



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		
10.12.2012 PONIEDZIAŁEK							
8:00	GER	Eksport m/m (%)	paż		-0.6	-2.4 (r)	0.3
9:00	CZE	Produkcja przemysłowa r/r (%)	paż		3.3	-6.8 (r)	4.1
9:00	CZE	Inflacja CPI r/r (%)	lis		3.0	3.4	2.7
11.12.2012 WTOREK							
9:00	HUN	Inflacja CPI r/r (%)	lis		5.5	6.0	5.2
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	gru		-11.5	-15.7	6.9
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	gru		6.0	5.4	5.7
12.12.2012 ŚRODA							
8:00	GER	Inflacja CPI final r/r (%)	lis		1.9	1.9	1.9
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa s.a. m/m (%)	paż		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)	paż	-1182	-1053	-1137	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	paż	13230	12940	12578	
14:00	POL	Import (mln EUR)	paż	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 (%)	paż			1.8	
9:00	HUN	Produkcja przemysłowa final r/r (%)	paż			-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	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś decyzja Fed. Słabość amerykańskiego przemysłu, brak rozwiązania problemu klifu fiskalnego (który coraz mocniej odciska się na nastrojach w gospodarce, również konsumenckich) i trend boczny na rynku pracy uprawdopodobniają zastąpienie wygasającej operacji Twist przez rozszerzony program skupu aktywów (QE3). Oprócz tego, oczekujemy dziś finalnego odczytu niemieckiej inflacji i ostatecznego październikowego wyniku produkcji przemysłowej w strefie euro - znaczenie tych odczytów jest jednak w dużym stopniu historyczne i nie powinno rozszerzyć zbioru informacyjnego, którym dysponują rynki.

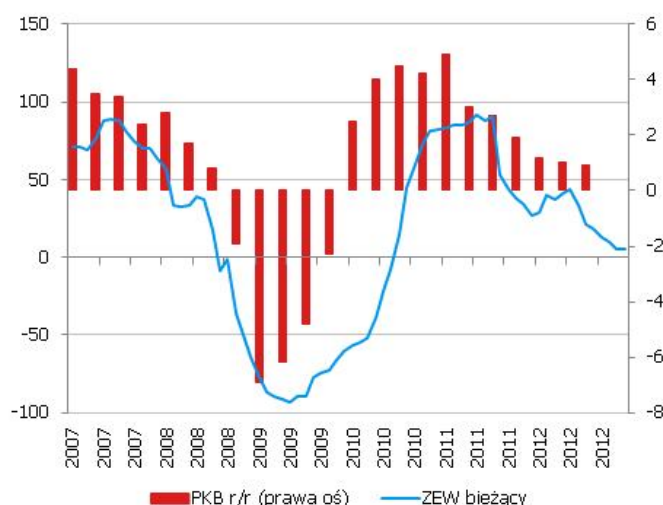
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka: Kombinacja polskiej polityki fiskalnej i monetarnej jest obecnie zbyt restrykcyjna. Dalsze obniżenie stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej (RPP) jest "bardzo prawdopodobne".
- Zielińska-Głębocka: Po obniżkach stóp łącznie o 100 pb należy zobaczyć, czy potrzebna będzie kolejna obniżka, bądź kolejny cykl obniżek.
- Kaźmierczak: RPP powinna teraz obserwować wpływ dotychczasowych obniżek stóp na akcję kredytową banków, na proces oszczędzania gospodarstw domowych w systemie bankowym, a także na kurs walutowy.
- Węgry: Ceny konsumpcyjne wzrosły w listopadzie 2012 r. o 5,2 proc. rdr, po wzroście w październiku o 6,0 proc.
- USA: Deficyt handlowy Stanów Zjednoczonych wzrósł w październiku do 42,2 mld USD z 40,3 mld USD miesiąc wcześniej po korekcie.
- USA: Mocny spadek optymizmu wśród drobnych przedsiębiorców. W listopadzie 2012 r. wskaźnik optymizmu spadł do 87,5 pkt. z 93,1 pkt. w poprzednim miesiącu.

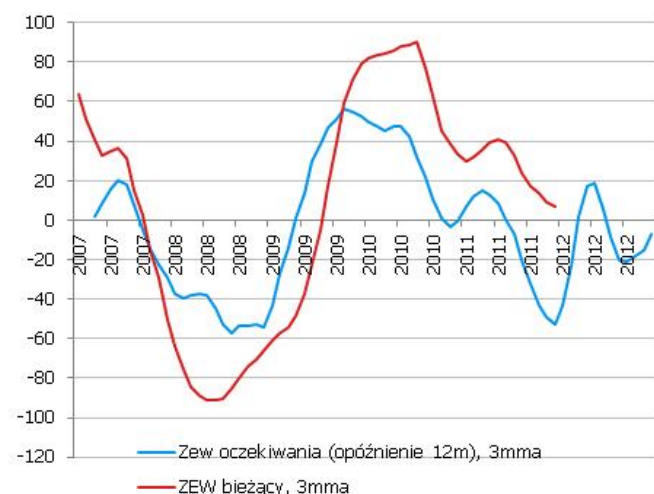
Decyzja RPP (9.01.2013)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%			GERGB 10Y	1.304	-0.007
stopy bez zmian	0%			USAGB 10Y	1.654	-0.005
obniżka 25 bps	100%			POLGB 10Y	3.868	0.011
PROGNOZA BRE		obniżka 25 bps		Dotyczy benchmarków Reuters		

ZEW: poprawa na razie opiera się na glinianych nogach

Indeks ZEW (oczekiwania) podniósł się o 22,6 pkt. w grudniu notując poziom 6,9 pkt. (znacznie powyżej konsensusu rynkowego uplasowanego w okolicach -5 pkt.). Indeks ZEW opisujący sytuację bieżącą pozostał praktycznie bez zmian, na poziomie 5,7 pkt. silny wzrost indeksu oczekiwań to przede wszystkim ekonomicznie uzasadniona reakcja na wzrosty indeksów giełdowych, a przede wszystkim na zawężenie spreadów na peryferiach (a więc pewne udrożnienie kanałów transmisji polityki pieniężnej).



Z perspektywy determinowania przyszłej ścieżki PKB zdecydowanie lepszym indykátorem jest indeks opisujący sytuację bieżącą. Faktem są jednak także własności wyprzedzające indeksu oczekiwań, które sugerują pewne nieśmiałe odbicie indeksu bieżącego w okolicach początku roku, a więc także i stabilizację wzrostu PKB.



Scenariusz na ostatni kwartał roku to zapewne dalsze wyhamowanie wzrostu PKB, co jest już pewne, biorąc pod uwagę komplet danych makro, którym dysponujemy. Znacznie ciekawsze pytanie brzmi: czy początek roku przyniesie już stabilizację czy polepszenie koniunktury w gospodarce

niemieckiej? Przedstawione korelacje sugerują, że jest to możliwe, choć mogą być one dotknięte syndromem krótkiej próby (faktycznie w dłuższym terminie wyprzedzające własności indeksu oczekiwań nie są wcale takie doskonałe). Czy w takim razie (znów powołując się na historyczne korelacje) scenariusz stabilizacji/przyspieszenia, a później wyhamowania wygląda realnie? Naszym zdaniem bardziej realnie niż monotoniczna ścieżka wzrostu niemieckiej gospodarki. Jest to podyktowane faktem, że gospodarka reaguje z opóźnieniem na polepszenie otoczenia ekonomicznego, a ono z kolei, o czym nieraz przekonaaliśmy się od czasu wybuchu kryzysu zadłużeniowego, jest funkcją chęci do działania polityków, którzy reagują na bieżące dane, a więc de facto na wynik swoich przeszłych działań. Tak więc dobra polityka gospodarcza (lub, ostrożniej rzecz ujmując, kolejne próby gaszenia kryzysu) przynosi także samozadolenie polityczne i kolejne rundy pogorszenia sytuacji na rynkach finansowych oraz tym samym pogorszenia kanałów transmisji polityki pieniężnej (ECB ubezpiecza tylko scenariusz skrajny, nie zaś ponowne "normalne" rozszerzenie spreadów podyktowane sytuacją polityczną, a pamiętajmy, że zbliża się okres notyfikacji fiskalnych). Stąd pojawiają się już dobrze opisane cykle polityczne w strefie euro, na których nazwanie zagraniczne instytucje finansowe mają już przygotowane swoje ulubione akronimy.

Zgadzamy się, że luźna polityka pieniężna będzie zdecydowanie wspierać gospodarkę niemiecką, jednak ostatnie miesiące pokazały że nawet ona może spowalniać pod ciężarem gospodarek peryferyjnych. A zatem, jeśli trajektoria wzrostowa peryferiów nie może być potraktowana jako przesłanka pewna, również w kwestii wzrostu gospodarki niemieckiej trzeba zachować umiarkowany optymizm. Będziemy z uwagą analizować nadchodzące dane (przede wszystkim wskaźniki koniunktury oparte na odpowiedziach firm, nie analityków) pamiętając dodatkowo, że obecne ożywienie - jeśli faktycznie jesteśmy jego świadkami - jest mocno anemiczne w porównaniu do 2008-2009 roku. acji.



EURUSD fundamentalnie

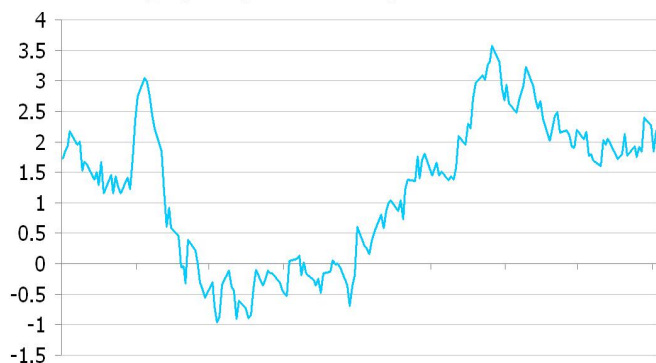
Po publikacji lepszego od oczekiwań indeksu ZEW notowania EURUSD poszybowały w górę docierając do poziomu 1,30. Poprawa danych makro (a w szczególności poprawa danych dla gospodarki strefy euro) jest zazwyczaj pozytywnym czynnikiem dla EUR. Dziś kluczowym wydarzeniem będzie decyzja FOMC - spodziewamy się rozszerzenia programu zakupu aktywów w ten sposób, aby rekompensować kończący się Operation Twist. Interesująca dla rynków będzie ocena stanu gospodarki, nowe projekcje oraz wszelkie wskazówki dot. długości trwania akomodacji monetarnej (grudniowe posiedzenie jest ku temu bardzo dobrą okazją z uwagi na konferencję prasową Bernanke). Decyzja nie powinna negatywnie zaważyć na EURUSD - nie jest to jeszcze moment, w którym FOMC może dogodnie i jednoznacznie rozpocząć przygotowanie rynków na strategię wyjścia; raczej spodziewamy się kontynuacji silnej akomodacji monetarnej, co powinno być pozytywnym czynnikiem dla EURUSD.

EURUSD technicznie

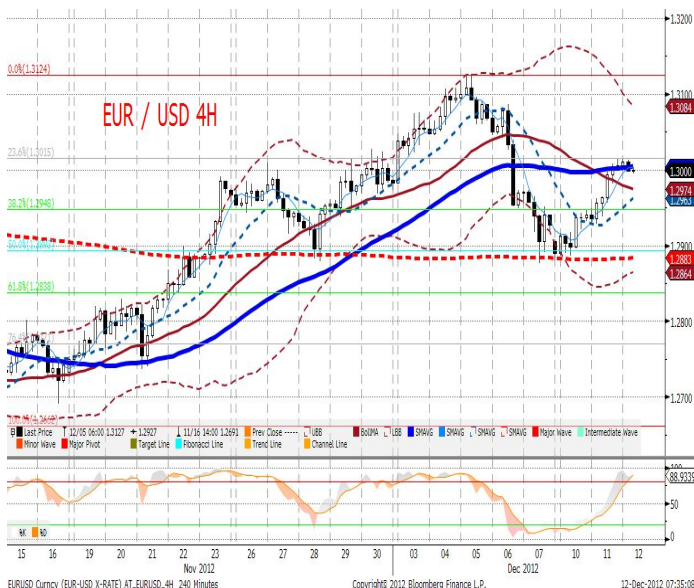
Minimum zeszłego tygodnia zostało wskutek wczorajszych wzrostów przełamane i EURUSD zakończył wczorajszy dzień na poziomie oporu 1,3000, będąc jednocześnie godzinowym MA200 (w ciągu dnia wychylenia powyżej tego poziomu nigdy nie przekroczyły FIBO 23,6% w układzie 4H - 1,3016). Oczekujemy ponownego testowania tego poziomu w dniu dzisiejszym. Trwałe przełamanie powinno otworzyć drogę do 1,3130 - maksimum tego miesiąca (w międzyczasie bacznie przyglądamy się 1,3050). Porażka będzie pierwszym ważnym sygnałem zakończenia korekty wzrostowej i powrotu do spadków - w takim przypadku wypatrywać będziemy ruchów w kierunku 1,2950 (FIBO 38,2% na wykresie 4H) i 1,2885/2900 (MA200 w układzie 4H i względy psychologiczne).

Wsparcie	Opór
1,2950	1,3130
1,2885/2900	1,3050
1,2785/1,2800	1,3000

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

Kontynuacja rally na polskich obligacjach, która została wsparta wzrostami EURUSD, przełożyła się na ustanowienie nowych, lokalnych minimów na EURPLN (okolice 4,08), które bez szwanku przetrwały noc. Trudno stwierdzić, czy wsparciem dla złotego były wypowiedzi członków RPP, czy nie, fakt pozostaje faktem, że przy stopach forwardowych na poziomie 3,10 wszelkie komentarze odnośnie jakiegokolwiek zatrzymania rolużnienia na poziomie 75-100pb i wejścia w okres wait-and-see mogą pozytywnie wpływać na krajową walutę. Nie spodziewamy się, że RPP będzie sobie w stanie pozwolić na jakąkolwiek przerwę w luzowaniu polityki pieniężnej na początku roku. Nowy rzut danych realnych oraz nominalnych za listopad (początek publikacji jutro wraz z inflacją i C/A) powinien przypomnieć o tym fakcie także uczestnikom rynków finansowych. W obecnym momencie można jednak śmiało stwierdzić, że złoty jest na razie bardziej podatny na umocnienie niż osłabienie.

EURPLN technicznie

Kurs nie znalazł wczoraj wsparcia na poziomie listopadowego minimum i ustanowił rekord tego miesiąca (4,0820). Tym niemniej, trend ostatnich tygodni jest raczej boczny i w chwili obecnej nie widać oznak wyłamania się z tej tendencji. Biorąc pod uwagę wynik wczorajszego zamknięcia, nowym celem dla spadków jest teraz najniższy wrześniowy poziom kursu (4,0620). Po drodze jednak możemy spodziewać się testowania poziomów wsparcia związanych z wczorajszym rekordem i z linią łączącą minima poprzednich dwóch fal spadkowych (4,0770). Od północy, ruch EURPLN wydaje się ograniczony kolejno przez FIBO 23,6% (4,0950) i istotne ze względów psychologicznych 4,1000 (tutaj najpierw powinien zaalarmować nas powrót powyżej 4,0900).

Wsparcie	Opór
4,0820	4,1000
4,0770	4,0950
4,0620	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.

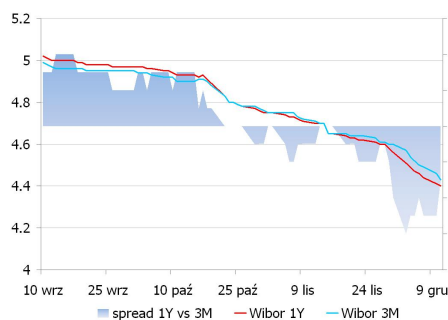




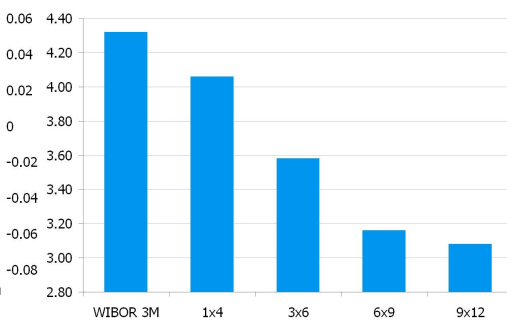
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.545	3.58	ON	4.4	4.6	EUR/PLN	4.1025
2Y	3.445	3.48	1M	4.3	4.5	USD/PLN	3.1645
3Y	3.395	3.44	3M	4.0	4.2	CHF/PLN	3.3870
4Y	3.4	3.44					
5Y	3.4325	3.47					
6Y	3.459	3.50					
7Y	3.4933	3.53					
8Y	3.534	3.57					
9Y	3.5683	3.61					
10Y	3.6	3.64					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.00	4.05	EUR/USD	1.3005
1x4	4.01	4.06	EUR/JPY	107.30
3x6	3.52	3.58	EUR/PLN	4.0845
6x9	3.11	3.16	USD/PLN	3.1376
9x12	3.02	3.08	CHF/PLN	3.3663

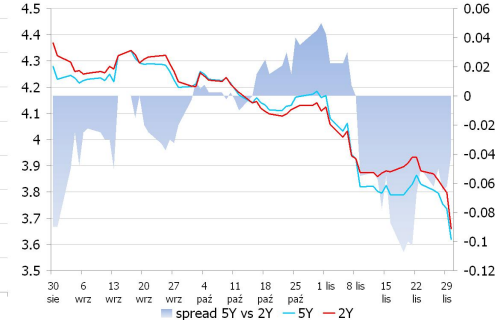
WIBOR 3M i 1Y



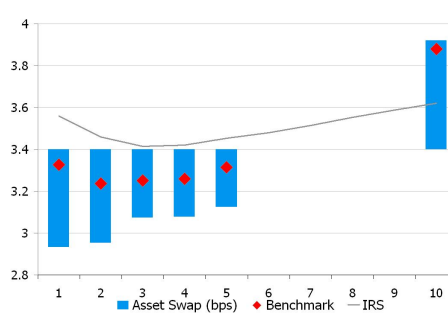
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



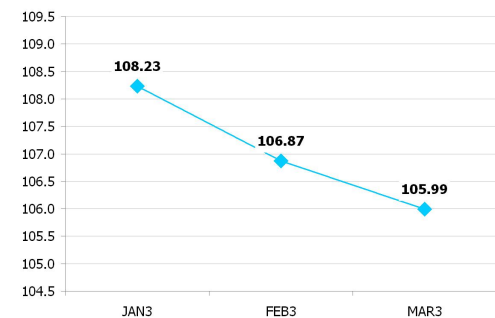
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYPANOWEGO 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.