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 Ziembińska
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 (%)	paź		-0.6	-2.4 (r)	0.3
9:00	CZE	Produkcja przemysłowa r/r (%)	paź		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 (%)	paź		0.3	-2.3 (r)	-1.4
18:30	USA	Decyzja Fed (%)	gru		0.25	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	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś opublikowane zostaną dane o bilansie płatniczym (możliwe są niespodzianki - więcej czytaj w sekcji analizy) oraz inflacji. Wskaźnik inflacji za listopad zbliża się do celu inflacyjnego NBP - nasza prognoza to 2,8% i po publikacjach z regionu ryzyka są w dół. 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%.

• **Gospodarka globalna.** Dziś odbędzie się dodatkowe spotkanie eurogrupy, na którym zatwierdzona ma zostać kolejna transza pakietu pomocy dla Grecji oraz rozpoczyna się dwudniowy szczyt UE (główny temat to nadzór finansowy). Po południu także pakiet danych z USA, które jednak pozostaną w cieniu negocjacji dotyczących klifu fiskalnego (szczególnie po wczorajszej wypowiedzi Boehnera o oddalajacym się kompromisie).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Hausner: Spowolnienie gospodarcze może obniżyć inflację do poniżej 1,5% r/r. Dla poziomu stóp procentowych kluczowa będzie marcowa projekcja inflacyjna.

• Kaźmierczak: RPP powinna przez pewien czas obserwować, jaki wpływ na akcję kredytową banków oraz kurs walutowy mają dotychczasowe obniżki stóp procentowych. Kaźmierczak uważa, że wejście Polski do EMU byłoby absolutnie niepożądane i byłoby wielkim błędem.

• Rostowski: Wzrost gospodarczy Polski w czwartym kwartale będzie nie niższy niż 1,4 procent, pozostając na poziomie zbliżonym do tego, jaki osiągnął w trzecim kwartale.

• Rezerwa Federalna postanowiła, że zwiększy program skupu aktywów do 85 miliardów dolarów miesięcznie. Fed ustanowił również warunki, spełnienie których oznaczać będzie zacieśnianie polityki monetarnej w USA. Fed obniżył prognozę wzrostu gospodarczego w USA w kolejnych latach. Amerykańscy bankierzy centralni oczekują, że stopy proc. w USA pozostaną bez zmian do 2015 r. (więcej czytaj w sekcji analizy).

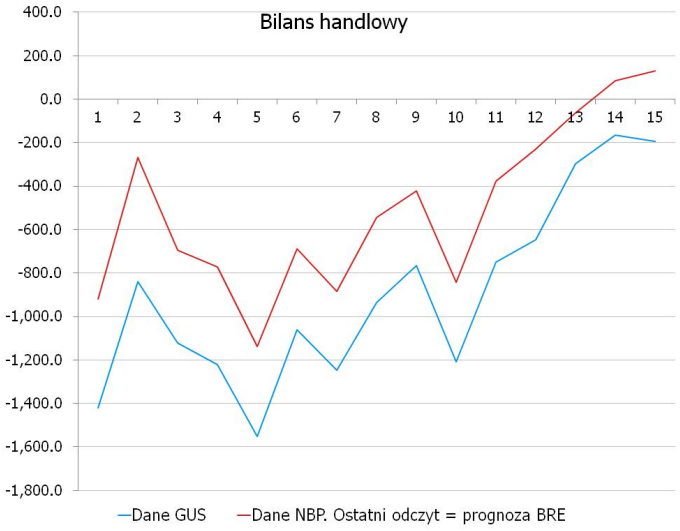
Decyzja RPP (9.01.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	0%
obniżka 25 bps	100%
PROGNOZA BRE	**obniżka 25 bps**

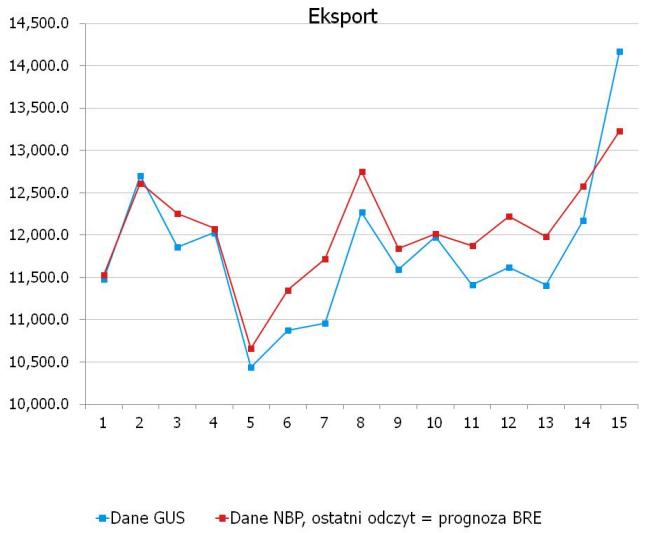
Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.324	0.005
USAGB 10Y	1.695	0.017
POLGB 10Y	3.885	-0.009

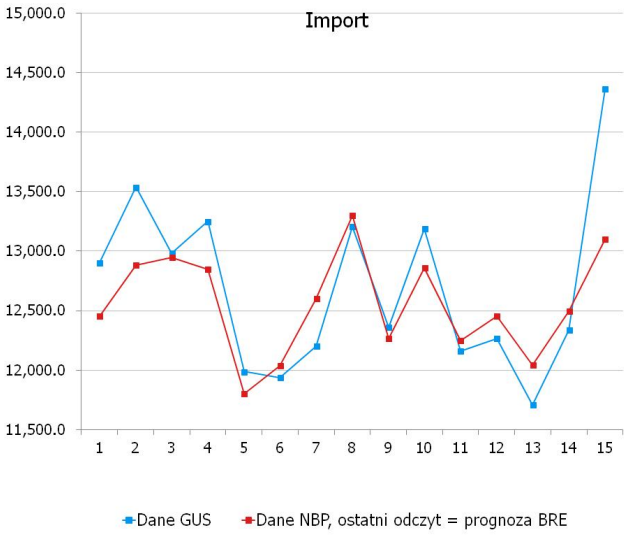
Dotyczy benchmarków Reuters

Możliwe niespodzianki w szczegółach danych o bilansie płatniczym

Po publikacji danych GUS o obrotach w handlu zagranicznym w obrębie krajów stwierdzamy, że ryzyko dla całego bilansu handlowego jest znikome (patrz wykres) i powinien on pozostać na dodatnim terytorium; nie zmieniamy tym samym także naszej prognozy dotyczącej całego rachunku obrotów bieżących. Eksport i import mogą sprawić sporą niespodziankę znajdując się na poziomach znacznie powyżej konsensusu rynkowego oraz naszych prognoz (patrz wykresy), przy czym szczególnie niepokojąco wygląda import (pierwszy czynnik, który przychodzi do głowy to nagły wzrost importu ropy naftowej).







Warto w tym miejscu nadmienić, że eksport i import zachowują się wybitnie niesezonowo (było tylko kilka epizodów w przeszłości, kiedy wielkości te pomiędzy wrześniem i październikiem wzrosły). Wychwyciły to nasze modele, jednak nie spodziewaliśmy się aż takiej skali anomalii w porównaniu do poprzednich lat (historycznie największy wzrost importu i eksportu pomiędzy wrześniem i październikiem wyniósł odpowiednio 1366mln EUR oraz 1348mln EUR i stało się to w 2007 roku; obecnie przyspieszenie może wynieść nawet 2025mln EUR oraz 1966mln EUR odpowiednio).

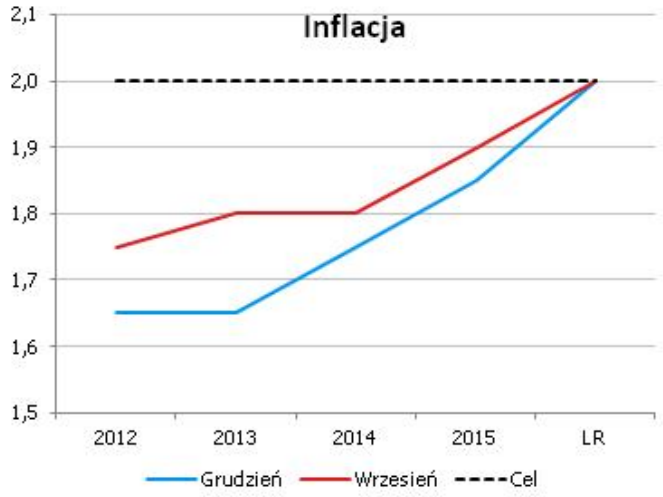
FOMC: ilościowe cele dla kontynuacji akomodacji wyznaczone, program zakupu aktywów rozszerzony zgodnie z oczekiwaniami

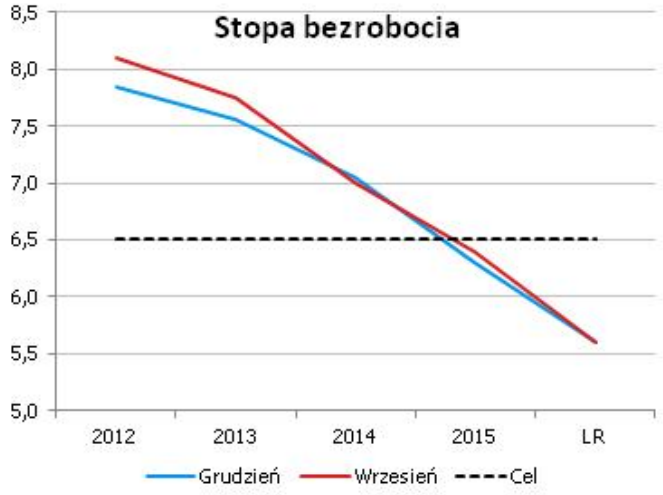
Prezentem gwiazdkowym dla rynków finansowych ze strony FOMC było wyznaczenie ilościowych celów dla kontynuacji akomodacji monetarnej (graniczna stopa bezrobocia na poziomie 6,5%, stopa inflacji PCE na poziomie pół punkta powyżej inflacji długookresowego celu inflacji na poziomie 2%) oraz przetransformowanie Operation Twist w regularny program zakupów długoterminowych trasuries w wysokości 45mld miesięcznie. Po dokonanych zmianach nowojorski Fed będzie kupował 40mld miesięcznie papierów hipotecznych (MBS) oraz 45mld tresuries dopóki stopa bezrobocia nie spadnie w sposób przekonujący poniżej 6,5% i (lub?) inflacja prognozowana na 2 lata wprzód nie znajdzie się pół punkta powyżej celu długoterminowego na poziomie 2%. Zniknęła tym samym cezura czasowa (połowa 2015 roku), która do tej pory wyznaczała koniec rekordowej stymulacji monetarnej.

Część komunikatu opisująca bieżącą sytuację gospodarczą nieznacznie poprawiła się. FOMC w dalszym ciągu oczekuje kontynuacji poprawy na rynku pracy, obserwuje kontynuację wzrostu wydatków konsumenckich przy pewnym spowolnieniu wydatków inwestycyjnych (ta ostatnia część nie zmieniła się jednak względem poprzedniego komunikatu). Najważniejsza zmiana dotyczy jednak inflacji, która obecnie znajduje się poniżej celu długookresowego (zaznaczono wyraźnie, że przejściowe wahania to tylko efekt zmiennych cen energii). Pozostałe części komunikatu - oprócz części opisującej strategii polityki pieniężnej - pozostały bez zmian. Bez zmian pozostał także rozkład głosujących - w dalszym ciągu dysydentem jest

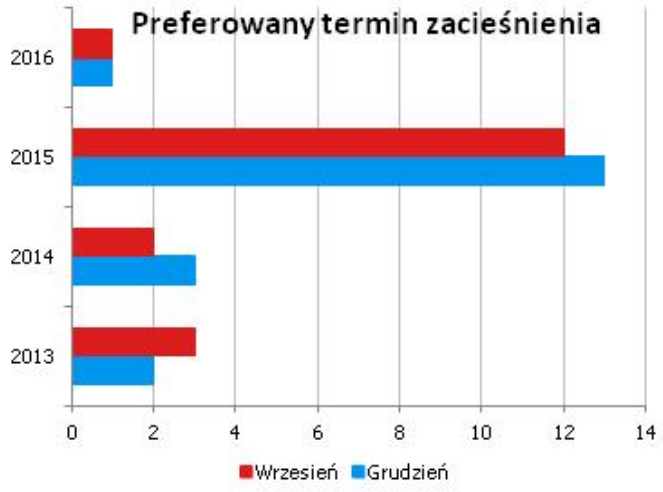
Lacker.

Grudniowe posiedzenie przyniosło nową rundę projekcji makroekonomicznych oraz rozkład głosów dot. preferowanego terminu zacieśnienia. Z uwagi na skupienie uwagi FOMC na inflacji oraz stopie bezrobocia, my również skoncentrujmy się na tych wskaźnikach (patrz wykresy).





W projekcjach widzimy, że po pierwsze szybsze obniżanie się stopy bezrobocia (pewnego rodzaju efekt doganiania) widoczne jest w projekcjach tylko w 2012 (dostosowanie prognoz do bieżących danych) oraz 2013 roku. Oczywistym jest także, że przy niższych poziomach dalsze obniżanie stopy bezrobocia jest zdecydowanie trudniejsze. Stąd też cel osiągany jest dopiero pod koniec 2015 roku. W zakresie inflacji pojawiają się większe zmiany - ścieżka obniża się w całym horyzoncie projekcji. Wydaje nam się, że to właśnie ten element projekcji (plus uwypuklony przez nas fragment bieżącej oceny sytuacji gospodarczej w zakresie inflacji) zaważył na utrzymaniu bardzo akomodacyjnej polityki pieniężnej (oprócz kwestii psychologicznych, związanych z niechęcią do zmian polityki pieniężnej w obliczu niepewności generowanej przez fiscal cliff - gdyby nie ten fakt, zapewne zmiany w komunikacji byłyby większe).



Nieco mniejszą chęć do długiego utrzymywanie akomodacji widzimy też w rozkładzie głosów, który przesunął się w kierunku 2014-2015 roku. Jest to kierunek, który będzie prawdopodobnie trendem w kolejnych projekcjach Fed. Naszym zdaniem jednak zmiany w komunikacji FOMC na razie nie przyniosą znaczących zmian w zakresie oczekiwań na wycofanie akomodacji monetarnej (bez nadmiernej bufonady przyznajmy, że cele ilościowe to żadna niespodzianka i przewijały się one od dłuższego czasu w wypowiedziach Yellen i Evansa). Co prawda stopa bezrobocia na poziomie 6,5% może się z dzisiejszej perspektywy wydawać (przynajmniej arytmetycznie) względnie nieodległa, to jednak bardzo łagodna perspektywa inflacji powinna utrzymywać oczekiwania na zmniejszenie skali rozluźnienia w ryzach. Warto też wspomnieć, że wyznaczone cele nie będą celami automatycznymi, o czym przekonująco przypominał Ben Bernanke podczas konferencji prasowej. Wreszcie, z punktu widzenia *balance sweet recession* przeinflowanie gospodarki jest opcją mniej szkodliwą niż zbyt wczesne zacieśnienie.

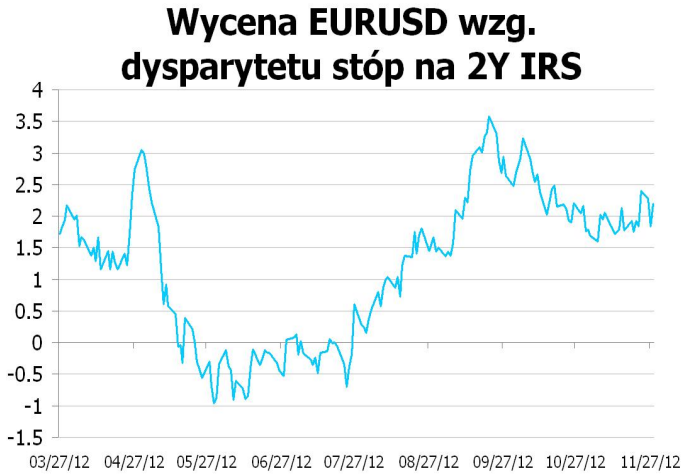
EURUSD fundamentalnie

Dzień zdominowany przez wydarzenia po drugiej stronie Oceanu. Najpierw, zgodnie z przewidywaniami, Fed potwierdził i rozszerzył program akomodacji monetarnej (co umocniło dolara), przy okazji rewidując w dół prognozy wzrostu dla Stanów Zjednoczonych (więcej w sekcji analizy). Niedługo później, Republikanie w Kongresie otrzymali od Boehnera sugestię rezygnacji z planów świątecznych - brak rozwiązania problemu fiscal cliff oznacza, że niepewność dotyczace tej kwestii będzie utrzymywać się conajmniej do końca roku. W ciągu dnia dolarowi z pewnością nie pomogły umiarkowanie pozytywne wieści z Włoch (o kroczek bliżej do rozwiązania konfliktu politycznego - Berlusconi wyciągnął rękę do zgody). Jedyne potencjalnie istotne dziś dla pary EURUSD dane dotyczą sprzedaży detalicznej w Stanach Zjednoczonych. Ponadto, dzisiejszy sentyment powinien pozostawać pozytywny pod wpływem decyzji ministrów UE, którzy - przez zgodę na wspólny nadzór bankowy - wykonali kolejny krok pogłębiający integrację strefy euro.

EURUSD technicznie

Seria wzrostów EURUSD jest kontynuowana, większość strat z drugiej połowy minionego tygodnia została już odrobiona, a w dniu wczorajszym obserwowaliśmy pierwsze testowanie oporu na poziomie 1,3100. Dziś zaczynamy od wzrostów i spodziewamy się, że będą one kontynuowane. Najbliższym celem jest ważne z powodów psychologicznych 1,3100. Jego przełamanie otworzy drogę do 1,3125 (maksimum poprzedniego tygodnia), ale kluczowym oporem w perspektywie najbliższych dni pozostaje maksimum września (1,3170). W razie ruchów w kierunku południowym kurs powinien najpierw znaleźć wsparcie w pierwszej kolejności w okolicach 1,3015 (na wykresie 4H MA55 i -23,6% od maksimum grudnia).

Wsparcie	Opór
1,3015	1,3170
1,2950	1,3125
1,2885/2900	1,3100



* 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.

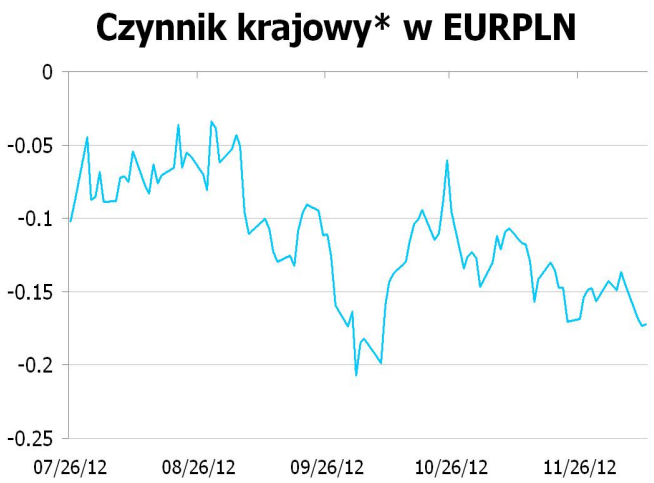
EURPLN fundamentalnie

Po wczorajszej decyzji Fed i osłabieniu przez pierwszą połowę dnia złoty w ślad za zmianami na EURUSD ponownie powrócił w okolice 4,08-09. Wypowiedzi członków RPP są ciągle niejednoznaczne, wskazując na brak konsensusu w Radzie i generalnie jej zaskakująco duży optymizm dot. gospodarki realnej w najbliższych kwartałach - wczorajsze wypowiedzi Hausnera i Kaźmierczaka wpisują się w coraz silniejsze oczekiwania (patrz poziomy stóp forwardowych) na wstrzymanie obniżek stóp procentowych po styczniu do projekcji inflacyjnej w marcu. Jest to jednak postawa oparta na sporym optymiźmie, który naszym zdaniem zostanie niebawem stłumiony (odczyt PKB za IV kw. na poziomie 1,4% podanym wczoraj przez ministra Rostowskiego jesteśmy sobie w stanie wyobrazić jedynie jako manipulację danymi). Dzisiejsze dane o C/A oraz inflacji powinny przypomnieć, w jakiej fazie cyklu znajdujemy się obecnie, jednak jedynie spore zaskoczenie w dół (2,8% raczej nie wystarczy) może bardziej trwale zmienić ostatnią skłonność złotego do umocnienia.

EURPLN technicznie

Po trzech dniach dynamicznych spadków, wczorajszy dzień przyniósł niewielką korektę wzrostową i dziś wystartowaliśmy z okolic 4,0900. Tym niemniej, w dalszym ciągu faworyzowane są spadki. Najbliższym celem jest ustanowione we wtorek minimum (4,0820). Jego przełamanie powinno otworzyć drogę do wsparcia wyznaczonego przez trend spadkowy (4,0760), a w nieco dalszej perspektywie - minimum września (4,0620). 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



* 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	3.53	3.56
2Y	3.4375	3.47
3Y	3.3851	3.43
4Y	3.39	3.43
5Y	3.4175	3.46
6Y	3.4483	3.49
7Y	3.4833	3.52
8Y	3.525	3.57
9Y	3.56	3.60
10Y	3.595	3.64

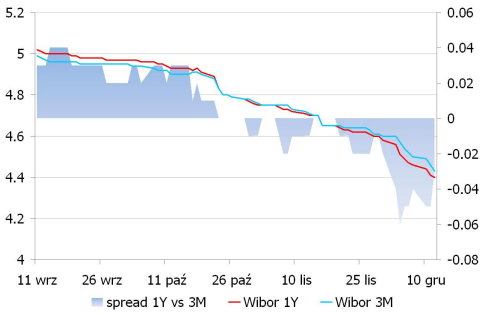
depo	BID	ASK
ON	4.1	4.4
1M	4.2	4.5
3M	4.0	4.2

FRA	BID	ASK
1x2	3.97	4.02
1x4	3.95	4.00
3x6	3.48	3.53
6x9	3.10	3.16
9x12	3.01	3.06

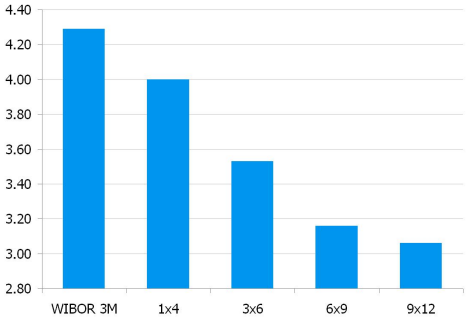
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.0937
USD/PLN	3.1459
CHF/PLN	3.3775

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3072
EUR/JPY	108.85
EUR/PLN	4.0903
USD/PLN	3.1284
CHF/PLN	3.3759

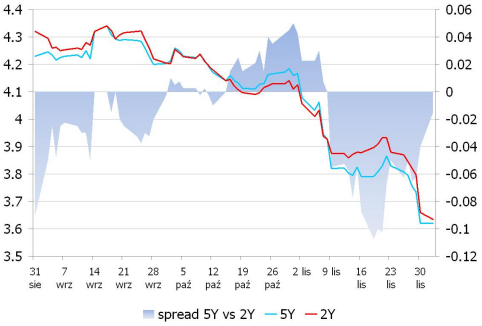
WIBOR 3M i 1Y



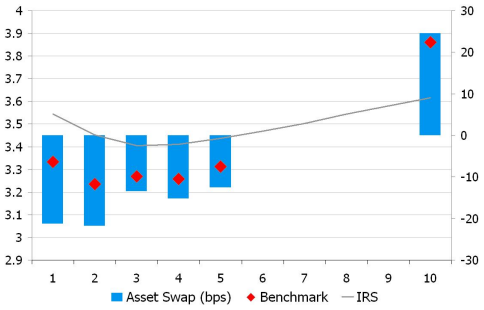
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y

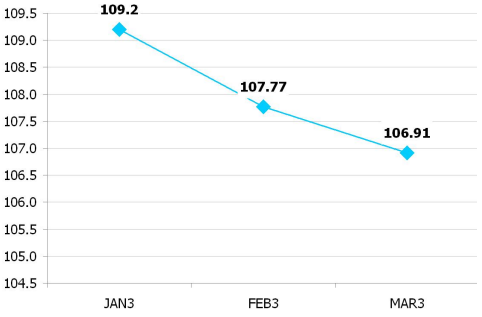


Asset swap i IRS



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 INTRUMENTÓW 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.