



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

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 526 70 34
artur.pluska@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		
12.12.2011 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
13.12.2011 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	lis		4.2	3.9	
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt.)	gru		-55.0	-55.2	
14:00	POL	CPI r/r (%)	lis	4.7	4.5	4.3	
14:00	POL	C/A (mln EUR)	paź	-2230	-1897	-1901	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lis		0.6	0.5	
20:15	USA	Decyzja FOMC (%)	gru		0.25	0.25	
14.12.2011 ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa r/r (%)	paź		-0.3	-2.0	
14:00	POL	M3 r/r (%)	lis	10.5	10.6	10.3	
15.12.2011 CZWARTEK							
9:30	GER	PMI w przemyśle flash (pkt.)	gru		47.4	47.9	
9:30	GER	PMI w usługach flash (pkt.)	gru		50.0	50.3	
10:00	EUR	PMI w przemyśle flash (pkt.)	gru			46.4	
10:00	EUR	PMI w usługach flash (pkt.)	gru			47.5	
11:00	EUR	HICP final r/r (%)	lis		3.0	3.0 (p)	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.12.		390	383	
14:30	USA	PPI m/m (%)	lis		0.2	-0.3	
14:30	USA	Empire State Man. Index (pkt.)	gru		2.5	0.6	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lis		0.2	0.7	
16:00	USA	Indeks Phil. Fed (pkt.)	gru		5.0	3.6	
16.12.2011 PIĄTEK							
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lis	2.3	2.3	2.5	
14:00	POL	Place r/r (%)	lis	4.6	5.1	5.1	
14:30	USA	CPI m/m (%)	lis		0.1	-0.1	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Tydzień obfity w dane z polskiej gospodarki. We wtorek opublikowany zostanie wskaźnik inflacji (oczekujemy dalszych wzrostów cen żywności w skali 1,3% m/m oraz cen paliw w skali 3,4% m/m; inflacja bazowa wzrosła z 2,8 do 2,9% r/r; coraz bardziej widoczny jest efekt słabego złotego na całej kategorii w koszyku inflacyjnym) oraz bilans płatniczy (wzrost deficytu na rachunku bieżącym przez wyższe płatności związane z obsługą długu + niski transfer z UE). W środę poznamy podaż pieniądza M3 za listopad - spodziewamy się (po wyłączeniu efektu FX i efektów bazy statystycznej) utrzymania dynamik rocznych z października. W danych odbija się wojna depozytowa oraz ciągle silny efekt kursowy. W piątek dane z rynku pracy. Na płace neutralnie wpływa brak różnicy w liczbie dni roboczych oraz utrzymanie dotychczasowych dynamik w przetwórstwie przemysłowym, in minus działa wypłata Barbórki (poza KGHM) w grudniu zamiast w listopadzie. W zatrudnieniu obserwujemy stabilizację wskaźników koniunktury na niskich poziomach („powolna erozja” zatrudnienia). Porównanie r/r z 2008r. (skala spadku) wypada jednak istotnie na korzyść obecnej ścieżki.

• **Gospodarka globalna.** W tym tygodniu rynek oczekuje pozytywnych danych z USA - we wtorek sprzedaż detaliczna wiodzona kolejny miesiąc pozytywnymi nastrojami konsumentów, w czwartek produkcja przemysłowa (której dynamika powyżej zera wskazywać będzie ciągle na trend wzrostowy razem z październikowym wybiciem do 0,7% m/m) oraz indeksy koniunktury w przemyśle (powinny w ślad np. za indeksem ISM nakreślić pozytywny obraz sektora). We wtorek także decyzja FOMC w sprawie stóp procentowych - nie spodziewamy się żadnych niespodzianek. Ze strefy euro we wtorek indeks ZEW z Niemiec, w czwartek indeksy PMI. Sentyment i realne dane wskazują, że kryzys w strefie euro szybko się nie zakończy - indeksy koniunktury znajdujące się w większości już na recesyjnych poziomach tylko to potwierdzają.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Radziwiłł: MF użyje elastycznej linii kredytowej z MFW, gdyby sytuacja rynkowa gwałtownie się pogorszyła. (...) BGK do końca 2011 roku może przewalutować na rynku środki o znacznej wartości, a w 2012 roku będzie dysponował środkami do potencjalnej wymiany na FX o wartości 16-17 mld euro.
- Przywódcy UE uzgodnili w piątek ramy nowego porozumienia fiskalnego, które ma zapobiec problemom zadłużenia w strefie euro. Nie zdołali jednak uzyskać poparcia ze strony wszystkich 27 krajów członkowskich dla zmian traktatowych (więcej w sekcji analizy).
- Draghi (EBC) ocenił wyniki zakończonego pierwszego dnia szczytu UE jako „bardzo dobre dla strefy euro”.
- Herman Van Rompuy (Rada Europejska): Na początku marca 2012 r., a może nawet wcześniej, zostanie podpisany tzw. nowy pakt fiskalny. Wyraził nadzieję, że zgodzi się na to 26 państw UE. Państwa strefy euro oraz inne kraje UE mają wzmocnić MFW kwotą do 200 mld euro, by ten wspierał zadłużone gospodarki eurolandu.

Decyzja RPP (11.01.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.000	0.038
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.066	-0.007
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	6.032	0.014
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				



Szczyt UE: w kierunku reformy zarządzania

Wyniki szczytu UE są w głównych kwestiach zbieżne z planem Merkel-Sarkozy, który obiegał media już co najmniej od tygodnia. Z ustaleń wyłamała się Wielka Brytania. Tak więc nowa inicjatywa dotyczy 17 krajów strefy euro + 6 krajów UE (w tym Polski). Implementacja postanowień legislacyjnych w poszczególnych krajach ma zostać zakończona do marca 2012.

Inicjatywa fiskalna (fiscal „compact”) to na razie zobowiązanie państw sygnatariuszy do implementacji hamulców fiskalnych (wzorowanych stricte na gospodarce niemieckiej, zaczerpniętych z rozwiązań szwajcarskich) w konstytucjach lub aktach równorzędnych z jednoczesnym zobowiązaniem do pogłębienia integracji w przyszłości. Pieczę nad implementacją postanowień do lokalnego porządku prawnego ma sprawować Trybunał Sprawiedliwości. W szczególności inicjatywa fiskalna obejmuje zobowiązanie, że deficyty strukturalne nie będą przekraczać 0,5% nominalnego PKB. Z kolei przekroczenie 3% progu przez deficyt (bez poprawek strukturalnych) ma uruchamiać sankcje (może je odrzucić większość kwalifikowana krajów UE) zaś dług publiczny powyżej 60% PKB ma być sprowadzany ponownie „pod kreskę” w wysokości 1/20 rocznie. Komisja Europejska będzie również opiniować budżety narodowe (już w fazie projektowej) pod kątem zgodności z ww. zasadami i może żądać zmian.

Odnośnie mechanizmów stabilizacyjnych ESM (European Stability Mechanism) zostanie uruchomiony wcześniej niż planowano (lipiec 2012) i będzie dysponował środkami w wysokości 500mld EUR (tyle co planowano wcześniej). Wbrew wcześniejszym planom ESM nie będzie połączony z bezwarunkową partycypacją inwestorów prywatnych (PSI) w przypadku restrukturyzacji długu kraju będącego podmiotem pomocy. Zamiast tego zobowiązano trzymać się zasad MFW. Odnośnie PSI, które nie są automatyczne, lecz polegają bardziej na ocenie wykonalności obniżenia zadłużenia danego kraju. Dodatkowo na mocy pożyczek bilateralnych MFW zostanie zasilony kwotą 200mld EUR w ciągu 10 dni (w ten sposób możliwe do wykorzystania fundusze MFW podniosą się do około 490 mld EUR).

Wyniki szczytu to bezsprzecznie krok w dobrym kierunku, jednak definitywnie nie „game changer” i zakończenie bieżącej niepewności rynkowej, nawet w obliczu słodkich słów płynących praktycznie zewsząd (wliczając w to Draghi’ego z ECB) odnośnie przygotowanych zmian. Na uwagę zasługuje przede wszystkim „unarodowienie” zasad fiskalnych i wprowadzenie ich do wysokich rangą aktów prawnych, co istotnie zwiększa szanse późniejszej implementacji.

Oczywiście nie rozwiązuje to obecnych problemów związanych z coraz bardziej systemowym postrzeganiem ryzyka strefy euro. W szczególności nie rozwiązują tego kary za łamanie dyscypliny budżetowej (ryzyko zwiększenia pro cykliczności, dodatkowo wciąż nie jest znana ich skala), zwłaszcza że ryzyka dla implementacji zacieśnienia fiskalnego znacznie wzrosły biorąc pod uwagę ryzyka recesyjne w 2012 roku. Reakcja rynków finansowych pokazuje, czego oczekują inwestorzy: większego zaangażowania ECB (lender of last resort dla krajów a nie tylko systemu bankowego) oraz/lub narzędzi stabilizacyjnych o większej sile rażenia (albo przez zwiększenie środków w dyspozycji EFSF/ESM, albo - co równie dobre - zwiększeniu wolumenu wolnych środków MFW, choćby przez większy udział emerging

markets). I tu właśnie tkwi znaczenie szczytu, który może być podstawą, aby uruchomić działania z „trybu awaryjnego” w środowisku mniejszego ryzyka związanego z pokusą nadużycia ze strony poszczególnych krajów. Na razie kraje UE zrobiły pierwszy krok, czekamy na implementację nowego porządku w formie aktów prawnych. Taką samą postawę przyjmuje zapewne ECB i agencje ratingowe.

EURUSD fundamentalnie

EURUSD wrócił do poziomów z otwarcia po kolejnej zmiennej sesji (tym razem wyobrażenie inwestorów rozpałały komentarze o zaangażowaniu Chin w ramach MFW). Lepsze dane o optymizmie konsumentów praktycznie bez znaczenia dla kursu. W tym tygodniu seria istotnych danych z USA (sprzedaż, produkcja, inflacja) zwieńczona decyzją FOMC; oczekiwania pozostają pozytywne co powinno być wsparciem przynajmniej dla giełd (pozytywna korelacja z EURUSD się rozluźniła) i szansą na wzrost rentowności amerykańskiego długu. Tymczasem w Europie tydzień pod znakiem indeksów koniunktury (ZEW, PMI) i raczej można się spodziewać utwierdzenia tendencji recesyjnych, z potencjałem na osłabianie EURUSD. Decyzja SNB prawdopodobnie nie przyniesie żadnego nowego rozstrzygnięcia odnośnie zmiany wysokości kotwicy dla CHF; stąd też sporo długich pozycji spekulacyjnych w EURCHF może w czwartek zniknąć. Spodziewamy się kontynuacji range (1,33-1,35, perspektywa raczej negatywna) z możliwością większych ruchów w odpowiedzi na zapowiedzi istotne dla inwestorów: zaangażowanie ECB i zmiany w finansowaniu MFW.

**Wycena EURUSD wzg.
dysparytetu stóp na 2Y IRS**

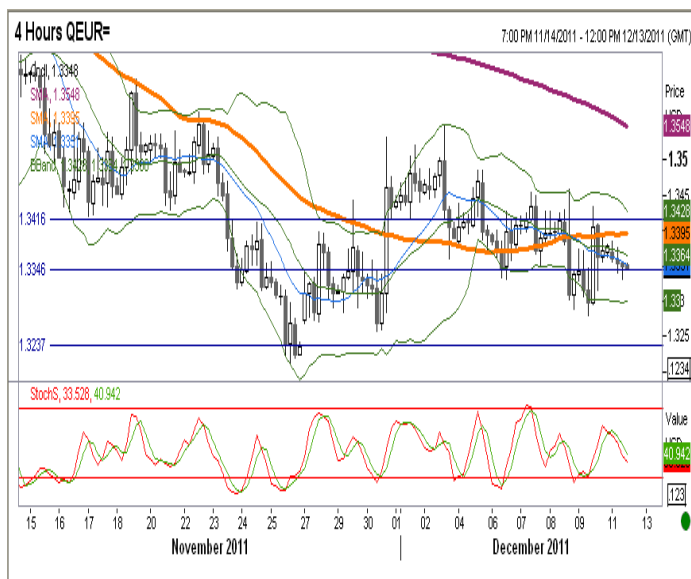


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

EURUSD zamknięty w kanale deprecyjnym, kluczowe jest przełamanie 1,3400 na bazie dziennej (optymalnie 1,3550). Do tego czasu perspektywa negatywna. Obecny tydzień będzie kluczowy dla zachowania pary EURUSD w nieco dłuższej perspektywie. Na wykresie tygodniowym formuje się podwójne dno, co po zakończeniu sygnału z oscylatora (nawet utrzymanie obecnego poziomu kursu na bazie close w piątek dokończy sygnał kupna) może być istotną przesłanką na wydłużenie pozycji przez graczy technicznych.

Wsparcie	Opór
1,3257	1,3628
1,3210	1,3531
1,3155	1,3490





EURPLN fundamentalnie

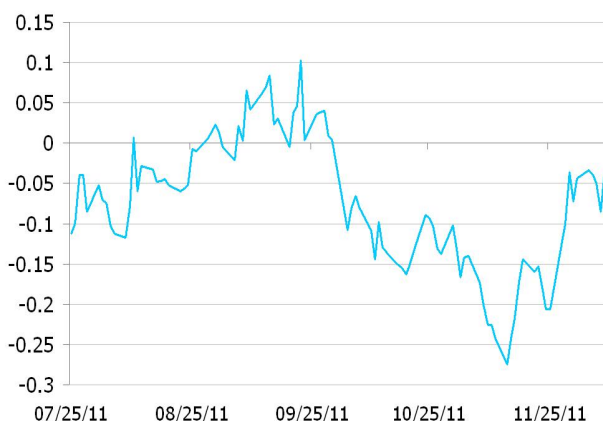
Podczas piątkowej sesji po czwartkowym osłabieniu złoty pozostawał stabilny w przedziale 4,50-4,52. Dziś otwarcie na poziomie 4,5079 i w kontekście mało spektakularnych wyników szczytu UE (czytaj więcej w sekcji analizy) złoty pozostanie dziś raczej pod presją na osłabienie - tym bardziej w kontekście negatywnych informacji płynących z agencji ratingowych. Jutro opublikowany zostanie wskaźnik CPI - realizacja naszej wyższej od konsensusu prognozy na poziomie 4,7% może krótkoterminowo wpłynąć na umocnienie EURPLN (choć tu też spore ryzyko, czy rynek nie będzie chciał zaangażować RPP w scenariusz węgierski, wskazując na scenariusz twardego lądowania i osłabiając złotego). W piątek dane z rynku pracy, jednak złoty powinien pozostać przede wszystkim pod wpływem sentymentu z Europy.

EURPLN technicznie

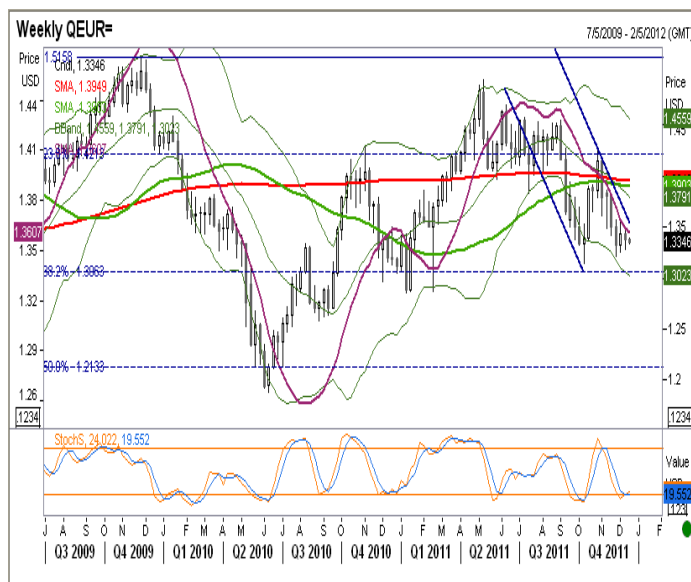
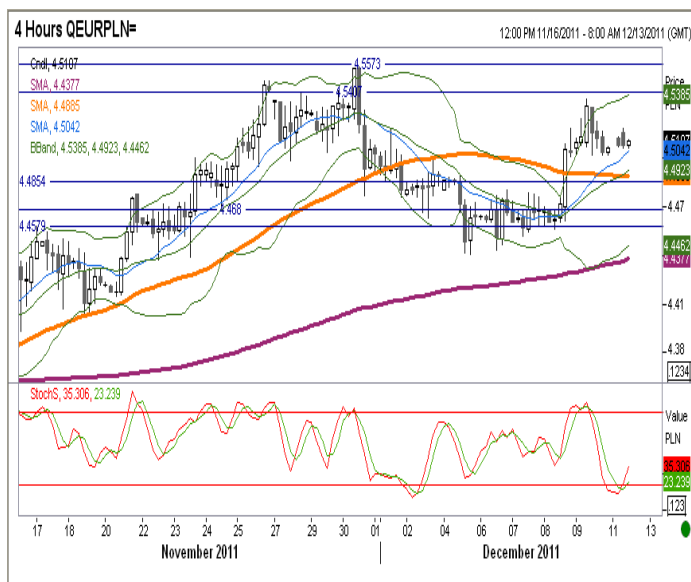
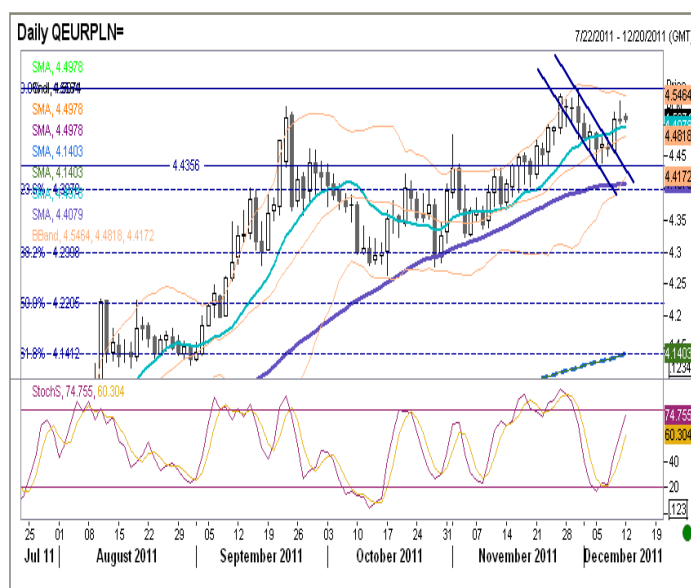
Na EURPLN w piątek wyrysował się nagrobek na wykresie świecowym, co mogłoby sugerować wyczerpanie impulsu deprecyjnego. Oscylator jednak bliski jest strzały stochastycznego i nie można wykluczyć, że dopiero dotarcie do ostatnich maksimum (potrójny szczyt?) będzie zapowiedzią odwrócenia. Podobnie jak na EURUSD warto poczekać do końca tygodnia gdyż na wykresie tygodniowym (Stochastic) powoli generuje się sygnał sprzedaży, połączony nawet z dywergencją.

Wsparcie	Opór
4,4900	4,5775
4,4500	4,5592
4,4400	4,5400

Czynnik krajowy* w EURPLN



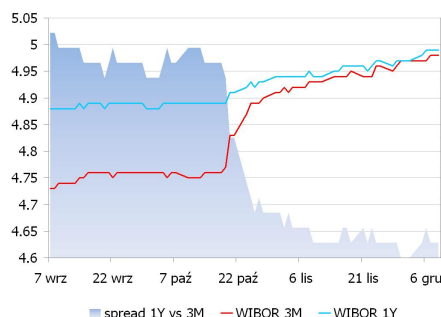
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.



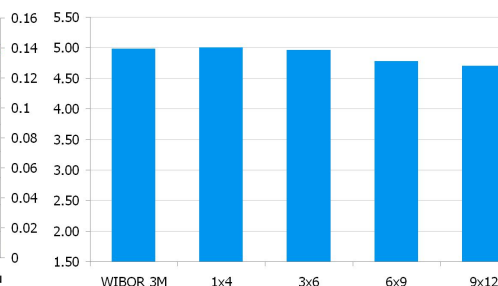


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.87	4.94	ON	3.9	4.4	EUR/PLN	4.5195
2Y	4.775	4.81	1M	4.7	4.8	USD/PLN	3.3875
3Y	4.76	4.79	3M	4.7	4.9	CHF/PLN	3.6653
4Y	4.77	4.84					
5Y	4.83	4.90	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.88	4.95	1x2	4.75	4.80	EUR/USD	1.3381
7Y	4.955	4.99	1x4	4.95	5.00	EUR/JPY	103.94
8Y	4.95	5.02	3x6	4.93	4.96	EUR/PLN	4.5123
9Y	4.97	5.04	6x9	4.75	4.78	USD/PLN	3.3678
10Y	4.98	5.05	9x12	4.65	4.70	CHF/PLN	3.6384

WIBOR 3M i 1Y



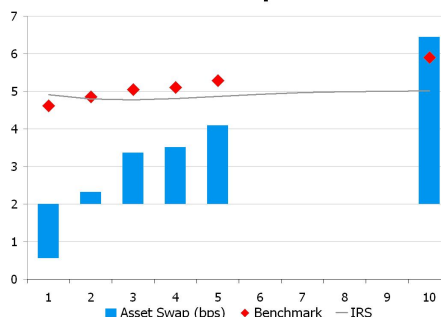
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



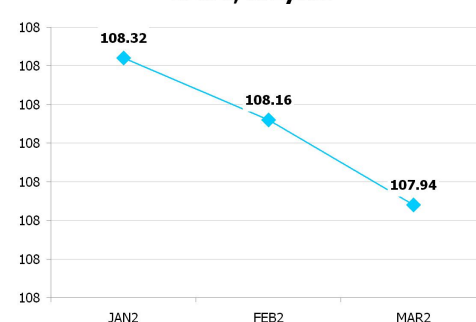
Asset swap i IRS



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 OBROTCIE 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 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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.