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		
07.01.2013 PONIEDZIAŁEK							
9:00	CZE	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lis		-1.3	4.1	
11:00	EUR	PPI r/r (%)	lis		2.4	2.6	
08.01.2013 WTOREK							
8:00	GER	Eksport SA m/m (%)	lis			0.2 (r)	
9:00	HUN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lis			-3.8	
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lis			-1.2	
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	lis			11.7	
11:00	EUR	Wskaźnik ESI (pkt.)	gru		86.5	85.7	
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	lis		-1.5	3.9	
09.01.2013 ŚRODA							
9:00	CZE	CPI r/r (%)	gru		2.4	2.7	
9:00	CZE	Stopa bezrobocia (%)	gru		9.4	8.7	
12:00	GER	Produkcja przemysłowa SA m/m (%)	lis		1.0	-2.6	
	POL	Decyzja RPP	sty	4.00	4.00	4.25	
10.01.2013 CZWARTEK							
13:45	EUR	Decyzja ECB	sty		0.75	0.75	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	05.01		361	372	
11.01.2013 PIĄTEK							
1:30	CHN	CPI r/r (%)	gru		2.3	2.0	
1:30	CHN	PPI r/r (%)	gru		-1.8	-2.2	
9:00	CZE	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lis		-0.2	2.2	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Najważniejszym wydarzeniem będzie środowa decyzja RPP. Oczekiwania na obniżki, szczególnie po wniosku o obniżkę o 150pb mogą być (jeśli chodzi o najbliższe posiedzenie RPP) zawyżone. RPP pomimo słabszych danych i oczekiwań rynkowych na 50pb obniżki na posiedzeniu 9 stycznia zdecyduje się naszym zdaniem na obniżkę stóp o jedynie 25pb. Dogodnym momentem do zwiększenia tempa obniżek może być publikacja nowej projekcji inflacyjnej (marzec). Niemniej jednak uważamy, że kolejne publikacje danych makro (negatywne momentum) nie powinny wybić inwestorów z oczekiwań coraz to większej skali poluzowania w całym cyklu.
• **Gospodarka globalna.** Tydzień zdominowany danymi z niemieckiego przemysłu oraz czwartkową decyzją EBC. Pomimo tego, że na grudniowym posiedzeniu rada EBC dyskutowała nad obniżką stóp procentowych (czego Draghi nie ukrywał podczas konferencji) oraz wyliczenia z reguły Taylora wskazują na znacznie niższy poziom stóp niż obecne 0,75%, to wypowiedzi członków EBC oraz lepsze odczyty indeksów koniunktury zdusiły oczekiwania na taki ruch. We wtorek i środę podane zostaną listopadowe dane z niemieckiego sektora przemysłowego, które rzucą więcej światła na skalę spowolnienia w niemieckiej gospodarce w IV kw. 2012 - konsensus wskazujący na ok. 3% spadek produkcji w tym okresie w ujęciu kw/kw implikowałby spadek PKB o minimum 0,3% kw/kw. Z punktu widzenia przyszłych zmian istotny będzie odczyt nowych zamówień, których charakter wyprzedzający powinien potwierdzić pozytywne trendy obserwowane we wskaźnikach koniunktury.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Belka: Istnieje przestrzeń do dalszych cięć stóp procentowych, mimo tego polityka pieniężna pozostaje konwencjonalna i RPP nie jest zmuszona do podążania w stronę ultra niskich stóp procentowych.
• Kosiniak-Kamysz: W szczytowym momencie stopa bezrobocia nie powinna przekroczyć 14 proc. W marcu-kwietniu powinno nastąpić odbicie. Nowa wersja pakietu antykryzysowego, która ma przeciwdziałać wzrostowi bezrobocia ma być gotowa w styczniu.
• Indeks PMI composite w strefie euro wyniósł w grudniu 2012 r. 47,2 pkt. wobec 46,5 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca.
• Liczba miejsc pracy w USA poza rolnictwem wzrosła w grudniu o 155000 wobec wzrostu o 161000 po korekcie miesiąc wcześniej (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	1.505	0.004
USAGB 10Y	1.903	-0.018
POLGB 10Y	3.871	0.035

Dotyczy benchmarków Reuters

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Bez zmian - wzrost PMI okazał się być stosunkowo niewielki - indeks wciąż pozostaje w trendzie spadkowym. W tym tygodniu bez niespodzianek (poza decyzją RPP brak publikacji danych).

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro uformował, jak się wydaje, twarde dno. W zeszłym tygodniu podskoczył nieznacznie w górę dzięki wyższej od oczekiwań inflacji w Niemczech i pomimo zaskakująco niskiego finalnego odczytu indeksu PMI w przemyśle strefy euro. W tym tygodniu uwaga rynków skupi się m.in. na danych z niemieckiego przemysłu.

USA

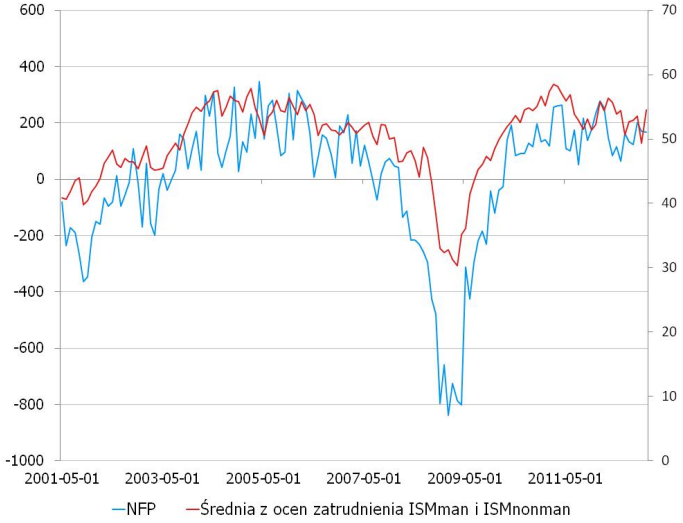
Indeks zaskoczeń dla Stanów Zjednoczonych nieznacznie wzrósł po lepszych od oczekiwań danych o koniunkturze w usługach (indeks ISM) oraz z rynku pracy (więcej czytaj w sekcji analizy). W rozpoczynającym się tygodniu kalendarz danych zza oceanu jest ubogi, zatem nie spodziawamy się zmian indeksu zaskoczeń, który pozostaje w trendzie bocznym.

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 sa 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 sugerują kontynuację ożywienia

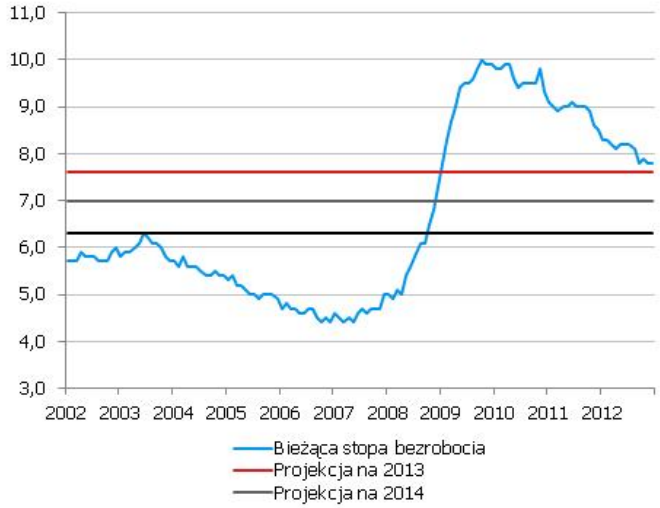
Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 155tys. (tyle też wynosił konsensus, ale opublikowane wcześniej dane z ADP pokazały wzrost zatrudnienia w sektorze prywatnym o ponad 200tys.), zaś stopa bezrobocia wyniosła 7,8% (nie wzrosła, lecz pozostała bez zmian według nowych, zweryfikowanych danych po rocznych poprawkach BLS).

W przetwórstwie przemysłowym powstało 25tys. miejsc pracy (sporo biorąc pod uwagę ostatnio dominujące mizerne wzrosty), budownictwo dodało 30tys. (znów niezły wynik - można powoli zacząć ten trend ekstrapolować, zważywszy na obecnie już okrzepłe ożywienie w tym sektorze), w usługach prywatnych stworzono 109tys. miejsc pracy, znacznie mniej niż w poprzednich dwóch miesiącach (dziwne jak na tę porę roku spadki zatrudnienia w handlu detalicznym, transporcie oraz usługach kurierskich). Sektor rządowy zlikwidował 13tys. miejsc pracy. Długość przeciętnego tygodnia pracy nieznacznie wydłużyła się do 34,5h z 34,4h; przeciętne zarobki godzinowe podniosły się o 7 centów (tyle samo co w poprzednim miesiącu).



Choć dane z pewnością okazały się nieco gorsze niż prawdziwe oczekiwania uczestników rynku (prawdopodobnie uplasowane w granicach odczytu ADP, czyli bliżej 200tys.), można je określić wciąż jako dobre, gdyż ostatni miesiąc negocjacji w sprawie polityki fiskalnej okazał się mniej szkodliwy dla zatrudnienia niż pierwotnie sądzono. Porównując odczyt z innymi sygnałami z gospodarki (patrz zestawienie wzrostów zatrudnienia ze średnią dla wskaźników koniunktury opisujących zatrudnienie w sektorze przetwórstwa i usług) można stwierdzić, że nie występują rozbieżności pomiędzy wskazaniami alternatywnych zmiennych makro (warto jednak zwrócić uwagę, że wskaźniki koniunktury są w ostatnich miesiącach opóźnione względem faktycznych danych z rynku pracy).

Analizując z kolei wyłącznie dane o stopie bezrobocia można zauważyć, że wielkość ta zbliża się do celów wyznaczonych w projekcjach FOMC (patrz wykres). Bliskość tych celów może jednak wydawać się pozorna. Po pierwsze, stopa bezrobocia z niższych poziomów obniża się wolniej. Po drugie, każde ożywienie przynosi najpierw zmianę kierunku napływów na rynek pracy, co przy naturalnym opóźnieniu w znalezieniu pracy statystycznie podnosi stopę bezrobocia (tak się stanie, gdy wzrośnie wskaźnik partycypacji). Po trzecie wreszcie, choć w zwierciadle danych za 2012 rok ożywienie gospodarki jest kontynuowane, sporą niewiadomą pozostaje skala reakcji na podwyżki opodatkowania płac (można stwierdzić, że część konsolidacji dokonała się w najgorszy możliwy sposób) oraz kolejna runda niepewności w związku z podniesieniem limitu zadłużenia oraz rozłożeniem w czasie (odłożeniem) sekwestracji, czyli automatycznych cięć wydatków rządowych.



Spodziewamy się, że wzrost PKB w gospodarce amerykańskiej obniży się, lecz po raz kolejny nie zostanie wykolejony (ważnym wkład wnosi ożywienie na rynku nieruchomości). Będzie to skutkować koniecznością utrzymania stymulacji ze strony Fed. Podtrzymujemy to, co pisaliśmy w poprzednim tygodniu - zaskoczenie ostatnimi "Minutes" to tylko pewnego rodzaju ostrzeżenie, które nie jest konsensusem w bardziej gołębim zarządzie. Niemniej przy obecnie niskich stopach procentowych próby wyprzedzenia FOMC przez rynek (takie jak ostatnia wyprzedaż obligacji) mogą się powtarzać. Być może pierwszy epizod tego typu mamy już za sobą, gdyż konieczność oszacowania skali reakcji gospodarki na podwyżki podatków (dane za styczeń pojawią się dopiero w lutym) oraz nowe negocjacje w sprawie limitu zadłużenia (na chwilę obecną nie można spodziewać się niczego innego jak naprędce sklecone, kolejne rozwiązanie „za pięć dwunasta") może sprawić, że rynki finansowe przez pewien czas będą zajmować się innymi sprawami.

Choć przy obecnych poziomach rentowności wrażliwość polskich papierów na wydarzenia na rynkach bazowych wzrosła, spodziewamy się, że w sytuacji uspokojenia wzrostowej korekty stóp procentowych za granicą do gry powrócą lokalne fundamenty, a więc oczekiwania na dalsze agresywne cięcia stóp procentowych oraz intensyfikację spowolnienia przy utrzymaniu konsolidacji fiskalnej, lecz w nie-ortodoksyjnej formie (co powinno przez dłuższy czas zapobiegać wzrostowi ryzyka kredytowego).

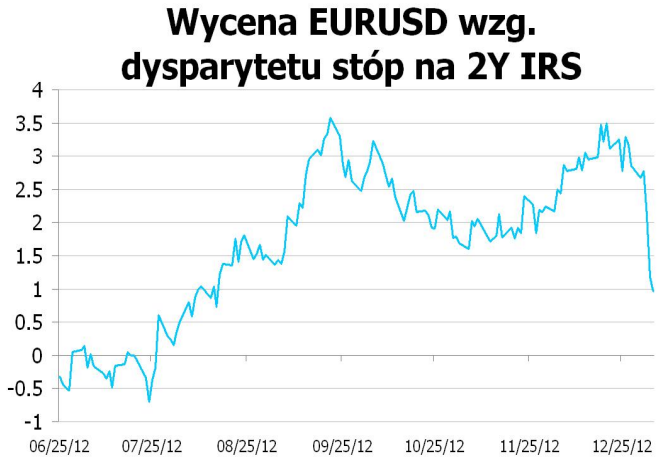
EURUSD fundamentalnie

Piątek przyniósł wytchnienie na EURUSD i realizację zysków. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, dane z amerykańskiego rynku pracy okazały się być stabilizatorem kursu. Wobec braku wyraźnej poprawy sytuacji na rynku pracy (liczba nowych miejsc pracy tylko nieznacznie większa od oczekiwań, wzrost stopy bezrobocia - więcej w sekcji analizy), perspektywa zakończenia poluzowania ilościowego przez Fed oddala się. Efekt, jaki przyniosła czwartkowa publikacja "minutes" będzie więc wygasał. Tym samym, w miarę upływu czasu, na pierwszy plan powrócą kwestie polityczne - batalia o politykę fiskalną, tym razem związana z podnoszeniem limitu zadłużenia (luty). Dane makro (praktycznie wyłącznie strefa euro) publikowane w tym tygodniu będą miały wartość głównie historyczną (dotyczą w większości listopada), nie powinny więc wpłynąć na kurs.

EURUSD technicznie

Poprzedni tydzień zapisuje się w historii jako spadkowy - po odbiciu się od 1,33 przełamane zostało FIBO 38,2% na wykresie tygodniowym i kurs zmierza w kierunku półrocznego trendu wzrostowego (1,2960). W ujęciu dziennym piątek przyniósł (po czwartkowej katastrofie) nieudane testowanie poziomów wsparcia w rejonie 1,3 i nieznaczną korektę w górę (zakończoną na MA200 na wykresie 4H). Poniedziałek rozpoczynamy od spadków i w pierwszej kolejności obserwujemy poziomy wsparcia związane z FIBO 76,4% (1,3010), kwestiami psychologicznymi (1,3) i MA55 (1,2985). Ich przełamanie będzie potwierdzeniem nowouformowanego trendu spadkowego i otworzy drogę najpierw do minimów grudnia (rejon 1,2900), a w końcu - do kluczowego poziomu wsparcia związanego z 200-dniową średnią ruchomą (1,2780).

Wsparcie	Opór
1,2985/1,3010	1,3185
1,2900	1,3100
1,2780	1,3075



* 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.

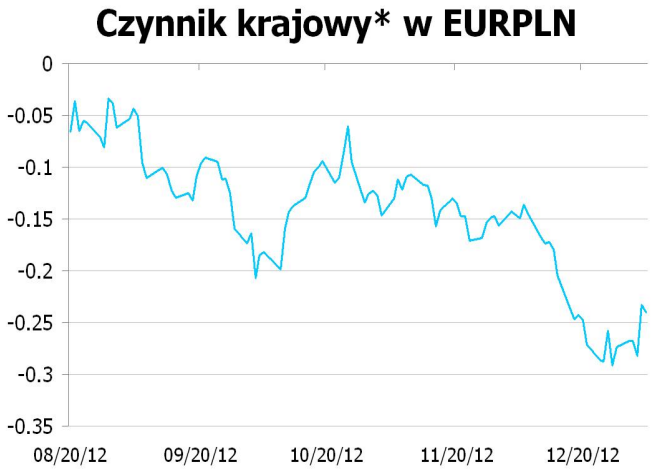
EURPLN fundamentalnie

Piątek przyniósł ciąg dalszy wyprzedaży na EURPLN i w ciągu dnia kurs zdołał nawet sięgnąć 4,13. Wzorzec piątkowej deprecjacji złotego (której towarzyszyła również korekta na rynkach obligacji) był niemal identyczny z tym obserwowanym dla forinta i (w mniejszym stopniu) korony, co potwierdza diagnozę dotyczącą decydującego wpływu czynników globalnych. Wydaje się więc, że kluczowe dla złotego będą obawy o przyszłość ekspansji monetarnej w Stanach Zjednoczonych i możliwości napływu środków finansowych na rynku *emerging markets*. W tym tygodniu jedynym istotnym czynnikiem krajowym będzie posiedzenie RPP. O ile obniżka stóp o 25 pkt. bazowych jest już zdyskontowana przez rynek, zakłady o większą skalę poluzowania w tym miesiącu zapewne w dalszym ciągu trwają.

EURPLN technicznie

Po dwóch tygodniach "skapywania", poprzedni tydzień przyniósł dużą białą świecę i nieudane testowania FIBO 61,8%. Wykres tygodniowy nie dostarcza jednak wyraźnych sygnałów (jeszcze) - EURPLN znajduje się tam w trendzie bocznym. Na wykresie dziennym zaobserwowaliśmy w piątek wyłamanie w górę z kanału spadkowego, któremu towarzyszyło przebicie MA200 na wykresie 4H, dziś rano potwierdzone przełamaniem 55-dniowej średniej ruchomej (4,1150 - najbliższy poziom wsparcia). Kolejnym celem jest teraz 4,1280/1300 (FIBO 23,6% i względy psychologiczne) - jego przełamanie powinno otworzyć drogę do 4,1360 (górna granica korekt wzrostowych z przełomu listopada i grudnia), a następnie - do kluczowego poziomu oporu związanego z MA200 (4,1485/1500). Dalsze wsparcia wyznacza górna granica dawnego kanału (4,1050) i MA200 na wykresie 4H (4,0980).

Wsparcie	Opór
4,1150	4,1485/1500
4,1050	4,1360
4,0980	4,1280/1300



* 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.

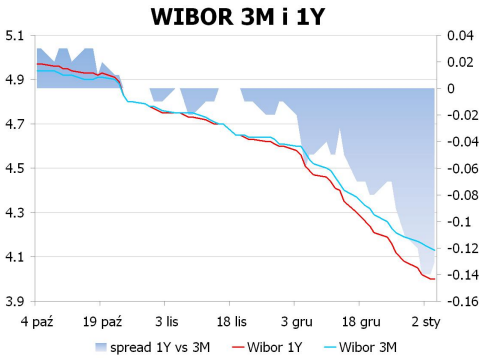
IRS	BID	ASK
1Y	3.48	3.51
2Y	3.48	3.51
3Y	3.4601	3.50
4Y	3.49	3.53
5Y	3.5475	3.59
6Y	3.5897	3.63
7Y	3.6383	3.68
8Y	3.6867	3.73
9Y	3.71	3.77
10Y	3.755	3.80

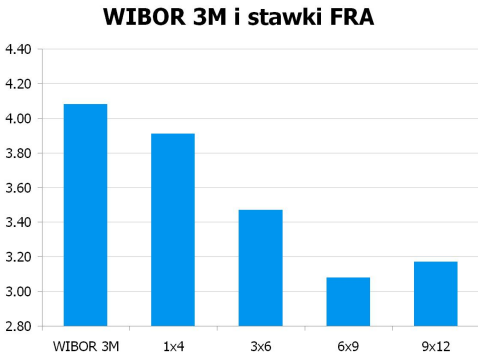
depo	BID	ASK
ON	4.2	4.4
1M	4.0	4.4
3M	3.9	4.3

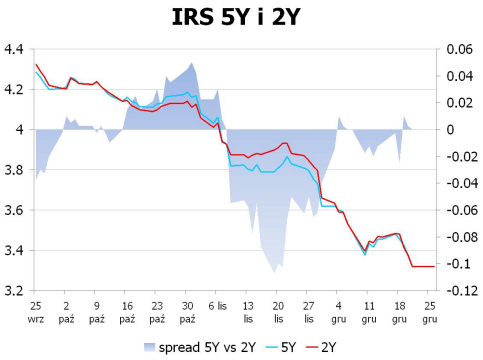
FRA	BID	ASK
1x2	3.92	3.97
1x4	3.86	3.91
3x6	3.44	3.47
6x9	3.05	3.08
9x12	3.12	3.17

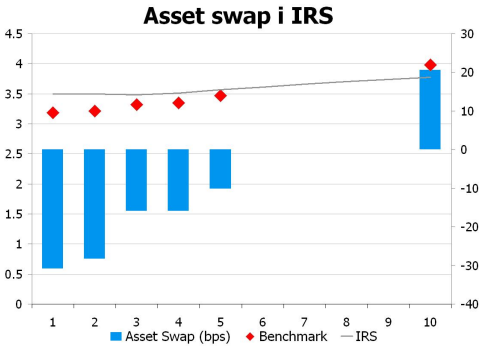
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1248
USD/PLN	3.1700
CHF/PLN	3.4106

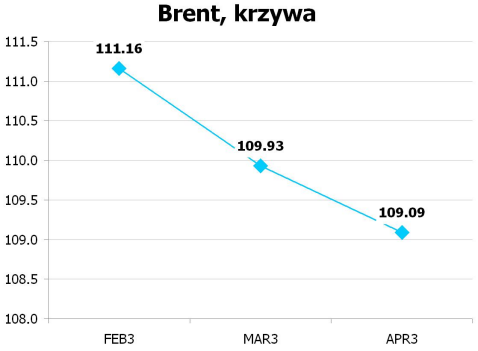
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3070
EUR/JPY	115.22
EUR/PLN	4.1160
USD/PLN	3.1432
CHF/PLN	3.3992











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.