



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.zieminaska@brebank.pl

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 526 70 34
artur.pluska@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 | | |
| 16.01.2012 PONIEDZIAŁEK | | | | | | | |
| 19:00 | EUR | Wystąpienie szefa EBC | | | | | |
| 17.01.2012 WTOREK | | | | | | | |
| 3:00 | CHN | GDP r/r (%) | Q4 | | 8.7 | 9.1 | 8.9 |
| 11:00 | GER | Indeks ZEW (pkt) | sty | | -49.8 | -53.8 | -21.6 |
| 11:00 | EUR | HICP final r/r (%) | gru | | | 2.8 | 2.7 |
| 14:30 | USA | Indeks Empire State (pkt) | sty | | 12.3 | 9.5 | 13.5 |
| 18.01.2012 ŚRODA | | | | | | | |
| 14:00 | POL | Zatrudnienie r/r (%) | gru | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.3 |
| 14:00 | POL | Plące r/r (%) | gru | 4.0 | 4.4 | 4.4 | 4.4 |
| 14:30 | USA | PPI m/m (%) | gru | | 0.1 | 0.1 (r) | 0.3 |
| 15:15 | USA | Produkcja przemysłowa m/m (%) | gru | | 0.5 | -0.3 (r) | 0.4 |
| 16:00 | USA | Indeks nieruchomości NAHB (%) | sty | | 21.0 | 21.0 | 25.0 |
| 19.01.2012 CZWARTEK | | | | | | | |
| 14:00 | POL | Produkcja przemysłowa r/r (%) | gru | 3.5 | 6.5 | 8.7 | |
| 14:00 | POL | PPI r/r (%) | gru | 8.5 | 8.2 | 8.9 | |
| 14:30 | USA | CPI m/m (%) | gru | | 0.1 | 0.0 | |
| 14:30 | USA | Housing starts SAAR (tys.) | gru | | 680.0 | 685.0 | |
| 14:30 | USA | Bulding permits SAAR (tys.) | gru | | 675.0 | 681.0 | |
| 14:30 | USA | Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 14.01. | | 384.0 | 399.0 | |
| 16:00 | USA | Indeks Philadelphia Fed (pkt) | sty | | 11.0 | 10.3 | |
| 20.01.2012 PIĄTEK | | | | | | | |
| 14:00 | POL | Inflacja bazowa r/r (%) | gru | 3.1 | 3.1 | 3.0 | |
| 17:00 | USA | Existing home sales SAAR (tys.) | gru | | 4.6 | 4.42 | |

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Poznamy dane o PPI oraz produkcji przemysłowej. Indeks cen producentów jest pod wpływem wzrostu cen paliw i miedzi na rynkach światowych oraz słabszego złotego. Oczekiwania producentów pozostają na podwyższonym poziomie (+5-10pkt). Dynamika roczna spada przez efekt bazowy, a miesięczne momentum jest silne. Spodziewamy się lekkiego spadku produkcji przemysłowej. Jest to miesiąc sprzeczności: silne momentum w danych, spadkowe PMI i wskaźnikach koniunktury. Silny efekt bazowy z ubiegłego roku wygenerowany przez rekordowo długi grudzień (aż 23 dni robocze). Do tego dochodzi efekt bazowy na ciepłownictwie (ciepły grudzień).

• **Gospodarka globalna.** Poznamy dane z rynku nieruchomości, gdzie poprawa sytuacji na rynku pracy oraz wzrost zaufania konsumentów sprzyjają ożywieniu. Spodziewane nieco gorsze dane ze względu na okres świąteczny, ale ogólny trend powinien zostać zachowany. Podane zostaną również cotygodniowe dane z rynku pracy, które wskażą na zachowanie trendu dalszej poprawy sytuacji na tym rynku. Ponadto poznamy sytuację gospodarczą w regionie Philadelphia, gdzie zgodnie z oczekiwaniami oraz rysującym się ożywieniem w gospodarce USA powinna ulec poprawie.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Roesler (minister gospodarki Niemiec): PKB Niemiec wzrośnie w 2012 r. o 0,7%. Niemcy są i pozostaną kotwicą stabilności i wzrostu w Europie.
- Bank Światowy: Strefę euro czeka recesja, a kraje rozwijające się mogą ucierpieć na światowym spowolnieniu gospodarczym bardziej niż podczas kryzysu finansowego w 2008 r.
- Parker (agencja Fitch): Agencja ratingowa Fitch prawdopodobnie obniży ratingi 6 krajów strefy euro, które są obecnie na liście obserwacyjnej, o 1-2 stopnie do końca stycznia.

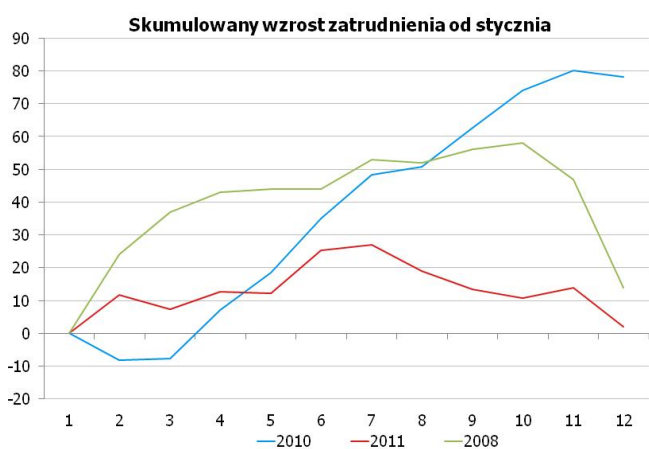
| Decyzja RPP (8.02.2012) | Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS) |
|-------------------------|---|
| podwyżka 25 bps | 0% |
| stopy bez zmian | 100% |
| obniżka 25 bps | 0% |
| PROGNOZA BRE | stopy bez zmian |

| Obligacje | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-----------------------------|--------------|--------------|
| GERGB 10Y | 1.807 | 0.018 |
| USAGB 10Y | 1.900 | -0.007 |
| POLGB 10Y | 5.712 | -0.052 |
| Dotyczy benchmarków Reuters | | |

Negatywna niespodzianka na zatrudnieniu

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się o ponad 12 tys. osób w skali miesiąca (dynamika roczna na poziomie 2,3% wobec 2,5% przed miesiącem), co biorąc pod uwagę zachowanie wskaźników koniunktury, ciepły grudzień oraz sporą inercję zatrudnienia w poszczególnych sekcjach rzuca sporo pesymizmu na zachowanie rynku pracy (skalę tego zżutu "będziemy mogli poprawnie ocenić widząc przekrój spadków). Nie oznacza to jednak, że jest to wydarzenie zaskakujące dla naszego scenariusza (od kilku miesięcy spowolnienie jest widoczne, niemniej jednak nie ma symptomów gwałtowności, które charakteryzowały zachowanie tego agregatu na przełomie 2008 i 2009 roku; patrz wykres), choć może być pewnego rodzaju zagwozdką dla decydentów (RPP), którzy w ostatnim czasie stali się nad wyraz optymistyczni.

Potwierdzamy, że spodziewamy się spadku zatrudnienia w 2012 roku, jednak nie w takiej skali jak w roku 2009. Co więcej, obecnie gradualny charakter spadków liczby zatrudnionych do warunków rynkowych sugeruje, że przedsiębiorstwa rozpoczęły dostosowania wcześniej, co przy dobrych wynikach finansowych powinno redukować całkowitą skalę redukcji zatrudnienia (choć przyznajemy, że redukcja siły nabywczej będzie przebiegać także poprzez redukcję liczby przepracowanych godzin, działanie dostosowawcze które umożliwiły regulacje z 2009 roku).



Roczna dynamika płac w grudniu, podobnie jak w poprzednim miesiącu, wyniosła 4,4%. Dane były zgodne z konsensusem prognoz i wskazują na przesunięcie premii w górnictwie z listopada właśnie na grudzień. W kolejnych miesiącach płace powinny już rosnąć w tempie zbliżonym do 4% r/r, co wiązać będzie się ze słabnięciem (na razie jednak bardzo ograniczonym) rynku pracy.

Dzisiejsze dane bez większego wpływu na rynki (obligacje nieco mocniejsze po publikacji). Dane nie wpłyną również na postawę RPP. Odnosimy wrażenie, że teraz w RPP - podobnie jak to miało miejsce na początku wakacji - wykrystalizował się wyrazisty pogląd na politykę stóp procentowych. Tym razem RPP nie zamierza zmieniać stóp procentowych, gdyż mogłoby to jedynie destabilizować otoczenie makro (w szczególności kurs walutowy). W wakacje, przypomnijmy, Rada była przekonana o dalszych podwyżkach stóp. Podobnie jak to miało miejsce w wakacje potrzebny jest silny impuls, żeby zmienić zamierzenia RPP. Na impuls taki możemy jednak

jeszcze poczekać kilka miesięcy. W najbliższych miesiącach inflacja obniży się, ale nadal pozostanie powyżej górnej granicy celu. Projekcja inflacyjna potwierdzi prawdopodobnie wysokie (powyżej 3% r/r) tempo wzrostu w 2012. Na tym tle nasze prognozy wzrostu PKB (2,8%) wyglądają już dużo skromniej, a ich ewentualna realizacja może rozczarować Radę.

USA: dobre dane o produkcji przemysłowej

Produkcja przemysłowa wzrosła w grudniu o 0,4% m/m (poprzedni -0,2% odczyt został zrewidowany w dół do -0,3%, jednak biorąc pod uwagę również poprzednie rewizje bilans poprawek wychodzi na plus). Tym samym ostatni spadek został zrekompensowany z niewielką nawiązką. Dane wyglądają jednak jeszcze lepiej, gdy popatrzymy na samo przetwórstwo przemysłowe, które wzrosło o 0,9% po 0,4% spadku w poprzednim miesiącu. Na odczycie headline zaważyła tym samym przede wszystkim produkcja i dystrybucja metali, która obniżyła się z uwagi na łagodne warunki pogodowe (spadek w ujęciu miesięcznym o 2,7%). Wykorzystanie mocy wytwórczych osiągnęło nowe lokalne maksimum na poziomie 78,1% zaś w samym przetwórstwie przemysłowym 75,9%.

W przekroju przedmiotowym produkcji największy przyrost odnotowano w przypadku dostaw dla budownictwa (1,0%) oraz maszyn i urządzeń (0,8%). W pierwszym przypadku jest to nie tylko powiązane z łagodną zimą, ale również z odbiciem na rynku budowlanym (indeks NAHB osiągnął wczoraj poziom 25, bijąc na głowę oczekiwania uśrednione na poziomie 21). Drugi element związany jest z wygasaniem ulgi inwestycyjnej z początkiem roku, co zachęciło do szybkiego dokończania inwestycji w kapitał trwały. Schodząc na wyższy poziom szczegółowości, widzimy stabilizację po szoku podażowym w produkcji elektronicznej (ta związana z komputerami już odnotowuje wzrost o 1,0% zaś maszyny elektryczne i podzespoły jeszcze spadają o niewielkie 0,2%), a także pewne odbicie w produkcji samochodów (0,4% wobec -2,2% przed miesiącem). Analizując poszczególne grupy towarowe przetwórstwa można odnieść wrażenie, że produkcja w dużej mierze wraca do normalnych trendów, z których jednorazowo wypadła w listopadzie.

Reakcja rynkowa na dane o produkcji była początkowo obojętna z uwagi na negatywną rozbieżność z konsensusem. Później jednak (a także po lepszych danych z rynku nieruchomości) giełdy wystartowały w górę (nowe maksima na SP) a rentowności treasuries spadły. EURUSD pozostał tylko niewielkim beneficjentem lepszych danych. Jako że dane o produkcji spójne są z umiarkowanym wzrostem amerykańskiej gospodarki, wycofuje to część oczekiwań rynkowych na QE. Niemniej wzrost PKB w USA tworzy korzystne otoczenie gospodarcze dla Europy i tym samym zmniejsza ryzyko niekontrolowanego rozpadu strefy euro, co sprzyja wycenieniu bardziej ryzykownych aktywów. Z uwagi na ostatnie komentarze członków Fed uważamy, że kolejna runda QE nie może zostać definitywnie przekreślona, ponieważ Ben Bernanke będzie chciał w najbliższym czasie jeszcze bardziej przyspieszyć gospodarkę, aby zbudować niezbędny bufor bezpieczeństwa do akomodacji szoków, gdyż ryzyko pułapki deflacyjnej uznawane jest za bardziej niebezpieczne niż „normalna” inflacja, która łatwiej poddaje się standardowym narzędziom polityki monetarnej.



EURUSD fundamentalnie

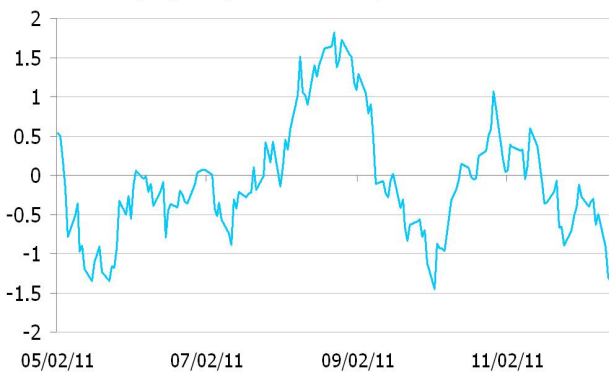
EUR dużo silniejsze. Kurs umacniał się w reakcji na poprawę sentymentu wśród inwestorów po ostatnich publikacjach lepszych danych z gospodarki światowej. Kurs uległ intensywniejszej aprecjacji po oświadczeniu MFW, iż planuje zwiększenie fundusze o 1 bln USD i jednocześnie funduszy pożyczkowych o 0,5 bln USD (obecnie trwają negocjacje z krajami, ostateczne decyzje mają zapasć pod koniec lutego na szczycie G-20). Wsparciem dla wspólnej waluty są postępy w negocjacjach Grecji z prywatnymi wierzycielami w sprawie redukcji zadłużenia (prawdopodobnie ugoda ma być jeszcze zawarta do końca tego tygodnia, choć nie można wykluczyć ich fiaska). Poprawę sentymentu wobec EUR można też zawdzięczać informacji z gospodarki niemieckiej, gdzie prognozuje się wzrost gospodarczy w tym roku na poziomie 0,7%. Ponadto dobre dane z gospodarki amerykańskiej wspierały pozytywnie na notowania EUR. W krótkiej perspektywie można spodziewać się utrzymania lepszego nastawienia inwestorów. Dzisiaj kolejny dzień publikacji danych zza oceanu (dane z rynku nieruchomości, rynku pracy i Philly Fed). Kontynuacja passy dobrych danych powinno dalej wspierać parę EURUSD w kierunku aprecjacji. Uwaga inwestorów będzie też skupiona na aukcji francuskich papierów dłużnych.

EURUSD technicznie

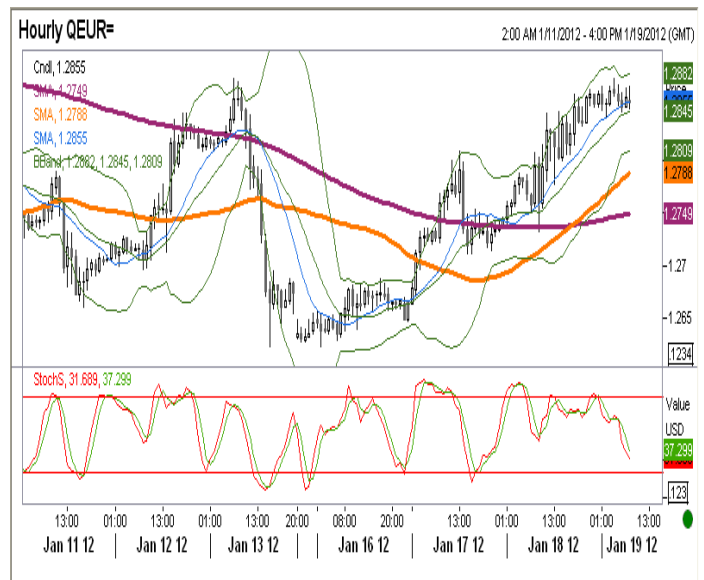
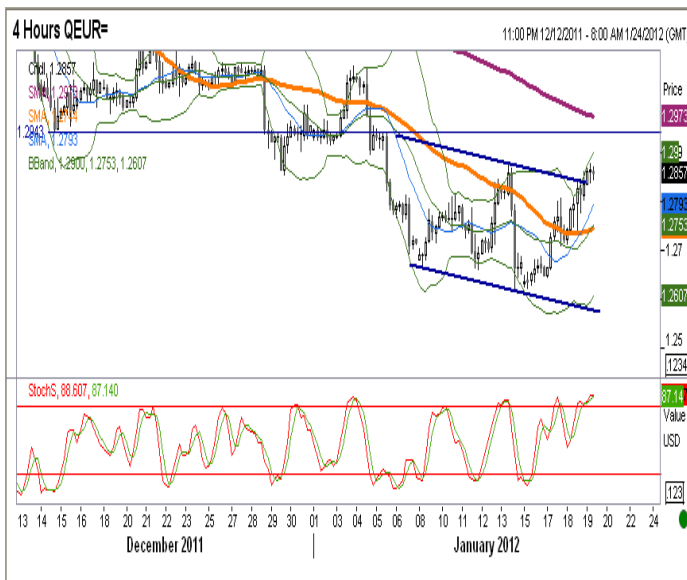
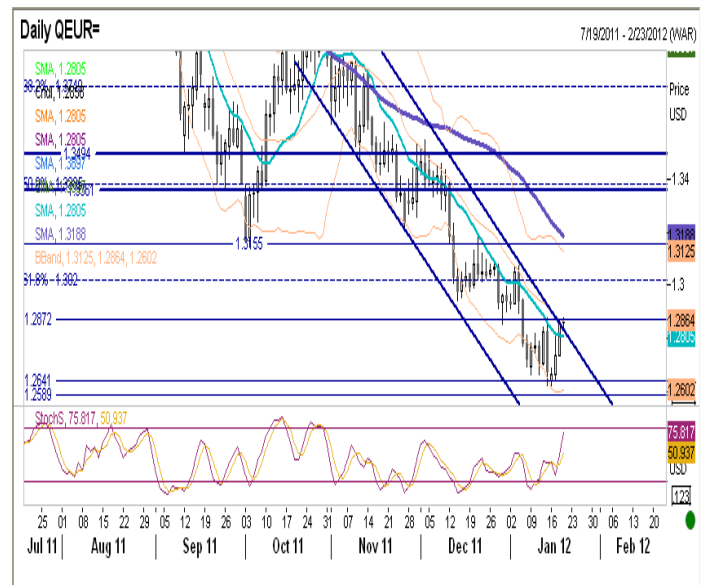
S/L na krótkiej pozycji w EURUSD. Erozja kanału deprecyjnego na wykresie dziennym i 4-ro godzinnym sugeruje, że short-squeeze na EUR robi swoje (+wybicie oscylatora ze spadkowego trendu). Wykres 4h aż prosi się o korektę w dół, jednak dopiero zejście poniżej 1,2750/70 wprowadzałoby jakiś większy niepokój. Można spróbować wykorzystywać spadki we wspomniane okolice do budowania długich pozycji, jednak z krótkim S/L. Stosunek zysk/strata jest przy obecnych poziomach (i obecnej zmienności kursu) mało atrakcyjny. Neutralnie.

| Wsparcie | Opór |
|-------------|-----------|
| 1,2770 | 1,3155/91 |
| 1,2590/2641 | 1,3020 |
| 1,2400 | 1,2890 |

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnia 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

W środę mieliśmy mocne otwarcie na EURPLN i pomimo późniejszych fluktuacji złoty zakończył sesję niżej (zgodnie z trendem na EURUSD). Dane z rynku pracy (choć słabsze - czytaj w sekcji analizy) bez wpływu na kurs. Pozytywny sentyment pomimo obniżki ratingów przez S&P będzie dziś zweryfikowany aukcją francuskich obligacji i bonów. Na naszym podwórku aukcja i publikacja danych z sektora przemysłowego (nasza prognoza na poziomie 3,5% r/r - poniżej konsensusu).

EURPLN technicznie

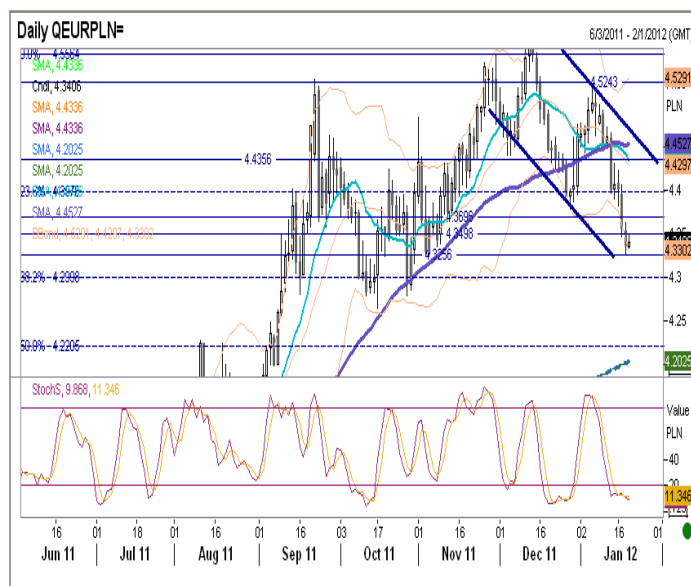
Bez zmian. Złoty coraz bliżej dna szerokiego kanału aprecjacyjnego, złamane Fibo, oparcie na 3,3500. Zasięg spadku wyznaczony przez formację GIR można oceniać na 4,28. Strategia średnioterminowa bez zmian: utrzymywanie pozycji short otworzonych powyżej 4,40 T/P nawet 4,32 (można pokusić się o obniżenie w dół do 4,30, poniżej 4,32 skrócenie S/L, potencjalnie trailing stop w przedziale 60-80bp) S/L 4,4450.

| Wsparcie | Opór |
|--------------|--------|
| 4,3000 | 4,3980 |
| 4,2800 (GIR) | 4,3700 |
| 4,2205 | 4,3500 |

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 |
|-----|-------|------|
| 1Y | 4.921 | 4.95 |
| 2Y | 4.77 | 4.83 |
| 3Y | 4.75 | 4.81 |
| 4Y | 4.76 | 4.83 |
| 5Y | 4.79 | 4.85 |
| 6Y | 4.83 | 4.88 |
| 7Y | 4.85 | 4.91 |
| 8Y | 4.87 | 4.93 |
| 9Y | 4.88 | 4.94 |
| 10Y | 4.88 | 4.95 |

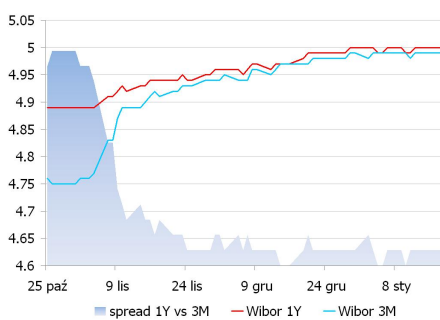
| depo | BID | ASK |
|------|-----|-----|
| ON | 4.1 | 4.4 |
| 1M | 4.6 | 4.8 |
| 3M | 4.8 | 5.0 |

| Fixing NBP | |
|------------|--------|
| EUR/PLN | 4.3491 |
| USD/PLN | 3.4000 |
| CHF/PLN | 3.5959 |

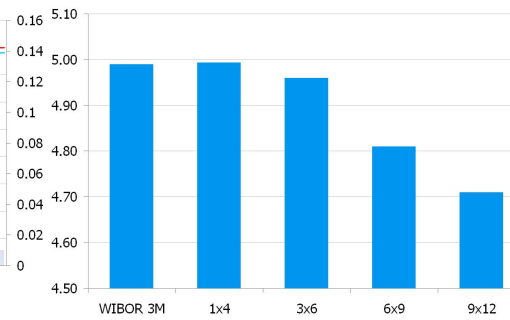
| FRA | BID | ASK |
|------|------|------|
| 1x2 | 4.73 | 4.77 |
| 1x4 | 4.93 | 4.99 |
| 3x6 | 4.93 | 4.96 |
| 6x9 | 4.78 | 4.81 |
| 9x12 | 4.68 | 4.71 |

| Poziomy otwarcia | |
|------------------|--------|
| EUR/USD | 1.2857 |
| EUR/JPY | 98.73 |
| EUR/PLN | 4.3360 |
| USD/PLN | 3.3741 |
| CHF/PLN | 3.5900 |

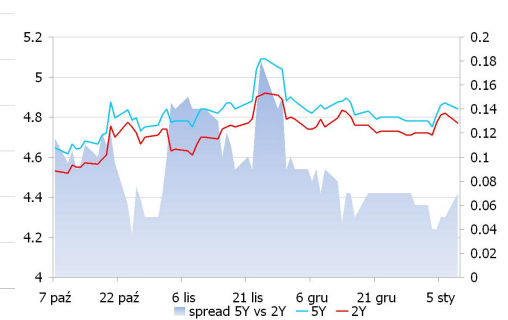
WIBOR 3M i 1Y



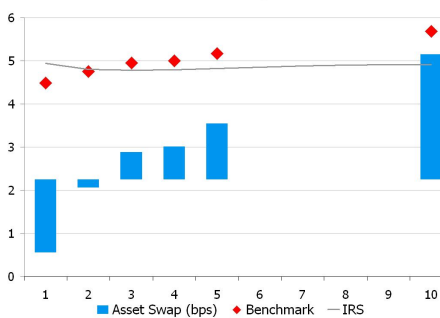
WIBOR 3M i stawki FRA



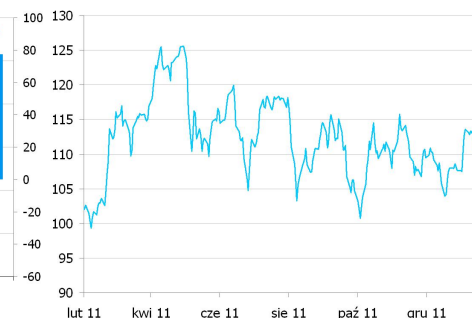
IRS 5Y i 2Y



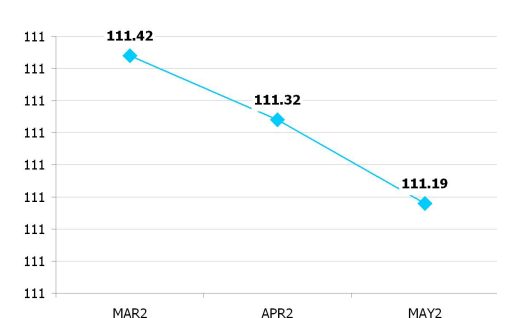
Asset swap i IRS



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 OBROTCIE 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, 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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.