



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		
09.01.2012 PONIEDZIAŁEK							
8:00	GER	Eksport m/m (%)	lis		0.5	-2.9 (r)	2.5
8:00	GER	Import m/m (%)	lis		0.5	0.1 (r)	-0.4
9:00	CZK	CPI r/r (%)	gru		2.4	2.5	2.4
10:30	EMU	Indeks koniunktury Sentix	sty		-24.2	-24.0	-21.0
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lis		-0.5	0.8	-0.6
10.01.2012 WTOREK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
11.01.2012 ŚRODA							
	POL	Decyzja RPP (%)	sty	4.5	4.5	4.5	4.5
9:00	GER	PKB r/r (%)	2011		3.0	3.7	3.0
20:00	USA	Beżowa Księga					
12.01.2012 CZWARTEK							
8:00	GER	CPI r/r (%)	gru		2.1	2.1	
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lis		-0.2	-0.1	
13:00	UK	Decyzja BoE (%)	sty		0.5	0.5	
13:45	EMU	Decyzja EBC (%)	sty		1.0	1.0	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	gru		0.3	0.2	
13.01.2012 PIĄTEK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	gru		4.4	4.3	
14:00	POL	CPI r/r (%)	gru	4.7-4.8	4.6	4.8	
14:00	POL	C/A (mln EUR)	lis	-663	-1525	-1622	
14:00	POL	M3 r/r (%)	gru	10.9	11.1	11.6	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	lis		-45.0	-43.5	
15:55	USA	Indeks Univ. Michigan (pkt.)	sty		71.5	69.9	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dzisiejsza decyzja ECB nie powinna być niespodzianką. Biorąc pod uwagę bezprecedensową skalę i zakres ogłoszonych ostatnio działań stymulujących (nie wszystkie jeszcze zostały wprowadzone w życie - obniżka stopy rezerw obowiązkowych stanie się efektywna od 18 stycznia), niewielką poprawę koniunktury na strefie euro oraz prawdopodobnie fizyczną niechęć decydentów do obniżania stóp procentowych poniżej 1% bez monotonicznego pogorszenia sytuacji w sferze realnej, dzisiejsza konferencja i komunikat będą w dużej mierze kalką z grudnia. Jak zwykle inwestorzy będą oczekiwali nowych informacji odnośnie SMP i jak zwykle powtórzone zostanie mantra o tymczasowości i ograniczeniach tegoż programu - biorąc pod uwagę zaawansowanie procesów konsolidacji na peryferiach (wciąż de facto możliwe jest odwrócenie reform, czy powrót dawnych reżimów antyreformatorskich), ryzyko poruszania się dalej w stronę QE i związana z tym pokusa nadużycia są wciąż zbyt duże. Po południu poznamy także dane o sprzedaży detalicznej w USA za grudzień, które na fali świątecznego optymizmu powinny zachować trend z poprzednich miesięcy. W 2011 stopa oszczędności (jako % dochodu rozporządzalnego) spadła jednak aż o 1,5pp. do poziomu 3,5%, zatem utrzymanie tego trendu jest mało prawdopodobne i w nowym roku wzrost konsumpcji powinien wynikać ze wzrostu dochodu. Uwaga skupiona będzie także na przedpołudniowej aukcji hiszpańskich obligacji.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- RPP zdecydowała, że nie zmienia stóp procentowych, pozostawiając główną z nich, referencyjną, na poziomie 4,50% (więcej w sekcji analizy).
- Belka: Prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych maleje, gdyż skala osłabienia koniunktury może okazać się mniejsza niż sądzono, a inflacja pozostaje wysoka. Złoty się już stabilizuje; jest szansa na jego wzmocnienie. RPP nie chce za pomocą polityki pieniężnej wpływać na kurs złotego.
- KE: Polska podjęła skuteczne działania, by zredukować nadmierny deficyt w 2012 roku (więcej w sekcji analizy).
- Beżowa Księga Fed: Większość regionów USA zanotowała pod koniec 2011 roku powolne lub umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego.

Decyzja RPP (8.02.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.871	-0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.911	0.003
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.819	-0.018
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				



RPP: dostosowanie do sytuacji, bardziej jastrzębia retoryka

RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w komunikacie pojawiają się poprawki wskazujące na dostosowanie się RPP do bieżącej sytuacji gospodarczej. Przede wszystkim RPP explicite stwierdza, że wzrosło prawdopodobieństwo kształtowania się podwyższonej inflacji w najbliższych miesiącach. Prezes Belka w trakcie konferencji był bardziej dosadny stwierdzając, że „prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji powyżej celu” wzrosło i w tym kontekście „prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych jest mniejsze”. Druga kwestia dotyczy sfery realnej gospodarki, gdzie RPP stwierdza, że „kształtowanie się krajowej koniunktury wskazuje, że skala osłabienia popytu w najbliższych kwartałach może być mniejsza niż dotychczas oceniano”. W takim kontekście RPP pozostawiła stwierdzenie, że „nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu”.

Zmiana retoryki RPP jest spójna z ostatnimi niespodziankami inflacyjnymi (także w zakresie oczekiwań inflacyjnych) oraz dobrą serią danych realnych w gospodarce; warto jednak zaznaczyć rozdźwięk (naszym zdaniem tymczasowy) pomiędzy wskaźnikami koniunktury a faktyczną realizacją zmiennych makro. Z pewnością bardziej ostra retoryka wpisuje się także w zamiar stabilizowania kursu złotego, który w ostatnim czasie stał się generatorem dużej części „dodatkowej” inflacji, która pojawiła się pod koniec roku, a także będzie podsycił inflację (opóźnienia niektórych cen w reakcji na kurs walutowy) w 2012 roku.

Uważamy, że mimo bardziej jastrzębiej retoryki Rady, obniżki stóp procentowych na przełomie I i II półrocza są w dalszym ciągu możliwe. Naszym zdaniem RPP nie docenia możliwości krajowego spowolnienia koniunktury (większość kreślonych w komunikacie ryzyk ma charakter zewnętrzny) z uwagi na wyhamowanie konsumpcji indywidualnej, na którą nałożone zostały w ostatnim czasie dwa szoki: cenowy i kursowy (obsługa kredytów denominowanych w walutach obcych). Co więcej, retoryka RPP (problem jest w tym zakresie symetryczny) będzie reagować na bieżące dane ze sfery realnej, a te powinny powoli wytracać momentum. O ile jeszcze dane o PKB za IV kwartał wspomnianej utraty momentum nie obejmą, publikowane pod koniec kwietnia dane za I kwartał 2012 roku będą już gorsze, co przy obniżeniu inflacji generowanym przez efekty bazowe, a także choćby marginalnym uspokojeniu sytuacji w zakresie kursu walutowego, zachęci RPP do obniżek stóp procentowych. Tak jak pisaliśmy ostatnio zachętą do działania w sytuacji nawet niewielkiego spowolnienia koniunktury może być udrożnienie kredytowego kanału oddziaływania stóp procentowych na gospodarkę z uwagi na marginalną kreację nowego kredytu w walutach obcych w 2012 roku.

Zielone światło dla uchylenia procedury nadmiernego deficytu wobec Polski w 2013 r.

Komisja Europejska uznała, że Polska oraz 3 inne kraje (Malta, Cypr i Belgia) oprócz Węgier podjęły wystarczające działania celem redukcji nadmiernego deficytu. Kraje te zostały zobligowane w połowie 2009 r. decyzją KE do redukcji deficytu w terminie do 2011 lub 2012 r. W przypadku Polski ta pozytywna ocena oznacza, że nie jest konieczne podejmowanie

dalszych kroków w ramach procedury nadmiernego deficytu oraz pozwala na jej ewentualne uchylenie w 2013 r. Komisarz Olli Rehn wskazał, że Polska w 2012 r. osiągnie deficyt nieco ponad 3% PKB. Jednocześnie pozytywnie ocenił stan polskiej gospodarki. Listopadowe prognozy Komisji wskazywały na wyższy deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (4% PKB), ale w ocenie Komisarza Olli Rehn'a nie uwzględniały one jeszcze efektów zmian w systemie emerytalnym oraz innych dodatkowych dostosowań fiskalnych, które zostały dokładnie zaprezentowane w liście z dnia 21 grudnia 2011 r. Ministra Finansów Jacka Rostowskiego do Komisarza. Podjęte przez MinFin działania pozwalają na wiarygodnie zejście z deficytem do wymaganego poziomu. Dzięki pozytywnej ocenie Polska uniknie również konsekwencji wynikających z nowych regulacji - tzw. „szczęściopaku”, który zaczął funkcjonować od połowy grudnia 2011 r. W przypadku krajów spoza strefy euro przewiduje on upublicznienie słabych stron budżetu oraz możliwość zastosowania sankcji finansowych. Tych nie unikną prawdopodobnie Węgry. W ocenie KE, mimo że kraj osiągnął poprawę salda budżetu (głównie dzięki jednorazowym dochodom) to jednak strukturalna część deficytu powiększyła się. Wobec tego kraju zostaną podjęte dalsze kroki w ramach procedury nadmiernego deficytu. Zastosowane sankcje mogą obejmować również blokadę środków europejskich od 2013 roku. Dodatkowo do tego dochodzi ostatnie zamieszanie wokół negocjacji z KE i MFW w sprawie pakietu pomocowego, co ewidentnie pogarsza już i tak złą sytuację finansową kraju.

Ogłoszona decyzja KE w sprawie nadmiernego deficytu oraz pozytywna ocena polskiej gospodarki będzie wspierać zarówno kurs złotego jak i rynek długu. Nasza ocena perspektywy redukcji deficytu do 3% PKB jest zbieżna z szacunkami MinFin oraz oceną Komisji Europejskiej. Uważamy, że nawet w sytuacji gorszego scenariusza rozwoju gospodarczego (recesja 1% PKB) i przy uwzględnieniu tzw. buforów bezpieczeństwa (około 25 mld zł), możliwe jest osiągnięcie tego poziomu deficytu. Zgodnie z naszymi szacunkami dług publiczny w 2011 r. wyniósł 53,9% PKB, a w 2012 r. wyniesie 53,5% PKB.



EURUSD fundamentalnie

EUR słabsze. Kurs walutowy osłabił się po komentarzach Fitch (katastroficzne skutki upadku euro jeśli ECB nie zrobi więcej) oraz w oczekiwaniu na wyniki aukcji papierów dłużnych w strefie euro (Niemcy sprzedały 3,1 mld EUR wobec planowanych 4 mld EUR przy popycie na poziomie 8 mld EUR). Późniejsza publikacja Beżowej Księgi z USA (dane były po prostu średnie w kontekście wcześniejszych danych makro) nie miała znaczącego wpływu na poziom kursu. Wspólnej walucie nie pomogły zapowiedzi Merkel o gotowości większej wpłaty funduszy przez Niemcy do ESM oraz pozytywnej oceny postępów reform fiskalnych we Włoszech. Rynek raczej jest negatywnie nastawiony, tym bardziej, że spekuluje się o obniżce ratunku Włoch oraz Hiszpanii. Dziś śledzone będą wyniki aukcji hiszpańskich obligacji (ostatnie spadki rentowności i short-covering mogą sugerować, że w uczestnicy rynku mają mniej miejsca na nowe zakupy), później zainteresowanie rynku przesunie się raczej w kierunku danych makro, gdyż decyzja ECB może być mało ekscytująca. Po południu dane z USA (m.in. sprzedaż detaliczna) - publikacja może być ciekawa w kontekście ostatnich przypuszczeń odnośnie zmiany reakcji EURUSD na dane.

EURUSD technicznie

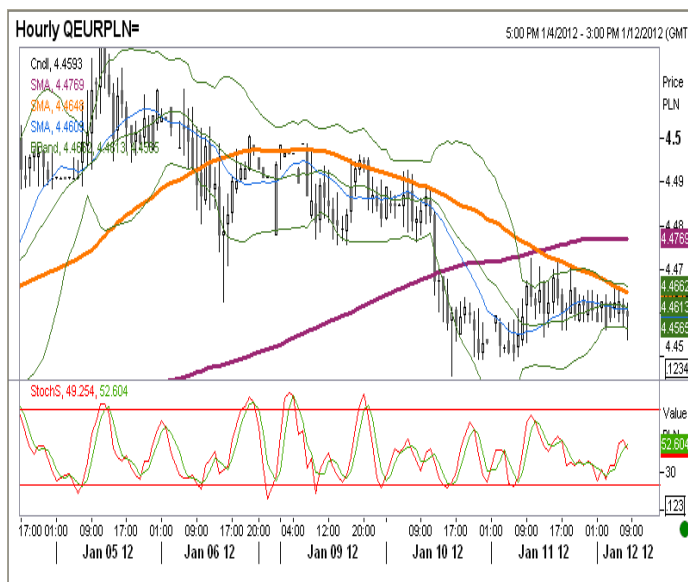
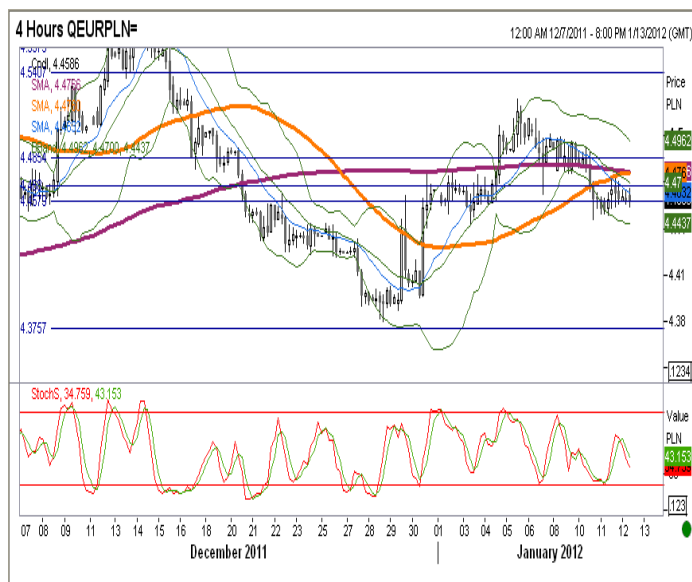
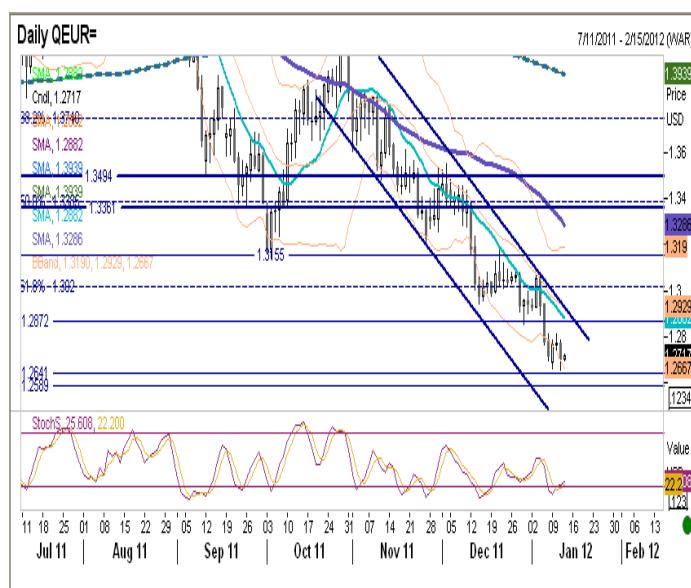
Wczorajszy układ świeczek na EURUSD przypomina gwiazdę wieczorną a więc bezpośrednie ryzyko kontynuacji spadków. Jeśli 1,2590/2641 zostanie przełamane. Droga do głębokich spadków stoi otworem, zwłaszcza że te poziomy były testowane jeszcze w 2009 i 2010 roku. Wykres 4h wskazuje na kontynuację korekty w górę, słabe momentum.

Wsparcie	Opór
1,2590/2641	1,3155/91
1,2400	1,3020
1,2133	1,2867/72

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

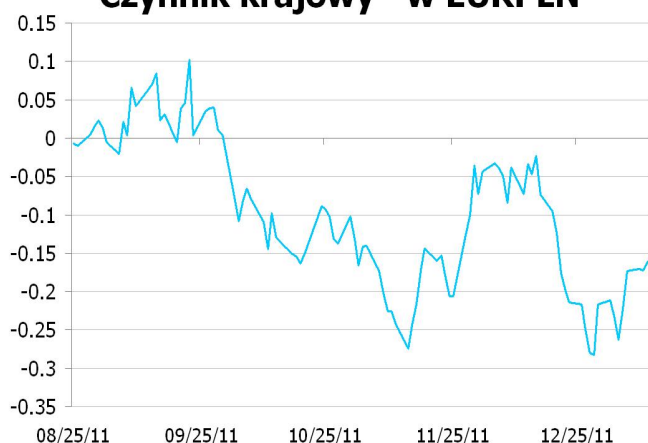
Złoty w zasadzie bez zmian. Złotemu nie pomógł bardziej jastrzębi komentarz RPP po posiedzeniu w sprawie stóp procentowych oraz pozytywna ocena KE odnośnie postępów Polski w redukcji nadmiernego deficytu i perspektywy uchylenia tej procedury w 2013 r. Złoty pozostawał pod wpływem wydarzeń globalnych. Regionalnie negatywny wpływ ma i będzie miała pogarszająca się sytuacja na Węgrzech (KE negatywnie oceniła działania fiskalne oraz zamieszanie w negocjacjach w sprawie pomocy finansowej KE i MFW dla tego kraju). Ew. ocieplenie klimatu na EURUSD mogłoby wyzwolić wczorajszą (mocno stłumioną) reakcję na pozytywną ocenę KE polskich dostosowań fiskalnych.

EURPLN technicznie

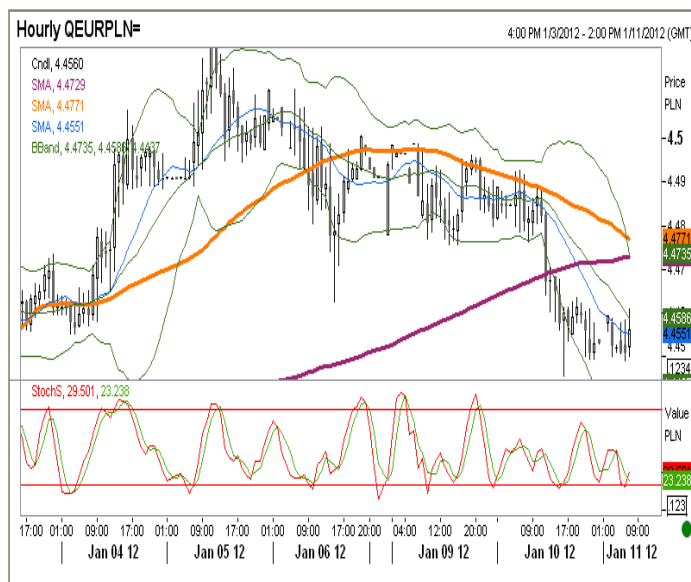
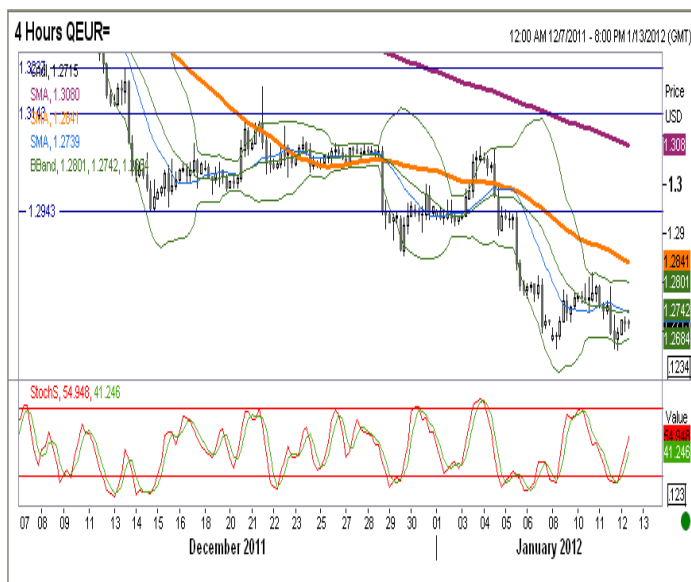
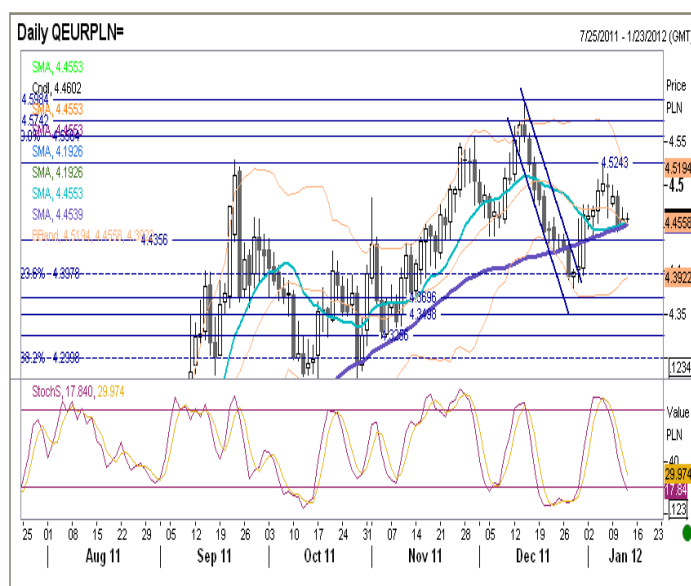
Pozycje short zainicjowane w okolicach 4,48 (S/L 4,52, T/P 4,40) są już in-the-money. Spadki EURPLN nabierają rozpędu (wykres dzienny - blisko strzału stochastycznego), kurs na razie osiadł na średnich (MA14 i MA55). W przypadku utrzymania wsparć na średnich można rozważyć zamknięcie pozycji przed sygnałem wytracenia momentum. Przełamanie średnich otworzy drogę do T/P.

Wsparcie	Opór
4,4500	4,5590
4,4356	4,5240
4,3980	4,4780

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.

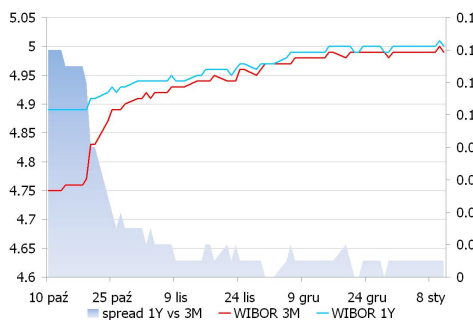




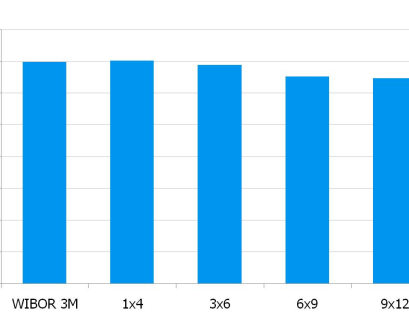
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.908	4.94	ON	4.0	4.5	EUR/PLN	4.4645
2Y	4.805	4.84	1M	4.4	4.7	USD/PLN	3.4919
3Y	4.775	4.81	3M	4.5	5.0	CHF/PLN	3.6807
4Y	4.8	4.83					
5Y	4.845	4.88					
6Y	4.882	4.91					
7Y	4.91	4.94					
8Y	4.936	4.97					
9Y	4.954	4.98					
10Y	4.95	4.98					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.71	4.76	EUR/USD	1.2705
1x4	4.95	5.01	EUR/JPY	97.67
3x6	4.91	4.94	EUR/PLN	4.4600
6x9	4.73	4.76	USD/PLN	3.5073
9x12	4.67	4.73	CHF/PLN	3.6780

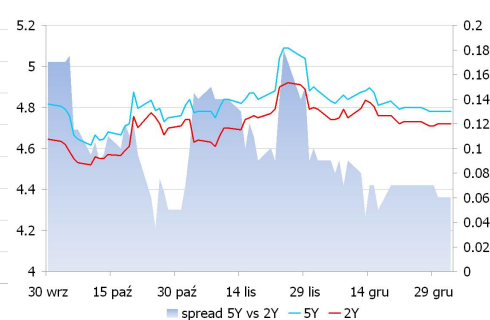
WIBOR 3M i 1Y



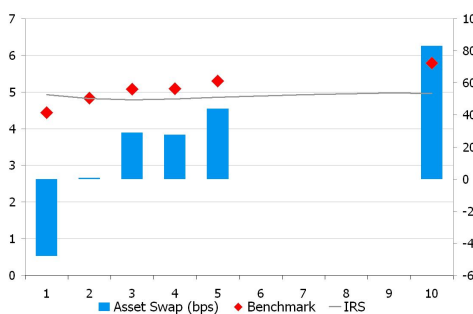
WIBOR 3M i stawki FRA



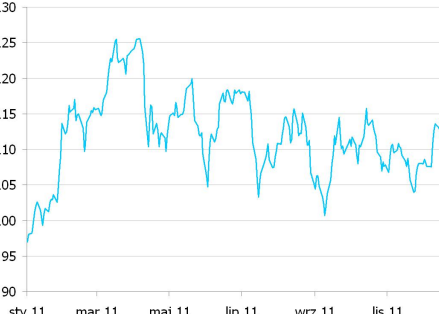
IRS 5Y i 2Y



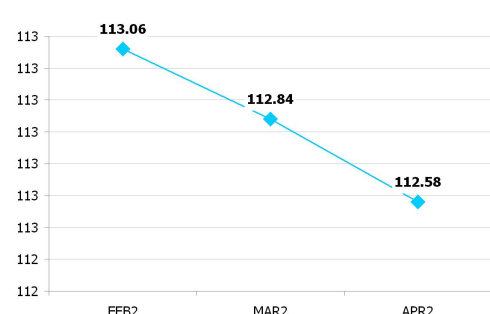
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYPANKOWEGO 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.