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 Ziembińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.ziembinska@brebank.pl

Artur Płuska
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 BRE	Prognoza konsensus	Poprzednio	Odczyt
23.01.2012 PONIEDZIAŁEK							
		Spotkanie EcoFin					
16:00	EUR	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	107.3 (r)	108.3
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	gru		-1.0	7.3	-3.5
18:30	USA	Decyzja FOMC	sty		0.25	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 polska.** Dziś o 14.00 opublikowane zostaną styczniowe minutes RPP. W opisie dyskusji na posiedzeniu po pierwsze powinniśmy znaleźć wskazania co do wyraźnego przechylenia Rady w kierunku optymistycznych prognoz wzrostu gospodarczego dla Polski (już nie „niektórzy", a co najmniej „część" Rady spodziewa się wzrostu przekraczającego 3%). Po drugie , dokument powinien wskazać na rosnące obawy członków RPP przed utrwaleniem wysokiej inflacji (pamiętajmy, że inflacja za listopad mocno zaskoczyła RPP). Naszym zdaniem sympotmatyczne są również ostatnie wypowiedzi członków RPP. Wskazują one na burzliwą dyskusję na temat ni mniej ni więcej tylko zacieśnienia monetarnego w nie takiej znowu odległej przyszłości. Nie można wykluczyć, jakkolwiek egzotycznie to brzmi na tle zapewnień kolejnych banków centralnych o utrzymaniu niskich stóp, że już na styczniowym posiedzeniu RPP pod głosowanie został poddany wniosek o podwyżkę stóp. Jeśli wniosek taki nie pojawił się w styczniu, znów sądząc po ostatnich wypowiedziach członków RPP, z pewnością pojawi się na kolejnych posiedzeniach Rady.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Belka: W pewnych warunkach bank centralny może zdecydować się na podjęcie decyzji o zaostrzeniu polityki monetarnej. Jeżeli nie dojdzie do nieoczekiwanego, dramatycznego spowolnienia gospodarczego w Polsce, rynki nie powinny spodziewać się obniżki stóp procentowych. Polska gospodarka zwolni w 2012 roku do 3,0%, ale nie poniżej tego poziomu.
• Merkel: Europie brakuje struktur politycznych, by zapewnić prawidłowe funkcjonowanie euro. Podkreśliła jednak determinację w obronie wspólnej waluty europejskiej. Niemcy nie mają nieograniczonych możliwości wspierania zadłużonych państw euro landu. Pobudzenie wzrostu i zatrudnienia powinno być w centrum walki z kryzysem.
• Rezerwa Federalna ustaliła cel inflacyjny na poziomie 2% i przedstawiła najnowsze prognozy dotyczące wskaźników gospodarczych USA. Amerykańscy bankierzy centralni poinformowali, że planują pozostawić stopy na obecnym „wyjątkowo niskim" poziomie przynajmniej do końca 2014 roku (więcej w sekcji analizy).

Decyzja RPP (8.02.2012)	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	2.008	-0.031
USAGB 10Y	1.991	-0.028
POLGB 10Y	5.682	0.043

Dotyczy benchmarków Reuters

Fed: niskie stopy do końca 2014 (przynajmniej)

Choć na wczorajszym posiedzeniu Fed nie zmienił stóp procentowych, w komunikacie pojawiło się zobowiązanie do utrzymania niskich stóp procentowych co najmniej do końca 2014 roku oraz oczekiwania odnośnie utrzymania akomodacyjnej polityki monetarnej. Komunikat koncentruje się przede wszystkim na sferze realnej, stwierdzając pewną poprawę w większości agregatów ekonomicznych wyłączając inwestycje (regres) i sektor domów (stagnacja). Kwestie inflacji poruszane są jedynie w stwierdzeniu o stabilności oczekiwań inflacyjnych. Obecnie oczekiwane jest skromne (zamiast umiarkowanego) tempo wzrostu gospodarczego, zbyt niska lub odpowiednia z punktu widzenia celu inflacja i trwałe niewypełnienie celu w postaci stabilizacji zatrudnienia. Kwestie związane z polityką przemodelowania portfela Fed (Operation Twist), czy też polityką reinwestowania środków z zapadających papierów pozostały bez zmian.

Nowy zestaw projekcji ekonomicznych Fed, oprócz wyspecyfikowania bezpośredniego celu inflacyjnego na poziomie 2% inflacji PCE oraz wyznaczenia długoterminowych celów w postaci stopy bezrobocia w okolicach 5,2-6,0% (będzie to element zmienny w odróżnieniu od inflacji PCE, uzależniony od oceny niemonetarnych determinant rynku pracy przez członków Fed) i tempa wzrostu PKB (2,3-2,6%) w zasadzie nie różni się od poprzedniej projekcji. Oczywiście nowym elementem jest rozkład oczekiwań odnośnie ścieżki stóp procentowych oraz długookresowy preferowany poziom stóp procentowych na poziomie 3,75-4,5%.

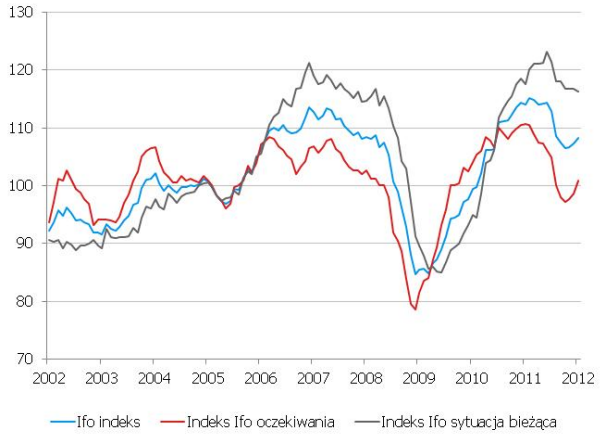
Reakcja rynku na decyzję była pozytywna, zyskiwał przede wszystkim EURUSD, który po osiągnięciu lokalnych minimów w sesji europejskiej ustanowił nowe lokalne szczyty. Zyskiwała również giełda i obligacje. Zachowanie instrumentów finansowych pokazuje wyraźnie, że komunikat i późniejsza konferencja Bernanke były gołębie. Istotnie, już pewnym zaskoczeniem jest umieszczenie w komunikacie sformułowania odnośnie konsensusu w sprawie oczekiwanych stóp procentowych (z uwagi na publikację preferowanej ścieżki stóp każdego z członków Fed można było się spodziewać, że ten element zostanie opuszczony). Z jednej strony było to możliwe z uwagi na odejście trzech najbardziej jastrzębich głosujących członków (Fisher, Plosser, Kocherlakota) i zastąpienie ich dwoma gołębiami i jednym jastrzębiem (Lacker), z drugiej Bernanke prawdopodobnie i tak naciskałby na umieszczenie tego sformułowania (ryzykując 3 głosy sprzeciwu, zamiast jednego), aby zniwelować wydźwięk rozrzutu oczekiwań odnośnie poziomu stóp pojawiający się od 2013 roku. Co więcej, w obecnych warunkach czym większe przestrzelenie oczekiwań rynkowych odnośnie długości okresu niskich stóp procentowych, tym lepiej.

Zarówno komunikat, jak i konferencja Bernanke, na której nie wykluczył dalszego poluzowania ilościowego, uznajemy za przepustkę do QE3, które może pojawić się w pierwszej połowie roku. Uzasadniając nasz osąd należy przede wszystkim podkreślić, że Fed uparcie podkreśla złą sytuację na rynku pracy (nie przykładając do bieżących spadków stopy bezrobocia większej wagi) i złą sytuację na rynku domów (mimo ostatniej poprawy w większości wypowiedzi członków Fed sektor domów pojawia się jako brakujące ogniwo możliwości trwałego powrotu gospodarki amerykańskiej na ścieżkę wzrostu). Dodatkowo przeskok pomiędzy prognozami stopy bezrobocia w 2014 roku a długookresowym celem FOMC wydaje się niemożliwy do zrealizowania w jednym roku. Jako że nie sądzimy, aby FOMC był aż tak cierpliwy (sytuacja robi się coraz bardziej wrażliwa nie tylko politycznie ale i ekonomicznie: konsensusem w Fed jest konstatacja, że utrzymująca się na wysokim poziomie stopa bezrobocia prowadzi do ubytku umiejętności pracowników, a w konsekwencji do obniżenia potencjalnego tempa wzrostu PKB) w domyśle pojawia się kolejna runda poluzowania ilościowego, nakierunkowana na problematyczny sektor nieruchomości, który w obecnym momencie wydaje się kluczowy i dla całej gospodarki i w szczególności dla zrealizowania celu maksymalizacji zatrudnienia. Jako że Operation Twist kończy się w czerwcu, dogodnym momentem na wprowadzenie dodatkowej stymulacji monetarnej byłby maj lub nawet kwiecień (aby programy działały niejako na zakładkę), aby nie powodować negatywnych efektów związanych z zakończeniem poprzednich programów QE.

Decyzja powinna wspierać ryzykowne aktywa, gdyż inwestorzy z jednej strony otrzymują zobowiązanie do niskich stóp procentowych, które jest de facto (przynajmniej w najbliższych miesiącach) bezwarunkowe względem sytuacji w gospodarce, a z drugiej strony sytuacja w gospodarce poprawia się, generując pozytywne efekty zewnętrzne choćby dla strefy euro. Wczorajsza reakcja obligacji może być jednak nieco na wyrost, gdyż nie na tym segmencie koncentrować się będą ewentualne działania stymulacyjne, a preferowany cel na stopach procentowych znajduje się sporo powyżej obecnych rentowności. Niemniej trudno oczekiwać nagłych spadków cen obligacji, gdyż aspekt ryzyka będzie jeszcze przez wiele miesięcy odgrywać istotną rolę w postrzeganiu treasuries. Beneficjentem decyzji staną się również polskie papiery i przede wszystkim złoty, wsparty dodatkowo jastrzębimi komentarzami ze strony RPP. Reakcja na EURUSD także powinna być pozytywna, w granicach wyznaczonych jednak przez percepcję ryzyka rozpadu strefy euro a także ewentualnych przyszłych działań ECB (do zagospodarowania pozostały jeszcze 2 LTRO, o wartości prawdopodobnie dużo wyższej niż jakiekolwiek QE ze strony FOMC).

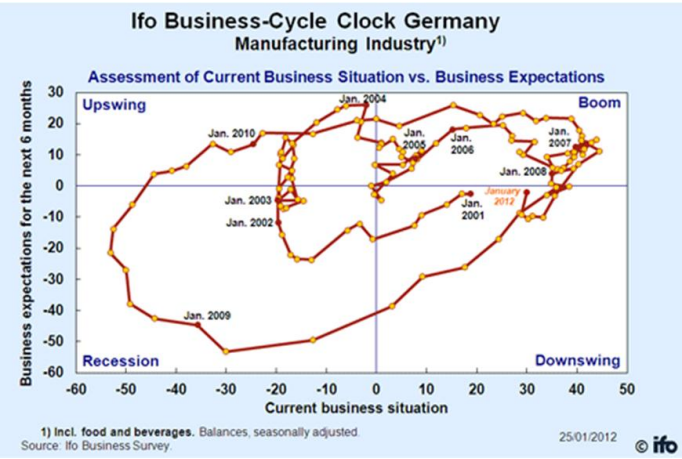
Wzrost indeksu Ifo wiedziony oczekiwaniami

Indeks Ifo opisujący ogólny klimat koniunktury w Niemczech wzrósł w styczniu o 1pkt. do poziomu 108,3pkt dzięki składowej odpowiadającej za oczekiwania na kolejne 6 miesięcy - indeks oczekiwań wzrósł o 2,3pkt do poziomu 100,9pkt, zaś indeks opisujący sytuację bieżącą spadł o 0,4pkt do poziomu 116,3pkt.



W podziale sektorowym dane wskazują na dobrą kondycję w przemyśle (wzrost zarówno oczekiwań, jak i ocen bieżących; wysokie oczekiwania względem eksportu, plany wzrostu zatrudnienia) oraz poprawę (trzeci miesiąc z rzędu) ocen w usługach i budownictwie (jednak bazujące na wyższych oczekiwaniach - sytuacja bieżąca jest gorzej oceniana niż w grudniu). W sprzedaży (zarówno detalicznej jak i hurtowej) koniunktura pogorszyła się.

Indeks Ifo określający oczekiwania wyraźnie odbił z trendu spadkowego wzrastając trzeci miesiąc z rzędu. Warto zauważyć, że od początku 2011 analitycy najsilniej niedoszacowywali w swoich prognozach właśnie oceny sytuacji bieżącej, zaś teraz ta tendencja się odwraca (patrz wykres) , co świadczy o noworocznej poprawie sentymentu - być może nadmiernej w stosunku do obserwowanych w gospodarce zmian. Jest to zgodne z wczorajszymi odczytami indeksów PMI - uważamy, że dopiero kolejne miesiące wzrostów oraz decyzje związane z odłożonymi na koniec stycznia negocjacjami zarówno w sprawie paktu fiskalnego, jak i PSI w zakresie restrukturyzacji greckiego zadłużenia oraz kontynuacja skutecznej polityki płynnościowej EBC będą kluczowe dla notowań indeksów koniunktury w kolejnych miesiącach.



EURUSD fundamentalnie

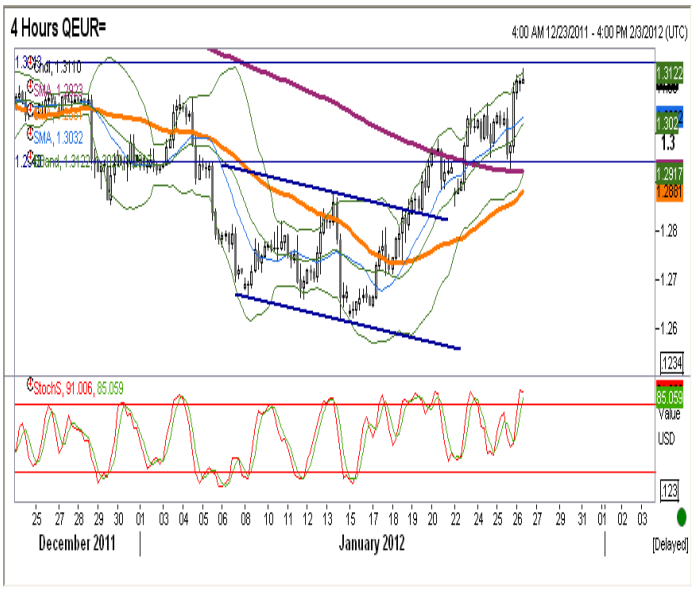
EUR silniejsze. W trakcie sesji wspólna waluta osłabiała się osiągając lokalne minima w reakcji na przepychanki pomiędzy IMF a ECB. IMF stwierdził, że ECB powinien również uczestniczyć w PSI Grecji (nie tylko prywatny sektor powinien ponieść stratę na obligacjach, ale także sektor publiczny), na co ten drugi się nie zgadza. Później, w dalszej części sesji kurs odrobił straty z nawiązką (z technicznego pkt widzenia para EURUSD zbliżyła się do lokalnych pkt oporu) w reakcji na konferencję Bernanke po posiedzeniu Fed oraz publikacji prognoz stóp procentowych członków FOMC. Z prognoz stóp procentowych członków FOMC wynika, że pierwszych podwyżek inwestorzy mogą spodziewać się dopiero w 2014 roku. Ogłoszony komunikat, który okazał się negatywny dla notowań USD jest przepustką do kolejnej rundy luzowania polityki monetarnej QE3 w związku z czym USD powinien w najbliższej perspektywie tracić. Zwrotu na parze EURUSD można się spodziewać po zmianie kursu polityki monetarnej przez ECB (niewiadomą jest skala zaangażowania sektora prywatnego w LTRO oraz ew. decyzja ECB w zakresie programu zakupu aktywów). Dziś głównie publikacja danych z USA, gdzie dobre dane raczej mogą jedynie przełożyć się na odreagowanie pary EURUSD (brak elementu odłożenia oczekiwań na QE).

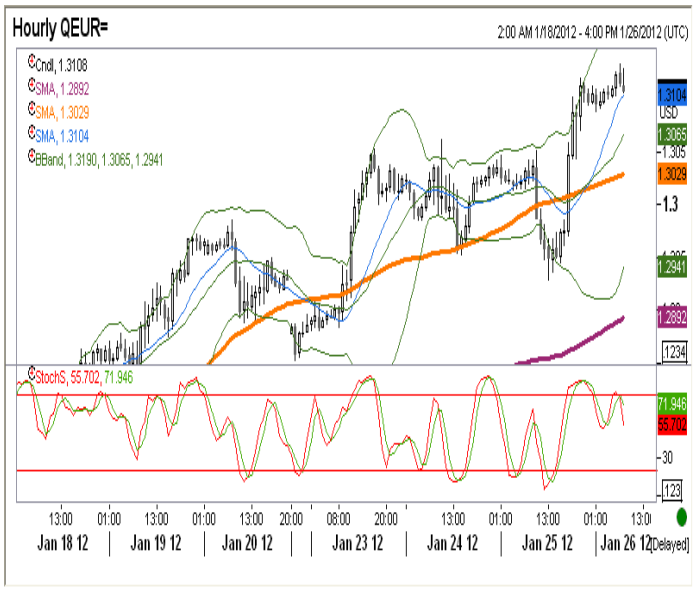
EURUSD technicznie

EURUSD coraz bliżej istotnych poziomów oporu rozłożonych od 1,3155 do 1,3240. Odwrócenie kursu na tych poziomach przypieczętuje korekcyjny charakter ruchu (patrz znaczne i utrzymującej się wykupienie EURUSD) i przywróci zainteresowanie przedziałem 1,25-26 jako krótkoterminowym celem. Przełamanie w górę stwarza możliwość rozciągnięcia ruchu do 1,35-36. Sytuacja jest rozwojowa. Czekamy na sygnał, neutralnie.

Wsparcie	Opór
1,3052	1,3361
1,3000	1,3240
1,2855	1,3155

* 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

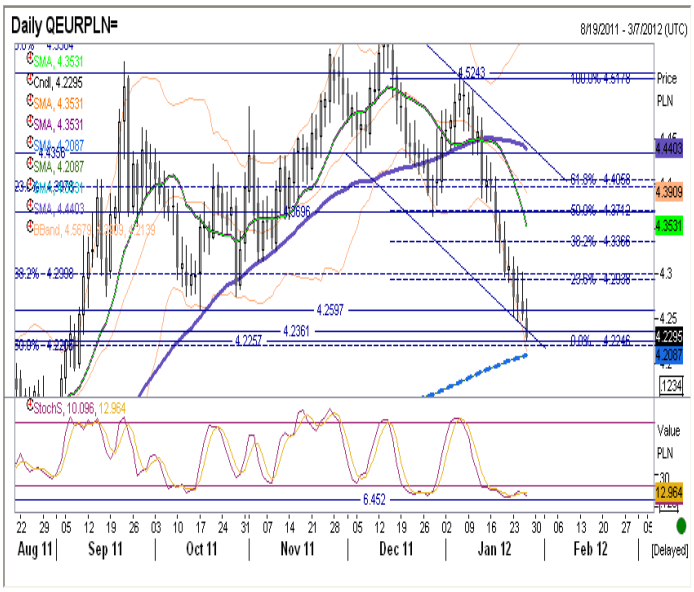
Złoty silniejszy. Umocnił się w ślad za parą EURUSD. Bardzo pozytywna dla złotego okazała się konferencja Bernanke po posiedzeniu FOMC, w reakcji na którą doszło do osłabienia USD wobec głównych walut oraz późniejszych kontynuacji wzrostów na giełdach podczas sesji azjatyckiej. W najbliższej perspektywie złoty nadal może zyskiwać przełamując kolejne poziomy wsparcia pod wpływem pozytywnego sentymentu i wzrostu apetytu na ryzyko inwestorów globalnych. Dziś złoty może zareagować na publikację przez NBP „Minutes" z ostatniego posiedzenia RPP, z którego rynek dowie się czy czasem nie został przedłożony wniosek o podwyżkę stóp procentowych (ostatnie jastrzębie wypowiedzi członków RPP nie wykluczają takiego scenariusza). Ostatnie wypodziedzi Prezesa NBP wskazują, że w pewnej sytuacji (nadal napływających dobrych danych makroekonomicznych z gospodarki i utrzymującej się podwyższonej inflacji) może dojść do zacieśnienia polityki pieniężnej. Złoty jednak postaje dodatkowo pod wpływem danych globalnych z USA oraz strefy euro. Pozytywne dane makroekonomiczne mogą podtrzymywać impuls aprecjacyjny.

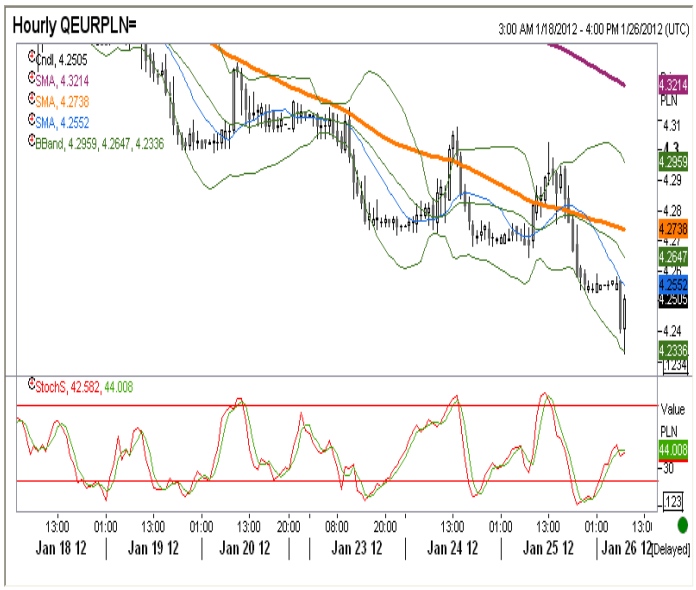
EURPLN technicznie

Bez zmian. Złoty powoli eroduje dolne ograniczenie kanału aprecvjacyjnego (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 swa 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
4,2200-300	4,3366
4,2154	4,2938
4,1400	4,2600

* 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	5.026	5.06
2Y	4.86	4.92
3Y	4.84	4.87
4Y	4.84	4.87
5Y	4.86	4.89
6Y	4.86	4.92
7Y	4.91	4.94
8Y	4.936	4.97
9Y	4.958	4.99
10Y	4.955	4.99

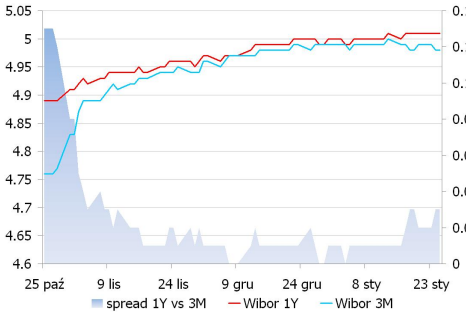
depo	BID	ASK
ON	3.8	3.9
1M	4.5	4.6
3M	4.8	5.0

FRA	BID	ASK
1x2	4.75	4.79
1x4	4.96	5.02
3x6	4.93	4.96
6x9	4.79	4.82
9x12	4.82	4.88

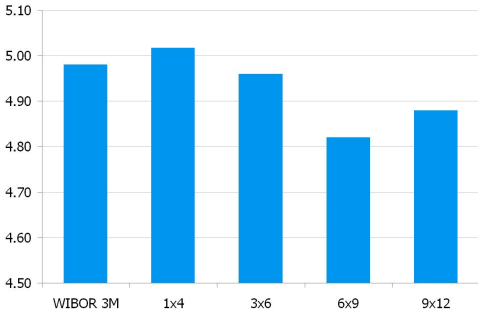
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2855
USD/PLN	3.2990
CHF/PLN	3.5453

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3102
EUR/JPY	101.92
EUR/PLN	4.2550
USD/PLN	3.2472
CHF/PLN	3.5240

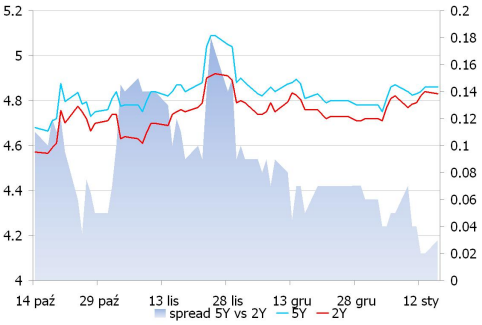
WIBOR 3M i 1Y



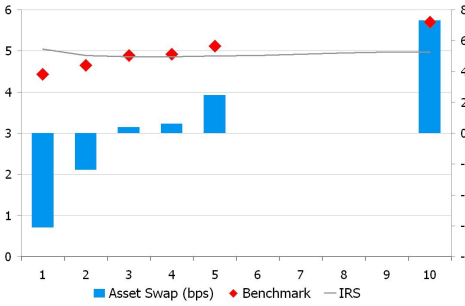
WIBOR 3M i stawki FRA



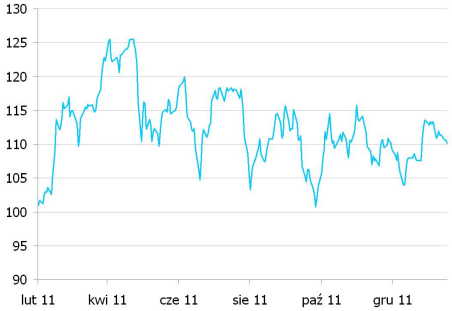
IRS 5Y i 2Y



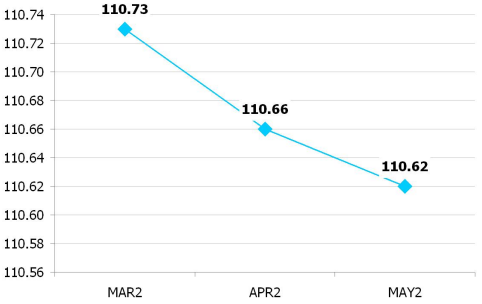
Asset swap i IRS



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 INTRUMENTÓW 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 UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.