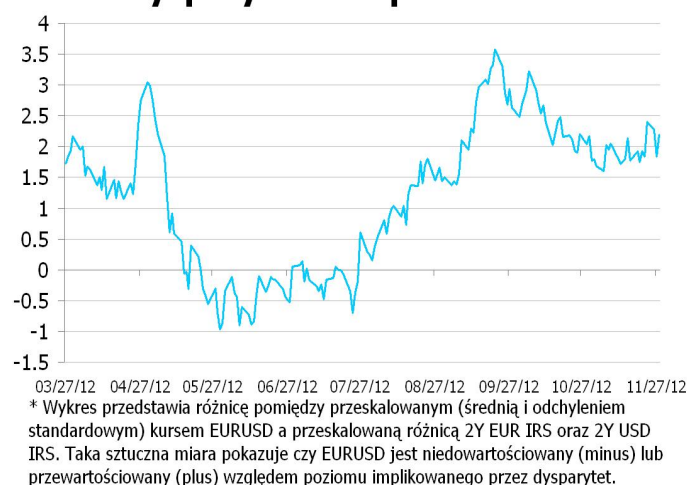
EURUSD stabilny. Lekkie odreagowanie indeksów giełdowych pozwoliło na zachowanie poziomów EURUSD zbliżonych do szczytu z końca III kwartału (uwaga jednak, w kontekście ważonych handlem indeksów walut, nowy szczyt generuje się przy mocniejszym euro i mocniejszym dolarze - nie ma jednej strony rynku, która odpowiedzialna jest za lokalne ekstrema). Publikacje z rynku domów rozpoczyna dziś indeks NAHB. Nie łudźmy się jednak, że będzie on w stanie ruszyć rynkiem. W tle cały czas negocjacje pomiędzy republikanami i demokratami w sprawie paradygmatu polityki fiskalnej. Bez żadnego event risk EURUSD powinien pozostać nietknięty.

EURUSD technicznie

Krótko: *trend is your friend* a odkąd maksima z końca 3 kwartału zostały przełamane można istotnie mówić o wzrostowym trendzie. Tak więc korekty spadkowe na tę chwilę ubezpiecza 1,3150, a w przypadku większych konsolidacji - 1,3000. Pierwszym celem jest 1,3190 (świeże maksima), następnie FIBO 50% (1,3485/3500). Na wykresie 1h widać silny trend, bardzo podobnie zaczyna wyglądać 4h. Zwolennicy opisowych formacji technicznych dostrzegą na wykresie tygodniowym odwróconą głowę z ramionami (pochyłymi), których linię ostatni tydzień zdołał przekroczyć, ustanawiając potencjał wzrostowy nawet na 1,46-47 (zdajemy sobie sprawę, że przy bieżących poziomach wygląda to dość egzotycznie).

Wsparcie	Opór
1,3150	1,3485/5000
1,3125	1,3300
1,3000/15	1,3190

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS





EURPLN fundamentalnie

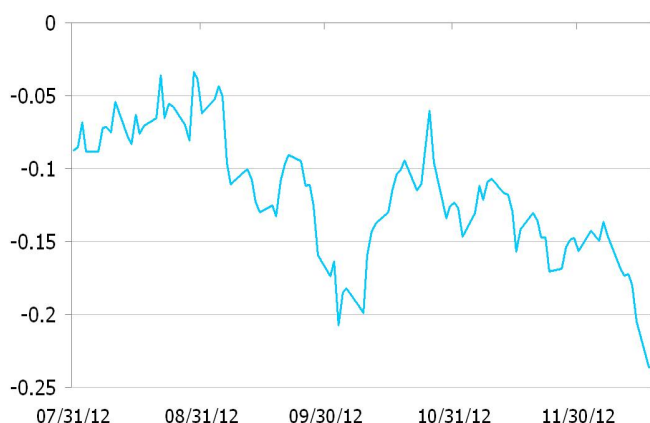
Powoli wchodzimy w świąteczne nastroje, złoty porusza się w 1 figurowym range podczas sesji i tym samym pozostaje relatywnie stabilny. Jak już pisaliśmy, rzut nowych danych realnych z polskiej gospodarki nie będzie aż tak zły, aby katalizować kolejną próbę obniżenia konsensusu dla scenariusza makro dla polskiej gospodarki. Dziś publikacja danych z rynku pracy - płac i zatrudnienia. Potrzebna byłaby naprawdę duża niespodzianka, aby przy obecnych oczekiwaniach i płynności ruszyć rynkiem. Ciekawa informacja dla graczy fundamentalnych: prawdopodobnie sporo osób przegapiło informację Eurostatu, że zatrudnienie w III kwartale obniżyło się o 3,5% w ujęciu rocznym; po prostu te dane biorą poprawkę na liczbę przepracowanych godzin. Elastyczne formy zatrudnienia działają i GUSowskie dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw przeceniają siłę lokalnego rynku pracy (jest to szczególnie widoczne przy szacunkach konsumpcji).

EURPLN technicznie

Coraz bliżej święta. Wczorajsza korekta czarnej piątkowej świecy niewielka. Linia opadającego trendu tuż poniżej 4,07 stanowi silidne wsparcie. Na oscylatorze kreśli się leciutka dywergencja, co sugerowałoby marsz kursu na północ w najbliższych dniach (z celem najpierw na 4,12 później 4,15). Z krótszych wykresów ciekawy jest przede wszystkim 4h. Można zaryzykować stwierdzenie, że właśnie tam uzyskamy potwierdzenie, czy lekka dywergencja na dziennym to przypadek (złudzenie optyczne, błąd pomiaru), czy faktycznie sygnał. Otóż notowania mają problem z zamknięciem nad średnią (MA55). Gdy do tego dojdzie, notowania pocelują w 4,1040 oraz 4,1144. W przeciwnym wypadku będzie należało dywergencję odwołać.

Wsparcie	Opór
4,0720	4,1180
4,0500	4,1000
4,0400	4,0900

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.

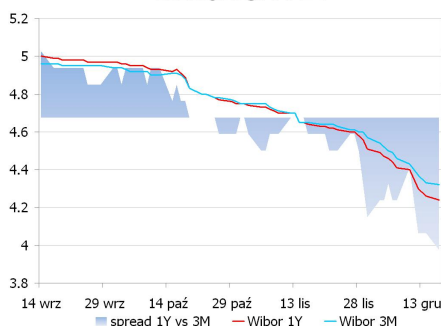




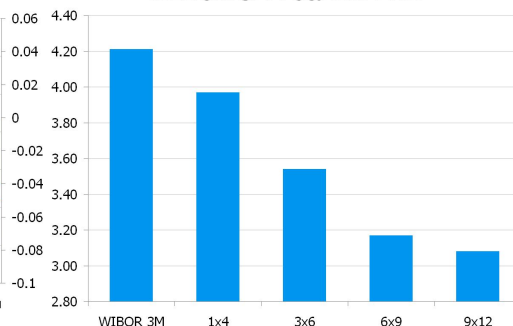
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.52	3.55	ON	4.3	4.5	EUR/PLN	4.0839
2Y	3.4825	3.51	1M	4.2	4.3	USD/PLN	3.1035
3Y	3.43	3.47	3M	3.9	4.2	CHF/PLN	3.3811
4Y	3.44	3.48					
5Y	3.48	3.52					
6Y	3.5103	3.55					
7Y	3.545	3.59					
8Y	3.586	3.63					
9Y	3.62	3.66					
10Y	3.65	3.69					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.00	4.05	EUR/USD	1.3163
1x4	3.91	3.97	EUR/JPY	110.42
3x6	3.49	3.54	EUR/PLN	4.0870
6x9	3.14	3.17	USD/PLN	3.1088
9x12	3.05	3.08	CHF/PLN	3.3841

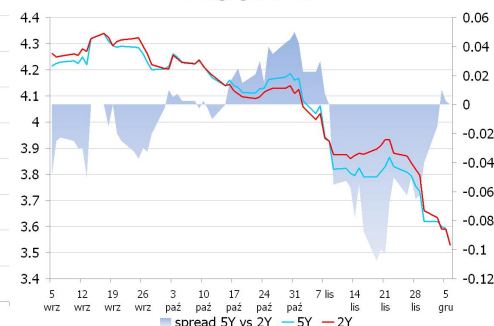
WIBOR 3M i 1Y



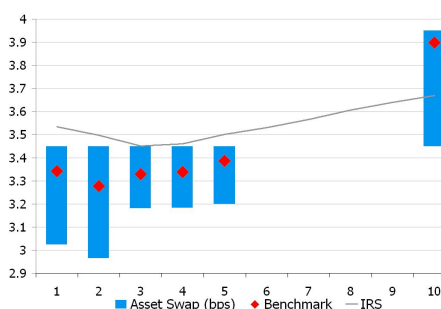
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



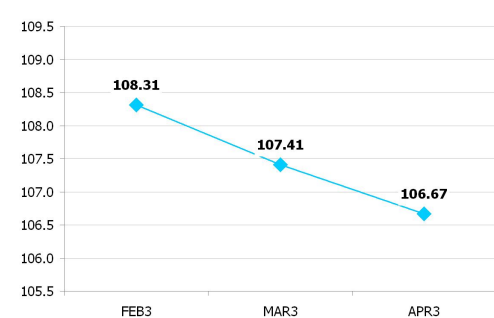
Asset swap i IRS



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.