



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		
23.01.2012 PONIEDZIAŁEK							
16:00	EUR	Spotkanie EcoFin					
		Indeks zaufania konsumentów (pkt)	sty		-21.0	-21.3 (r)	-20.6
24.01.2012 WTOREK							
		Spotkanie EcoFin					
9:30	GER	PMI w przemyśle (pkt)	sty		49.0	48.4	50.9
9:30	GER	PMI w usługach (pkt)	sty		52.4	52.4	54.5
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	sty		47.3	46.9	48.7
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt)	sty		49.0	48.8	50.5
11:00	EUR	Nowe zamówienia w przemyśle m/m (%)	lis		-2.2	1.5 (r)	-1.3
25.01.2012 ŚRODA							
10:00	GER	Indeks Ifo (pkt)	sty		107.5	107.2	
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	gru		-1.0	7.3	
18:30	USA	Decyzja FOMC	sty		0.25	0.25	
26.01.2012 CZWARTEK							
8:00	GER	Indeks zaufania konsumentów GfK (pkt)	lut		5.6	5.6	
14:00	POL	Minutes z posiedzenia RPP	sty				
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	gru		2.0	3.8	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	21.01.		365	352	
16:00	USA	New home sales m/m (%)	gru		1.6	1.6	
16:00	USA	Indeks koniunktury LEI m/m (%)	gru		0.7	0.5	
27.01.2012 PIĄTEK							
10:00	EUR	M3 r/r SA (%)	gru		2.2	2.0	
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	gru	10.0	10.6	12.6	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	gru	12.6	12.6	12.1	
10:00	POL	PKB r/r (%)	2011	4.2	4.2	3.8	
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR (advance)	Q4		3.0	1.8	
15:55	USA	Indeks Univ. Michigan (pkt.)	sty		74.2	74.0	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** O 10:00 opublikowany zostanie indeks Ifo, który trzeci miesiąc z rzędu powinien wskazać pozytywne tendencje w niemieckiej gospodarce. Na początku roku obserwujemy poprawę globalnego sentymentu, co potwierdziły wczorajsze odczyty PMI ze strefy euro i Niemiec, na giełdach i rynku długu obserwujemy wzrost awersji do ryzyka. Tym samym oczekiwania przedsiębiorców na kolejne 6 miesięcy mają szansę dalej się poprawiać (wzrost o przynajmniej 0,2pkt oznaczałby przekroczenie przez indeks statystycznego progu oddzielającego ożywienie od recesji 98,6pkt). Na fali skutków aktywności EBC może także wzrosnąć pozostająca od 3 miesięcy bez zmian ocena sytuacji bieżącej. Wieczorem ogłoszona zostanie decyzja FOMC. Członkowie Komitetu przedstawiają swoje prognozy wzrostu, bezrobocia i inflacji oraz optymalny w ich ocenie moment na podwyżkę stóp procentowych. Rozkład prognoz może oddalić oczekiwania na zaostrzenie polityki ze względu na rotacyjną zmianę składu FOMC (będzie to pierwsze posiedzenie bez jastrzębich Fishera, Kocherlakoty i Plossera). Trzeba mieć także na uwadze, że 2012 jest rokiem wyborczym, co zmniejsza prawdopodobieństwo istotnych zmian w nastawieniu do polityki monetarnej.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Chojna-Duch: RPP dyskutowała na wtorkowym posiedzeniu roboczym kwestię wsparcia finansowego dla MFW. Temat ten będzie poruszany na kolejnych posiedzeniach Rady, gdy zostaną określone warunki, na jakich NBP miałby udzielić pożyczki.
- Tusk: Polska może nie przyłączyć się do paktu fiskalnego, jeśli będzie on dzielił Unię Europejską na członków strefy euro oraz pozostałe kraje.
- Rostowski: Wszystkie kraje spoza euro i niektóre z eurolandu popierają polski pomysł organizacji szczytów euro z udziałem obserwatorów spoza strefy.
- Bank centralny na Węgrzech nieoczekiwanie pozostawił we wtorek stopy procentowe bez zmian. Główna stopa procentowa wynosi nadal 7,00%.

Decyzja RPP (8.02.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.968	0.008
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.063	0.011
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.641	0.016
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

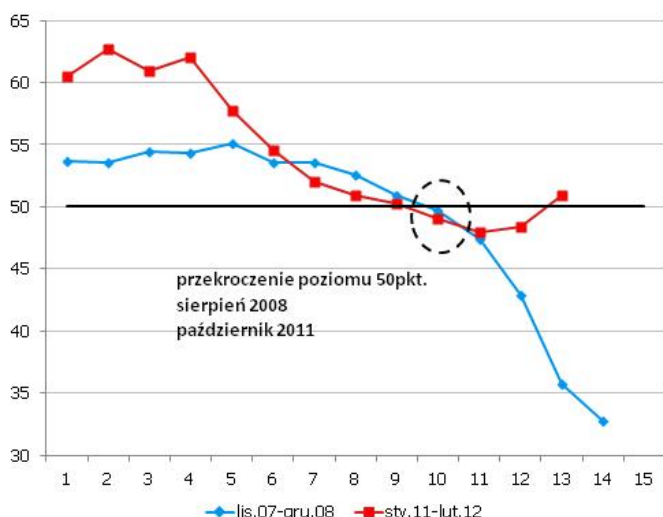
Odwroćcie trendu na indeksach PMI?

Według pierwszych szacunków w styczniu indeks PMI w przemyśle strefy euro wzrósł o 1,8pkt do poziomu 48,7pkt, w sektorze usług indeks przebił poziom 50pkt powodując to samo dla indeksu composite, który wzrósł o 2,1pkt do poziomu 50,4pkt. Kolejny miesiąc z rzędu (odpowiednio drugi i trzeci) wzrostów sugeruje, że obecnie gospodarka strefy euro znajduje się w punkcie przejęcia. Pozytywny sygnał płynie nie tylko z Niemiec i Francji, ale także z krajów peryferyjnych, choć tam indeksy pozostają ciągle poniżej granicznych 50pkt. Przechodząc do szczegółów - produkcja wzrosła po raz pierwszy od sierpnia, liczba nowych zamówień spadła w obu sektorach jednak w wolniejszym niż wcześniej tempie (podobnie dla zamówień eksportowych) co wpłynęło na zmniejszenie się zaległości produkcyjnych. Spadek produkcji i nowych zamówień wpłynął na pierwszy od kwietnia 2010r. spadek zatrudnienia (wiedziony przez sektor usług, w przemyśle pozostało ono na niezmiennych poziomie). Ceny płacone przez producentów wzrosły trzeci miesiąc z rzędu, jednak nie przełożyło się to na wzrost cen produktów gotowych - ankietowani zwracali uwagę na potrzebę obniżania cen w celu stymulowania popytu.

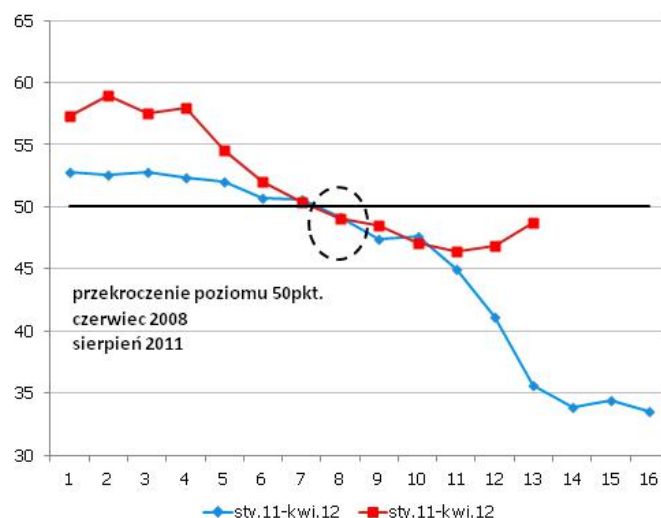
Odczyty headline zaskoczyły pozytywnie na tle konsensusu rynkowego i niepewności związanej z eskalacją kryzysu w strefie euro. Wyraża jest także dywergencja między ścieżkami PMI teraz oraz w 2008r. kiedy przekroczyły „poziomy recesyjny” (patrz wykres). W tym kontekście dane są pozytywne. Szczegółowa analiza wskaźników uważanych za wyprzedzające jak wspomniane zatrudnienie, oczekiwania na kolejny rok w sektorze usług czy stosunek nowych zamówień do zapasów wskazuje, że pozostają one na niskich historycznie poziomach i dopiero wzrost wskaźników w kolejnych miesiącach przypieczętuje też o odwróceniu trendu spadkowego.

Podobne wnioski można powtórzyć dla prosperującej znacznie lepiej od pozostałych członków strefy euro gospodarki niemieckiej. Styczniowe ankiety wskazują na wzrost aktywności w przemyśle i usługach oraz wzrost produkcji, a zatem (zgodnie ze statystyczną zależnością) na powrót Niemiec na ścieżkę wzrostu już w I kw. 2012r. Warto także śledzić rozbieżności prognoz od faktycznych odczytów - obecna rozbieżność dla PMI (patrz wykres) wskazuje, że analitycy nie doceniają stanu niemieckiej gospodarki.

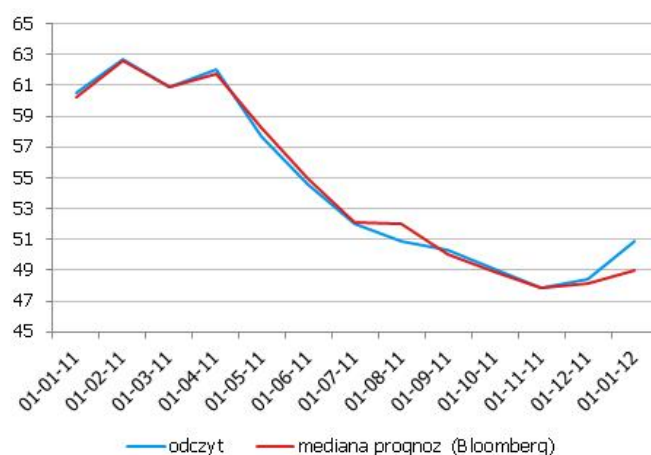
Niemcy: PMI w przemyśle



strefa euro: PMI w przemyśle



PMI w niemieckim przemyśle



Same dane o PMI (podobnie jak dla strefy euro) pozostawiają jednak wątpliwości o trwałość tej tendencji, tym bardziej biorąc pod uwagę po-noworoczną poprawę sentymentu na rynkach finansowych (wspieraną działaniami EBC), lepsze dane z USA oraz chwilowe (wydaje się, że właśnie na czas zbierania ankiet) „zawieszenie broni” w sprawie greckiej. Odłożone na koniec stycznia negocjacje zarówno w sprawie paktu fiskalnego, PSI w restrukturyzacji greckiego zadłużenia oraz kontynuacja skutecznej polityki płynnościowej ECB, będą kluczowe dla notowań PMI w kolejnych miesiącach.

Optymalne policy mix wg MFW

Wczoraj Międzynarodowy Fundusz Walutowy opublikował nowe prognozy dla światowej gospodarki. Obecnie Fundusz spodziewa się wzrostu na poziomie 3,25% w 2012 roku (rewizja w dół z 4,00% przewidywanego podczas jesiennej rundy progностycznej). Nie same prognozy są jednak w tym przypadku ciekawe, co nowy zestaw zaleceń MFW odnośnie optymalnego policy mix, które wydaje się zrywać z dotychczasową, trzeba przyznać dość ortodoksyjną, linią rozumowania tej instytucji.



W zakresie polityki fiskalnej MFW zaleca bezwzględne utrzymanie wiarygodnych celów konsolidacyjnych w średnim terminie. Natomiast w krótkim okresie zaleca się utrzymanie zdecydowanie większej elastyczności niż dotychczas: receptą na sukces nie jest już ślepa konsolidacja fiskalna, nawet w krajach, które mają problemy z realizacją założonych celów budżetowych, lecz zezwolenie na działanie automatycznych stabilizatorów i zapobieżenie realizacji scenariusza, w którym prowadzona polityka fiskalna działa pro-cyklicznie. Co więcej, zalecenie to dotyczy nawet krajów, które z uwagi na wysokie koszty finansowania nie mogą sobie pozwolić na emisję długu - tam wkroczyć mogą instytucje ponadnarodowe, kompensujące utracone możliwości finansowania rynkowego (czytając między wierszami MFW widzi bardzo dużą rolę w zakupach ECB do czasu uruchomienia ESM i EFSF). Główne przesłanie polityki pieniężnej opiera się na relacji wzrostu PKB do relatywnych kosztów finansowania - rynki finansowe ufają przede wszystkim krajom, które są w stanie utrzymać wzrost gospodarczy, a więc w średnim terminie mogą wyrastać z długu publicznego i deficytu.

W zakresie polityki pieniężnej, zalecenia MFW koncentrują się również na wspieraniu wzrostu gospodarczego dopóki oczekiwania inflacyjne są zakotwiczone, a stopa bezrobocia pozostaje na wysokim poziomie. Intensyfikacja ryzyk dla wzrostu jest wystarczającym uzasadnieniem dla zastosowania niestandardowych środków polityki pieniężnej. W przypadku krajów o wysokiej inflacji, MFW zaleca bardziej ostrożne stanowisko w zakresie poluzowania monetarnego. Nawet jednak w tym przypadku istotną rolę może odgrywać konieczność zapobiegania powolnemu spadkowi popytu wewnętrznego i popytu zewnętrznego ze strony gospodarek rozwiniętych. Z polityką monetarną wiąże się konieczność utrzymania wystarczającej płynności, zarówno w zakresie płynności dostarczanej delewarującemu się sektorowi bankowemu, jak i zapobieganiu negatywnym skutkom tego delewarowania dla kredytu płynącego do gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W tym drugim aspekcie MFW widzi nawet konieczność utworzenia odpowiednich instytucji (czy też przydzielenia kompetencji istniejącym instytucjom), aby delewarowanie przebiegało w sposób kontrolowany i optymalny polegający na podniesieniu kapitałów własnych, sprzedaży mało istotnych aktywów, ale nie ograniczeniu kredytu dla podmiotów gospodarczych.

Jak te zalecenia mają się do sytuacji polskiej? Już samo przedłużenie Elastycznej Linii Kredytowej do 2013 (oraz towarzyszący mu komunikat) sugerują dobrą ocenę sytuacji polskich finansów publicznych. Co ciekawe, utrzymanie linii kredytowej wpisuje się w istnienie zewnętrznego, awaryjnego źródła finansowania, którego wykorzystanie MFW zaleca w celu przeciwdziałania efektom silnego spowolnienia. Korzystna ocena średnioterminowej polityki fiskalnej daje jednocześnie większe pole manewru w krótkim terminie. W zakresie polityki monetarnej wytyczne MFW również wydają się jasne. O ile w skrajnych przypadkach zalecana jest ostrożność w poluzowaniu monetarnym, raport nie wspomina nic o możliwości zacieśnienia, gdyż większość krajów będzie w 2012 roku operować w środowisku spadającej inflacji (presja jedynie ze strony surowców) oraz słabnącego popytu wewnętrznego i zewnętrznego.



EURUSD fundamentalnie

EUR bez większych zmian. Wczorajsze publikacje lepszych danych PMI ze strefy euro sugerują, że recesja może być słabsza niż spodziewa się rynek. Negocjacje Grecji z prywatnymi wierzycielami w sprawie redukcji zadłużenia przeciągają się, co hamuje tendencję wzrostową EURUSD. Dla agencji S&P zawarcie ugody przez Grecję i redukcja zadłużenia będzie oznaczało konieczność obniżenia oceny kredytowej do poziomu „selektywnej niewypłacalności”. Ponadto pojawiły się też spekulacje, że Portugalia będzie wymagała kolejnego pakietu pomocowego. Dziś w centrum uwagi będzie posiedzenie FOMC i konferencja Bernanke. Stopy pozostaną bez zmian. Kluczowe będą informacje wskazujące na prawdopodobieństwo i termin uruchomienia kolejnej rundy QE3. Szczególnie również wyczekiwana jest przez inwestorów prognoza ścieżki stóp procentowych członków FOMC (da odpowiedź, kiedy można spodziewać się pierwszych podwyżek).

EURUSD technicznie

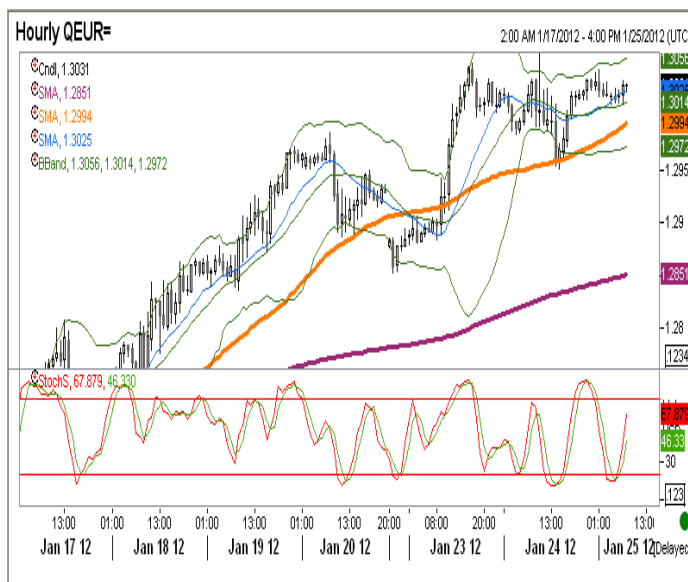
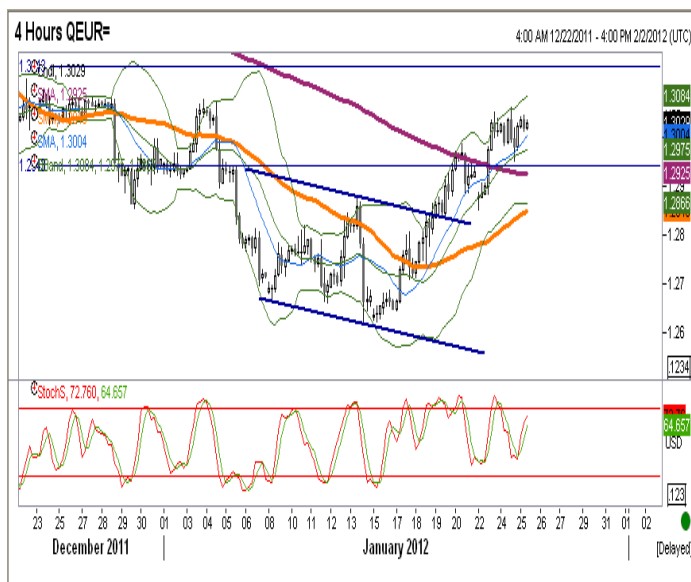
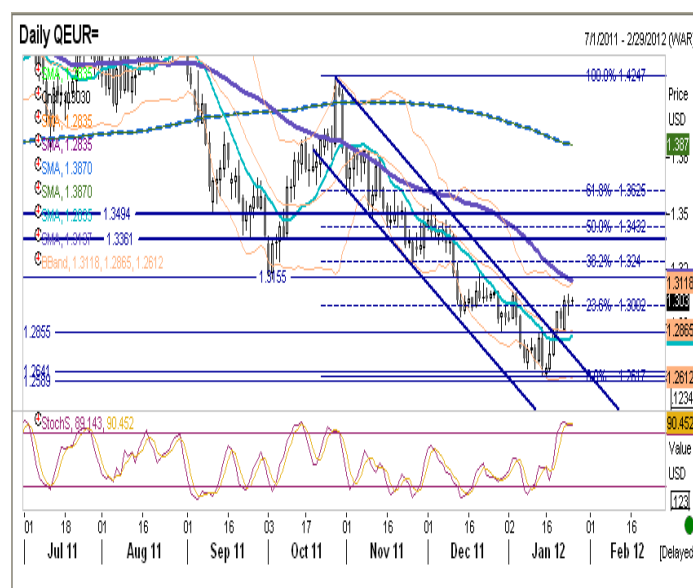
Para w czasie korekty w górę w spradkowym trendzie. Notowania przekroczyły ostatnie maksima, niemniej grudniowe lokalne szczyty nie zostały przełamane. Na wykresie 1h potencjał w górę, to samo na wykresie 4h. Do czasu zakończenia korekty w górę notowania prawdopodobnie dotrą do 1,3155 (i średnia ruchoma i lokalny dołek z września 2011). Neutralnie.

Wsparcie	Opór
1,3000	1,3240
1,2855	1,3155
1,2810	1,3052

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 bez większych zmian. Porusza się w ślad za EURUSD, choć jest znacznie mniej wrażliwy na spadki tej pary walutowej. Wsparciem dla złotego pozostaje pozytywny sentyment inwestorów globalnych oraz seria wychodzących dobrych danych gospodarczych ze strefy euro oraz USA. Wyniki szczytu europejskiego nie miały znaczącego wpływu na notowania kursu. Podobny wpływ miała decyzja banku centralnego Węgier, gdzie stopy procentowe pozostały bez zmian. Dzisiaj złoty pozostanie głównie pod wpływem danych globalnych. Kluczowa będzie decyzja FOMC i konferencja Bernanke. Wcześniej publikacja ifo, lepsze dane mogą wesprzeć notowania złotego.

EURPLN technicznie

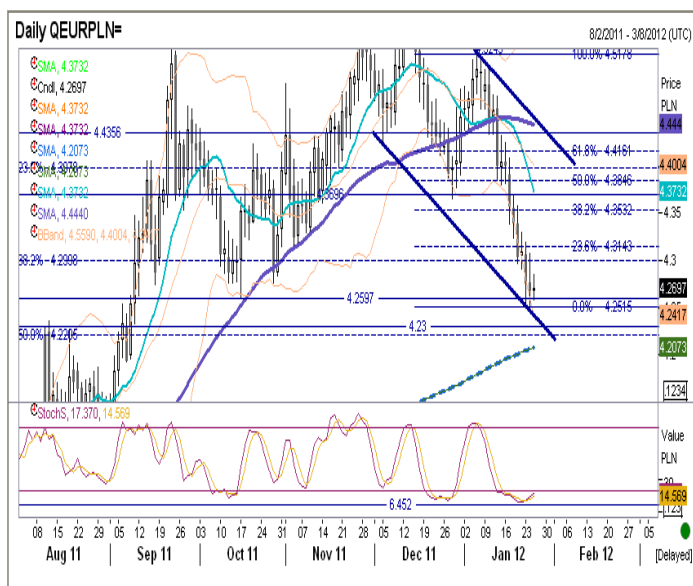
Bez zmian. Złoty powoli eroduje dolne ograniczenie kanału aprecjacyjnego (lub alternatywnie osiągnęliśmy dno szerszego kanału, o czym świadczą „wąsy” na ostatnich dwóch świeczkach). Zgadza się też zasięg ruchu w dół podczas każdej z ostatnich faz spadkowych, po 22 punkty. Z tego punktu możliwe dwa scenariusze: 1) dalsze łamanie kanału aprecjacyjnego z zasięgiem 4,22, 2) korekta do 61,8% Fibo a więc do poziomów 4,41 lub 4,38 (górna granica kanału). Sytuacja jest rozwojowa, a każdy dzień utrzymania dolnego ograniczenia zwiększa ryzyko rychu w górę.

Wsparcie	Opór
4,2600	4,3532
4,2300	4,3143
4,2205	4,3000

Czynnik krajowy* w EURPLN



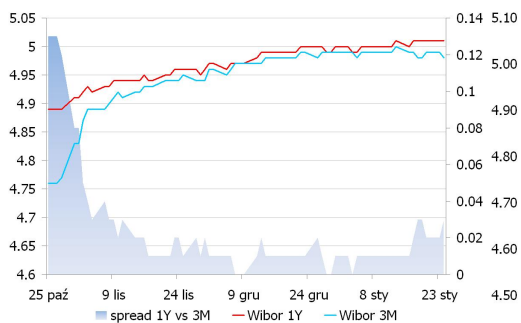
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



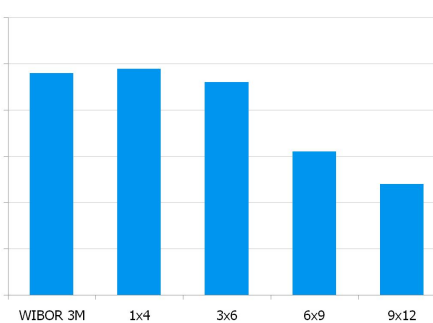


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.931	4.96	ON	3.7	4.0	EUR/PLN	4.2885
2Y	4.785	4.82	1M	4.6	4.8	USD/PLN	3.2970
3Y	4.75	4.78	3M	4.5	5.0	CHF/PLN	3.5545
4Y	4.755	4.79					
5Y	4.78	4.81	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.812	4.84	1x2	4.73	4.77	EUR/USD	1.3028
7Y	4.84	4.87	1x4	4.93	4.99	EUR/JPY	101.21
8Y	4.867	4.90	3x6	4.93	4.96	EUR/PLN	4.2720
9Y	4.888	4.92	6x9	4.78	4.81	USD/PLN	3.2787
10Y	4.885	4.92	9x12	4.68	4.74	CHF/PLN	3.5344

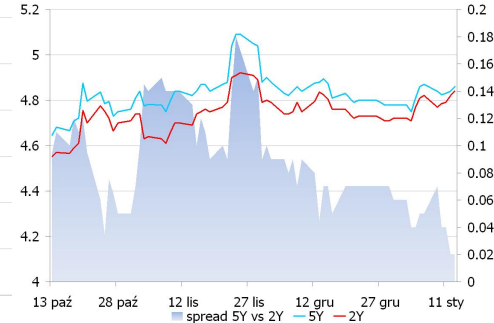
WIBOR 3M i 1Y



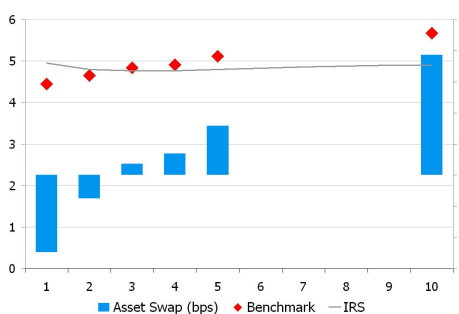
WIBOR 3M i stawki FRA



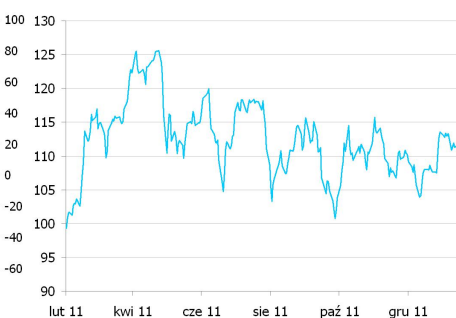
IRS 5Y i 2Y



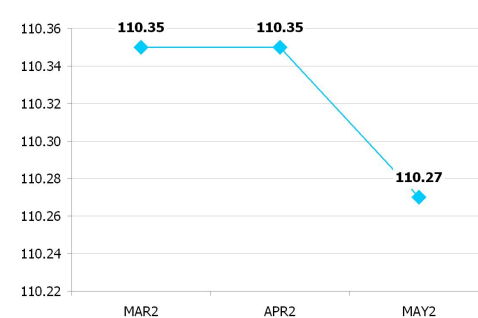
Asset swap i IRS



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 UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.