



## DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU

ERNEST PYTLARCYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 8

## Daily Letter

poniedziałek, 1 lutego 2010

## Kalendarium danych

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

PONIEDZIAŁEK 01.02	
9:00	<b>(POL) PMI [styczeń]</b> ; prognoza BRE <b>53,4pkt.</b> , konsensus <b>52,7pkt.</b> , poprzednio <b>52,4pkt.</b> <i>Poprawa koniunktury w kraju (GUS) i za granicą (Ifo, PMI).</i>
10:00	<b>(POL) Prognoza inflacji MinFin [styczeń]</b> ; prognoza BRE <b>3,5% r/r</b> , konsensus <b>3,5% r/r</b> , poprzednio <b>3,5% r/r</b> <i>Dynamika cen żywności bliska do sezonowego wzorca; umiarkowany wzrost cen paliw. Czynnikiem niepewności są podwyżki cen regulowanych administracyjnie. Oczekujemy inflacji bazowej na poziomie 2,3% r/r (z uwagi na zmianę koszyka GUS publikacja dopiero w następnym miesiącu).</i>
10:00	<b>(EMU) PMI w przemyśle, final [styczeń]</b> ; konsensus <b>52,0pkt.</b> , poprzednio <b>52,0pkt. (p)</b>
14:30	<b>(USA) Wydatki konsumpcyjne [grudzień]</b> ; konsensus <b>0,3% m/m</b> , poprzednio <b>0,5% m/m</b> <i>Wzrost dochodów osobistych oczekiwany na poziomie 0,3% wobec 0,4% przed miesiącem.</i>
16:00	<b>(USA) ISM w przemyśle [styczeń]</b> ; konsensus <b>55,6pkt.</b> , poprzednio <b>54,9pkt.</b> <i>Niewykluczone, że tym razem oczekiwanie usytuowane są zbyt optymistycznie. Nie ulega wątpliwości, że ISM pokaże wzrost amerykańskiej gospodarki (odczyt powyżej 50pkt.), jednak regionalne wskaźniki koniunktury nie dawały wskazań jednoznacznej poprawy poziomu PMI (oprócz Chicago PMI, który ostatnio dawał mylne sygnały).</i>
WTOREK 02.02	
10:00	<b>(EMU) PMI w usługach, final [styczeń]</b> ; konsensus <b>52,3pkt.</b> , poprzednio <b>52,3pkt. (p)</b>
16:00	<b>(USA) Pending home sales [grudzień]</b> ; konsensus <b>0,9% m/m</b> , poprzednio <b>-16,0 m/m</b>
ŚRODA 03.02	
14:15	<b>(USA) Wskaźnik ADP [styczeń]</b> ; konsensus <b>-30tys.</b> , poprzednio <b>-81tys.</b>
16:00	<b>(USA) ISM w usługach [styczeń]</b> ; konsensus <b>51,0pkt.</b> , poprzednio <b>49,8pkt.</b>
CZWARTEK 04.02	
12:00	<b>(GER) Zamówienia w przemyśle [grudzień]</b> ; konsensus <b>0,3% m/m</b> , poprzednio <b>2,8% m/m</b>
13:00	<b>(GBR) Decyzja BoE</b> ; konsensus <b>0,5%</b> , poprzednio <b>0,5%</b> <i>Głosujący poznają nowy zestaw prognoz (upubliczniony zostanie dopiero w połowie lutego). Furta odnośnie rozszerzenia zakupów obligacji pozostanie otwarta, dopóki ścieżka wzrostu nie powróci na bezsprzecznie pozytywne terytorium.</i>
13:45	<b>(EMU) Decyzja ECB</b> ; konsensus <b>1,0%</b> , poprzednio <b>1,0%</b> <i>Wyraźnie zakotwiczone oczekiwania inflacyjne pozwolą na utrzymanie stwierdzenia, że obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni. Podczas rundy Q&amp;A utrzymane zostanie także twarde stanowisko wobec Grecji. Decyzje odnośnie przetargów papierów zapadną dopiero (zgodnie z zapowiedziami Tricheta) w marcu.</i>
14:30	<b>(USA) Nowo-zarejestrowani bezrobotni [tydz. do 30.01]</b> ; poprzednio <b>470tys.</b>
16:00	<b>(USA) Zamówienia w przemyśle [grudzień]</b> ; konsensus <b>1,2% m/m</b> , poprzednio <b>1,1% m/m</b>
PIĄTEK 05.02	
12:00	<b>(GER) Produkcja przemysłowa [grudzień]</b> ; konsensus <b>0,4% m/m</b> , poprzednio <b>0,7% m/m</b>
14:30	<b>(USA) Non-farm payrolls [styczeń]</b> ; konsensus <b>+27tys.</b> , poprzednio <b>-85tys.</b> <i>Stopa bezrobocia na poziomie 10,0% wobec 10,0% przed miesiącem. Wzrost przeciętnych zarobków godzinowych o 0,2% - tyle same co przed miesiącem. Zachowanie zatrudnienia przypomina na razie scenariusz „jobless recovery” jednak z wyciąganie kategoriycznych wniosków należy jeszcze poczekać kilka miesięcy. Możliwa duża rewizja w dół związana z coroczną korektą (nawet -800tys. na przestrzeni całego roku).</i>

## **Makroekonomia**

### **Dziś publikacja danych o PMI oraz prognoza inflacji MiFin**

Poranne publikacje rozpoczną się o godzinie 9:00 wraz z indeksem menedżerów logistycznych. W ostatnim miesiącu indeks ten nie wzrósł (wbrew trendom na pozostałych wskaźnikach koniunktury). W styczniu oczekujemy jednak znacznej poprawy do 53,4pkt. wobec 52,4 przed miesiącem. Co do prognozy inflacji MinFin (publikacja zwykle o 10:00) oczekujemy utrzymania dynamiki cen na poziomie 3,5%. Składa się na to sezonowy wzrost cen żywności w okolicach 1%, umiarkowany miesięczny wzrost cen paliw (w ujęciu rocznym wzmocniony efektem bazy z ubiegłego roku) oraz obniżenie dynamiki cen w kategoriach bazowych do 2,3% r/r (publikacja dopiero w następnym miesiącu z uwagi na zmianę koszyka).

### **Premier przedstawił Plan Rozwoju i Konsolidacji Finansów Publicznych**

Plan jest w zasadzie prezentacją założeń (bardzo często już pojawiających się w publicznej dyskusji) do sugerowanych zmian legislacyjnych. Założenia te mają zostać przyjęte przez Radę Ministrów do końca I półrocza 2010. Odpowiednie ustawy mają natomiast zostać uchwalone do końca roku.

Wśród działań mających na celu przywrócenie stabilności polskim finansom publicznym na pierwsze miejsce wybija się propozycja wprowadzenia reguły fiskalnej i uchwalenie ustawy o stabilności finansów publicznych. Zgodnie z regułą wzrost wydatków elastycznych w najbliższych latach nie powinien przekraczać 1% rocznie w ujęciu realnym. Wzmocnieniu dyscypliny fiskalnej dysponentów budżetowych, a także autorów rozwiązań generujących trwałe i sztywne wydatki budżetowe ma służyć (tu dość ogólne stwierdzenie) zdefiniowanie katalogu odpowiednich mechanizmów prewencyjnych i korygujących.

W przedstawionym przez Premiera planie dużo miejsca zajmują kwestie związane z systemem emerytalnym i przejrzystością zobowiązań publicznych. Proponuje się wprowadzenie do statystyki długu publicznego zmian uwzględniających skutki reformy emerytalnej. Oprócz długu publicznego publikowane mają być statystyki oddające skalę wieloletniego ciężaru fiskalnego nałożonego na obecne i przyszłe pokolenia pracujących i płacących podatki w wyniku już podjętych przez państwo zobowiązań. Prezentowane mają być również emerytalne zobowiązania publiczne, które dotychczas były „ukryte”.

Porządkowaniu systemu emerytalno-rentowego ma służyć objęcie zasadami powszechnego ubezpieczenia emerytalnego służb mundurowych (od 2012 roku zniesienie prawa do wcześniejszych emerytur) oraz przegląd uprawnień rentowych. Plan postuluje jedynie ewolucyjne zmiany w KRUS, nie zaś jego likwidację oraz jedynie debatę nad kluczowym dla stabilizowania finansów publicznych zagadnieniem, jakim jest podwyższenie wieku emerytalnego. Premier nie rozstrzygnął jednoznacznie zmian w drugim filarze systemu emerytalnego (np. podziału składki); zapowiedział jedynie debatę nad efektywnością systemu, zmianę benchmarków dla OFE oraz zmianę struktury prowizji.

W związku z dążeniem do poprawy efektywności wydatków budżetowych premier

zapowiedział kontynuację prac nad budżetem zadaniowym i wieloletnim planowaniem finansowym oraz ujednoczenie rachunkowości dla jednostek budżetowych i rewizję zasad bankowej obsługi budżetu państwa. Z konkretnych działań zaproponowano wprowadzenie obowiązku lokowania wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych w formie depozytu (na rachunkach) prowadzonego przez Ministra Finansów. Skutkiem tych działań ma być obniżenie poziomu długu publicznego poprzez zmniejszenie potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa wynikające z wykorzystania aktywów finansowych jednostek sektora finansów publicznych w zarządzaniu płynnością budżetu państwa. Obniżenie poziomu długu publicznego począwszy od 2010 r. ma wynieść o ok. 14,6 mld zł (ok. 1,1% PKB). Konsolidacji w ramach sektora finansów publicznych ulegnie dług SP z tytułu depozytów przyjętych od jednostek sektora; środki te czasowo obniżą emisję skarbowych papierów wartościowych.

Po stronie dochodowej budżetu zaproponowano: uszczelnienie systemu VAT (kasy fiskalne dla lekarzy i prawników), zwiększenie bazy podatkowej, ograniczenie odliczeń VAT (głównie zwrot VAT przy zakupie samochodów z kratką). Ma to przynieść wzrost dochodów budżetu od 500 do 1900 mln zł w kolejnych latach. W kwestii finansowania deficytu potwierdzono założenia prywatyzacyjnych SP na rok 2010 (przychody wielkości 25 mld zł).

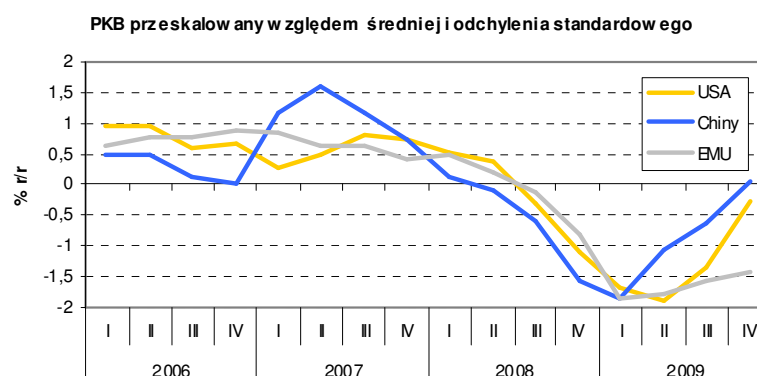
Plan zapowiada intensyfikację wykorzystania środków UE. Premier przewiduje ponad pięciokrotne zwiększenie pozytywnego wpływu funduszy UE na tempo wzrostu realnego PKB w porównaniu z latami 2004–2008 (w latach 2009–2013 średnio 0,8pp. rocznie wobec 0,15pp. w latach 2004–2008); ponad dwukrotnie większy wzrost liczby pracujących w latach 2009–2013 (o 109 tys.) niż w latach 2004–2008 (o 45 tys.); pięciokrotne zwiększenie pozytywnego wpływu funduszy UE na wzrost stopy inwestycji w porównaniu z latami 2004–2008 (dodatni wpływ rządu 1,79pp. w latach 2009–2013 wobec 0,35pp. w latach 2004–2008). Szacunki te wydają się realistyczne, zważywszy na osiągnięte ostatnio przyspieszenie wydatkowania środków z UE, co po stronie budżetowej skutkowało m.in. wzrostem deficytu sektora finansów publicznych do poziomu 7,2% PKB w 2009 roku a po stronie rachunków narodowych zapobiegło znacznemu spadkowi dynamiki inwestycji (z ostatnich danych możliwa jest dodatnia dynamika w IV kwartale 2009).

Pomimo iż ogłoszenie planu niejako wyprzedza oczekiwania rynków finansowych (nie jest ono reakcją choćby na przecenę polskich obligacji, jak miało to miejsce w przypadku podobnych planów ogłaszanych przez państwa peryferiów strefy euro) nie należy przeceniać wagi tego dokumentu. Zastrzeżenia budzi przede wszystkim ranga planu. Nie został on jeszcze przyjęty przez rząd, nie jest więc pewne, czy uzyskał poparcie koalicjanta (ten czynnik ryzyka powinien być naszym zdaniem szczególnie uważnie monitorowany). Rozczarowuje również brak szczegółowego harmonogramu prowadzenia drogi legislacyjnej. Wreszcie, pomimo szeregu strategicznych rozwiązań (reguła wydatkowa, prywatyzacja, likwidacja wcześniejszych emerytur mundurowych) plan unika radykalnych i kluczowych dla systematycznej poprawy wskaźników fiskalnych w długim okresie rozwiązań kwestii KRUS oraz podwyższenia wieku emerytalnego.

## Imponujący finisz gospodarki amerykańskiej w IV kwartale 2009

Według wstępnych szacunków gospodarka amerykańska wzrosła w IV kwartale o 5,7% SAAR wobec finalnego odczytu 2,2% w III kwartale. Przy wygaśnięciu wydatkowych programów fiskalnych na 2009 rok (dynamika konsumpcji publicznej na poziomie -0,2%) oraz spowolnieniu wydatków konsumpcyjnych po okresie wzmożonych zakupów samochodów (2,0% SAAR wobec 2,8% SAAR w poprzednim kwartale) znaczne przyspieszenie dynamiki PKB to przede wszystkim zasługa akumulacji brutto a w niej --- bardzo wysokiej kontrybucji zmian zapasów na poziomie +3,4pp. Po stronie wydatków stricte inwestycyjnych dodatni wkład do dynamiki PKB odnotowały nie-mieszaniowe inwestycje w kapitał trwały (w końcu pozytywna kontrybucja na poziomie +0,4pp.) oraz budownictwo (marginalny plus 0,1pp.).

Dynamika odbicia w gospodarce amerykańskiej stanowi odzwierciedlenie klasycznego scenariusza „V” realizowanego także w gospodarce chińskiej (patrz wykres).



Choć na razie podstawową siłą napędową pozostaje sfera podaży z postępującą odbudową zapasów, oczekujemy w najbliższym czasie wsparcia także od strony popytowej: inwestycji (oprócz wskrzeszenia rynku domów, wspieranych w dużej mierze również przez zintensyfikowanie inwestycyjnych wydatków rządowych w 2010 roku) oraz konsumpcji prywatnej (patrz w końcu rosnący optymizm konsumentów i solidna poprawa obydwu wskaźników – Conference Board i Reuters/University of Michigan). Najbardziej wnikliwa diagnoza stanu amerykańskiej gospodarki płynąca ze strony Fed sugeruje już nie tylko umiarkowane odbicie, lecz również coraz większą rolę mechanizmów samopodtrzymujących wzrost gospodarczy (z ostatniego komunikatu zniknął fragment o dużym znaczeniu stymulacji fiskalnej i monetarnej). Oczekujemy wyraźnej dywergencji w tempie wzrostu USA i strefy euro w najbliższych kwartałach, co powinno prowadzić do oczekiwań na relatywnie szybsze zacieśnienie monetarne w USA i poprzez dysparytet stóp procentowych wspierać umocnienie dolara.

### Posiedzenie RPP, 25. lutego

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	4,062
USD/PLN	2,908
CHF/PLN	2,768

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,386
EUR/JPY	124,510
EUR/PLN	4,048
USD/PLN	2,912
CHF/PLN	2,745

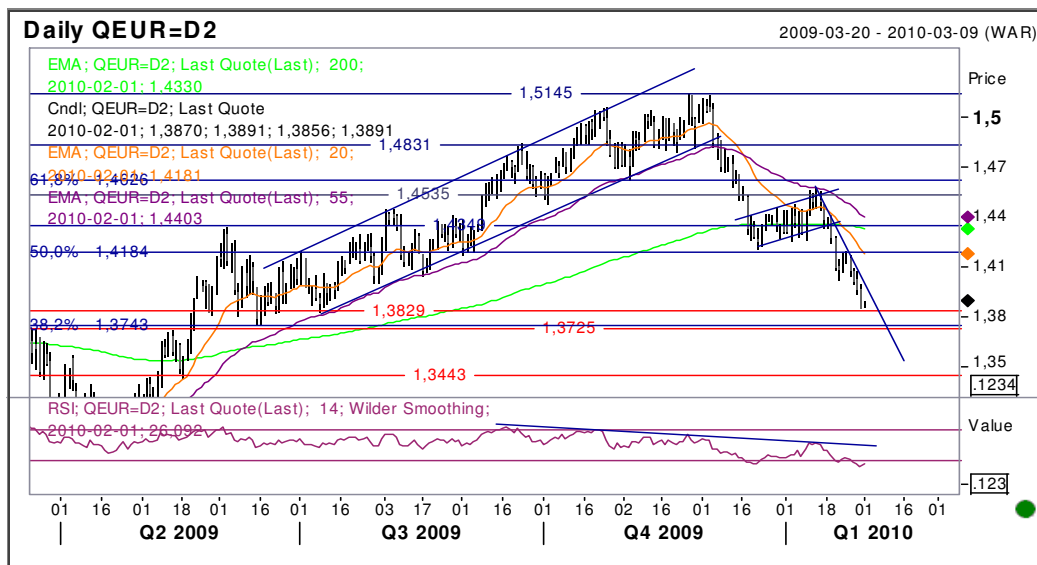
Wparciem dla dolara okazały się podczas piątkowej sesji dane makro. Najwcześniej ogłoszone zostały wstępne szacunki PKB za IV kw. (5,7% - znacznie powyżej konsensusu), następnie ukazały się lepsze dane o koniunkturze (Chicago PMI) oraz zaufaniu konsumentów (pierwszy miesiąc od dłuższego czasu, kiedy zarówno Conference Board jak i Reuters/Univesristy Michigan wskazują unisono w górę). W konsekwencji kurs EURUSD obniżył się do 1,3857 i tam uległ konsolidacji. Lepsze wyniki gospodarki amerykańskiej (głównie PKB) podgrzały nastroje inwestorów, że z uwagi na wyraźnie wyższe tempo wzrostu niż w strefie euro Fed zacznie podnosić stopy procentowe wcześniej niż ECB. Z tego względu w najbliższym czasie należy oczekiwać silnej korelacji danych z USA z wyceną dolara (lepsze dane – mocniejszy dolar). Niewykluczone, że wsparciem dla dolara będą także wewnętrzne problemy samej strefy euro (PIGS). W nadchodzącym tygodniu punktem kulminacyjnym będzie publikacja NFP (piątek), jednak już dziś publikowany jest indeks ISM dla przemysłu (być może negatywna niespodzianka – brak dalszej poprawy); decyzja ECB nie jest w tym tygodniu istotna, gdyż dalsze szczegóły odnośnie przetargów (i de facto dalsza droga wycofania z credit easing) zostaną – zgodnie z zapowiedziami Tricheta – ogłoszone dopiero w marcu.

Złoty w piątek zdołał się umocnić mimo spadającego kursu EURUSD. Prawdopodobnie pomógł w tym ogłoszony plan rozwoju i konsolidacji finansów publicznych (ogłoszony wyprzedzająco i prewencyjnie – a nie jak w przypadku np. Grecji po ujawnieniu ogromnych problemów fiskalnych). Choć sam plan można oceniać pozytywnie, jest to na razie jedynie szkic, ani nie zatwierdzony przez rząd, ani nie poparty rozwiązaniami ustawowymi (więcej czytaj w sekcji analizy). Pod koniec sesji złoty umocnił się do poziomu 4,0245 po czym ustabilizował się w okolicach 4,04. Zerwanie EURPLN z negatywną korelacją z EURUSD to bardzo pozytywny sygnał dla dalszej wyceny złotego. Pozytywne dla krajowej waluty różnicowanie w koszyku europejskich emerging markets powinny wspierać dane makro (jednak raczej nie w tym miesiącu, naznaczony w dużej mierze efektami jednorazowymi) oraz dalsze informacje odnośnie polityki fiskalnej (w tym skuteczne plasowanie długu oraz przyspieszenie prywatyzacji).

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Presja na umocnienie dolara. Wsparcie na poziomie 1,3860 było już po raz pierwszy testowane piątek. Korekty ruchu na umocnienie dolara powinny jak na razie zostać powstrzymane na poziomie grudniowego minimum 1,4218. Poniżej poziomu 1,3860 kolejne cele na poziomach długookresowego Fibo (1,3735).

Wsparcie	Opór
1,3912	1,4386
1,3860	1,4218
1,3760	1,4040



Źródło: Reuter

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

Linia krótkookresowego trendu spadkowego atakowana w piątek od góry. Zejście poniżej otwiera drogę do dalszego umocnienia. Bezpośrednim celem pozostaje poziom ostatniego minimum, czyli 4,000. Złoty cały czas traduje poniżej ograniczenia trendu aprecjacyjnego. Dopiero przebicie poziomu 4,15 byłoby istotnym sygnałem osłabienia złotego. Bezpośredni opór na poziomie 4,108.

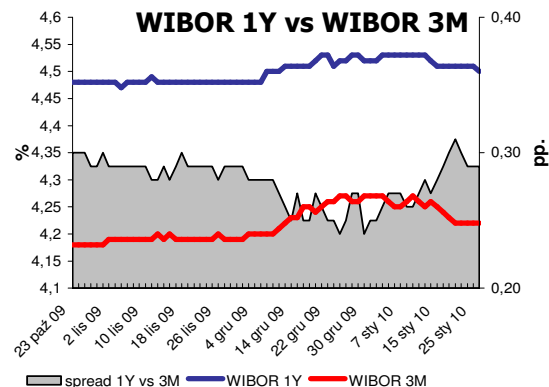
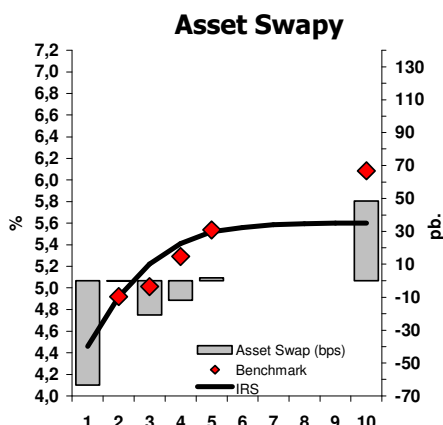
Wsparcie	Opór
4,0600	4,2340
4,0350	4,1500
4,0000	4,1080



Źródło: Reuter

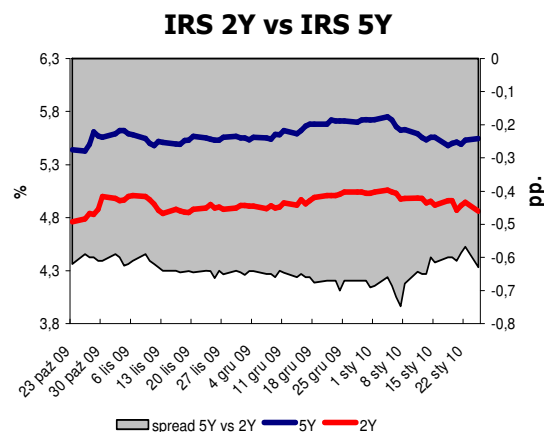
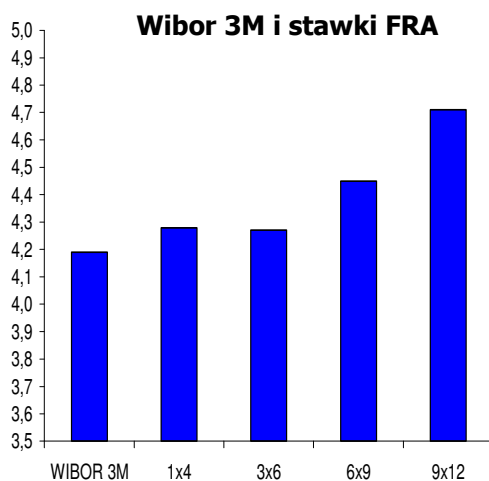
## Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,42	4,50
2Y	4,89	4,95
3Y	5,19	5,25
4Y	5,38	5,44
5Y	5,49	5,55
6Y	5,53	5,59
7Y	5,56	5,62
8Y	5,57	5,63
9Y	5,57	5,63
10Y	5,57	5,63



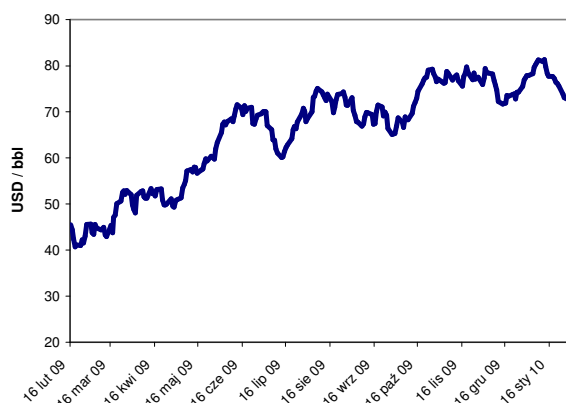
depo	BID	ASK
ON	2,46	2,76
1M	3,45	3,65
3M	3,97	4,17

FRA	BID	ASK
1x2	3,61	3,66
1x4	4,18	4,28
3x6	4,23	4,27
6x9	4,41	4,45
9x12	4,67	4,71

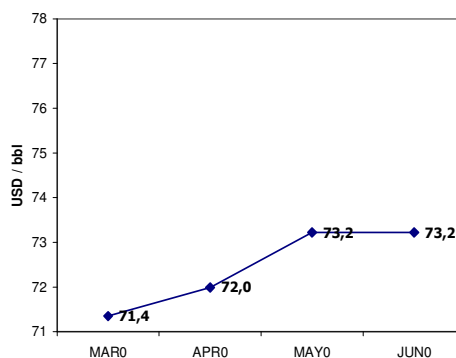


## Surowce: ropa naftowa

### Indeks cen ropy naftowej



### Brent, krzywa terminowa



### UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWCOWANIE 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 UPZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRAWCOWANIU 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, KOOPERANTÓW, 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 UPREDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.