



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		
19.12.2011 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lis	6.0	5.9	6.5	8.7
14:00	POL	PPI r/r (%)	lis	8.7	8.6	8.5	8.9
16:00	USA	Indeks nieruchomości NAHB	gru		20	20	21
20.12.2011 WTOREK							
8:00	GER	Indeks zaufania konsumentów GfK (pkt.)	sty		5.5	5.6	5.6
10:00	GER	Indeks Ifo (pkt.)	gru		106.0	106.6	107.2
14:00	HUN	Decyzja MNB (%)	gru		7.00	6.50	7.00
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lis	3.0	3.0	2.8	3.0
14:30	USA	Housing starts (tys SAAR)	lis		635	627 (r)	685
14:30	USA	Housing permits (tys SAAR)	lis		635	644 (r)	681
21.12.2011 ŚRODA							
16:00	EUR	Indeks zaufania konsumentów (pkt.)	gru		-21.0	-20.4	-21.2
16:00	USA	Existing home sales (mln SAAR)	lis		5.05	4.25 (r)	4.42
22.12.2011 CZWARTEK							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lis	10.6	10.5	11.2	12.6
10:00	POL	Stopa bezrobocia r/r (%)	lis	12.1	12.0	11.8	12.1
14:00	POL	Minutes z posiedzenia RPP					
14:30	USA	PKB final kw/kw (SAAR %)	Q3		2.0	2.0	1.8
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	17.12.		380	368 (r)	346
15:55	USA	Indeks Uni. Michigan final (pkt.)	gru		68.0	67.7	69.9
16:00	USA	Indeks Conference Board m/m (%)	lis		0.3	0.9	0.5
23.12.2011 PIĄTEK							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	lis		2.0	-0.5	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	lis		0.3	0.4	
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	lis		0.4	0.1	
16:00	USA	New home sales (tys SAAR)	lis		313	307	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Poznamy dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA. Po wcześniejszym spadku zamówień spodziewany jest ich wzrost, co może być związane ze zbliżającym się efektem okresu świąt i nowego roku. W zakresie dochodów i wydatków osobistych gospodarstw domowych rynek oczekuje dalszej poprawy, co byłoby wspierane stabilizującą się sytuacją na rynku pracy i poprawy sentymentu konsumentów. Ponadto kolejna publikacja danych z rynku nieruchomości - tym razem sprzedaż na rynku pierwotnym. Rynek oczekuje wzrostu sprzedaży; jest to wspierane rekordowo niskimi kosztami kredytu oraz niskimi a zarazem atrakcyjnymi cenami nieruchomości.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• **RPP:** Projekt ustawy budżetowej na rok 2012 oparty jest na konserwatywnych założeniach. Z punktu widzenia trwałości przeprowadzanych dostosowań fiskalnych bardziej pożądane są dostosowania skoncentrowane po stronie wydatkowej, niż zwiększanie dochodów, zaś w kolejnych latach niezbędne będzie wprowadzenie w życie dalszych działań znacząco ograniczających nierównowagę w finansach publicznych. Przyjęte zmiany systemowe powinny zmniejszyć deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2012 r. o ok. 1,7 pkt. proc. PKB. Osiągnięcie zakładanej przez rząd skali redukcji deficytu jest obciążone ryzykiem i silnie uzależnione od działań dyskrecyjnych.

• **Rostowski:** Reguła wydatkowa dla samorządów została skonstruowana na zasadzie długich rozmów, także z samorządami, prace nad wprowadzeniem jej dobiegają końca. Do wprowadzenia reguły zobowiązaliśmy się już przed Unią Europejską. Jesteśmy gotowi przyjąć w sprawie reguły wspólne stanowisko razem z samorządami. Chcemy przeciwdziałać nadmiernemu zadłużaniu. Chronić Polskę, a tym samym samorządy, przed obciążeniem funduszy strukturalnych. Zgodnie z regułą wydatkową dla sektora samorządowego deficyt jednostek samorządu terytorialnego w 2012 roku nie będzie mógł być wyższy niż 10 mld zł; w 2013 roku limit zaplanowano w wysokości 9 mld zł, a począwszy od 2014 roku będzie to 8 mld zł.

• **Marczak (MinFin):** Polska ma bardzo dobrą opinię wśród inwestorów zagranicznych, gdyby nie problemy w strefie euro, to mielibyśmy jeszcze większe zaangażowanie inwestorów z zagranicy w papiery skarbowe. Bardzo pozytywnie są odbierane informacje o chęci spełnienia kryteriów oraz to, że elastycznie, a nie dogmatycznie, tylko pragmatycznie podchodzimy do daty wejścia do strefy euro.

Decyzja RPP (11.01.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.952	0.012
USAGB 10Y	1.953	0.000
POLGB 10Y	5.856	-0.014
Dotyczy benchmarków Reuters		

Wait and see w „Minutes” RPP

Wśród „starych” problemów poruszanych w „Minutes” nie zabrakło odniesienia do zagranicznej sfery realnej. I tak RPP widzi poprawę aktywności w USA i potencjalne problemy wynikające z rozprzestrzeniania się kryzysu zadłużeniowego; co więcej Rada jest świadoma problemów, które może napotkać implementacja ustaleń ze szczytu UE (a więc ten czynnik ryzyka jest jak najbardziej poprawnie rozpoznany).

Przechodząc do gospodarki polskiej, RPP odnotowuje nadzwyczaj wysoką (choć w pewnym sensie niezwykle charakter obecnym danych nie jest odnotowany) aktywność gospodarczą w polskiej gospodarce, a ewentualnego spowolnienia członkowie Rady doszukują się raczej w czynnikach „importowanych” zza granicy. Według członków RPP czynnikiem ryzyka może być zahamowanie aktywności inwestycyjnej, podczas gdy konsumpcja indywidualna powinna stanowić czynnik stabilizujący dla tempa wzrostu PKB (scenariusz 3% plus w 2012 roku). Co więcej, RPP widzi potencjalnie większe problemy w sektorze przedsiębiorstw niż wśród konsumentów.

Już po raz kolejny w roli automatycznego stabilizatora (utrzymanie konkurencyjności eksportu, obniżenie importu) pojawia się słaby złoty. Nie sposób jednak oprzeć się wrażeniu, że deprecjacja kursu to dla RPP w głównej mierze zjawisko spowodowane czynnikami egzogenicznymi (kryzys zadłużeniowy, niepewność i zmienność na rynkach finansowych). Rada nie dyskutuje otwarcie, że osłabienie może mieć charakter de facto endogeniczny, będący przyczyną dużego niezrównoważenia zewnętrznego polskiej gospodarki (rachunek bieżący, duży wolumen zapadającego zagranicznego zadłużenia w 2012 roku, który niesie za sobą ryzyko rolowania). Tak więc nie widzimy pełnego rozpoznania przyczyn słabości kursu walutowego. Rozpoznane są natomiast ewentualne negatywne skutki tej słabości: problemy z obsługą zadłużenia zagranicznego, ew. pogorszenie sytuacji sektora bankowego i ograniczenie podaży kredytów. Warto wspomnieć, że umocnienia kursu spodziewa się raczej mniejszość w RPP.

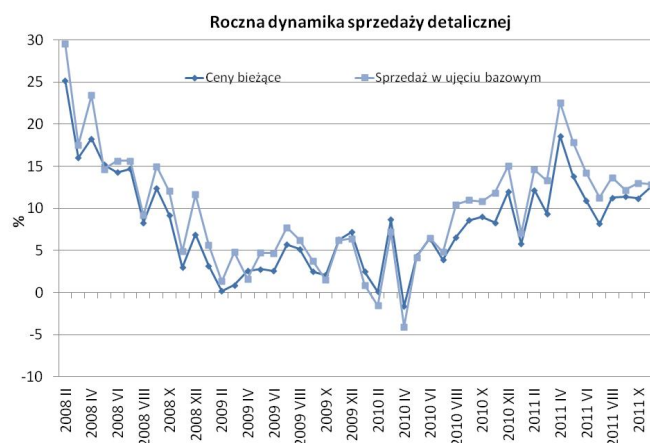
Inflacja jest w ocenie członków RPP w dużej mierze poza kontrolą RPP (kurs walutowy, ceny paliw, ceny administrowane). Co więcej, spodziewają się oni kontynuacji wysokiego spożycia indywidualnego, a więc także w pewnym sensie - presji inflacyjnej widocznej w inflacji bazowej. W RPP nie ma jednak na ten temat konsensusu, gdyż jednocześnie dezinflacyjne możliwości przypisywane są słabości rynku pracy (wysoki poziom bezrobocia, umiarkowana dynamika zatrudnienia, spadki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw), wzrostowi stopy oszczędności (ale w sektorze przedsiębiorstw), osłabieniu dynamiki PKB (importowane + dalsze zacieśnienie polityki fiskalnej). W kontekście inflacji jako konsensusem stało się wydłużenie powrotu inflacji do celu.

Członkowie RPP sugerują, że polityka wait and see sprzyja stabilności makroekonomicznej (nie chcą wprowadzać więcej zmienności), co w obecnych warunkach jest jak najbardziej uzasadnione. W kwestii zmian stóp procentowych utrzymany jest „hawkish bias” gdyż większa część wybiera pomiędzy scenariuszem stopy bez zmian/podwyżki niż stopy bez zmian/obniżki. Co prawda w dyskusji przewija się temat mniejszej wrażliwości inflacji na lukę popytową to jednak uważamy, że ze względu na optymistyczny scenariusz makro nakreślony przez RPP, gremium to będzie poważnie zastanawiać się nad zmianą

kursu polityki pieniężnej w kierunku ekspansywnym jak tylko dynamika PKB wyraźnie osłabnie (scenariusz na przełom roku) a inflacja zacznie się obniżać. Jeśli z kursu walutowego „zeszłaby” do tej pory nakładka związana z zaburzeniami na rynkach finansowych oraz ciężar całego regionu CEE, otworzyłoby to przestrzeń do obniżek stóp procentowych w II kwartale 2012 roku, co jest naszym scenariuszem bazowym.

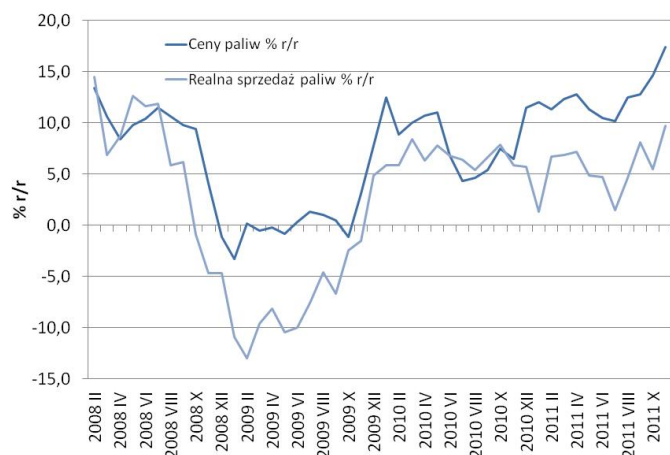
Sprzedaż detaliczna - dobry headline, kłopotliwe szczegóły

W listopadzie sprzedaż detaliczna wzrosła o 12,6% r/r po 11,2% wzroście odnotowanym w poprzednim miesiącu. Sprzedaż w ujęciu bazowym (po wyłączeniu żywności i paliw) pozostała jednak tylko stabilna, gdyż duża część przyspieszenia sprzedaży została wygenerowana przez ceny paliw.

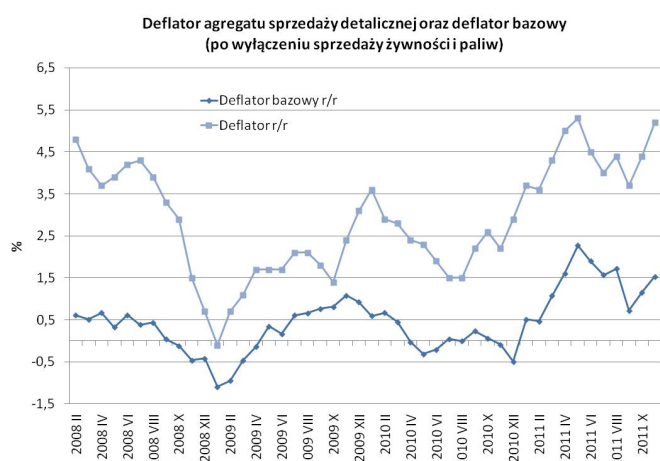


Zanurzając się w szczegóły, listopad był kolejnym miesiącem spadku dynamiki sprzedaży samochodów (bez tąpnięcia, powolna erozja rynku) i wzrostu sprzedaży paliw, która osiągnęła dynamikę +27,1% w ujęciu rocznym. Z danych wynika, że mechanizmem popytu na paliwa rządzą doprawdy przedziwne mechanizmy ekonomiczne - realny popyt rośnie wprost proporcjonalnie do ceny (patrz wykres); oczywiście można to zaakceptować biorąc pod uwagę pro-cykliczność cen ropy naftowej, jednak nie spodziewalibyśmy się zależności o aż takiej dokładności i działającej w gospodarce, która de facto jest biorcą cen. Wypada zatem kolejny (który to już?) raz podkreślić, że statystyki dot. sprzedaży detalicznej nie są najwyższej jakości. Idąc dalej, nieznacznie przyspieszyły ceny żywności (4,1% wobec 3,3% w poprzednim miesiącu). Pozostała sprzedaż w niewyspecjalizowanych sklepach utrzymała się na bardzo wysokim poziomie prawie 30% (efekt 1 i 11 listopada). Nieznacznie spowolniła kategoria meble, RTV i AGD (6,5% wobec 10,1% przed miesiącem), jednak wydaje się to naturalna zmienność. Jak zwykle w ostatnich miesiącach spora niespodziankę sprawiła kategoria „pozostałe” rosnąc o 17,1% w ujęciu rocznym.

Dane należy interpretować z chłodną głową - dobrze, że nie pokazują gwałtownego wyhamowania konsumpcji indywidualnej, źle że konsumpcja napędzana jest w głównej mierze w ujęciu nominalnym (paliwa) i przez kategorie, które równie łatwo jak szybko rosnąć potrafią też nagle i szybko spadać (pozostałe), zwłaszcza przyjmując interpretację że są one związane w dużej mierze z popytem na rynku nieruchomości.



W zakresie deflatorów sprzedaży sytuacja nie zmieniła się diametralnie. Nieznacznie przyspieszył deflator zarówno liczony z całego agregatu (obecnie +5,2% r/r) oraz liczony w ujęciu bazowym (obecnie 1,5% r/r).



Dane bez wpływu na rynek stopy procentowej i kurs walutowy. Wysoka sprzedaż będzie wspierać dość jastrzębią retorykę RPP w kontekście wysokiej inflacji. Spodziewamy się jednak, że wraz z osuwaniem się konsumpcji (efekty realne + nominalne + efekty bazowe) retoryka RPP będzie w coraz większej mierze koncentrować się na sferze realnej. W połączeniu ze spadkiem inflacji (umiarkowanym, ale spadkiem) w przyszłym roku otwory to przestrzeń do niewielkich obniżek stóp procentowych, która naszym zdaniem powinna zaowocować faktycznym poluzowaniem w II kwartale.

EURUSD fundamentalnie

EUR stabilne. Do południa wspólna waluta umacniała się, by później szybko stracić to, co zyskała. W przeważającej części sesji zmienność była na niskim poziomie, o czym może świadczyć efekt zbliżającego się końca roku i w ślad za tym niskiej płynności na rynku walutowym. Dziś kurs będzie głównie pod wpływem danych z USA. Szczególnie euro może zareagować na dane o zamówieniach na dobra trwałe oraz dochodach i wydatkach konsumentów. Jeśli oczekiwania rynku w przypadku zamówień zostaną potwierdzone to można się spodziewać wsparcia wspólnej waluty.

EURUSD technicznie

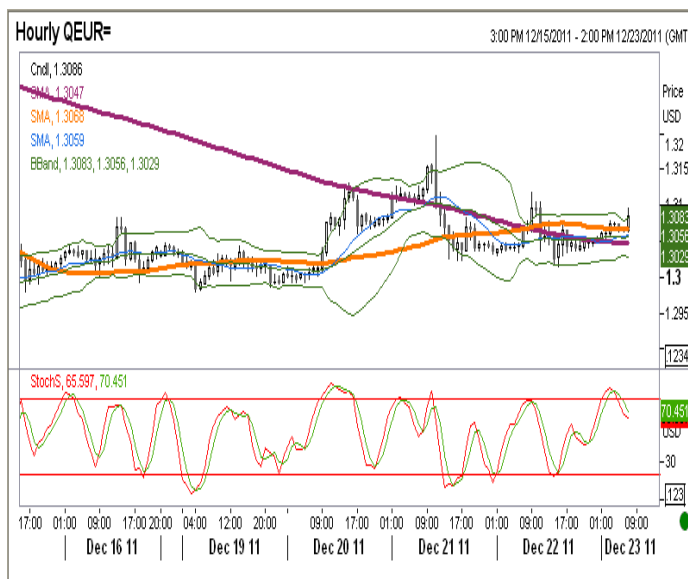
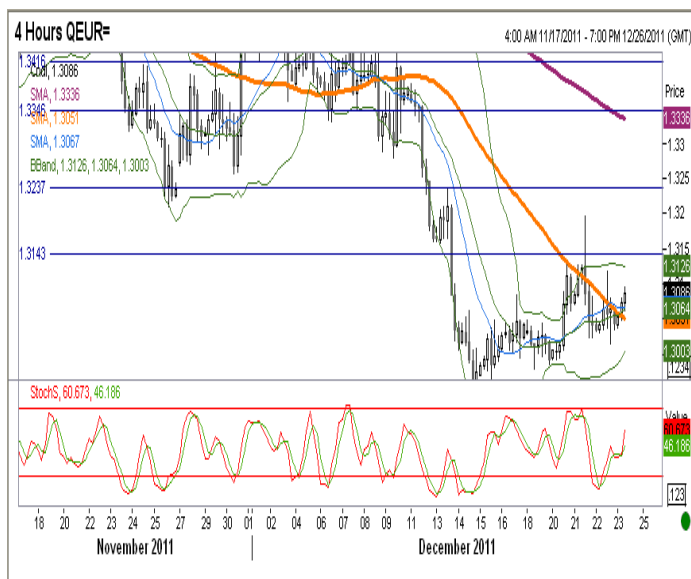
Obecnie ustabilizował się range 1,2936-1,3200. Perspektywa na dziś - neutralna, perspektywy w dłuższym terminie - przeważające ryzyko deprecjacji (kanał spadkowy na wykresie dziennym stanowi skuteczny opór przed aprecjacją).

Wsparcie	Opór
1,3040/50	1,3500
1,2944	1,3360/85
1,2590/2641	1,3155

**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.





EURPLN fundamentalnie

Złoty silniejszy. Początkowo poruszał się w ślad za parą EURUSD. Później zerwał więzy i umocnił się. Złoty uległ aprecjacji na fali pozytywnego sentymentu do polskich aktywów (po dalszej obniżce ratingu Węgier przez agencję S&P). Publikacja opinii RPP nt projektu budżetu państwa na 2012 r. oraz „Minutes” z ostatniego posiedzenia nie miały znaczącego wpływu na kurs. Podobny wpływ miały dane lokalne (sprzedaż detaliczna oraz stopa bezrobocia). Dziś złoty raczej będzie pozostawał pod wpływem wydarzeń globalnych i danych zza oceanu. Jeśli odczyty danych będą w okolicach rynkowych oczekiwań, wówczas można spodziewać się niezakłóconej kontynuacji marszu na południe lub stabilizację złotego. Dodatkowo lokalnie kurs jest wspierany obawami o interwencje NBP i MF na rynku walutowym wraz ze zbliżającym się końcem roku.

EURPLN technicznie

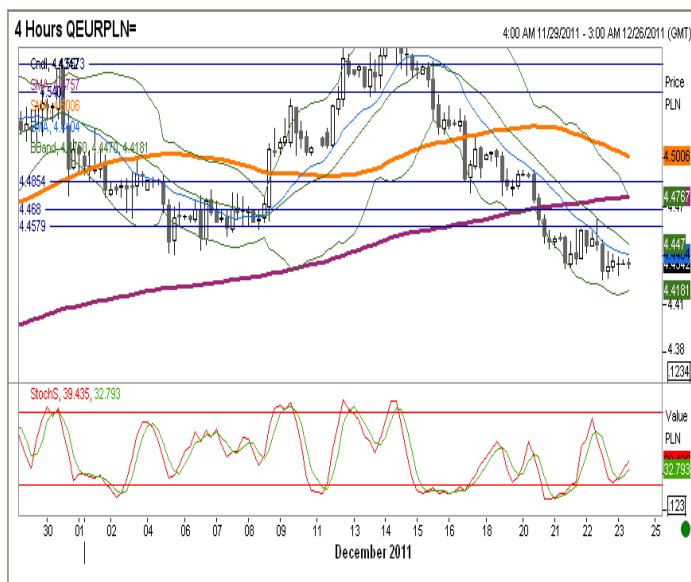
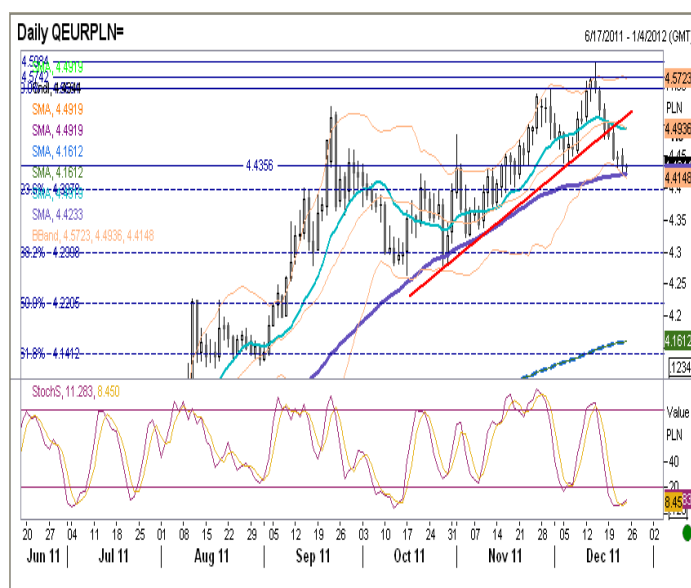
Obecnie faza niewielkiej konsolidacji (później korekty?). W celu utrzymania krótkoterminowego trendu spadkowego konieczne jest utrzymanie poziomu 4,50. Do wczorajsze T/P zabrakło 10 pipsów. Można pozostawić wczorajsze pozycje, jednak z perspektywy wykresów od 1h do 1d możliwa jest pewna korekta (która jednak może równie dobrze przebiec jako faza konsolidacji), która jednak nie powinna zakłócać sygnały sprzedaży EURPLN w średniej perspektywie, wygenerowanego na wykresie 1w.

Wsparcie	Opór
4,4350	4,5150/70
4,4200	4,4680
4,4000	4,4580

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
1Y	4.87	4.91
2Y	4.74	4.78
3Y	4.72	4.76
4Y	4.77	4.81
5Y	4.81	4.85
6Y	4.87	4.91
7Y	4.91	4.95
8Y	4.94	4.98
9Y	4.95	5.00
10Y	4.95	5.01

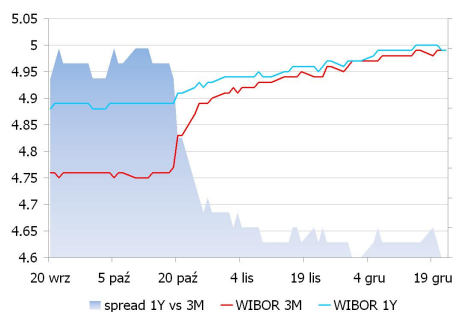
depo	BID	ASK
ON	3.5	3.7
1M	4.7	4.8
3M	4.8	5.0

FRA	BID	ASK
1x2	4.74	4.79
1x4	4.95	5.01
3x6	4.92	4.98
6x9	4.73	4.79
9x12	4.63	4.68

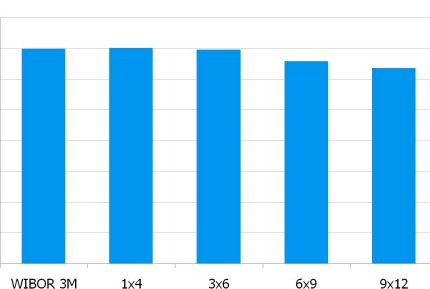
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.4438
USD/PLN	3.3933
CHF/PLN	3.6352

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3049
EUR/JPY	101.99
EUR/PLN	4.4359
USD/PLN	3.3967
CHF/PLN	3.6301

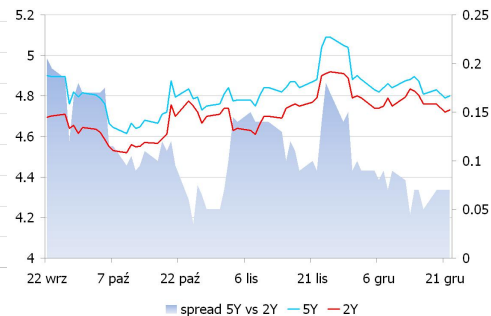
WIBOR 3M i 1Y



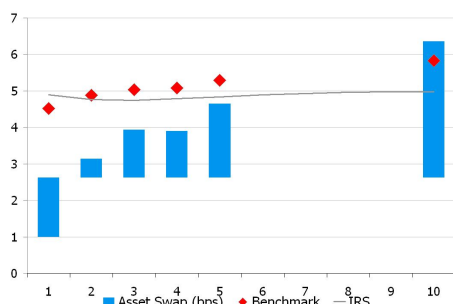
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



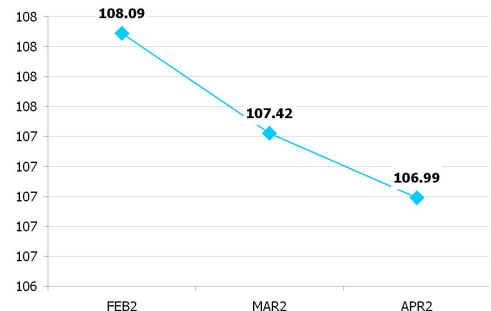
Asset swap i IRS



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 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 UPRZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.