



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		
6.02.2012 PONIEDZIAŁEK							
10:30	EUR	Indeks zaufania Sentix (pkt)	lut		-14.5	-21.1	
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	gru		1.0	-4.8	
7.02.2012 WTOREK							
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		0.0	-0.6	
8.02.2012 ŚRODA							
	POL	Decyzja RPP (%)	lut	4.5	4.5	4.5	
8:00	GER	Eksport m/m (%)	gru		-0.5	2.5	
9.02.2012 CZWARTEK							
2:30	CHN	CPI r/r (%)	sty		4.0	4.1	
13:00	GBR	Decyzja Banku Anglii (%)	lut		0.5	0.5	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	lut		1.0	1.0	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	4.02.		360	367	
10.02.2012 PIĄTEK							
8:00	GER	CPI m/m (%)	sty		-0.4	-0.4	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	gru		-48.6	-47.8	
15:55	USA	Indeks Univ. Michigan prelim. (pkt)	lut		74.0	75.0	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** W środę decyzja RPP w sprawie stóp procentowych, potem tradycyjnie konferencja podsumowująca posiedzenie. „Minutes” ze styczniowego posiedzenia wskazują na zwrot w ocenach sytuacji gospodarczej (zdaniem większości osłabienie wzrostu okaże się mniejsze niż oczekiwano) i dość jastrzębią retorykę RPP. Napisano w nich, że „przy utrzymywaniu się relatywnie wysokiego tempa krajowego wzrostu gospodarczego oraz podwyższonej inflacji, a także wysokich oczekiwań inflacyjnych, nie można wykluczyć podwyższenia stóp procentowych”, co podgrzało oczekiwania na zacieśnienie. Odnosimy wrażenie, że NBP (RPP i eksperci) chciał raczej wygasić ich zdaniem nieuzasadnione oczekiwania na obniżki stóp, niż generować oczekiwania na podwyżki. Utrzymująca się pozytywna konstelacja danych makro nie powinna pozwolić na ponowne wygenerowanie oczekiwań na obniżki stóp procentowych i co najmniej zakonserwuje obecny scenariusz utrzymania stóp NBP bez zmian przez kolejne kwartały. RPP ze względu na ostatnie umocnienie złotego prawdopodobnie nie będzie eskalować swoich ostatnich, może zbyt emocjonalnych jastrzębich wypowiedzi. W komunikacie po lutowej decyzji nie spodziewamy się istotnych zmian.

• **Gospodarka globalna.** Na początku tygodnia opublikowane zostaną grudniowe dane z niemieckiego sektora przemysłowego, który pod koniec roku pozostał w relatywnie słabej kondycji wspierany głównie produkcją budowlaną podczas wyjątkowo dobrej pogody. Indeksy koniunktury (Ifo, PMI) wskazują jednak na znaczną poprawę w nowym roku, zatem w I kw. powinniśmy obserwować już dodatnie odczyty w niemieckich zamówieniach i produkcji. W czwartek decyzja EBC. Psychologiczna bariera 1% i oczekiwanie na pełną implementację długoterminowych LTRO (pod koniec lutego spodziewany jest rekordowy popyt 1bn EUR), a także wzrastające (i zaskakujące pozytywnie) indeksy koniunktury zwiastujące jedynie łagodną recesję w strefie euro i możliwy powrót na ścieżkę wzrostu już na wiosnę oraz podwyższone oczekiwania inflacyjne w strefie euro oddalają perspektywę obniżek. Dziś uwaga zwrócona przede wszystkim na Grecję - do południa powinny zostać ustalone warunki wypłaty pakietu pomocowego.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

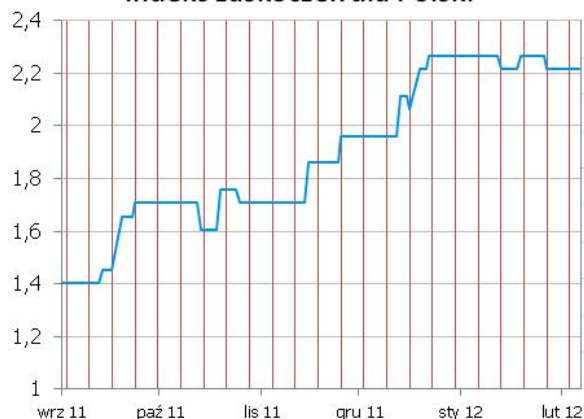
- Jean-Claude Juncker: Nie można wykluczyć, że Grecja nie uniesie ciężaru zadłużenia i stanie się niewypłacalna. Grecja nie może oczekiwać dalszej solidarności i wsparcia od państw eurolandu, jeśli nie wdroży uzgodnionych reform.
- Stopa bezrobocia w USA w styczniu 2012 roku wyniosła 8,3%, wobec 8,5% w grudniu 2011 roku. Liczba miejsc pracy w USA poza rolnictwem wzrosła w styczniu o 243tys. wobec 203tys. po korekcie miesiąc wcześniej.

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	1.845	-0.009
USAGB 10Y	1.922	-0.003
POLGB 10Y	5.547	-0.009
Dotyczy benchmarków Reuters		

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


Indeks zaskoczeń płaski (gdyż na razie PMI do niego nie wchodzi), natomiast była to dana, która mogła przyczynić się do zmiany sentymentu i przeszacowania faktycznych oczekiwań na najbliższe odczyty danych ze sfery realnej. Stąd można się spodziewać pewnego osłabienia momentum indeksu zaskoczeń, co będzie spójne z powolnym hamowaniem polskiej gospodarki.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Bliskie oczekiwań rynkowych odczyty danych z gospodarki strefy euro przełożyło się na obniżenie indeksu zaskoczeń. Niemniej najbardziej istotne dane z poprzedniego tygodnia (PMI) pozostają w mocy, tak samo jak trend wzrostowy na oczekiwaniach.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


Kilka słabszych danych o mniejszej wadze przesunęło oczekiwania w dół podczas gdy lepsze publikacje większego kalibru (NFP, ISM) zaskoczyły pozytywnie, co pozwoliło na dużą reakcję indeksu zaskoczeń.

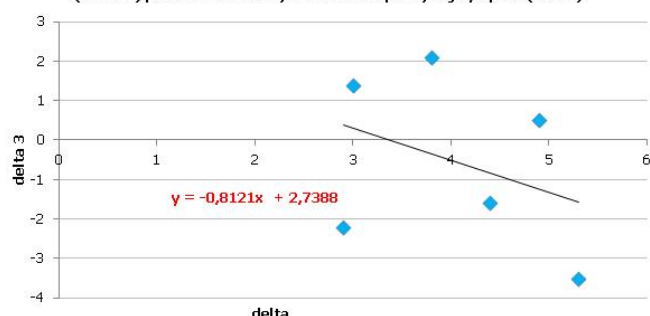
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

USA: powrót na ścieżkę wzrostu szybszy od oczekiwań

Mimo dość pesymistycznych komentarzy o „efektach stycznia” w odczytach NFP rynki finansowe dostały na koniec tygodnia pozytywną niespodziankę. Oliwy do ognia dodały dane z sektora usług, w których zaskoczenie było porównywalne do tego wygenerowanego danymi z rynku pracy. W konsekwencji indeks S&P ustanowił nowe maksima a 10 letnie treasuries wzrosły w rentowności o ponad 10pb (najmocniejszy wzrost w ciągu dnia od kilku miesięcy). Kurs EURUSD pozostał bardzo zmienny po publikacji (ponad 120 punktów zmienności na dużym wolumenie), dzień jednak zakończył w okolicach otwarcia.

Liczba nowych miejsc pracy wzrosła w styczniu o 243tys. (konsensus 150tys.) zaś dane za cały rok (doroczna rewizja) zostały przeszacowane w górę łącznie o 138tys. W sektorze prywatnym powstało 257tys. etatów, w sektorze rządowym ubyło 14tys. Solidny wzrost wystąpił w przetwórstwie (+50tys.), usługach (+176tys.), a nawet budownictwie (+21tys.). Co ciekawe, liczba etatów kurierskich praktycznie nie spadła (a zwykle po grudniu występowała korekta), do czego przyczyniła się prawdopodobnie wyjątkowo łagodna zima; cały agregat znajduje się prawdopodobnie w niewielkim stopniu pod jej wpływem. Liczba przepracowanych godzin (wszyscy pracownicy) nie zmieniła się, o 4 centy wzrosły jednak godzinowe płace. Przechodząc do ankiety dot. gospodarstw domowych, stopa bezrobocia spadła do 8,3% z 8,5% w poprzednim miesiącu. Choć w dół zrewidowana została stopa aktywności zawodowej (obecnie 58,5%), za obniżenie stopy bezrobocia w ujęciu miesięcznym odpowiedzialny jest przede wszystkim odpływ liczby bezrobotnych i zwiększenie zatrudnienia, łącznie około 1 mln osób, choć i liczba osób poza zasobem pracy wzrosła znacznie (1,1mln). Nieco wzrosła liczba osób zatrudnionych w niepełnym wymiarze oraz liczba „marginalny attached to labor force” (różnica z pracownikami zniechęconymi polega na tym, że zniechęceni nie wierzą, że ich wysiłki zmierzające do znalezienia pracy będą owocne, natomiast marginalny-attached nie szukają pracy z innych powodów); w obu przypadkach zmiany wpisują się w miesięczną zmienność tych grup bezrobotnych.

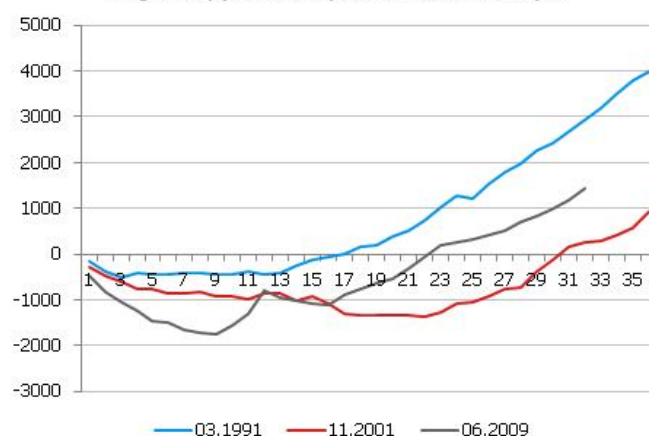
ISM w usługach - rozkład przyrostów w kolejnych 3 miesiącach (delta3) po obserwowanym wzroście powyżej 2,8 pkt. (delta)



Odnosnie sektora usług już wysoki odczyt brytyjskiego PMI wcześniej rano dawał do myślenia. Amerykański ISM wyniósł w styczniu do 56,8pkt. (konsensus rynkowy około 54pkt.), zaś „stary ISM dla usług” zbliżył się do 60pkt. Kompozycja jest bardzo obiecująca, choć jak zwykle przy skokach w górę należy zachować wstrzeźliwość interpretacyjną (patrz wykres - sporo z takich wystrzałów spotyka się z korektą w ciągu

następnych 3 miesięcy), jako że sporo ze wzrostów wynika prawdopodobnie z odwrotnego przeszacowania nadmiernie pesymistycznych oczekiwań. W ten sposób wygenerowały się prawdopodobnie wzrosty zatrudnienia (57,4pkt., +7,6pkt.), nowych zamówień (59,4pkt., +4,8pkt.), nowych zamówień eksportowych (56,5pkt., +5,5pkt.). Dobrze wróżą (już bez przesady, pewnie nieco mniej emocjonalne wskaźniki) spadki tempa dostaw, dalszy spadek zapasów, czy prawie 50pkt. oszacowanie opóźnień w realizacji zamówień (jeszcze niedawno było 45pkt.). Negatywny wydaje się tylko sentyment odnośnie zapasów (wciąż zbyt wysokie), niemniej z uwagi na niewielką zmienność tego agregatu (poza tym taki stan trwa już 176 miesięcy...) ma to pewnie związek od postępującą od wielu lat tendencją do redukcji kosztów. Komentarze dołączane do ankiet są bardzo pozytywne, z wyjątkiem sektora finansowego, który utyskuje na słabe tempo wzrostu kredytów dla SME.

NFP skumulowane od miesiąca określającego najniższy punkt w cyklu koniunkturalnym



Jak już wspomniano, dane z sektora usług należy potraktować z rezerwą, gdyż da się je poprawnie ocenić dopiero w kolejnych miesiącach. Niemniej pokazują one bezsprzecznie, że gospodarka na pewno nie spowalnia. Taki sam przekaz niosą za sobą NFP. I choć daleko im jeszcze do wzrostów osiąganych podczas ostatnich epizodów ożywienia (wyłączając specyficzny okres po recesji z 2001 roku, patrz wykres) również nie wykazują one oznak spowolnienia. Wprawdzie jedna (no, może kilka) jaskółka wiosny nie czyni, polityka FOMC polegająca praktycznie na obietnicy bezwarunkowego dostarczenia QE w kontekście nie osiągnięcia celów długookresowych może być w najbliższym czasie kontestowana, zwłaszcza jeśli nie dojdzie do pogorszenia momentum w danych finansowych i danych makro o większej częstotliwości. Już teraz pojawiają się głosy (Bullard, w tym roku nie głosuje, ale był pierwszym popierającym QE i zarazem dość dużym poplecznikiem Bernanke w tej kwestii) odnośnie odstawienia QE oraz zbyt pochopnego zobowiązania do rekordowo niskich stóp procentowych do końca 2014 roku. Z Bernanke wypowiadającym się na razie w przeciwnym kierunku, przyzwolicie rosnącą gospodarką, kwestią czasu pozostaje wygenerowanie większych oczekiwań inflacyjnych, co przy kończącym się Operation Twist może być negatywnym czynnikiem dla dłuższych obligacji.



EURUSD fundamentalnie

EUR na otwarciu dużo słabsze. W piątek wspólna waluta po publikacjach danych z gospodarki strefy euro stopniowo umacniała się. Po publikacji bardzo dobrych danych z amerykańskiego rynku pracy nastąpiło najpierw umocnienie, potem osłabienie (duże lepsze od oczekiwań rynkowych NFP oraz spadek stopy bezrobocia). Później kurs stopniowo odrabiał straty powracając w okolice poprzednich poziomów. Weekendowe negocjacje Grecji w sprawie redukcji zadłużenia oraz PSI nie przyniosły jeszcze ostatecznego rozstrzygnięcia. KE i MFW naciskają na Grecję, aby wdrożyła kolejne reformy, do których niechętni są polityczni liderzy. Szef strefy euro ostrzegł, że może dojść do bankructwa Grecji, jeśli nie zostaną wprowadzone kolejne reformy. Dalsze zawirowania wokół greckich negocjacji oraz w sprawie dalszych reform będą negatywnie oddziaływać na kurs EURUSD. Tylko pozytywne rozstrzygnięcie może wygenerować pozytywny sygnał dla EUR. W tym tygodniu kalendarium mniej obfite w publikacje danych makro. Przede wszystkim uwaga inwestorów będzie zwrócona na decyzje EBC w sprawie stóp procentowych oraz konferencję Draghiego (po ostatnich publikacjach dobrych danych marko prawdopodobnie EBC pozostawi stopy na niezmienionym poziomie).

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

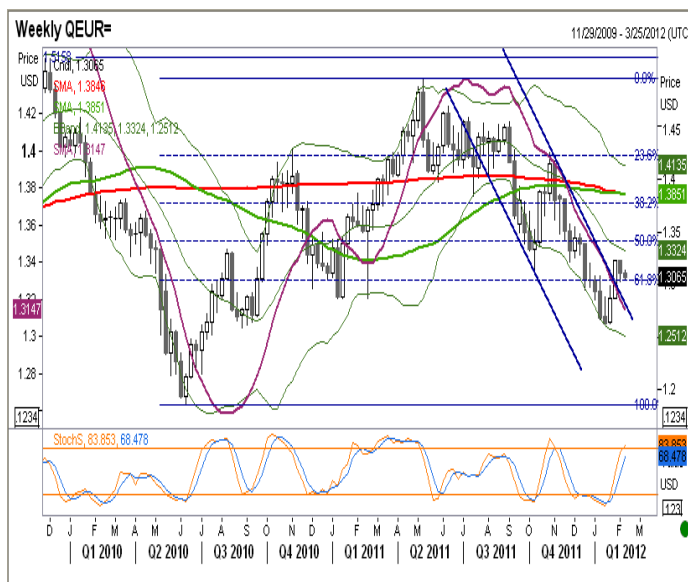
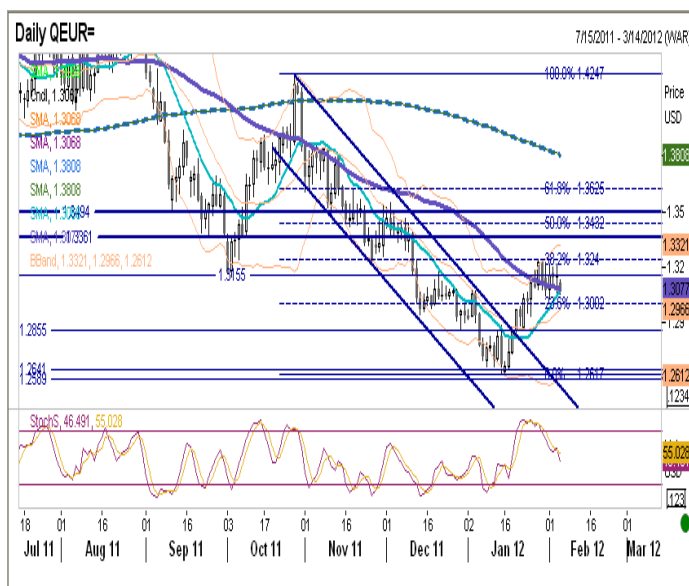


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Notowania w ujęciu tygodniowym zostały wydźwignięte poza 61,8% Fibo, jednak na wykresie dziennym wsparcie na średniej MA55 jest powoli erodowane. Na wykresie 4h notowania wylały się z kanału aprecjacyjnego. Choć na wykresie 1h (i prawie na 4h) kurs jest już poważnie wykupiony dużo bardziej prawdopodobna jest kontynuacja ruchu w dół na przestrzeni najbliższych dni. Neutralnie, uwaga na Grecję (ostateczna decyzja dziś o 11:00).

Wsparcie	Opór
1,3021	1,3240
1,3000	1,3200
1,2950	1,3135/55





EURPLN fundamentalnie

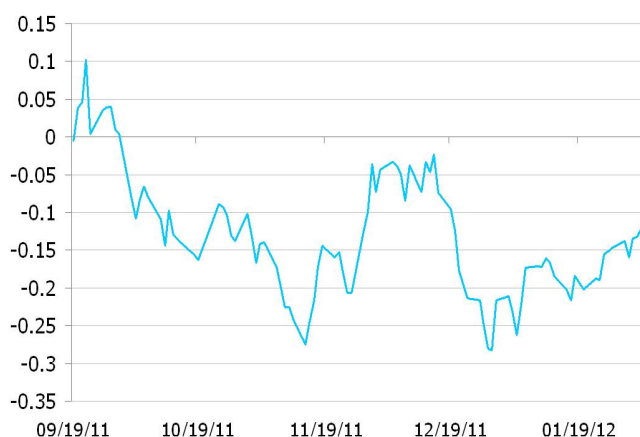
Złoty na otwarciu słabszy. W piątek umocnił się w ślad za danymi z amerykańskiego rynku pracy. Napływające dobre dane z gospodarki amerykańskiej przekładają się na poprawę globalnego sentymentu oraz wzrostu apetytu na ryzyko. Nadal brak rozstrzygnięcia w sprawie redukcji greckiego zadłużenia przekłada się na osłabienie złotego. W tym tygodniu z danych lokalnych złoty będzie pod wpływem oczekiwań na decyzję oraz komunikat RPP w sprawie stóp procentowych. Podwyższona inflacja oraz wysokie oczekiwania inflacyjne odsunęły w czasie oczekiwania na obniżki stóp procentowych; mocniejszy złoty powinien jednak zapobiegać dalszej eskalacji retoryki RPP. Z danych globalnych o potencjalnym wpływie na kurs będzie decyzja EBC w sprawie stóp procentowych oraz konferencja Dragiego. Dziś złoty raczej będzie pod wpływem dalszych wydarzeń w sprawie redukcji zadłużenia Grecji i PSI.

EURPLN technicznie

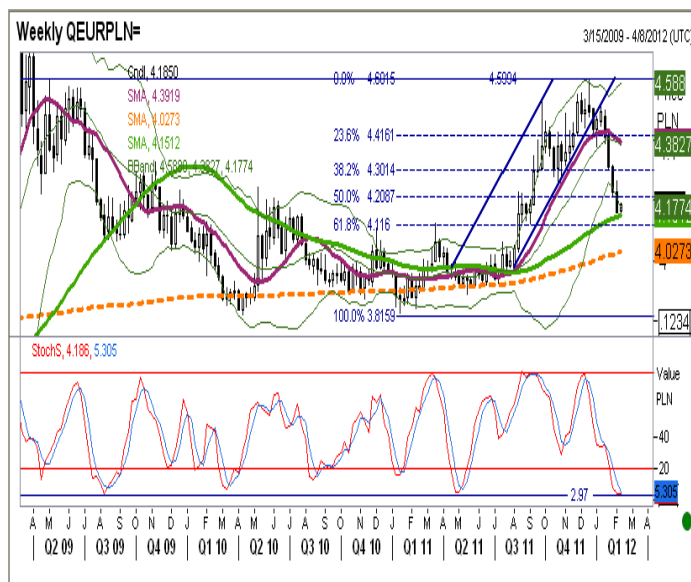
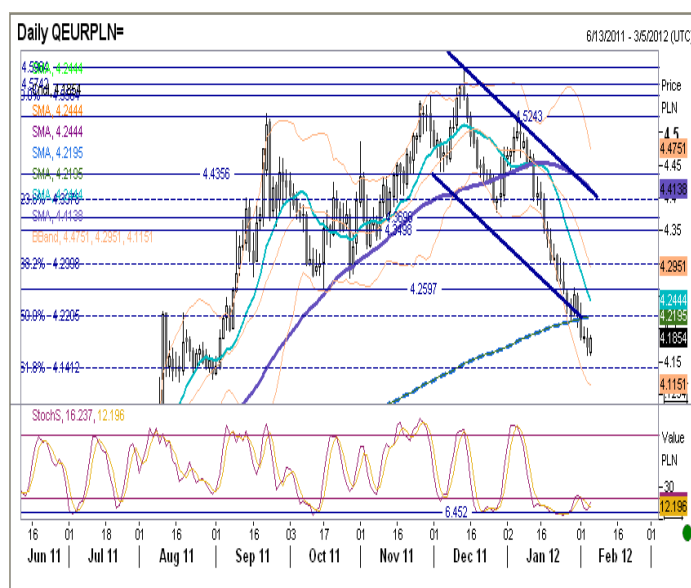
Notowania oddaliły się od poziomów wejścia. Na wykresie tygodniowym osiągnięty został cel na poziomie średniej ruchomej MA55. Możliwe, że skala ruchu zostanie przeciągnięta do Fibo (4,1116), jednak notowania są już mocno wykupione (najmocniej od 2009 roku). Na dziennej nie ma na razie żadnej niekorzystnej formacji świecowej, notowania mogą wciąż celować w 4,14. Z uwagi na mało korzystny stosunek zysk/strata warto dziś utrzymać pozycję neutralną.

Wsparcie	Opór
4,1400	4,2600
4,0600	4,2205
4,0000	4,2120

Czynnik krajowy* w EURPLN



* Wykres przedstawia resztę 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.

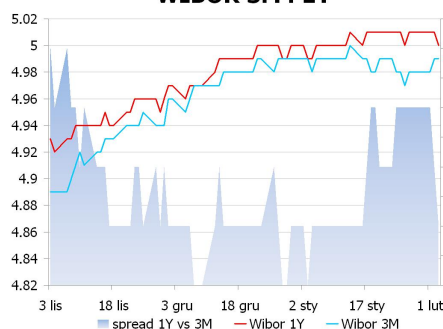




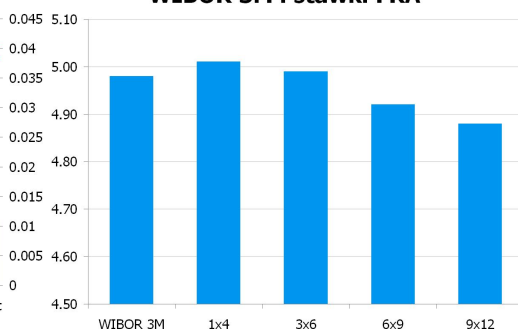
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.97	5.02	ON	4.0	4.5	EUR/PLN	4.1932
2Y	4.865	4.90	1M	4.5	5.0	USD/PLN	3.1848
3Y	4.8	4.83	3M	4.4	4.9	CHF/PLN	3.4784
4Y	4.785	4.82					
5Y	4.795	4.83					
6Y	4.813	4.84					
7Y	4.83	4.86					
8Y	4.852	4.88					
9Y	4.869	4.90					
10Y	4.865	4.90					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.74	4.79	EUR/USD	1.3111
1x4	4.95	5.01	EUR/JPY	100.48
3x6	4.96	4.99	EUR/PLN	4.1641
6x9	4.89	4.92	USD/PLN	3.1669
9x12	4.82	4.88	CHF/PLN	3.4450

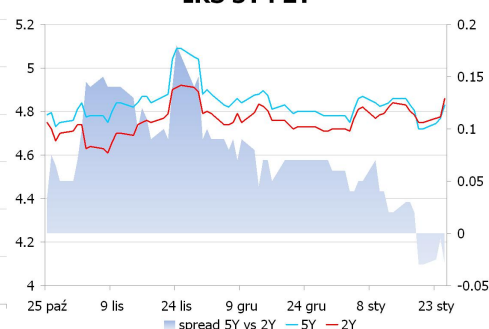
WIBOR 3M i 1Y



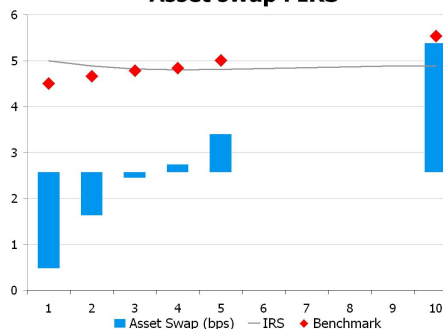
WIBOR 3M i stawki FRA



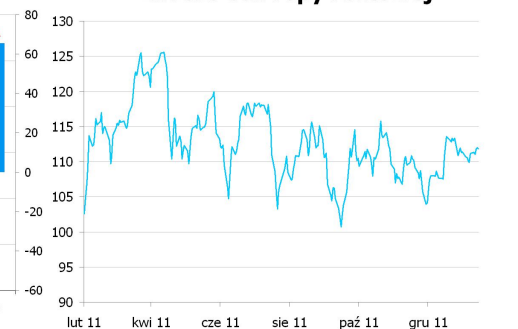
IRS 5Y i 2Y



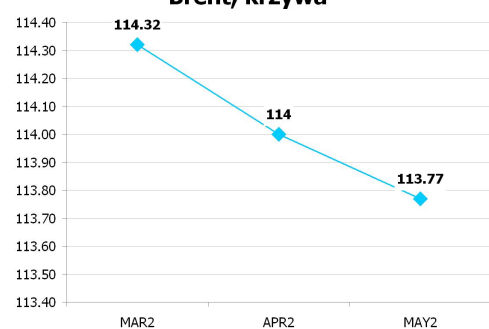
Asset swap i IRS



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 OBROTCIE 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.