



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.ziemińska@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	consensus		
13.02.2012 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	C/A (mln EUR)	gru	-1027	-1192	-1113 (r)	-1337
14.02.2012 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	sty		5.0	4.1	5.5
11:00	GER	Indeks koniunktury ZEW (pkt)	lut		-11.8	-21.6	5.4
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		-1.2	0.0	-1.1
14:00	POL	M3 r/r (%)	sty	13.7	12.9	12.4	13.7
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	sty		0.7	0.0 (r)	0.4
15.02.2012 ŚRODA							
8:00	GER	PKB prelim. kw/kw (%)	Q4		-0.3	0.5	
11:00	EUR	PKB prelim. kw/kw (%)	Q4		-0.4	0.1	
14:00	POL	CPI r/r (%)	sty	4.4	4.3	4.6	
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt)	lut		14.1	13.5	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		0.6	0.4	
16:00	USA	Indeks NAHB (pkt)	lut		26	25	
20:00	USA	FOMC Minutes					
16.02.2012 CZWARTEK							
9:00	CZH	CPI r/r (%)	sty		3.2	2.4	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sty	0.9	1.2	2.3	
14:00	POL	Place r/r (%)	sty	5.3	4.9	4.4	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	11.02.			358	
14:30	USA	Building permits SAAR (tys.)	sty		680	671	
14:30	USA	Housing starts SAAR (tys.)	sty		670	657	
14:30	USA	PPI m/m (%)	sty		0.3	-0.1	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	lut		8.4	7.3	
17.02.2012 PIĄTEK							
14:30	USA	CPI m/m (%)	sty		0.3	0.0	
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sty	10.5	9.2	7.7	
14:00	POL	PPI r/r (%)	stv	8.5	8.1	8.1	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** Dziś o 14:00 GUS opublikuje dane o inflacji. Nasza prognoza na poziomie 4,4% obarczona jest ryzykiem w górę z uwagi na trudno przewidywalne zmiany cen administracyjnych. Wczorajszy odczyt inflacji z Węgier również generuje ryzyko w górę z uwagi na ceny żywności, choć w tym konkretnym miesiącu wnioskowanie na podstawie dobrze ugruntowanych korelacji może być utrudnione z uwagi na zmiany stawek VAT, które zostały wprowadzone na Węgrzech z dniem 1 stycznia.
- **Gospodarka globalna.** Publikacja ze strefy euro i Niemiec wstępnych odczytów PKB za IV kwartał. W obu przypadkach oczekiwana jest krótkotrwała recesja, która powinna się zakończyć na wiosnę. Ponadto zza oceanu poznamy produkcję przemysłową, gdzie rynek spodziewa się lepszych danych. Na produkcję in plus oddziałuje silniejsza konsumpcja, a z kolei in minus wpływa łagodniejsza zima (mniejsze zapotrzebowanie na ciepło - nie jest to jednak element przetwórstwa przemysłowego, które będzie głównie śledzone przez rynek). W centrum uwagi „Minutes” z ostatniego posiedzenia FOMC, które odsłonią szczegóły dyskusji członków w sprawie stanu gospodarki oraz uwarunkowań wprowadzenia QE3.

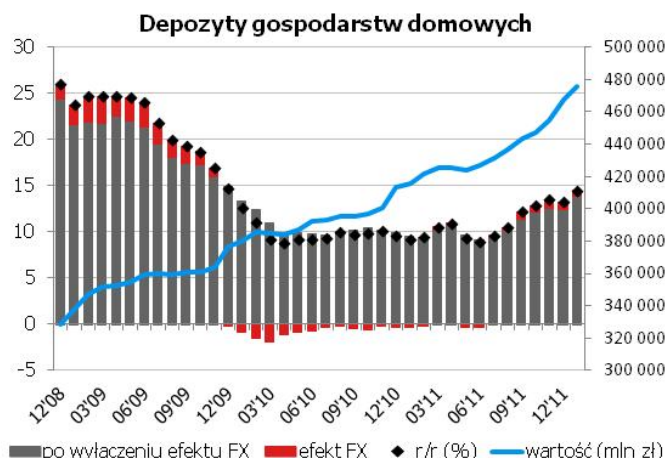
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Rostowski: Stopa bezrobocia będzie się obniżała, bo gospodarka wychodzi z kryzysu. W 2012 roku nie ma zagrożenia dla stabilności finansów publicznych.
- Belka: Umacniający się w ostatnich miesiącach złoty wpływa na perspektywę powrotu inflacji do celu. (...) NBP wpłaci do budżetu zysk za 2011 rok.
- Allen (MFW): Rezerwy walutowe Polski są ogólnie na poziomie adekwatnym, jednak pewien ich wzrost byłby pożądanym.
- Juncker (szef eurogrupy): Planowane na środę w Brukseli spotkanie ministrów finansów strefy euro ws. pomocy dla Grecji nie odbędzie się, ponieważ Ateny nie spełniły wszystkich zobowiązań.

Decyzja RPP (7.03.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.929	0.011
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.943	0.014
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.579	-0.010
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

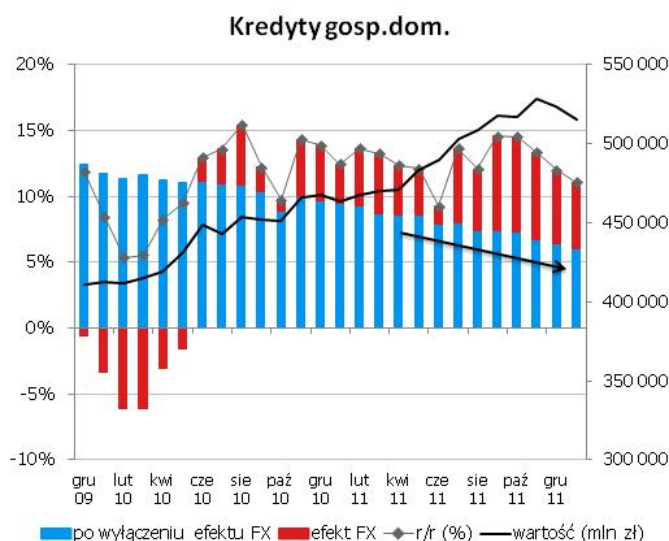
Wzrost podaży pieniądza przyspieszył w styczniu do 13,7% r/r

Wartość podaży pieniądza wzrosła w styczniu zgodnie z naszymi oczekiwaniami 13,7% r/r wskazując na umocnienie trendu wzrostowego (konsensus prognoz plasował się na poziomie 12,9%). W ujęciu miesięcznym zgodnie ze wzorcem sezonowym wartość M3 zmalała o 6,87 mld zł przekładając się na dynamikę -0,8% m/m. Utrzymany został silny wzrost depozytów gospodarstw domowych (8,3 mld zł w stosunku do grudnia w porównaniu do 2,7 mld zł rok wcześniej) wspierany rosnącym oprocentowaniem (od czasu ostatniej podwyżki stopy repo w czerwcu 2011 średnie oprocentowanie nowych umów złotych wzrosło 0,7pp.) oraz kontynuowanym odpływem środków z funduszy inwestycyjnych (szacowane saldo wpłat i wypłat za styczeń wyniosło -0,4 mld zł). Przełożyło się to na wzrost kontrybucji depozytów detalicznych do wzrostu całego agregatu M3 powyżej 8pp. Po wyłączeniu efektu kursu walutowego wzrost w ujęciu rocznym depozytów gospodarstw domowych silnie przyspieszył do poziomu 13,9% (wobec 12,4% w grudniu). Równolegle nastąpił spadek wartości depozytów przedsiębiorstw (spadek o 2,6 mld zł przełożył się na miesięczną dynamikę -7,1%) spowodowany m.in. odtworzeniem sald na kontach rozrachunkowych po rozpoczęciu nowego roku bilansowego oraz wypłatami premii i nagród. Rosły też depozyty niemonetarnych instytucji finansowych - zwłaszcza funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, które trzymały w bankach 42 mld zł.



Po stronie należności kontynuowany jest trend spadkowy wartości kredytów detalicznych (po wyłączeniu efektu kursu walutowego roczna stopa wzrostu spadła do 6%) oraz trend wzrostowy kredytów korporacyjnych (wzrost 15,6% r/r po wyłączeniu efektu kursu). Tak wysoka dynamika po stronie przedsiębiorstw przekłada się na dalszy wzrost wartości kredytów inwestycyjnych - w styczniu jego tempo mogło osiągnąć nawet 30% r/r, co jest zgodne z naszym scenariuszem kontynuowania projektów inwestycyjnych oraz odbudowywania mocy produkcyjnych. Spadek wartości kredytów detalicznych nie jest zaskoczeniem, jednak dokładny wpływ wprowadzonej w pełni od stycznia Rekomendacji S II (przede wszystkim obniżającej istotnie zdolność kredytową) będziemy mogli ocenić dopiero po publikacji pełnych rozbić danych pod koniec miesiąca. Prognozujemy jednak, że w 2012r. wartość nowo-udzielanych kredytów mieszkaniowych spadnie o ok. 15 r/r, co powinno być już widoczne w dokładnych danych styczniowych. W kolejnych

miesiącach wymienione komponenty agregatu M3 powinny pozostać w trendzie.



Istotna poprawa sentymentu analityków niemieckich

Indeks ZEW określający oczekiwania wśród niemieckich analityków i inwestorów finansowych wzrósł w lutym aż o 27 pkt. do poziomu 5,4pkt (dodatnia wartość wskazuje na pierwszą od 8 miesięcy przewagę odpowiedzi pozytywnych nad negatywnymi). Indeks znajduje się w trendzie wzrostowym od 3 miesięcy, przy czym w styczniu także obserwowaliśmy silny przyrost - aż o 32,2 pkt. co daje sumaryczny wzrost prawie 60 pkt. w dwa miesiące i nie zdarzyło się dotąd w historii publikacji. Taki nieoczekiwany wzrost (rozkład prognoz skupiał się wokół przedziału (-20)-(-10) pkt z maksymalną wartością 0,0pkt) wynikać może z wcześniejszego bardzo pesymistycznego formułowania oczekiwań (ZEW obniżył się blisko poziomów z kryzysu 2008/09 podczas gdy realne dane i indeks ZEW opisujący sytuację bieżącą pozostawały na zdecydowanie wyższych poziomach) i obecnej szybkiej korekty przy nierealizowaniu się negatywnych scenariuszy (np. bankructwa Grecji).



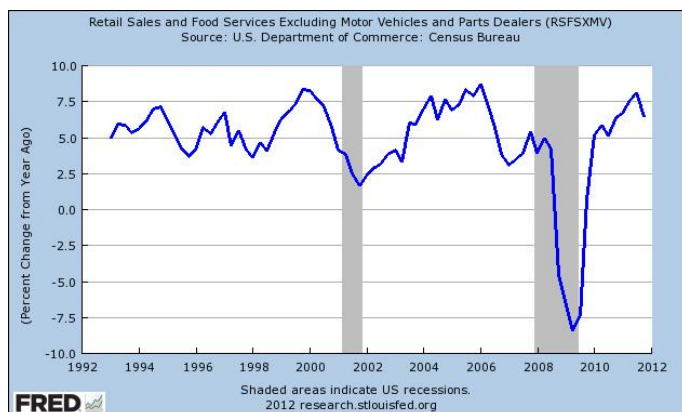
Indeks ZEW opisujący sytuację bieżącą także wzrósł w lutym - do poziomu 40,3pkt, pierwszy raz od sierpnia sygnalizując odwrócenie krótkookresowego trendu (średnia 3-miesięczna, patrz wykres). Wzrost ten także przerósł oczekiwania rynku - rozkład prognoz skupiał się wokół średniej 30,7 pkt, z maksymalną wartością 35,0 pkt.

Odczyt jest spójny z pozostałymi indeksami koniunktury gospodarki niemieckiej (choć dla nich rozkład prognoz nie odbiegał tak znacząco od odczytu), co przy braku negatywnych szoków politycznych powinno zwiastować powrót Niemiec na ścieżkę wzrostu już w I kw. 2012r. Dobrego nastroju po danych nie przyćmiła nawet temperująca dobry nastrój wypowiedź z OECD o starzejącej się populacji Niemiec i przeregulowaniu gospodarki (m.in. w sektorze usług i na rynku pracy), które to czynniki mogą zaburzyć kreśloną przez wskaźniki koniunktury ścieżkę ożywienia.

Dane o sprzedaży detalicznej, mimo rewizji danych grudniowych w kontekście konsumpcji są dość optymistyczne. Do kontynuacji tego pozytywnego trendu potrzebna będzie jeszcze poprawa poziomu oczekiwań co do przyszłych dochodów gospodarstw domowych. Ostatni odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan nie spełnia tego warunku, choć może być to przejściowe zaburzenie. Dopóki sytuacja na rynku pracy poprawia się, konsumpcja prawdopodobnie utrzyma umiarkowany, lecz jednak trend wzrostowy. Zaburzenia na rynku pracy (i dalsze oddalenie od równowagi preferowanej przez FOMC), będzie natychmiastowym przyczynkiem do uruchomienia QE3. Uważamy natomiast, że Fed da sobie czas co najmniej do kwietnia aby obserwować gospodarkę. Dzisiejsza publikacja „Minutes” być może dostarczy kolejnych informacji w tym zakresie.

USD: dobra sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych wzrosła w styczniu o 0,4% m/m po stagnacji w grudniu (rewizja w dół z 0,1%) wobec rynkowego konsensusu na poziomie 0,7%. Po wyłączeniu samochodów sprzedaż wzrosła znacznie silniej (wzrost o 0,7% m/m w styczniu wobec spadku o 0,5% m/m w grudniu - kreśląc roczne tempo wzrostu tego agregatu widać, że po po-recesyjnym nadrobieniu wzrost się powoli załamuje). Najwyższą dynamikę zanotowała sprzedaż żywności i napoi (wzrost o 1,3% m/m), paliw na stacjach (wzrost o 1,4% m/m), artykułów sportowych, książek, muzyki (wzrost o 1,1% m/m) oraz poza sklepami detalicznymi (wzrost o 2,0% m/m). Wzrost sprzedaży paliw wynika ze wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych w związku z napięciem powstałym wokół Iranu (nałożenie embarga na eksport ropy). Spadek sprzedaży zanotowały (oprócz wspomnianej sprzedaży samochodów) m.in. meble oraz farmaceutyki i parafarmaceutyki.



Styczniowy wzrost sprzedaży detalicznej implikowany jest m.in. dwoma efektami: ciepłej zimy, co znajduje odzwierciedlenie w sprzedaży poza sklepami detalicznymi oraz wzrostem cen paliw na stacjach. W przypadku sprzedaży samochodów analitycy spodziewali się wyższej sprzedaży. Błąd w tej kategorii wydaje się zagadkowy z uwagi na publikowane wcześniej dane o sprzedaży samochodów (korelacja jest zwykle bardzo duża); można próbować to tłumaczyć sprzedażą coraz mniejszych i tańszych samochodów w związku z wysokimi cenami paliw, jednak trudno oczekiwać, że zmiany strukturalne, które przebiegały latami po kryzysach naftowych lat 70-tych obecnie zrealizują się w zaledwie kilka miesięcy.



EURUSD fundamentalnie

EUR na otwarciu silniejsze. Wczoraj dużo lepszy odczyt indeksu ZEW w Niemczech niewiele przełożył się na umocnienie EUR. Później dominowali sprzedający, a oliwy do ognia dodawały kolejne komentarze odnośnie środowego szczytu, łącznie z przełożeniem go na czas nieokreślony (koniec tygodnia?). Spadkowy trend na krótko wytrzymała publikacja dobrej sprzedaży detalicznej (mimo odczytu poniżej konsensusu). W centrum uwagi dzisiaj będzie szczyt ministrów finansów w sprawie kolejnego pakietu pomocowego dla Grecji (a właściwie już tylko conference call, bez fizycznej obecności ministrów), gdzie raczej nie należy spodziewać się podjęcia jeszcze ostatecznych decyzji, gdyż przeważają głosy, że Grecja w dalszym ciągu nie spełnia warunków udzielenia pomocy (kluczowe teraz wydaje się zobowiązanie odnośnie kontynuacji reform po wyborach parlamentarnych w kwietniu). Wieczorem poznamy szczegóły dyskusji z ostatniego posiedzenia FOMC, które istotnie mogą oddziaływać na kierunek pary EURUSD. Napływające odczyty danych makro z Europy (wstępne odczyty PKB) oraz USA (przede wszystkim produkcja przemysłowa) również pozostaną istotne.

EURUSD technicznie

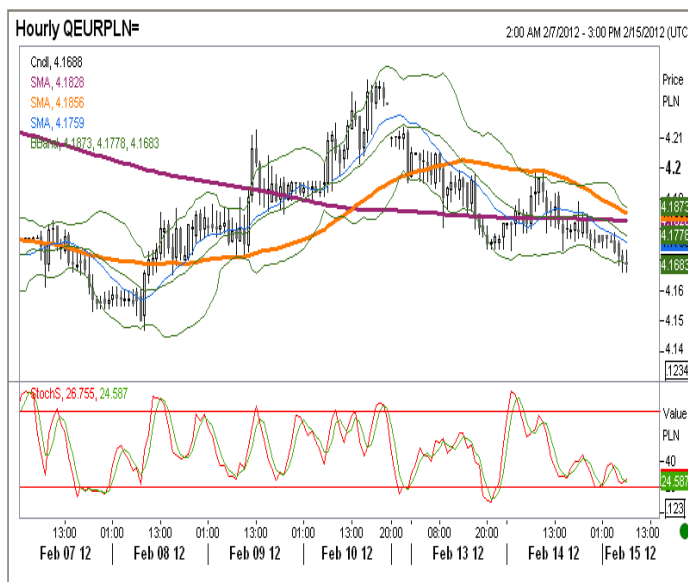
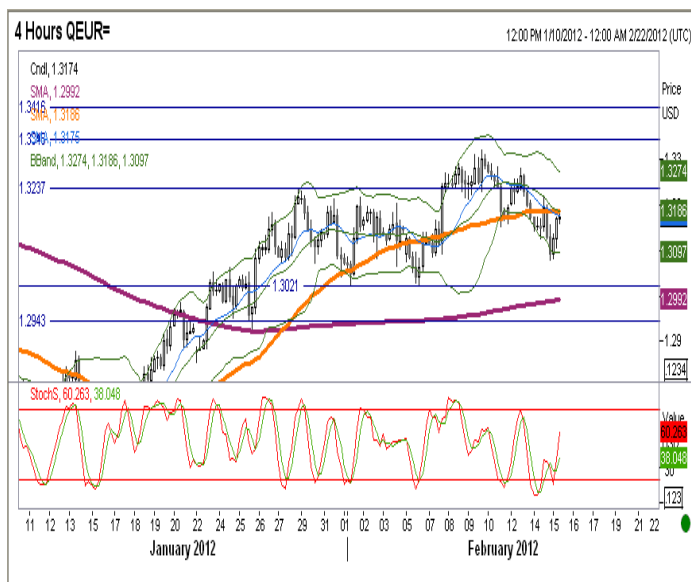
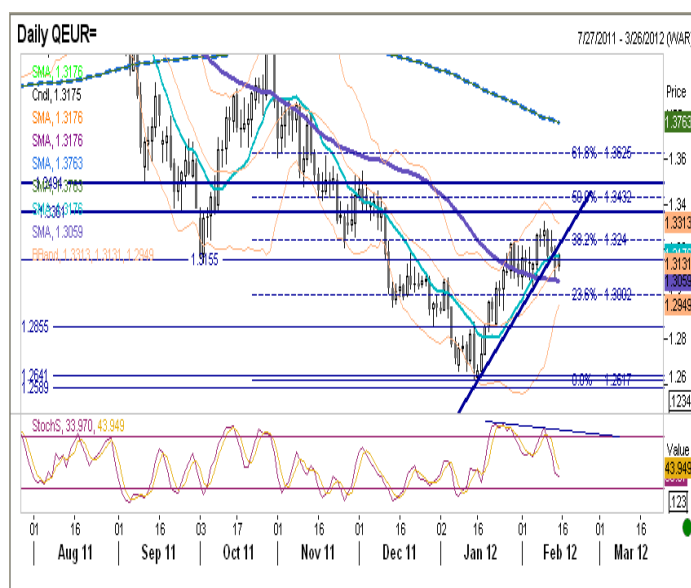
Dywergencja, na dziennym wykresie okazała się skutecznym sygnałem. Notowania wciąż poniżej linii krótkoterminowego trendu (choć w ostatnim czasie EURUSD łamał już raz linię trendu wzrostowego i korekta nie została zahamowana). Cele możliwe do osiągnięcia dziś można wyznaczyć, podobnie jak wczoraj na 1,3080/90, później 1,3000. Notowania mają problemy z przebieciem przez średnia na wykresach 1h i 4h. Neutralnie z uwagi na dane makro i wydarzenia polityczne. Uważamy, że mamy do czynienia w dalszym ciągu z konsolidacją.

Wsparcie	Opór
1,3080/90	1,3432
1,3000	1,3321/61
1,2855	1,3240

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnia 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

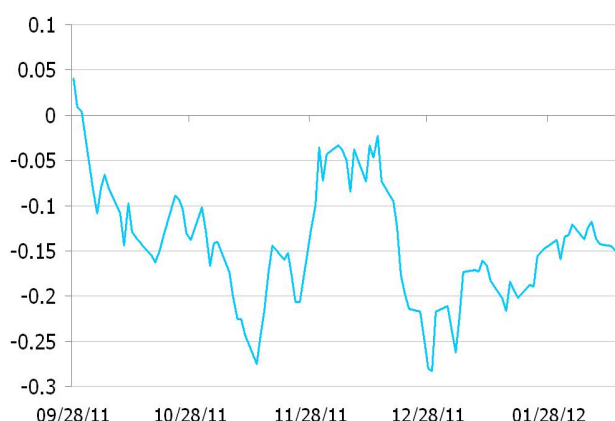
Złoty po wtorkowej sesji mocniejszy. Nocne osłabienie z poniedziałku na wtorek spójne z ruchami na EURUSD zostało w ciągu dnia odebrane po dobrych danych o niemieckim ZEWie (komentarz czytaj w sekcji analizy). Złotemu nie zaszkodziły też wypowiedzi prezesa Belki zapowiadające mniejszą skalę wymiany środków z UE na rynku przez MinFin. Belka podkreślił także, że mocniejszy złoty wpływa na perspektywę powrotu inflacji do celu, co w kontekście równoważących się wypowiedzi pozostałych członków RPP (relatywnie gołębiej Chojny-Duch i relatywnie jastrzębiego Rzońcy) nie zmienia odbioru ostatniego zrównoważonego komunikatu Rady. Dziś o 14 publikacja inflacji za styczeń. Jako że inflacja jest obecnie kluczową zmienną obserwowaną przez RPP, każda większa niespodzianka (powyżej 4,6-7%, poniżej 4,1-2%) będzie się przekładać na kontestację obecnego status quo przez uczestników rynku (a więc grę na podwyżki lub szybsze obniżki stóp procentowych), przekładając się na ruchy na złotym.

EURPLN technicznie

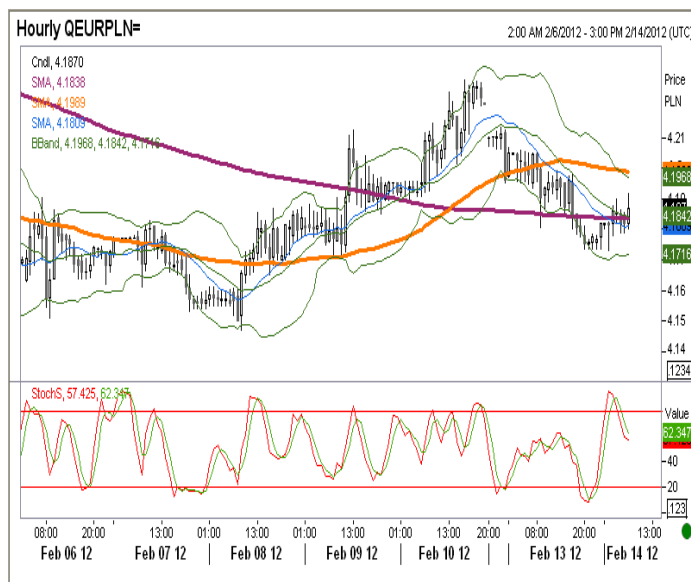
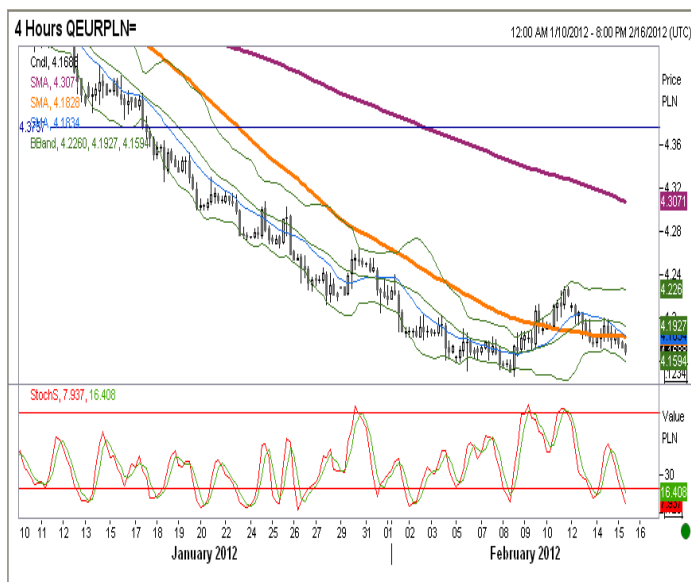
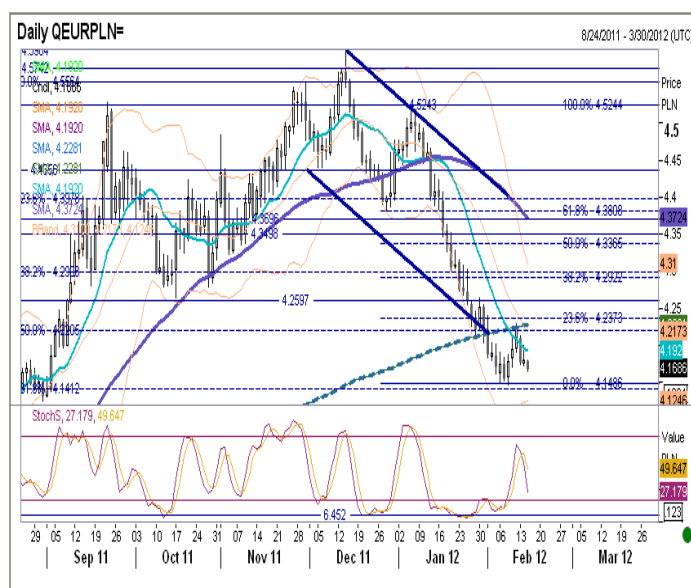
Bez zmian. Pozycja short otwarta na 4,2190 ze S/L 4,2300 (warto podnieść do 4,2400, aby uniknąć przypadkowego zamknięcia w pobliżu oporu) i T/P na poziomie ostatnich minimumów 4,1468. Nadwyrężone średnia MA55 na dziennym i 4-ro godzinny. Oscylator na wykresie dziennym przełamał się wyraźnie kierunku spadków EURPLN. Wyprzedzanie na wykresie 4h uprawdopodobnia korektę w górę w ciągu dnia, niemniej nie spodziewamy się, aby miała zasięg zdolny zagrozić bieżącej pozycji.

Wsparcie	Opór
4,1400/68	4,2205-4,2373
4,0587	4,1970
4,0000	4,1870

Czynnik krajowy* w EURPLN



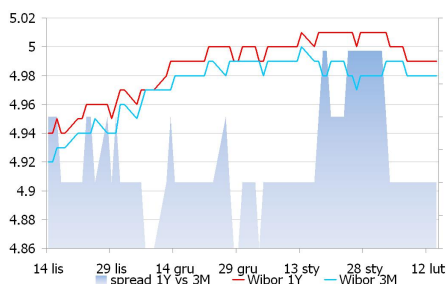
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



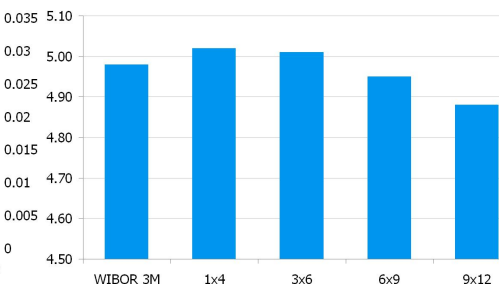


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.99	5.02	ON	4.2	4.4	EUR/PLN	4.1935
2Y	4.885	4.94	1M	4.5	4.7	USD/PLN	3.1801
3Y	4.835	4.89	3M	4.8	5.0	CHF/PLN	3.4701
4Y	4.83	4.88					
5Y	4.84	4.89	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.86	4.92	1x2	4.73	4.77	EUR/USD	1.3125
7Y	4.88	4.93	1x4	4.98	5.02	EUR/JPY	102.92
8Y	4.89	4.95	3x6	4.97	5.01	EUR/PLN	4.1741
9Y	4.9	4.96	6x9	4.92	4.95	USD/PLN	3.1812
10Y	4.91	4.96	9x12	4.84	4.88	CHF/PLN	3.4577

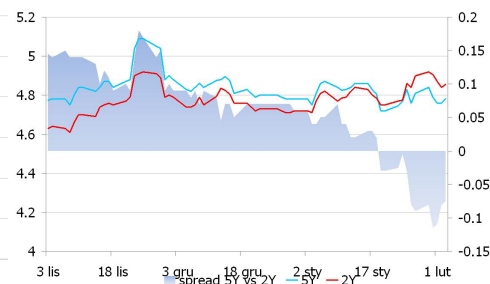
WIBOR 3M i 1Y



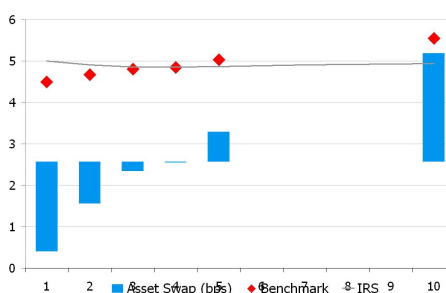
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



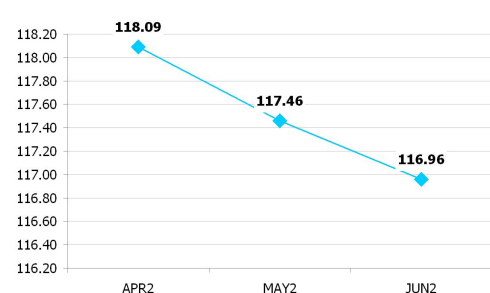
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYPANOWEGO 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.