



## 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 |             |        |
| 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         | -0.3   |
| 14:00                   | POL  | Place r/r (%)                              | lis   | 2.4      | 2.9       | 2.8         | 2.7    |
| 19.12.2012 ŚRODA        |      |                                            |       |          |           |             |        |
| 10:00                   | GER  | Indeks IFO - oczekiwania (pkt)             | gru   |          | 96.4      | 95.2        | 97.9   |
| 10:00                   | GER  | Indeks IFO - sytuacja bieżąca (pkt)        | gru   |          | 108.0     | 108.1       | 107.1  |
| 13:00                   | CZE  | Decyzja banku Czech (%)                    | gru   |          | 0.05      | 0.05        | 0.05   |
| 14:00                   | POL  | PPI r/r (%)                                | lis   | 0.2      | 0.1       | 1.0         | -0.1   |
| 14:00                   | POL  | Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)      | lis   | 0.0      | 0.4       | 4.6         | -0.8   |
| 14:00                   | POL  | Produkcja budowlana r/r (%)                | lis   | -10.0    | -8.5      | -3.6        | -5.3   |
| 14:30                   | USA  | Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)        | lis   |          | 871       | 888 ( r )   | 861    |
| 20.12.2012 CZWARTEK     |      |                                            |       |          |           |             |        |
| 5:00                    | JAP  | Decyzja BoJ (%)                            | gru   |          | 0.10      | 0.10        | 0.10   |
| 14:00                   | POL  | Inflacja bazowa r/r (%)                    | lis   | 1.7      | 1.7       | 1.9         | 1.7    |
| 14:30                   | USA  | PKB q/q SAAR trzeci odczyt (%)             | 3Q    |          | 2.8       | 2.7 ( p )   | 3.1    |
| 14:30                   | USA  | Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)       | 15.12 |          | 360       | 344 ( r )   | 361    |
| 16:00                   | EUR  | Wskaźnik pewności konsumenckiej (pkt)      | gru   |          | -26.5     | -26.9       | -26.6  |
| 16:00                   | USA  | Indeks Philadelphia Fed (pkt)              | gru   |          | -3.0      | -10.7       | 8.1    |
| 16:00                   | USA  | Sprzedaż domów na rynku wtórnym SAAR (mln) | lis   |          | 4.90      | 4.79        | 5.04   |
| 16:00                   | USA  | Indeks Conference Board (%)                | lis   |          | -0.2      | 0.2         | -0.2   |
| 21.12.2012 PIĄTEK       |      |                                            |       |          |           |             |        |
| 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   |          | 0.3       | 0.5 ( r )   |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** Dziś ostatnia część danych makroekonomicznych za listopad. Po publikacji szacunków MIPPS w połowie miesiąca, wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego, zgodnie ze wzorcem sezonowym i przy rosnącym trendzie widocznym po odsezonowaniu, jest niemal pewny. Zaskoczyć in minus mogą dane o sprzedaży detalicznej - spodziewany spadek rocznej stopy wzrostu wynika nie tylko z mniej korzystnej liczby dni roboczych, ale również z efektów bazy statystycznej (w kategorii paliwa) oraz niskiego wzrostu sprzedaży żywności.
- **Gospodarka globalna.** Tygodniowy pakiet danych z USA kończymy publikacją listopadowego odczytu wydatków osobistych amerykańskich konsumentów oraz zamówień na dobra trwałe, stanowiących ważną wskazówkę na temat PKB w IV kwartale. O ile w przypadku wydatków osobistych oczekuje się odbicia po poprzednim, negatywnym miesiącu, o tyle zamówienia na dobra trwałe najprawdopodobniej wyhamowały w listopadzie.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- NBP: Członkowie RPP w grudniu różnili się w ocenie skali odpowiedniej obniżki stóp procentowych NBP, zarówno na bieżącym posiedzeniu, jak i w trakcie całego cyklu. Na posiedzeniu 5 XII przeważał pogląd, że ze względu na uporczywość inflacji i ryzyka związane z kształtowaniem się dynamiki cen w horyzoncie najsilniejszego oddziaływania polityki pieniężnej obniżenie stóp powinno być niewielkie. (**więcej w sekcji analizy**)
- NBP: Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła w listopadzie 2012 roku 1,7 proc. rdr, wobec 1,9 proc. rdr w październiku.
- GUS: Wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej (SI) kształtuje się w grudniu 2012 roku na poziomie z listopada, ale niższym niż przed rokiem.
- MF: Przy sprzyjającej sytuacji rynkowej Ministerstwo Finansów chce po I kwartale 2013 r. sfinansować ponad 50 proc. całorocznych potrzeb pożyczkowych.
- USA: Produkt Krajowy Brutto USA wzrósł w III kwartale 2012 roku o 3,1 proc. w ujęciu zannualizowanym kdk (końcowe wyliczenie).
- USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym w listopadzie wzrosła do 5,04 mln w ujęciu rocznym.
- Urząd Regulacji Energetyki utrzymał ceny sprzedaży energii bez zmian do połowy 2013 r.

| Decyzja RPP (9.01.2013) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. | Obligacje | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------|-----------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps         | 0%                                                               | GERGB 10Y | 1.420        | -0.006       |
| stopy bez zmian         | 0%                                                               | USAGB 10Y | 1.801        | -0.040       |
| obniżka 25 bps          | 100%                                                             | POLGB 10Y | 3.859        | -0.001       |

PROGNOZA BRE

obniżka 25 bps

Dotyczy benchmarków Reuters



## Wniosek o obniżkę o 150pb, czyli dyskusja na grudniowym posiedzeniu RPP

Dyskusję na posiedzeniu RPP w grudniu zdominowała kwestia (dalszego) spowalniania aktywności ekonomicznej w Polsce. W centrum uwagi znalazła się konsumpcja i spadek dochodu realnego. Większość RPP spodziewa się utrzymania niskiego wzrostu w kolejnych kwartałach oraz pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Pozytywne efekty popytowe związane np. z programem "Inwestycje Polskie" nie pojawią się zdaniem RPP przed II połową 2013. Znaczna część RPP w ogóle sceptyczna jest również co do ożywienia w II połowie 2013.

W odniesieniu do inflacji większość w RPP oczekuje jej spadku w kolejnych miesiącach. Ma to być związane z obniżkami cen gazu oraz powiększającą się luką popytową. Nadal jednak znaczna grupa członków RPP obawia się o trwałość tendencji spadkowej na wskaźniku inflacji i nadal podnosi kwestię zmienności kursu jako źródła ryzyka inflacyjnego.

Przed bardziej zdecydowaną obniżką stóp (a podkreślić należy, że złożono wnioski również o obniżkę stóp o 50pb i 150pb) RPP powstrzymała obawa o negatywny wpływ takiego ruchu na kurs złotego i stopę oszczędności. Zwolennicy głębszych obniżek wskazywali natomiast na niższy poziom stóp procentowych na świecie, opóźnienia w transmisji impulsów monetarnych oraz ryzyko spadku inflacji poniżej celu.

Sekwencja danych oczywiście prowadzi do wygenerowania oczekiwań na bardziej agresywny ruch ze strony RPP w styczniu. Przyjęta przez RPP strategia komunikacji (zapowiedź kolejnych ruchów, budowa możliwie najszerzego konsensusu przy podejmowaniu decyzji) wskazuje, że najbardziej prawdopodobna wydaje się w styczniu jednak obniżka o 25pb. Niewykluczone, że część RPP nie chciałaby, popierając np. obniżkę o 50pb, przyznać jednocześnie się do dużego zaskoczenia obrotem spraw w polskiej gospodarce i wysyłać negatywny sygnał do społeczeństwa.

Uważamy, że poluzowanie będzie kontynuowane w kolejnych miesiącach (nie wierzymy, aby nadchodzące dane makro usprawiedliwiły chociaż jeden miesiąc przerwy w cyklu). Już niebawem poza niskim wzrostem i mocnym złotym RPP będzie musiała się "tłumaczyć" ze spadku inflacji poniżej celu, co oczywiście przełoży się na oczekiwania rynku co do dalszych obniżek. W całym cyklu naszym zdaniem stopa bazowa obniżyć się może w okolicę 3%.

## NBP: Dalsze pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw

W dniu wczorajszym opublikowano raport na temat sytuacji finansowej większych (zatrudniających przynajmniej 50 pracowników) przedsiębiorstw w III kwartale. Zgodnie z jego wynikami, III kwartał przyniósł dalsze pogorszenie sytuacji. Wprawdzie spadek zysków (po bardzo słabym II kwartale) wyhamował, ale należy wiązać to wyłącznie z poprawą wyniku na operacjach finansowych, a nie z poprawą wyników na sprzedaży, które zanotowały dalsze spadki. Wydaje się, że szczególną uwagę należy zwrócić na wyniki badania dotyczące nakładów pracy i inwestycji w przedsiębiorstwach.

Nakłady inwestycyjne w III kwartale po raz pierwszy od 2009 spadły w ujęciu nominalnym, co wynika głównie ze spadku nakładów inwestycyjnych ponoszonych przez mniejsze przedsiębiorstwa (inwestycje wzrosły jedynie w spółkach Skarbu Państwa i największych prywatnych przedsiębiorstwach). W chwili obecnej jedyną dynamicznie rosnącą kategorią inwestycji przedsiębiorstw są nakłady na budowę nieruchomości i budynków, podczas gdy wydatki na maszyny i urządzenia wyhamowały do zera, a przedsiębiorstwa rezygnują z zakupu środków transportu. Ponadto, systematycznie spada liczba nowo rozpoczętych inwestycji, co źle wróży inwestycjom prywatnym w kolejnych kwartałach.

W III kwartale w badanej grupie spadło również zatrudnienie (o 0,2 proc. w ujęciu rocznym), a struktura tego spadku jest zgodna zarówno z naszymi oczekiwaniami, jak i z danymi makroekonomicznymi GUS. Dodatkowo do dynamiki zatrudnienia kontrybuują w dalszym ciągu sektory usługowe, podczas gdy wkład budownictwa i przemysłu pozostaje negatywny. Co interesujące, zatrudnienie w badanym okresie zwiększały przedsiębiorstwa produkujące wyroby na rynek wewnętrzny, podczas gdy wyspecjalizowani eksporterzy zmniejszali zatrudnienie w związku z gasnącym popytem zewnętrznym. Z uwagi na słabość popytu wewnętrznego należy wyrazić wątpliwość, czy taki układ może być w kolejnych kwartałach utrzymany.

Wreszcie, o ile zadłużenie przedsiębiorstw przestało rosnąć już w IV kwartale 2011 roku, o tyle nie obserwujemy jeszcze takiego delewarowania, jak w 2009 roku.

Reasumując, wyniki finansowe przedsiębiorstw wskazują w sposób jasny na pogarszające się warunki gospodarowania i potwierdzają negatywny scenariusz na kolejne kwartały.



## EURUSD fundamentalnie

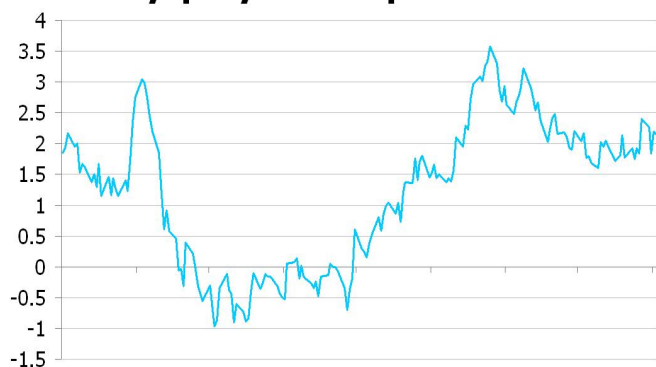
EURUSD wydaje się tymczasowo tracić momentum, a w dniu wczorajszym (zgodnie z naszymi oczekiwaniami) po pozytywnych niespodziankach w odczytach PKB za III kw. i indeksu koniunktury Philly Fed, pojawiła się równowaga między apetytem na ryzyko (wspartym przez decyzję Banku Japonii o zwiększeniu skali programu skupu aktywów), a pozytywnym sentymentem dla USD. Tym niemniej, w miarę zbliżania się do końca roku, na dolarze coraz mocniej ciąży obawy o rozwiązanie kwestii klifu fiskalnego. Republikański plan B spektakularnie implodował w dniu wczorajszym (Boehner wycofał się z przedstawienia go do głosowania), a konserwatyści z Partii Republikańskiej pozostają okopani na swoich pozycjach. W dniu dzisiejszym kolejna seria danych z USA.

## EURUSD technicznie

Wczorajszy dzień wprowadził na niewielkim plusie, a wahania w ciągu dnia zbliżyły kurs do poziomu 1,33, ale EURUSD w sposób wyraźny wchodzi w fazę korekcyjną. Poranek upływa pod znakiem spadków, dla których najbliższym celem będzie 1,32. W przypadku jego trwałego przełamania, będziemy bacznie obserwować maksimum trzeciego kwartału (1,3150/70) i istotne z powodów psychologicznych wsparcie w okolicach 1,31. Jeżeli chodzi o ruchy wzrostowe, to oczekujemy na sygnał kontynuacji trendu, tj. na przełamanie oporu na poziomie 1,3300, które powinno otworzyć drogę do tygodniowego FIBO 50% z przystankami w okolicy 1,3400.

| Wsparcie  | Opór        |
|-----------|-------------|
| 1,3200    | 1,3485/3500 |
| 1,3150    | 1,3400      |
| 1,3000/15 | 1,3300      |

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



03/28/12 04/28/12 05/28/12 06/28/12 07/28/12 08/28/12 09/28/12 10/28/12 11/28/12  
 \* 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.







## EURPLN fundamentalnie

Złoty mocniejszy. Złoty zyskiwał na wartości wobec euro już od początku wczorajszej sesji. Umocnienie złotego wiązało się po części z umocnieniem euro wobec dolara. Najważniejszym czynnikiem było jednak rally, a właściwie nowa jego odsłona, na rynku obligacji. Wczoraj ustanowione zostały kolejne rekordy niskich rentowności. W takiej sytuacji atmosfery na złotym nie mogła popsuć nawet informacja o wniosku o 150pb obniżki w grudniu nie zrobiła wrażenia na złotym. Złoty ma szansę na kontynuację pozytywnej tendencji w kolejnych dniach. Ryzyko interwencji jest ciągle małe, a umocnienie złotego na koniec roku jest wprost w interesie MinFina ze względu na kwestię liczenia długu.

## EURPLN technicznie

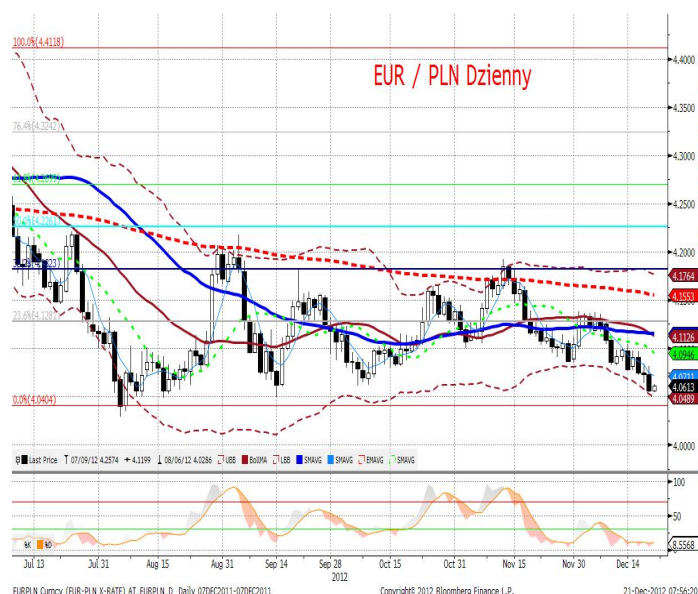
Dostrzeżony w dniu wczorajszym klin zniżujący musi być przez nas odwołany. Zamiast odbicia lub delikatnego spadku, mamy zdecydowane przełamanie trendu spadkowego mamy kolejny rekord kwartału - wczorajszy dzień zamknął się w okolicach 4,0560. Celem jest więc teraz tegoroczne minimum (4,04), a w międzyczasie możemy spodziewać się jedynie testowania słabego i istotnego jedynie z powodów psychologicznych wsparcia na poziomie 4,05. Póki co jednak, dzień rozpoczął się od wzrostów i powrotu w okolice 4,06. Nie uważamy tego ruchu za zapowiedź głębszej korekty - jest on ubezpieczony kolejno przez 4,07, 4,0860 (MA55 na wykresie 4H) i 4,0980/1000 (maksimum tego tygodnia oraz względy psychologiczne).

| Wsparcie | Opór        |
|----------|-------------|
| 4,0560   | 4,0980/1000 |
| 4,0500   | 4,0860      |
| 4,0400   | 4,0700      |

### 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.

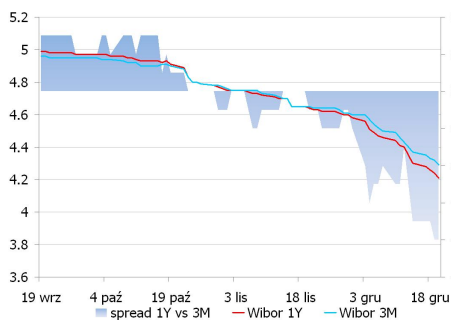




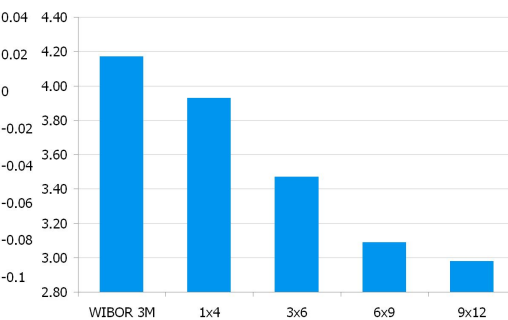
| IRS | BID    | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|--------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 3.45   | 3.49 | ON   | 4.4 | 4.6 | EUR/PLN    | 4.0715 |
| 2Y  | 3.375  | 3.41 | 1M   | 4.1 | 4.4 | USD/PLN    | 3.0769 |
| 3Y  | 3.32   | 3.36 | 3M   | 4.0 | 4.2 | CHF/PLN    | 3.3716 |
| 4Y  | 3.33   | 3.37 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 3.3775 | 3.42 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 3.411  | 3.44 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 3.453  | 3.48 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 3.504  | 3.53 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 3.553  | 3.58 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 3.5749 | 3.61 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 3.98 | 4.03 | EUR/USD          | 1.3242 |
| 1x4  | 3.88 | 3.93 | EUR/JPY          | 111.72 |
| 3x6  | 3.44 | 3.47 | EUR/PLN          | 4.0520 |
| 6x9  | 3.06 | 3.09 | USD/PLN          | 3.0605 |
| 9x12 | 2.95 | 2.98 | CHF/PLN          | 3.3581 |

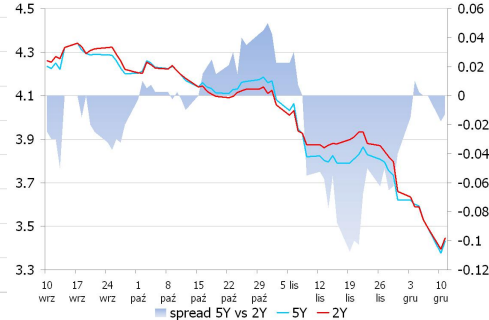
WIBOR 3M i 1Y



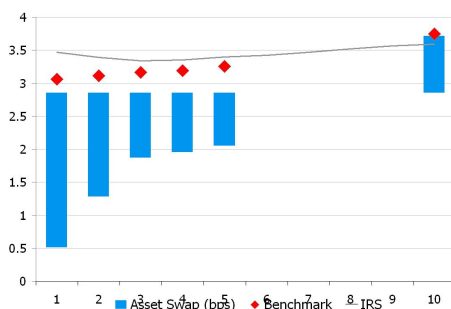
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



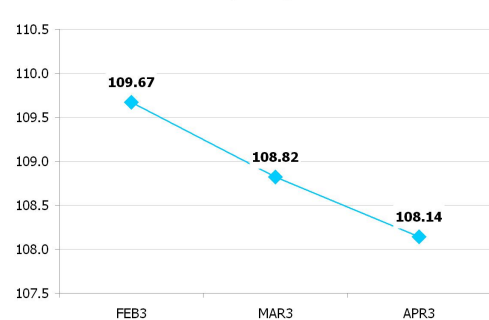
Asset swap i IRS



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.