

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 6

**Daily Letter****piątek, 15 stycznia 2010****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP r/r	Grudzień	-	0,9%	0,9% (p)
POL	14:00	Rachunek C/A EUR	Listopad	<b>-1400mln</b>	-1635mln	-991mln
USA	14:30	Inflacja CPI m/m	Grudzień	-	0,2%	0,4%
USA	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	Grudzień	-	0,6%	0,8%
USA	16:00	Zaufanie kons. C. Board	Styczeń	-	73,7pkt.	72,5pkt.

**Makroekonomia****Dziś dane o bilansie płatniczym**

Dane zostaną opublikowane o godzinie 14:00. Zgodnie z rozważaniami prowadzonymi w środę (patrz Daily 13.01.2010) zdecydowaliśmy się zawęzić deficyt na rachunku obrotów bieżących do około 1400mln EUR. Oczekujemy przy tym nadwyżki na rachunku obrotów towarowych (+480mln EUR) oraz wysokiego deficytu odnotowanego na rachunku dochodów (-2700mln EUR) powstałego w wyniku wypłaty dywidendy z PZU dla Eureko B. V. Saldo transferów oraz usług odnotują średniej wielkości nadwyżki (w granicach 350-500mln EUR). Jeśli przewidywania co do bilansu handlowego potwierdzą się, w całym roku deficyt na rachunku obrotów bieżących uplasuje się na poziomie -1,3% PKB. Głównym czynnikiem ryzyka dla powyższych rozważań pozostają rewizje NBP, które średnio rzecz biorąc prowadzą w ostatnim czasie do rozszerzenia deficytu na rachunku obrotów bieżących.

**Inflacja w grudniu poniżej oczekiwań**

W grudniu roczna stopa inflacji wzrosła z 3,3% do 3,5% r/r. Wynik ten jednak okazał się niższy od konsensu oczekiwań i prognozy MinFinu na poziomie 3,6% r/r. Wzrost rocznego wskaźnika w porównaniu z listopadem odzwierciedla przede wszystkim silny efekt bazy z grudnia 2008 (zanotowano wtedy ponad 9% spadek cen paliw).

Na rozbieżnościach pomiędzy odczytem inflacji i prognozami zaważyły spadki w bazowej części koszyka inflacyjnego (ceny w kategorii rekreacja i kultura spadły o 1,3% m/m, łączność o 1% m/m, koszty użytkowania mieszkania oraz ceny w kategoriach restauracje i hotele wzrosły zaledwie o 0,1% m/m, czyli o mniej niż w poprzednich miesiącach). Oceniamy, że roczny wskaźnik inflacji bazowej obniżył się w grudniu do 2,6% r/r z 2,8% zanotowanych w listopadzie. Proces obniżania inflacji bazowej (w ujęciu miesięcznym zanotowano 0,2% jej spadek) odzwierciedla wygasanie efektów szoku kursowego z

początku roku oraz osłabienie presji popytowej po okresie spowolnienia gospodarczego. Przechodząc do perspektyw na najbliższe miesiące oceniamy, że w inflacja w styczniu może już tylko nieznacznie przekraczać poziom 3% r/r. W kolejnych miesiącach 2010 roku będziemy obserwować bardziej wyraźny spadek rocznego wskaźnika inflacji (główną przyczyną będą masywne efekty bazowe z początku 2009 roku). Wskaźnik ten powinien osiągnąć swoje minimum mniej więcej w połowie roku (poziom poniżej 2% r/r), poczym spodziewamy się stopniowego odradzania presji inflacyjnej wraz z utrwalającym się ożywieniem gospodarczym i stabilizacją sytuacji na rynku pracy.

Dzisiejszy odczyt inflacji nie miał bezpośredniego wpływu na rynek stopy procentowej. Obecnie obserwujemy wręcz niewielkie wzrosty rentowności na długim końcu, co raczej jest krótkookresową korektą po ostatnim rally na polskich obligacjach.

Systematyczne spadki inflacji i inflacji bazowej mają naszym zdaniem potencjał do wpływania na oczekiwania co do nagłości zacieśnienia monetarnego w Polsce. Sądzymy, że pomimo dość jastrzębich komentarzy pojedynczych członków RPP, w najbliższym okresie możemy liczyć na pewne wygaszenie oczekiwań co do zacieśnienia monetarnego. Ograniczeniem dla tego procesu może być publikacja „Minutes” po pierwszym posiedzeniu RPP z nowymi członkami (czy będą w nich wskazania co do dyskusji nad zmianą nastawienia?) oraz publikacja nowej projekcji inflacyjnej (wskazującej na przejściowy spadek inflacji ale i odrodzenie procesów inflacyjnych w roku 2011 i 2012). Niższa inflacja bieżąca może mieć jednak dość kuriozalnie pozytywnie oddziaływać na długi koniec (scenariusz bezinflacyjnego wzrostu i spadek ryzyka utrwalenia wyższej inflacji).

## **Nieoczekiwany spadek sprzedaży detalicznej w USA**

W grudniu sprzedaż detaliczna spadła o 0,3% w ujęciu miesięcznym wobec oczekiwań na poziomie +0,4%. W górę zrewidowane zostały jednak dane za listopad, które obecnie postulują 1,8% wzrost sprzedaży detalicznej (wobec 1,3% podawanego wcześniej). Ogólnie rzecz biorąc prognozowany wolumen sprzedaży okazał się zatem tylko 0,2% gorszy od oczekiwań. Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów odnotowała spadek o 0,2% a więc tym razem to nie samochody przyczyniły się do spadku wolumenu handlu a obniżki sprzedaży wystąpiły w szerokim spektrum sekcji (tylko sprzedaż paliw odnotowała wzrost z uwagi na efekty cenowe). Obniżka sprzedaży jest o tyle zaskakująca, że badania przeprowadzone przez MasterCard sugerowały wzrosty sprzedaży od początku listopada na poziomie około 3,6% (badanie obejmowało jednak okres tylko do 24. grudnia – po tym okresie „niezbędnych” wydatków mogły być one drastycznie ograniczone).

Indeks sprzedaży detalicznej znajduje się od początku roku we wzrostowym trendzie i w porównaniu do ubiegłego roku notowane są już kilkuprocentowe wzrosty. Ożywienie w wydatkach konsumpcyjnych jest zatem widoczne, jednak przebiega wolniej niż w sferze podażowej co warunkowane jest niższym optymizmem konsumentów, wysoką stopą bezrobocia oraz ograniczeniami w dostępie do kredytów konsumpcyjnych (również tych na kartach). Co ciekawe, zakończenie programów dotujących kupno samochodu jak na razie nie zaszkodziło sprzedaży aż w takim stopniu, w jakim się tego spodziewano. Stwarza to podstawy do dalszych wzrostów wydatków konsumpcyjnych w przyszłym

roku, wraz z kontynuacją ożywienia w sferze podażowej oraz stabilizacją sytuacji na rynku pracy. Nie bez znaczenia pozostanie prawdopodobnie dalsza stymulacja fiskalna (programy odciążające osoby bezrobotne oraz cała masa typowych wydatków rządowych w wydaniu „interwencyjnym”, które powinny generować wtórne efekty popytowe).

Co do krótkookresowych implikacji ostatniego odczytu sprzedaży, dzięki silnym wzrostom odnotowanym w październiku i listopadzie konsumpcja w ujęciu realnym ma szansę wzrosnąć w IV kwartale o prawie 2% w ujęciu annualizowanym. W połączeniu z dalszą odbudową po stronie zapasów daje to szansę na wyższy odczyt PKB w IV kwartale i w obecnej chwili można go szacować na nieco powyżej 4% SAAR.

## Decyzja i konferencja ECB bez niespodzianek

Zgodnie z oczekiwaniami ani decyzja, ani konferencja po posiedzeniu ECB nie przyniosły większego zaskoczenia. Kurs dla polityki monetarnej oraz zasady operacji refinansujących zostały wytyczone już na grudniowym posiedzeniu, na którym również zaprezentowano nową projekcję makroekonomiczną. Trichet, podobnie jak miesiąc temu podkreślił, że poziom stóp jest adekwatny do sytuacji gospodarczej, a perspektywy dla wzrostu gospodarczego charakteryzują się ciągle dużą niepewnością. Jako, że szef ECB podkreślił dążenie ECB do utrzymania stopy overnight blisko poziomu depozytu nie wydaje się, żeby ECB miał w bardziej aktywny sposób oddziaływać w kierunku zmniejszenia nadpłynności na europejskim rynku międzybankowym.

Dalsze decyzje co do zasad operacji refinansujących mają zostać podjęte na posiedzeniu na początku marca. Decyzja ECB oraz niepewność co do perspektyw ożywienia ewidentna w wypowiedziach Tricheta utwierdza nas jednak w przekonaniu, że otoczenie niskich stóp procentowych może nam towarzyszyć jeszcze przez kilka dobrych miesięcy. Zgodnie z oczekiwaniami, na konferencji padło pytanie o dopuszczenie greckich obligacji do refinansowania w ECB na wypadek dalszych zmian ratingów. Trichet podkreślił, że przypadek Grecji nie spowoduje rozluźnienia zasad ECB. Jednocześnie określił jako absurdalne spekulacje co do wychodzenia państw ze strefy euro.

### Posiedzenie RPP, 27. stycznia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Stopy bez zmian	<b>100%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	4,053
USD/PLN	2,793
CHF/PLN	2,738

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,450
EUR/JPY	132,260
EUR/PLN	4,042
USD/PLN	2,787
CHF/PLN	2,735

Od rana EURUSD w tendencji spadkowej z uwagi na odrodzenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w przeciągu najbliższych 6 miesięcy (stopniowo ograniczone przez nieco gorsze dane o sprzedaży detalicznej i nieco wyższe dane o liczbie nowo-zarejestrowanych bezrobotnych). Niekorzystne okazały się także wieści ze Światowego Forum Ekonomicznego, że możliwa jest w dalszym ciągu 2 fala kryzysu finansowego. Silnym wsparciem dla USD w sesji azjatyckiej okazały się plotki o rezygnacji Angeli Merkel – w konsekwencji kurs EURUSD finiszował już w okolicach 1,4414. Dziś kluczowe będą dane o amerykańskiej produkcji przemysłowej i zaufaniu konsumentów. Po solidnych wzrostach ISM dla przemysłu negatywna niespodzianka wydaje się mało prawdopodobna, a więc dane powinny wspierać USD.

Złoty pod wpływem zmian na EURUSD. Utrzymujący się brak zaangażowania polskich przedsiębiorstw na rynku FX powoduje, że złoty w stopniu krytycznym zależy od ruchów na głównych parach walutowych. Po niezłym otwarciu złoty w godzinach popołudniowych zbliżył się ponownie do poziomów 4,07 wobec euro w ślad za tracącym na wartości euro. Polska waluta odreagowała nieco w trakcie sesji amerykańskiej. Dalszy spadek EURUSD powoduje jednak, że otwarcie na złotym znów jest słabsze. Dziś kluczowe dane z USA (produkcja przemysłowa i consumer confidence) oraz zmiany na EURUSD. Polskie dane o bilansie płatniczym mogą również mieć pewien wpływ na złotego (tu duża jednak niepewność co do samego odczytu ze względu na ciągłe rewizje).

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

EURUSD wydaje się tracić potencjał do dalszej korekty w górę. Ciągłe wydaje się, że korekta nie przebiegnie poziomów 1,4570 i 1,4680 (Fibo i średnie ruchome). Wsparcie dla EURUSD na poziomach 1,4380 i 1,4280.

Wsparcie	Opór
1,4450	1,4680
1,4218	1,4620
1,4180	1,4570



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PL

EURPLN już poniżej poziomu wsparcia na Fibo i bardzo blisko grudniowego minimum. Cały czas dobre momentum sugeruje, że możliwość przełamania psychologicznego poziomu 4,000 zł za euro.

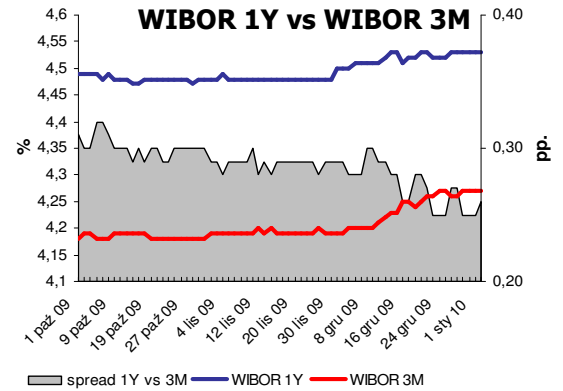
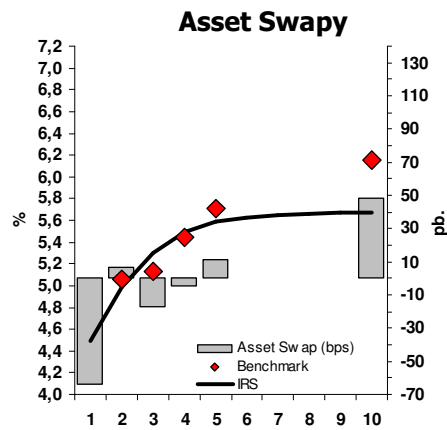
Wsparcie	Opór
4,0350	4,2340
4,0000	4,1500
3,9500	4,1080



Źródło: Reuter

## Rynek stopy procentowej, PLN

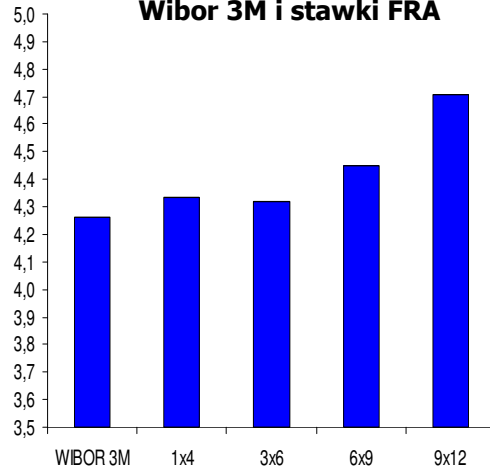
IRS	BID	ASK
1Y	4,46	4,52
2Y	4,96	5,02
3Y	5,27	5,33
4Y	5,46	5,52
5Y	5,56	5,62
6Y	5,60	5,66
7Y	5,62	5,68
8Y	5,63	5,69
9Y	5,64	5,70
10Y	5,64	5,70



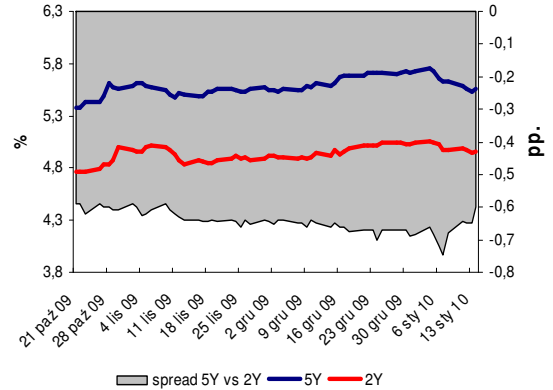
depo	BID	ASK
ON	2,26	2,56
1M	3,63	3,83
3M	4,05	4,25

FRA	BID	ASK
1x2	3,60	3,65
1x4	4,23	4,33
3x6	4,28	4,32
6x9	4,41	4,45
9x12	4,67	4,71

**Wibor 3M i stawki FRA**

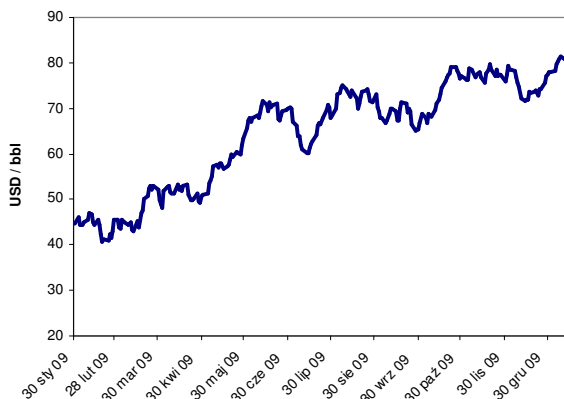


**IRS 2Y vs IRS 5Y**

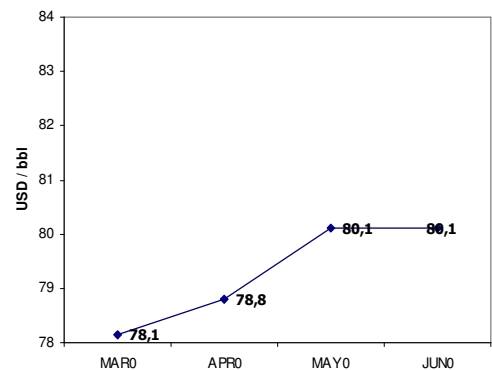


## Surowce: ropa naftowa

**Indeks cen ropy naftowej**



**Brent, krzywa terminowa**



### UWAGA!

NINIEJSZE 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 JEJGO 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, JEJGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKAKOLWIEK 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.