



Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 83
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.ziemińska@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		
10.12.2012 PONIEDZIAŁEK							
8:00	GER	Eksport m/m (%)	paź		-0.6	-2.4 (r)	
9:00	CZE	Produkcja przemysłowa r/r (%)	paź		3.3	-7.1	
9:00	CZE	Inflacja CPI r/r (%)	lis		3.0	3.4	
11.12.2012 WTOREK							
9:00	HUN	Inflacja CPI r/r (%)	lis		5.5	6.0	
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	gru		-11.5	-15.7	
11:00	EUR	Indeks ZEW (pkt)	gru			-2.6	
12.12.2012 ŚRODA							
8:00	GER	Inflacja CPI final r/r (%)	lis		1.9	1.9	
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa s.a. m/m (%)	paź		0.3	-2.5	
18:30	USA	Decyzja Fed (%)	gru		0.25	0.25	
13.12.2012 CZWARTEK							
	EUR	Szczyt UE					
14:00	POL	Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	paź	-1182	-1053	-1137	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	paź	13230	12940	12578	
14:00	POL	Import (mln EUR)	paź	13100	13100	12494	
14:00	POL	Inflacja CPI r/r (%)	lis	2.8	3.0	3.4	
14:30	USA	Inflacja PPI r/r (%)	lis		1.8	2.3	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	08.12		370	370	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lis		0.3	-0.3	
14.12.2012 PIĄTEK							
2:45	CHN	PMI w przemyśle flash (pkt)	gru			50.5	
5:30	JAP	Produkcja przemysłowa final m/m (%)	paź			1.8	
9:00	HUN	Produkcja przemysłowa final r/r (%)	paź			-3.8	
9:00	FRA	PMI w przemyśle prelim (pkt)	gru			44.5	
9:00	FRA	PMI w usługach prelim (pkt)	gru			45.8	
10:00	GER	PMI w przemyśle prelim (pkt)	gru		47.1	46.8	
10:00	GER	PMI w usługach prelim (pkt)	gru		50.3	49.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle prelim (pkt)	gru		46.7	46.2	
10:00	EUR	PMI w usługach prelim (pkt)	gru		47.1	46.7	
11:00	EUR	Inflacja CPI r/r (%)	lis		2.2		
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	lis	7.0	6.6	8.0	
14:30	USA	Inflacja CPI r/r (%)	lis		2.0	2.2	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lis		0.2	-0.4	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	lis		77.9	77.8	

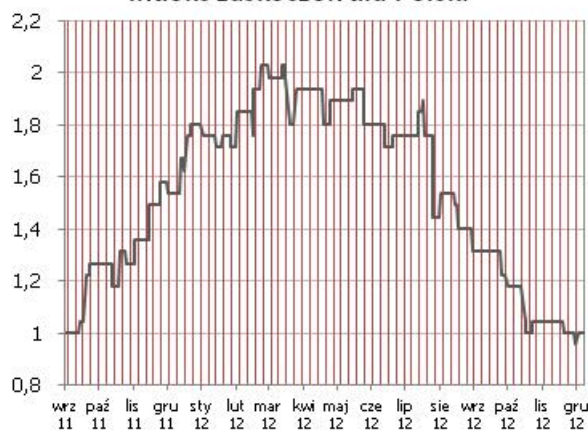
W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** W tym tygodniu opublikowane zostaną dane dotyczące bilansu płatniczego oraz sfery nominalnej - CPI i M3. W czwartek spodziewamy się utrzymania deficytu na rachunku obrotów bieżących oraz sezonowego wzrostu zarówno eksportu jak i importu. Publikowany równolegle wskaźnik inflacji za listopad zbliża się do celu inflacyjnego NBP (nasz prognoza 2,8%). Odpowiedzialny za to jest efekt bazowy z 2011 roku (na energii, żywności, paliwach oraz lekach), ale także spadek w ujęciu miesięcznym (ok. 3%). Oczekujemy spadku inflacji bazowej z 1,8% do 1,6%. W piątek NBP poda wielkość podaży pieniądza M3 - na dynamikach rocznych obserwujemy trend spadkowy pogłębiony w listopadzie przez wejście w okres wysokiej bazy na głównych kategoriach - depozytach przedsiębiorstw (ich dynamika obniży się poniżej -5% r/r) oraz gospodarstw domowych.
- **Gospodarka globalna.** W tym tygodniu wyjątkowo wczesne publikacje indeksów koniunktury ze strefy euro - w wtorek ZEW, zaś w piątek wstępne PMI z sektora przemysłowego. Po ostatnich pozytywnych zaskoczeniach oczekiwane są także niewielkie wzrosty - przy obecnych danych ze sfery realnej nie oczekujemy jednak na razie spektakularnie pozytywnych sygnałów (przebieg do negatywnego zaskoczenia zmiennymi indeksami jest spora). Kluczowym wydarzeniem tygodnia będzie jednak środowa decyzja Fed dotycząca przede wszystkim zastąpienia Operation Twist dodatkową kwotą skupowanych aktywów w ramach QE3 (oczekiwania są na zwiększenie kwoty 45 mld USD przynajmniej o 25 mld).

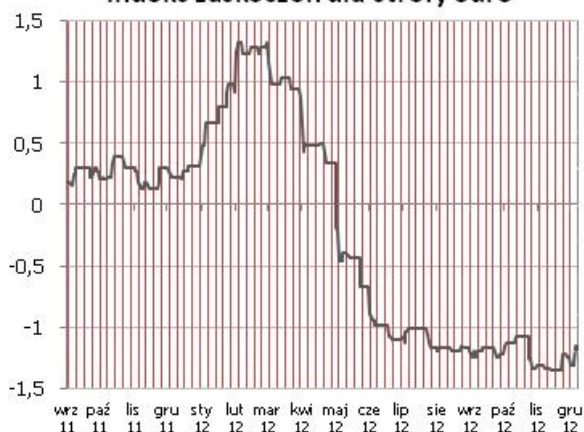
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **Glapiński:** Nie należy przerywać cyklu obniżek stóp procentowych już w grudniu. Kolejna, styczniowa obniżka stóp jest raczej pewna, a na trzech krokach po 25 pb należy poprzestać i przejść do nastawienia „wait and see”. W marcu mamy kolejną pełną projekcję. Nie wiem, czy nie opowiem się potem za kolejnym cięciem stóp, jeśli zobaczą, że, że np. grozi nam jeszcze głębszy spadek tempa wzrostu, albo np. nawet recesja.
- **Moody's** potwierdził rating Polski na poziomie A2 z perspektywą stabilną.

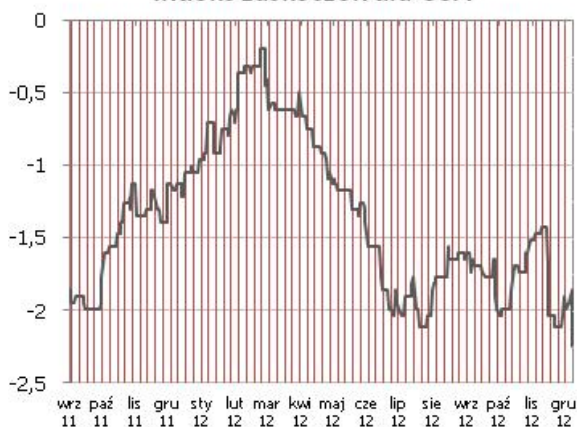
Decyzja RPP (9.01.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.299	0.012
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	1.623	-0.009
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	4.038	0.017
PROGNOZA BRE	obniżka 25 bps	Dotyczy benchmarków Reuters		

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia
POLSKA
Indeks zaskoczeń dla Polski


Po dobrym odczycie PMI indeks nieznacznie wzrósł w zeszłym tygodniu. W tym tygodniu saldo obrotów bieżących i dane ze sfery nominalnej (inflacja i podaż pieniądza M3). Biorąc pod uwagę zwyczajową zmienność tych wskaźników, trudno będzie o niespodziankę.

STREFA EURO
Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Pomimo słabych danych o produkcji przemysłowej w Niemczech (analitycy oczekiwali wzrostu w ujęciu miesięcznym, w rzeczywistości zanotowano wyraźny spadek), indeks w dalszym ciągu odbija się od dna, tym razem dzięki dobrym finalnym odczytom wskaźników PMI w strefie euro. W tym tygodniu m.in. wstępne PMI i inflacja. Wobec braku poprawy w sferze realnej, negatywne zaskoczenie wśród indeksów koniunktury wydaje się prawdopodobne.

USA
Indeks zaskoczeń dla USA


To byłby dobry tydzień dla amerykańskiego indeksu zaskoczeń - jedyną negatywną niespodzianką przyniósł wskaźnik ISM w przemyśle, kilka pozytywnych zaskoczeń (rynek pracy, budownictwo i ISM w usługach) i systematycznie odrabiamy "huraganowe" straty. Byłby, gdyby nie szokująco słaby odczyt wskaźnika pewności konsumenckiej Uniwersytetu Michigan, który zepchnął amerykański indeks zaskoczeń w przepaść podobną do tej, która towarzyszyła huraganowi Sandy.

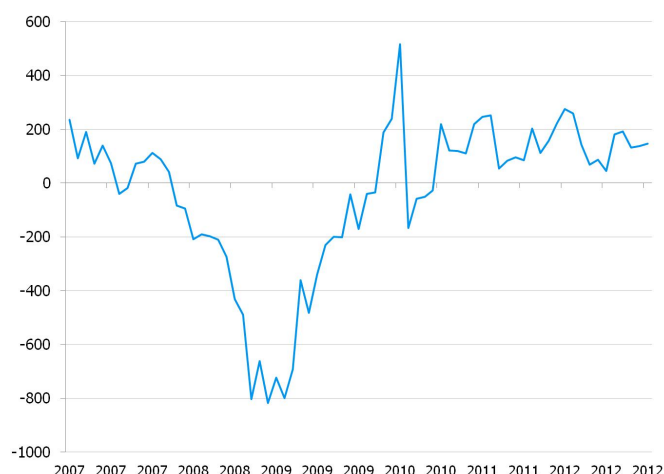
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

USA: Dane z rynku pracy w trendzie bocznym. Brak podstaw do wycofania akomodacji monetarnej.

Wbrew temu, czego można było się spodziewać mając na porządku historyczne rozkłady danych o zatrudnieniu w czasie poprzednich huraganów (np. Katrina), oraz mając do dyspozycji mocno zakłócone dane o liczbie nowo-zarejestrowanych bezrobotnych, zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło w listopadzie o 146tys., czyli znacznie powyżej oczekiwań uplasowanych na poziomie 85tys. Oficjalny komunikat BLS brzmi, że huragan Sandy wpłynął na dane „w niewielkim stopniu”. Przeciętne zarobki godzinowe wzrosły o 0,2% zaś liczba przepracowanych godzin była stabilna na poziomie 34,4. Z ciekawostek na większym stopniu granulacji znacznie podskoczyło zatrudnienie w detalicznej sprzedaży odzieży (+33tys.) - historycznie takie anomalie się zdarzały i jest to problem poprawki sezonowej BLS. Wydaje się więc, że od oficjalnych danych należałoby tę liczbę odjąć.

spadek oczekiwań z indeksu Michigan). Dobrze, jeśli zmienność przełoży się tylko na problem z interpretacją danych. Gorzej, gdy będzie zaburzeniem zdolnym wytrącić gospodarkę z trajektorii wzrostowej. Ta druga opcja nie jest naszym scenariuszem bazowym, gdyż utrzymanie luźnej polityki pieniężnej powinno okazać się skutecznym narzędziem do zarządzania oczekiwaniami podmiotów ekonomicznych (cały czas spodziewamy się także, że fiscal cliff generuje tylko niepewność i ostatecznie się nie materializuje).

NFP - trend boczny



Dla sceptyków pozostaje przede wszystkim rewizja w dół danych za poprzedni miesiąc (do 138tys. ze 171tys. ze względu na rewizję w dół na szczeblu samorządowym) oraz przyczyny spadku stopy bezrobocia - spadek o 0,2pp. do 7,7% to wynik obniżenia się aktywności zawodowej, a nie wzrostu zatrudnienia. W household survey niektórzy znajdują też dowód na obecność huraganu w danych (a więc jest to pogląd sugerujący, że dane są ogólnie bardzo dobre), gdyż liczba osób pozostających poza pracą z uwagi na złe warunki pogodowe podskoczyła o prawie 400tys. osób. Pozostaje jednak pytanie, dlaczego nie wpłynęło to na przeciętną długość tygodnia pracy oraz na ogólną ocenę wpływu huraganu Sandy na dane dokonaną przez BLS.

Czy huragan był widoczny w danych, czy go nie było, tempo wzrostu zatrudnienia w gospodarce amerykańskiej jest mniej więcej stabilne. Stąd też wzrosty rentowności treasuries (oraz umocnienie USD), które pojawiły się po publikacji traktujemy jako reakcję na odchylenie danych od konsensusu i niekoniecznie jako indikator zmiany stanowiska FOMC - w dalszym ciągu zamiana Operation Twist na regularny program zakupu aktywów - tak aby zapobiec niechcianemu zacieśnieniu polityki pieniężnej - jest najbardziej prawdopodobną opcją. Ze względu na bliskość deadline dla rozwiązania fiscal cliff nadchodzące dane będą cechowały się dużą zmiennością (patrz dla przykładu na znaczny



EURUSD fundamentalnie

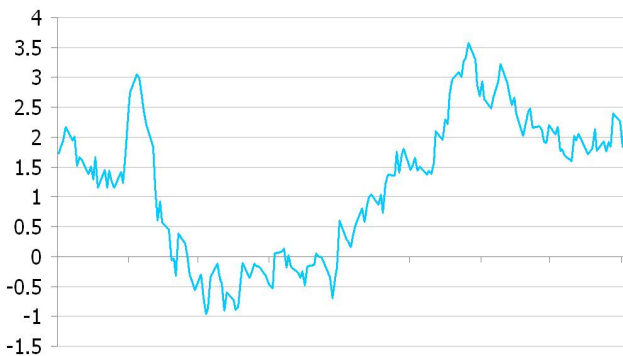
Nie milkną echa czwartkowej konferencji prezesa ECB, która wpechnęła EURUSD w trend spadkowy i rozbudziła nadzieje rynków na obniżki stóp procentowych w eurolandzie, ale rytm piątkowych wahań kursu wyznaczały publikacje danych makroekonomicznych po obu stronach Atlantyku. Przedpołudniowe, zaskakująco słabe – z punktu widzenia rynku, którego oczekiwania kształtowały z kolei zaskakująco dobre odczyty indeksów koniunktury – dane na temat produkcji przemysłowej w Niemczech przyniosły spadki kursu euro. Popołudniowe dane z amerykańskiego rynku pracy (czytaj więcej w sekcji analizy) dodatkowo pogłębiły ten ruch, tymczasowo spychając kurs euro poniżej 1,2880, choć większa część piątkowych strat została odrobiona, gdy odczyt koniunktury konsumenckiej okazał się być szokująco słaby (za co winić należy zapewne *fiscal cliff*). W tym tygodniu w centrum uwagi powinny znajdować się Włochy (wobec braku poparcia politycznego premier Monti poinformował wczoraj o zamiarze złożenia dymisji po uchwaleniu budżetu), a katalog publikowanych danych obejmuje m.in. PMI w eurolandzie i sferę realną amerykańskiego przemysłu.

EURUSD technicznie

Atak na FIBO 38,2% po raz kolejny zakończył się porażką, a dzięki ostatnim dwóm dniom miniony tydzień możemy zaliczyć do spadkowych, co powinno być kontynuowane w tym tygodniu - celem jest teraz 1,2715 - FIBO 23,6%. Piątek przyniósł kontynuację spadków (w ciągu dnia przełamane zostały poziomy oporu pomiędzy 1,2885 i 1,2915), a poniedziałek rozpoczynamy od luki otwarcia, co zapowiada kontynuację spadków. EURUSD powinien znaleźć wsparcie najpierw na poziomie 1,2890/2900 (MA200 na wykresie 4H, dzienne FIBO 76,4% i względy psychologiczne), ale kluczowym wsparciem pozostaje 1,2785/1,2800 (200-dniowa średnia ruchoma). Opór dla ruchów na północ wyznacza najpierw minimum zeszłego tygodnia (1,2970), a dalszej kolejności MA55 na wykresie 4H (1,3000) i to przełamanie tego ostatniego poziomu będzie sygnałem do powrotu do trendu wzrostowego.

Wsparcie	Opór
1,2890/2900	1,3000
1,2835	1,2970
1,2785/1,2800	1,2915

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



03/27/12 04/27/12 05/27/12 06/27/12 07/27/12 08/27/12 09/27/12 10/27/12 11/27/12
 * 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

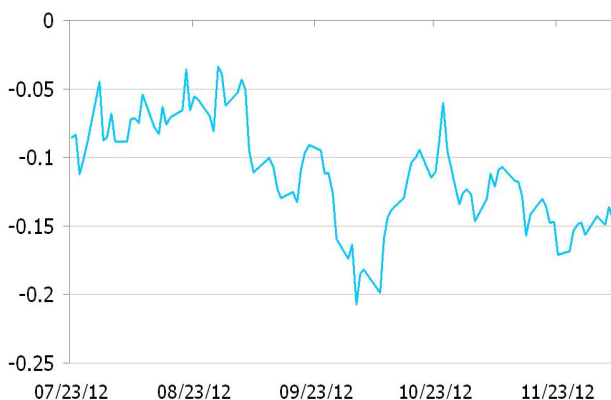
Piątek minął jako kolejny dzień bez znaczących wydarzeń w kraju, o kursie złotego decydują fundamentalne czynniki krajowe (faza cyklu koniunkturalnego) i wydarzenia globalne (echa konferencji EBC, w piątek pozytywne NFP oraz silnie negatywne zaskoczenie indeksem Uniwersytetu Michigan). Kierunek zmian złotego w dużej mierze zdeterminowała środowa mniejsza od oczekiwań obniżka stóp procentowych (dzisiejsze dość zrównoważone wypowiedzi Glapińskiego wskazują, że cykl będzie kontynuowany w styczniu - uważamy, że na tym nie koniec i kolejne obniżki zdeterminują nowe dane z gospodarki realnej). Pomimo tymczasowego rozkorelowania z EURUSD, po gwałtownym tąpnięciu euro względem dolara czynniki globalne powinny w tym tygodniu także sprzyjać osłabieniu złotego. Na mocne sygnały krajowe będziemy musieli poczekać do końca przyszłego tygodnia (dane o inflacji, która jednak nie powinna zaskoczyć), jednak sentyment na złotym pozostaje zdeterminowany pogarszającą się sytuacją gospodarczą.

EURPLN technicznie

W perspektywie tygodniowej bez większych zmian - biała świeca sygnalizowała jedynie powrót w okolice FIBO 61,8% (4,1240), wokół którego konsolidacja trwa już od wielu tygodni i nie widzimy powodów do zasadniczej zmiany sytuacji w najbliższym czasie. Na wykresie dziennym od kilku dni obserwujemy próby (nieudane) przełamania oporu związanego z FIBO 23,6% (4,1280/1300). Dziś startujemy z MA200 na wykresie 4H i w ciągu dnia oczekujemy ponownego testowania tego poziomu, a w przypadku sukcesu będziemy bacznie obserwować 4,1550 (FIBO 61,8% w perspektywie 4H), główną przeszkodę na drodze do 200-dniowej MA (4,1630). Kolejna porażka powinna sygnalizować odwrócenie krótkookresowej tendencji wzrostowej, zwłaszcza jeśli towarzyszyć będzie temu trwałe przełamanie poziomów wsparcia w okolicy 4,1200. Wówczas celem będzie 4,1100.

Wsparcie	Opór
4,1215	4,1630
4,1190/1200	4,1550
4,1100	4,1280/1300

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	3.555	3.61
2Y	3.495	3.53
3Y	3.4549	3.49
4Y	3.4599	3.50
5Y	3.495	3.54
6Y	3.5	3.56
7Y	3.535	3.60
8Y	3.575	3.64
9Y	3.615	3.68
10Y	3.68	3.72

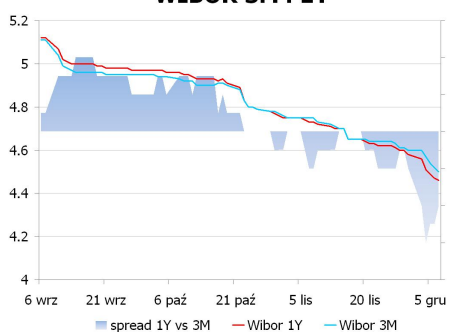
depo	BID	ASK
ON	4.2	4.7
1M	4.1	4.5
3M	4.0	4.5

FRA	BID	ASK
1x2	4.09	4.14
1x4	4.07	4.13
3x6	3.62	3.67
6x9	3.15	3.21
9x12	3.05	3.10

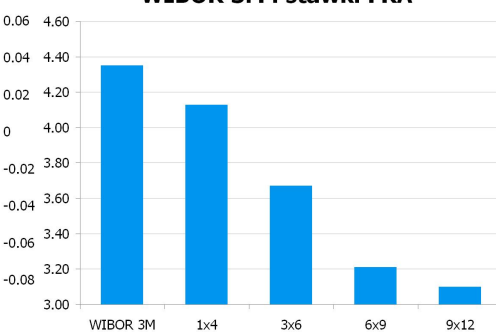
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1332
USD/PLN	3.1930
CHF/PLN	3.4166

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2900
EUR/JPY	106.34
EUR/PLN	4.1213
USD/PLN	3.1876
CHF/PLN	3.4034

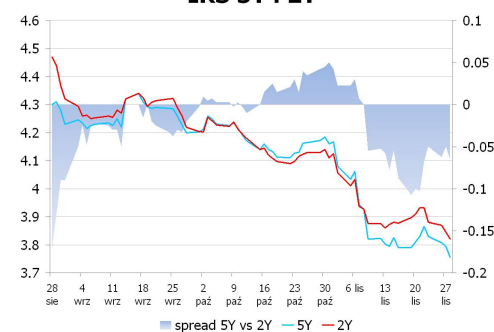
WIBOR 3M i 1Y



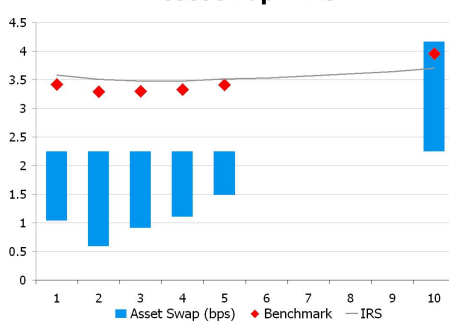
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



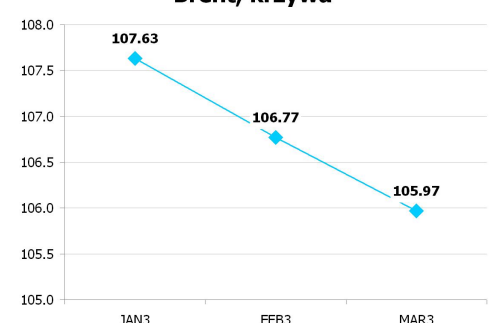
Asset swap i IRS



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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.