



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		
07.01.2013 PONIEDZIAŁEK							
9:00	CZE	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lis		-1.3	4.1	-3.9
11:00	EUR	PPI r/r (%)	lis		2.4	2.6	2.1
08.01.2013 WTOREK							
8:00	GER	Eksport SA m/m (%)	lis		-0.5	0.2 (r)	-3.4
9:00	HUN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lis		-3.5	-3.8	-6.9
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lis		0.3	-0.7 (r)	0.1
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	lis		11.8	11.7	11.8
11:00	EUR	Wskaźnik ESI (pkt.)	gru		86.3	85.7	87.0
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	lis		-1.4	3.8 (r)	-1.8
09.01.2013 ŚRODA							
9:00	CZE	CPI r/r (%)	gru		2.4	2.7	2.4
9:00	CZE	Stopa bezrobocia (%)	gru		9.4	8.7	9.4
12:00	GER	Produkcja przemysłowa SA m/m (%)	lis		1.0	-2.0 (r)	0.2
	POL	Decyzja RPP	sty	4.00	4.00	4.25	4.00
10.01.2013 CZWARTEK							
13:00	GBR	Decyzja BoE	sty		0.50	0.50	0.5
13:45	EUR	Decyzja ECB	sty		0.75	0.75	0.75
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	05.01		361	367 (r)	371
11.01.2013 PIĄTEK							
1:30	CHN	CPI r/r (%)	gru		2.3	2.0	2.5
1:30	CHN	PPI r/r (%)	gru		-1.8	-2.2	-1.9
9:00	CZE	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lis		-0.2	2.2	

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Rada Prezesów EBC pozostawiła podstawowe stopy procentowe bez zmian (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Draghi: Wszyscy członkowie Rady Prezesów ECB byli zwolennikami pozostawienia w styczniu stóp procentowych na dotychczasowym poziomie. Gospodarka w strefie euro powinna zacząć poprawiać się w późniejszym okresie 2013 roku.
- Stopa bezrobocia w Grecji w październiku 2012 r. wzrosła do 26,8 proc. z 26,2 proc. miesiąc wcześniej, po korekcie.
- Grecja zmniejszyła w 2012 roku swój deficyt budżetowy o 30 proc. Deficyt spadł z 22,8 mld euro w roku 2011 do 15,9 mld euro w roku ubiegłym. Ta ostatnia kwota stanowi równowartość 8,2 proc. PKB.
- Agencja Moody's obniżyła w czwartek rating Cypru z B3 do jeszcze bardziej śmieciowego poziomu Caa3, z perspektywą negatywną. Powodem tej decyzji jest rosnące zadłużenie tego kraju.

Decyzja RPP (6.02.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	40%
obniżka 25 bps	60%
PROGNOZA BRE	obniżka 25 bps

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.482	0.013
USAGB 10Y	1.915	0.005
POLGB 10Y	3.847	-0.014
Dotyczy benchmarków Reuters		

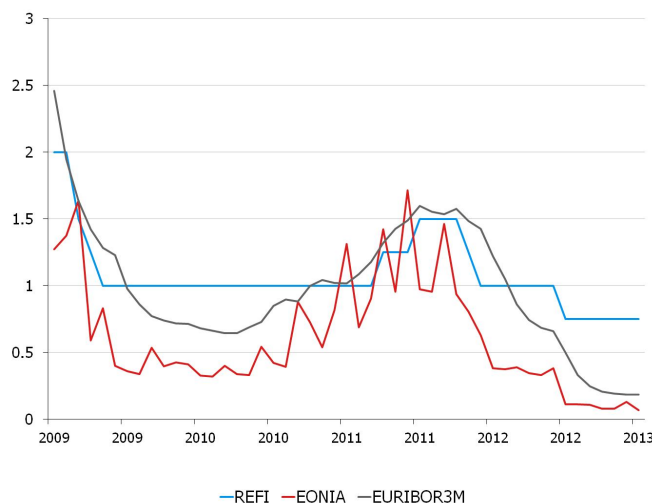


ECB: okres obniżek stóp procentowych dobiegł końca

Wczoraj, jednogłośnie, ECB zdecydował, że nie zmienia stóp procentowych. Tym samym stopa operacji refinansowych pozostanie w bieżącym cyklu na poziomie 0,75%.

Komunikat nie różni się w wymowie od tego, który został przygotowany w grudniu. Inflacja spada, a bank centralny oczekuje, że spadać będzie nadal. Oczekiwania inflacyjne są dobrze zakotwiczone. Brak presji inflacyjnej potwierdza się także w analizie agregatów monetarnych. Ryzyka odnośnie wzrostów cen są zbilansowane (elementem ryzyka w górę są czynniki administracyjne oraz ropa naftowa - podczas konferencji jednak ten drugi element był traktowany jako „no problem” - zgadzamy się z takim podejściem; ryzyko w dół jest stricte ekonomiczne i wynika z luki popytowej). W zakresie sfery realnej 2013 rok będzie nadal kiepski dla strefy euro (przypomnijmy recesijną projekcję z grudnia - w tym zakresie nic się nie zmieniło) z uwagi na delewarowanie przedsiębiorstw, gospodarstw domowych i banków, konieczność redukcji nierównowag fiskalnych oraz niepewność. ECB spodziewa się powolnego (!) ożywienia w drugiej połowie roku. Co ciekawe, wsparcie dla strefy euro ECB widzi w poprawie sytuacji w gospodarce globalnej czy emerging markets - windą dla europejskiego wzrostu ma być eksport. Jest to stwierdzenie oczywiste dla gospodarki niemieckiej i najbardziej czuły papierek lakmusowy w zakresie krajów peryferyjnych, które będą mogły udowodnić, czy obserwowana poprawa konkurencyjności (spadki cen towarów i czynników produkcji) przełoży się na udziały eksportowe. W zakresie sfery realnej dominują ryzyka w dół: kwestie geopolityczne, możliwość spowolnienia reform (ECB wydaje się w pełni świadomy, że „Draghi put” podnosi właśnie taki koszt) oraz pogłębienie fragmentacji na rynkach finansowych.

Sesja pytań i odpowiedzi nie pozostawia wątpliwości, że brak obniżki stóp procentowych to nie wyraz chęci zachowania amunicji na czarną godzinę, lecz reakcja na poprawę sytuacji, przede wszystkim finansowej, w strefie euro. Draghi przytacza tu niższe rentowności (w domyśle krajów peryferyjnych), wyższe poziomy indeksów giełdowych, niską zmienność, napływ kapitału zagranicznego do strefy euro, wzrost depozytów w krajach peryferyjnych, zmniejszenie nierównowag w systemie Target2, zmniejszenie bilansu ECB (wcześniejsze spłaty długoterminowego finansowania są kontynuowane). Na razie jednak wpływ tych zmian na sferę realną jest niezauważalny (zbyt krótki okres obserwacji). Tym samym nie ma na razie mowy o strategii wyjścia a fragmentacja na rynkach finansowych określana jest wciąż jako „znacząca”.



Biorąc pod uwagę powolną poprawę w gospodarkach strefy euro, brak ryzyk deflacyjnych oraz pewną poprawę w kanałach transmisji monetarnej stwierdzamy, że lipcowa obniżka stóp procentowych ECB jest ostatnią (tym bardziej, że obniżenie stopy depozytowej do zera spotkało się z negatywnymi analizami). ECB preferuje zmniejszanie fragmentacji na rynkach finansowych, przy czym krótki koniec krzywej nie jest problemem - mimo wczorajszego wzrostu krótkich stawek na rynku pieniężnym, znajdują się one wciąż daleko poniżej stopy refinansowej. Paradoksalnie ECB poluzował (!) wczoraj politykę pieniężną. Finansowanie dłużne na rynkach europejskich oparte jest na kredycie bankowym. Banki nie pożyczają jeśli nie mają kapitału, nie mają finansowania lub mają do czynienia z wysokim ryzykiem kredytowym. Ostatnie działania ECB (włączając w to wczorajski optymizm prezesa) znacząco złagodziły te kwestie. Co więcej, spadek rentowności krajów peryferyjnych obniża także oprocentowanie emisji długu korporacyjnego czy bankowego. Tak właśnie działa kanał zaufania, „Draghi put” i OMT zmieniło bardzo dużo.

Nie spodziewamy się, że progres w likwidacji napięć na rynkach finansowych będzie monotoniczny, gdyż strefa euro borykać się będzie jeszcze przez długi czas ze znaczną dozą ryzyka politycznego (Hiszpania, Włochy) czy gospodarczego (praktycznie cała strefa euro). Najgorsze jednak to ugrupowanie ma już za sobą, co powinno wspierać apetyt na ryzykowne aktywa i prowadzić stopniowo do odpływu kapitału z rynków dłużnych core markets (realokacja w kierunku wyższego ryzyka kredytowego, a więc peryferii, oraz w kierunku akcji). Zaznaczamy jednak, że ostatnie działania ECB to nie jest QE, a raczej już tylko poprawa efektywności bardziej standardowych narzędzi polityki monetarnej. Z tego powodu decyzja doprowadziła do wzrostu rentowności polskich papierów, a złoty nie umocnił się gwałtownie po wręcz historycznym rally na EURUSD.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD mocniejszy o prawie 2,5 centa. Spodziewaliśmy się co prawda „pewnej” korekty na w górę na EURUSD w związku z tym, że część uczestników rynku spodziewała się obniżki stóp, jednak nie spodziewaliśmy się aż takiego ruchu. Draghi dokonał sztuki niemal niewykonalnej - poluzował politykę pieniężną dzięki przedstawieniu bardziej pozytywnego obrazu gospodarki europejskiej i bez obniżki stóp. Dlaczego? Problemem w strefie euro była fragmentacja rynków finansowych, znaczna nierówność w stopach procentowych dla krajów peryferyjnych oraz spore problemy z finansowaniem akcji kredytowej przez banki. Dzięki poprawie zaufania na rynkach finansowych de facto poluzowanie polityki pieniężnej cały czas się realizuje (i niespodzianka - polityka pieniężna nieznacznie zacieśnia się dla krajów rdzenia, dla których bieżące stopy procentowe były za niskie). Wspólną walutę wsparły i nieco wyższe stopy procentowe (stopy najkrótsze i tak znajdują się poniżej stopy refinansowej, stopy dłuższe 2-10 lat skorygowały się na górę, najgwałtowniej na rynkach rdzenia) i wzrost apetytu na ryzyko. Nie spodziewamy się, że zapoczątkował się nowy trend na EURUSD. Po prostu przyzwyczajamy się do poziomów 30-33 jako „fair” w stosunku do tej pary walutowej.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



* 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.

EURUSD technicznie

Rekordowych rozmiarów biała świeca na wykresie dziennym (2,5 centa) i mamy najwyższe zamknięcie od maja zeszłego roku oraz powrót w rejon, w których EURUSD oscylował w drugiej połowie grudnia. Następnym celem, jeżeli trend wzrostowy ma być kontynuowany, jest teraz maksimum grudnia (1,3310), którego przełamanie powinno otworzyć drogę do maksimum 2012 roku (1,3485) z ewentualnym przystankiem na 1,34. Tak duża skala wzrostu oznacza jednak, z drugiej strony, duże prawdopodobieństwo korekt spadkowych. Te powinny być w pierwszej kolejności ograniczone do wsparcia na poziomie 1,32. W razie jego przełamania kolejnym wsparciem powinny być MA55 w układzie 4H (1,3130) i dziennym (1,3).

Wsparcie	Opór
1,3200	1,3485
1,3140	1,3400
1,3000/10	1,3300/10





EURPLN fundamentalnie

Czwartkowa sesja na EURPLN przyniosła korektę po silnym umocnieniu wywołanym retoryką środowiska konferencji RPP i pomimo znacznego umocnienia EURUSD po konferencji EBC; widać wyraźnie, że poprawa sytuacji gospodarczo-finansowej strefy euro nie sprzyja polskiej walucie, jeśli nie jest powodowana przez nową rundę QE. Dziś otwarcie EURPLN w okolicach 4,085. Niejednoznaczny przekaz RPP zawęża przestrzeń do dalszego osłabienia złotego szczególnie przy relatywnym optymizmie panującym na rynkach europejskich. Sytuacja powinna ulec zmianie po publikacjach danych makroekonomicznych w przyszłym tygodniu (we wtorek inflacja, w piątek pakiet danych z rynku pracy i przemysłu), które powinny wzmocnić oczekiwania na kontynuację cyklu obniżek w kolejnych miesiącach i stopniowo osłabiać złote.

EURPLN technicznie

EURPLN odbił się od wsparcia wyznaczonego przez najniższe zamknięcie tego miesiąca (4,0660) i powędrował na północ, gdzie znalazł opór na górnym krańcu kanału spadkowego (4,0975). Oczekujemy, że EURPLN przez jakiś czas pozostanie w kanale, z możliwym potwierdzeniem kształtującego się krótkoterminowego trendu wzrostowego (zielony) - tu jednak będziemy potrzebować odbicia od 4,0700/10. Dalsze wsparcia wyznaczają minima stycznia (wspomniane zamknięcie na 4,0660) i absolutne minimum grudnia (4,0540). Ewentualne wyłamanie w górę z kanału (4,0945 - jest to również MA55 w układzie 4H) powinno być potwierdzone testowaniem oporu związanego z MA55 (4,1110).

Wsparcie	Opór
4,0700	4,1110
4,0660	4,0985/1000
4,0575	4,0945

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.

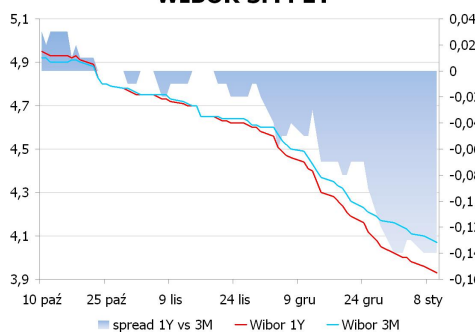




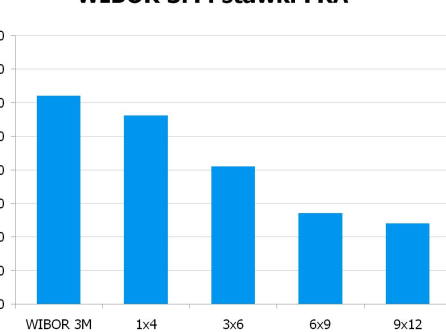
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.58	3.61	ON	4.0	4.2	EUR/PLN	4.0760
2Y	3.54	3.57	1M	4.0	4.2	USD/PLN	3.1121
3Y	3.51	3.55	3M	3.9	4.1	CHF/PLN	3.3718
4Y	3.52	3.56					
5Y	3.5625	3.60					
6Y	3.597	3.64					
7Y	3.61	3.67					
8Y	3.65	3.71					
9Y	3.69	3.75					
10Y	3.7399	3.78					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.89	3.94	EUR/USD	1.3271
1x4	3.86	3.92	EUR/JPY	117.82
3x6	3.57	3.62	EUR/PLN	4.0917
6x9	3.28	3.34	USD/PLN	3.0828
9x12	3.22	3.28	CHF/PLN	3.3714

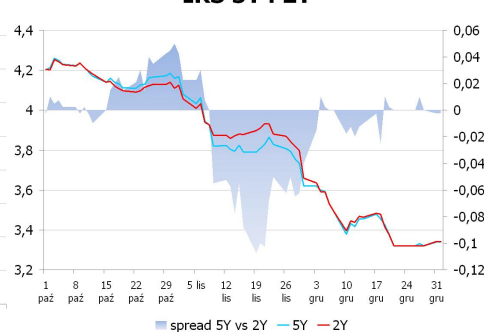
WIBOR 3M i 1Y



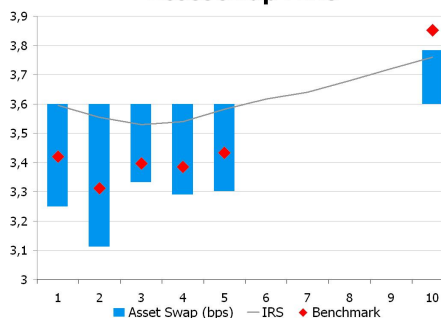
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



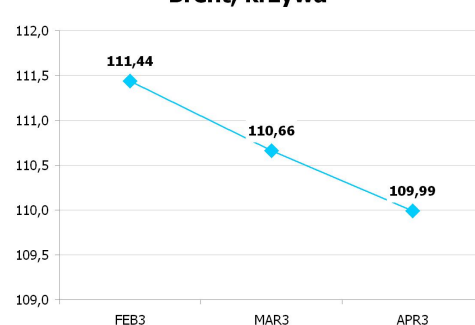
Asset swap i IRS



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, KOOOPERANTÓW, 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.