



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		
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	0.6 (r)	-0.2
11:00	EUR	PKB prelim. kw/kw (%)	Q4		-0.4	0.1 (r)	-0.3
14:00	POL	CPI r/r (%)	sty	4.4	4.3	4.6	4.1
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt)	lut		14.1	13.5	19.5
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		0.6	1.0 (r)	0.0
16:00	USA	Indeks NAHB (pkt)	lut		26	25	29
20:00	USA	FOMC Minutes					
16.02.2012 CZWARTEK							
9:00	CZH	CPI r/r (%)	sty		3.2	2.4	3.5
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sty	0.9	1.2	2.3	0.9
14:00	POL	Place r/r (%)	sty	5.3	4.9	4.4	8.1
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	11.02.		365	361 (r)	348.0
14:30	USA	Building permits SAAR (tys.)	sty		680	671 (r)	676.0
14:30	USA	Housing starts SAAR (tys.)	sty		670	689 (r)	699.0
14:30	USA	PPI m/m (%)	sty		0.4	-0.1	0.1
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	lut		9.0	7.3	10.2
17.02.2012 PIĄTEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sty	10.5	9.2	7.7	
14:00	POL	PPI r/r (%)	sty	8.5	8.1	8.1	
14:30	USA	CPI m/m (%)	stv		0.3	0.0	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** O 14.00 GUS opublikuje produkcję przemysłową wraz z PPI. Na wyższą produkcję wskazują przede wszystkim lepsze wskaźniki koniunktury. Dodatkowo na in plus wpływa jeden dzień więcej w miesiącu oraz zeszłoroczny efekt 4 dni wolnych od pracy. PPI rośnie głównie z uwagi na wyższe ceny miedzi (6%) oraz ropy naftowej (5%). Dodatkowo na wzrost oddziałują podwyżki cen energii (niewielkie w porównaniu do poprzednich lat) oraz wzrost oczekiwań cenowych producentów wpływają.
- **Gospodarka globalna.** Z USA poznamy CPI, gdzie rynek po okresie stabilizacji spodziewa się wzrostu. Główną determinantą wzrostu inflacji jest skok cen paliw w związku z powstałym napięciem wokół Iranu (i nałożeniem embarga na eksport ropy naftowej).

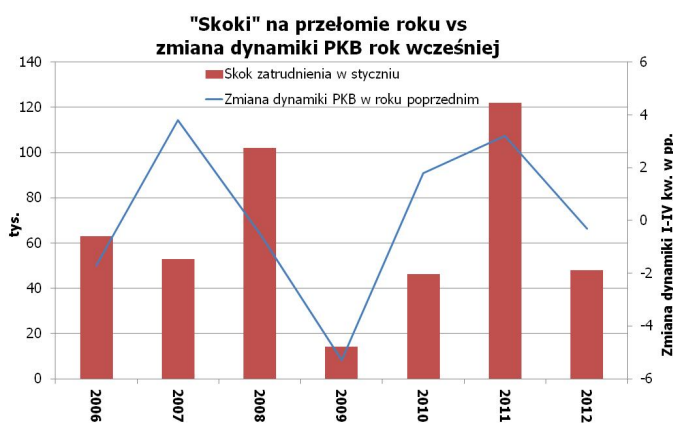
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **Winięcki (RPP):** Obecnie brak jest podstaw do ruchu na stopach procentowych, jednak ich podwyżki są bardziej prawdopodobne od obniżek. Jeśli pojawi się w najbliższych 2-3 miesiącach wniosek o zmianę poziomu stóp, to się za nim nie opowiem.
- **Rząd Grecji:** Grecja uzgodniła ze swymi międzynarodowymi wierzycielami, jak osiągnąć w tym roku redukcję budżetu o 325 milionów euro, co jest jednym z warunków otrzymania przez Ateny drugiego pakietu ratunkowego (130 mld euro).
- **UE:** Międzynarodowy plan ratunkowy dla Grecji nie jest wystarczający dla obniżenia długu publicznego tego kraju do planowanych 120% PKB do 2020 roku.

Decyzja RPP (7.03.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.889	0.018
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.986	0.010
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.531	0.021
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

Zaskakujący wzrost dynamiki wynagrodzeń, ale spada dynamika zatrudnienia

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w styczniu 2012 roku o 0,9% w ujęciu rocznym (i tyle samo w ujęciu miesięcznym), po 2,3% w poprzednim miesiącu, dokładnie o tyle ile oczekiwaliśmy. Nie jest to dana, która w jakikolwiek sposób zmienia nasz punkt widzenia odnośnie zatrudnienia, gdyż skokowa zmiana rocznego tempa wzrostu wynika z efektów statystycznych i jest odzwierciedleniem zmian w próbie przedsiębiorstw, a de facto sytuacji gospodarczej w 2011 roku (a więc przeszłej, patrz wykres). W dalszym ciągu spodziewamy się dalszego wyhamowania zatrudnienia w bieżącym roku jednak w skali znacznie mniejszej niż w 2009 roku; przekładając ten scenariusz na liczby oczekujemy miesięcznej dynamiki zatrudnienia średnio w przedziale $(-0,2)-0,0\%$, co może sprawić, że roczna dynamika zatrudnienia prawdopodobnie w kilku miesiącach roku obniży się poniżej zera.



W styczniu płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły aż o 8,1% r/r wobec 4,4% wzrostu zanotowanego w grudniu 2011 roku. Taki skok w rocznej dynamice to prawdopodobnie wynik przesunięcia nieregularnego komponentu wynagrodzeń (czytaj premii). W kolejnych miesiącach dynamika płac powinna zatem powrócić do przedziału 4-5% r/r. Systematyczne, choć łagodne pogorszenie sytuacji na rynku pracy powinno skutecznie szachować wzrost płac, ale jednocześnie nie będzie indukowało znacznego spadku ich dynamiki.

Ze względu na opóźniony względem cyklu koniunkturalnego charakter wynagrodzeń, obecne dynamiki nie powinny wpływać na nastawienie RPP. Dużo większy wpływ - jeśli kolejne dane potwierdzą systematyczny spadek inflacji - będą miały dane ze sfery realnej włączając dzisiejsze słabsze dane o zatrudnieniu. Pomimo, iż najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utrzymanie stóp bez zmian w I połowie 2012, w najbliższych miesiącach dojdzie do istotnego złagodzenia retoryki RPP (po kolejnych niższych odczytach inflacji i stopniowym spowolnieniu w gospodarce) oraz do wygenerowania oczekiwań na poluzowanie monetarne w II połowie 2012.

Realizujące się załamanie na rynku kredytów detalicznych, korporacyjne w trendzie

Raport NBP o sytuacji na rynku kredytowym w IV kw. 2011r. wskazuje na kierunek zaostrzania polityki kredytowej banków oraz spadek popytu wśród gospodarstw domowych. Na za-

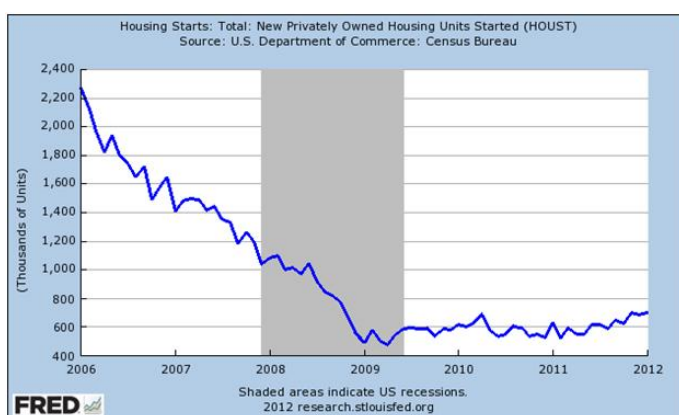
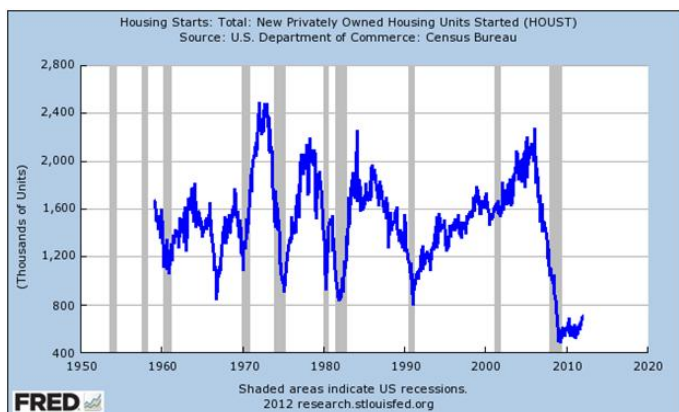
ostrzenie polityki kluczowy wpływ miało podwyższone ryzyko związane z przewidywaną sytuacją gospodarczą oraz zmiany regulacyjne dla sektora detalicznego. Podobnie jak w II kw. 2011r. banki wskazały na swoją sytuację kapitałową (bieżącą i przyszłą) jako silną determinantę zmian polityki kredytowej, co (choć nie spodziewamy się credit crunch'u) może dalej oddziaływać negatywnie w obliczu niepewności sektora bankowego w Europie. Odpowiedzi są zgodne z publikowanymi przez NBP agregatami monetarnymi, oczekiwania na I kw. 2012r. potwierdzają nasz scenariusz pozostania głównych agregatów kredytowych w obserwowanych trendach. Ankieta jest również spójna z naszymi prognozami makroekonomicznymi, szczególnie w zakresie możliwości wyhamowania konsumpcji.

Poniżej przedstawiamy wnioski z raportu dla kredytów w podziale na sektory:

- Po sześciu kwartałach obniżek marż dla przedsiębiorstw banki nieznacznie zaostrzyły politykę kredytową dla MSP (dla dużych przedsiębiorstw nie odnotowano istotnych zmian). Zgodnie z wzrastającymi wartościami wolumenów banki nie odnotowały istotnych zmian popytu w IV kw. 2011r. i spodziewają się dalszego jego wzrostu (gł. na kredyty krótkoterminowe).
- Podobnie dla kredytów mieszkaniowych zaostrzone zostały warunki kredytowe, szczególnie wymagany wkład własny i zabezpieczenia, wzrosły koszty obsługi kredytu. Wśród innych przyczyn wymieniane było wycofanie z oferty kredytów walutowych, niestabilna sytuacja na rynku walutowym i zaostrzenie zasad kalkulacji w związku z wdrożeniem nowych zapisów Rekomendacji S II. Dodatkowo na kryteria udzielania kredytów oddziałują niekorzystne prognozy sytuacji na rynku nieruchomości. Zgodnie z oczekiwaniami istotnie spadł popyt i tendencja ta będzie kontynuowana. Znaczący spadek popytu na kredyty mieszkaniowe związany jest z pogorszeniem się sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych i zmian w wydatkach konsumpcyjnych oraz zmianach w programie „Rodzina na swoim” i w kryteriach przyznawania tych kredytów.
- Banki nie dokonały znacznych zmian warunków udzielania kredytów konsumpcyjnych. Część złagodziła kryteria wskazując na spadek popytu, wzrost presji konkurencyjnej (przede wszystkim ze strony niebankowych instytucji finansowych) oraz poprawę jakości portfela. Wśród czynników warunkujących spadek popytu banki wymieniły zmniejszenie zapotrzebowania na finansowanie dóbr trwałego użytku i pogorszenie się sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych.

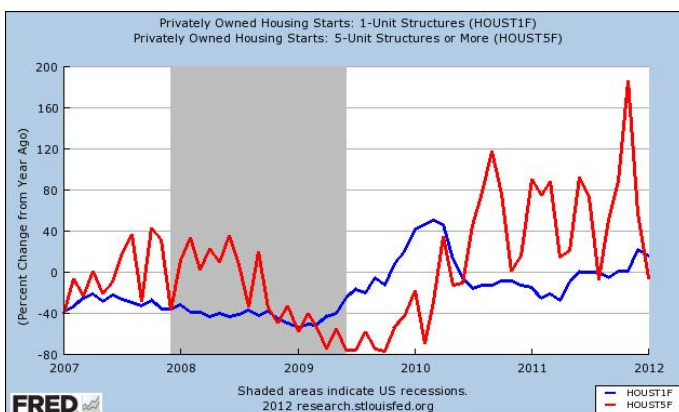
USA: dobre dane z rynku nieruchomości

Nowo-rozpoczęte budowy nieruchomości wyniosły w styczniu 699 tys. SAAR i były wyższe od danych grudniowych zrewidowanych na górze aż o 32 tys. do 689 tys. SAAR. Jednocześnie dane okazały się dużo wyższe od oczekiwań rynkowych ustalonych na poziomie 670 tys. Styczniowy wzrost jest częściowo efektem lepszej warunków pogodowych. Liczba wydanych pozwoleń na budowę z kolei wyniosła 676 tys. SAAR i była wyższa wobec grudnia tylko o 5 tys. Rynek nieruchomości powoli odbija się od dna (patrz wykresie), jednak w tempie zdecydowanie wolniejszym niż po okresach poprzednich recesji.



cie popytu na nieruchomości wielorodzinne z nieruchomości jednorodzinnych. Ze względu na przedłużający się kryzys zadłużeniowy w strefie euro powodujący niepewność perspektyw wzrostu gospodarczego USA wskazane tendencje w zakresie budownictwa zarysowane w ostatnich latach (patrz wykres i roczne wzrosty na rynku nieruchomości wielorodzinnych, HOUST5F, wobec wzrostów nieruchomości jednorodzinnych, HOUST1F) mogą być kontynuowane w 2012 roku. Poprawa sytuacji na rynku pracy (na co wskazują ostatnie cotygodniowe dane o nowo-zarejestrowanych bezrobotnych) bez znaczącego wzrostu wynagrodzeń, stopy oszczędności (przy okazji warto wspomnieć o historycznie niskich oszczędnościach gospodarstw domowych) oraz perspektyw wzrostu gospodarczego może nie wystarczyć do znacznego zwiększenia zainteresowania nieruchomościami jednorodzinnymi. Ponadto wcześniej musi zostać obniżony nawis podaży na rynku wtórnym. Niemniej nie należy się też spodziewać odwrócenia (brak sygnałów) powolnej poprawy także na tym rynku, zwłaszcza jeśli wkrótce pojawią się wzrosty cen a warunki udzielania kredytu złagodnieją.

W zakresie domów jednorodzinnych nowo-rozpoczęte budowy spadły do 508 tys. SAAR wobec 513 tys. SAAR odnotowanych w grudniu. Odnotowany spadek wobec grudnia wynika z faktu, że pod koniec zeszłego roku silny wzrost budów był napędzany chęcią wykorzystania kończących się wówczas pozwoleń przez deweloperów. Z tego wynika, że w zasadzie trend został zachowany. Z kolei nowo-rozpoczęte budowy domów wielorodzinnych wzrosły do 175 tys. SAAR wobec 153 tys. SAAR.



Powyższe dane wskazują, że rynek nieruchomości powinien pozytywnie przełożyć się na dynamikę wzrostu gospodarczego I kwartale 2012 roku. Z punktu widzenia tendencji na rynku nieruchomości, to dane wspierają naszą wcześniej wysuniętą tezę. Ze względu na niepewne perspektywy wzrostu gospodarczego oraz niski poziom optymizmu konsumentów odnośnie przyszłych wzrostów wynagrodzeń (na co wskazywały ostatnie odczyty indeksu Conference Board oraz Uniwersytetu Michigan), a także spadki siły nabywczej, nastąpiło przesunię-



EURUSD fundamentalnie

Do wczesnych godzin popołudniowych EURUSD znajdowało się pod presją, notując przejściowo poziomy poniżej 1,30. W dalszej części dnia nastąpiło nieśmiało odreagowanie w związku z lepszymi danymi z USA (zarówno tygodniowe dane z rynku pracy jak i sektor domów okazały się lepsze od oczekiwań). Do gry prawdopodobnie wtedy wkroczyli też gracze techniczni. Prawdziwy impuls wzrostowy dla wspólnej waluty wystąpił jednak wraz z informacją, że portfele greckich obligacji w bankach centralnych zostaną zamienione na nowe obligacje, zaś stopa oprocentowania pożyczki dla Grecji zostanie obniżona. Ogólnie po chwilowym załamaniu ciągu informacyjnego w sprawie Grecji znów wszystko wygląda tak... jakby było zapięte na ostatni guzik. Doświadczenia historyczne zalecają jednak powściągliwość, dziś pojawi się prawdopodobnie wiele znaków zapytania. Z danych makro dziś ciekawa będzie sprzedaż detaliczna w GB (tak - EURUSD potrafi reagować na pozornie mało istotne dane) oraz inflacja w USA (pewnego rodzaju test ile oczekiwań na QE zostało w cenach spot). Po wczorajszym odreagowaniu dziś oczekivalibyśmy konsolidacji.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

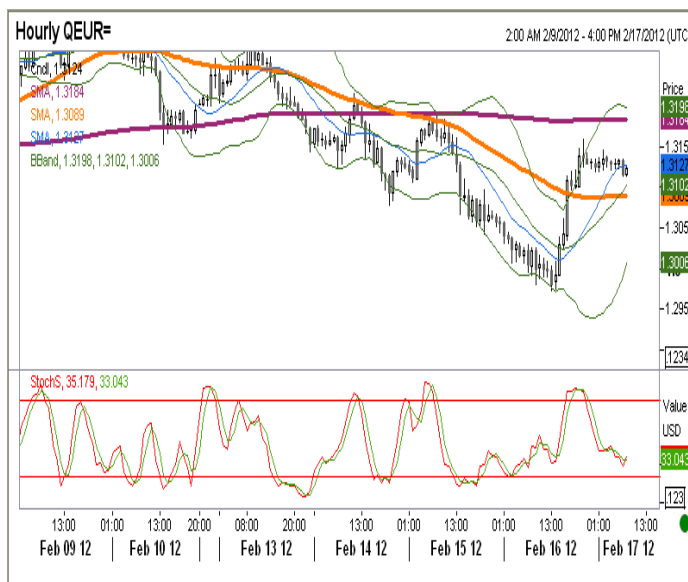
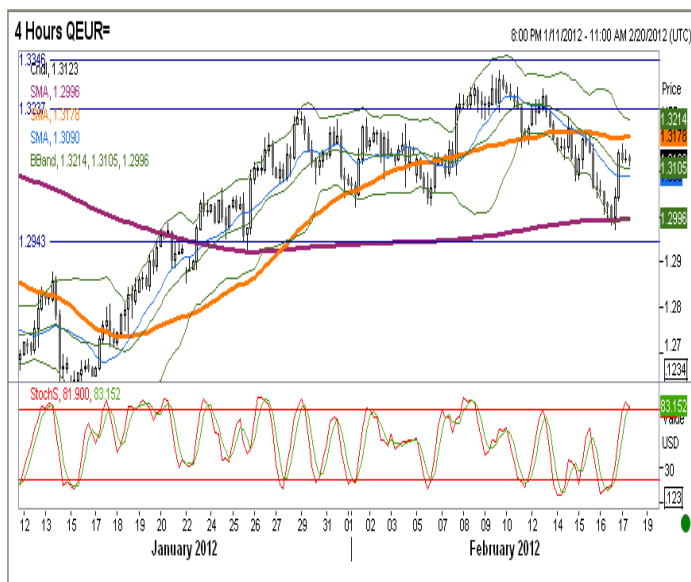
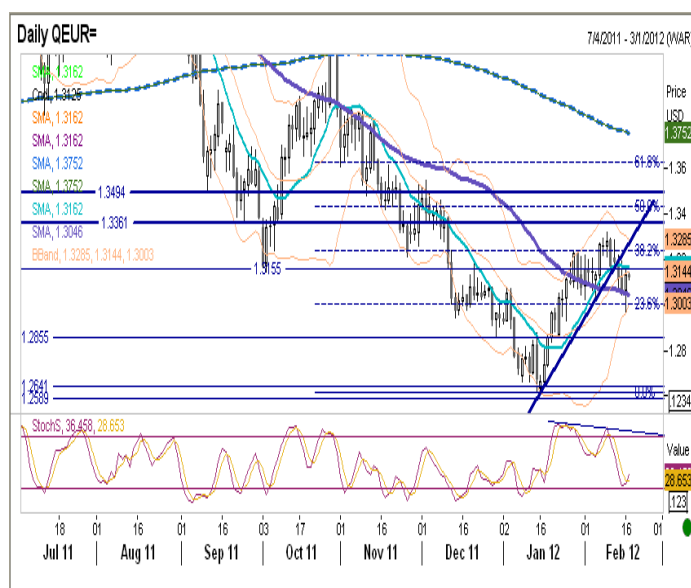


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Solidne odbicie na dziennym, na razie formacji flagi + sygnał kupna na oscylatorze. Uwaga jednak, gdyż notowania zerodowały średnią i znajdują się wciąż poniżej linii trendu. Dodatkowo impuls wzrostowy na wykresie 4h wygląda na bliski wyczerpania, dodatkowo notowania zblokowały się pomiędzy średnimi, co nie daje jednoznacznego obrazu sytuacji, choć pozostawia negatywne nastawienie. Neutralnie z uwagi na wydarzenia polityczne.

Wsparcie	Opór
1,3090	1,3321
1,3000	1,3240
1,2855	1,3155/80





EURPLN fundamentalnie

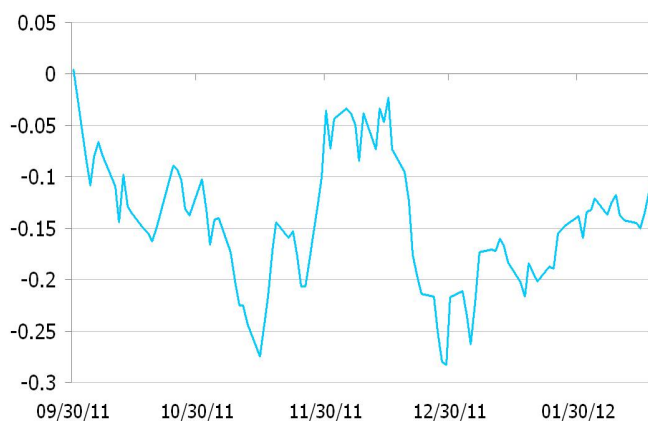
Złoty, choć z opóźnieniem, to znalazł się wczoraj pod presją gorszych notowań EURUSD testując chwilowo nawet poziomy nieco powyżej 4,24 (podczas tego ruchu złoty stracił nieco na wycenie według naszego modelu, jednak można to na razie tłumaczyć wcześniejszym znacznym odbudowaniem długich pozycji w krajowej walucie). Słabość polskiej waluty okazała się jednak tylko tymczasowa, wraz z odbiciem na EURUSD złoty odrobił praktycznie większość strat, co potwierdza zamknięcie poniżej 4,20. Krajowe dane (choć ze sporym odchyleniem od konsensusu w przypadku płac - więcej w sekcji analizy) nie miały wpływu na notowania. Tego samego prawdopodobnie nie można powiedzieć o danych o produkcji przemysłowej (dziś o 14:00). Wyższy odczyt przypieczętuje obecne status quo, wygenerowane przez niższą inflację (nasz scenariusz bazowy). Niższy odczyt zdecydowanie zwiększa szansę na nieśmiały powrót oczekiwań na obniżki stóp procentowych.

EURPLN technicznie

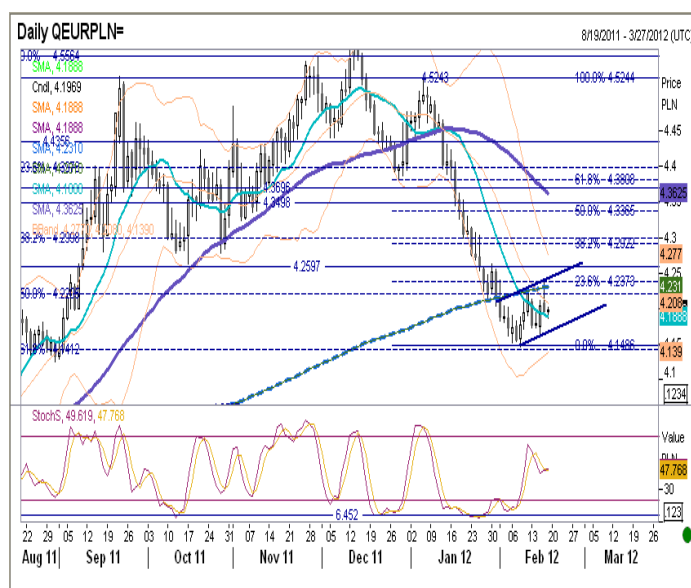
Notowania nieznacznie przekroczyły Fibo (4,2415), jednak tylko intraday. Na koniec dnia wyrysował się prawie nagrobek, co potwierdza siłę kupujących PLN. Jedynym znakiem zapytania pozostaje, czy notowania będą w stanie przekroczyć średnią MA55 z dziennej, na której wczoraj (i dzisiaj utknęły). Na notowaniach powiewa niedźwiedzia flaga (pozytywnie dla PLN), która uformowała się w krótkoterminowy kanał aprecjacyjny. Na razie jednak na 4h wyrysowywała się dywergencja, jeśli sygnalizowana w ten sposób runda korekty w górę zatrzyma się poniżej wczorajszych poziomów, będzie to sygnał do kontynuacji ruchu w dół na dziennym. Neutralnie.

Wsparcie	Opór
4,1870	4,2600
4,1400/68	4,2205-4,2373
4,0587	4,1970

Czynnik krajowy* w EURPLN



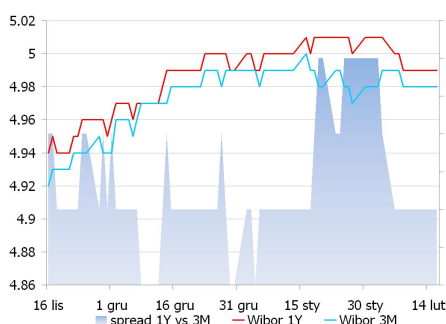
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



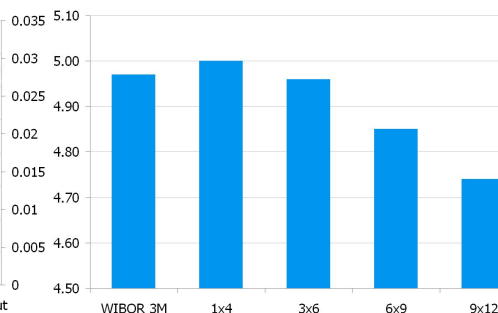


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.947	4.99	ON	4.3	4.6	EUR/PLN	4.2276
2Y	4.75	4.81	1M	4.5	4.7	USD/PLN	3.2502
3Y	4.74	4.80	3M	4.8	5.0	CHF/PLN	3.5027
4Y	4.75	4.82					
5Y	4.78	4.84	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.8	4.87	1x2	4.73	4.77	EUR/USD	1.3133
7Y	4.83	4.88	1x4	4.95	5.00	EUR/JPY	103.64
8Y	4.84	4.90	3x6	4.90	4.96	EUR/PLN	4.1948
9Y	4.85	4.91	6x9	4.80	4.85	USD/PLN	3.1918
10Y	4.86	4.92	9x12	4.69	4.74	CHF/PLN	3.4754

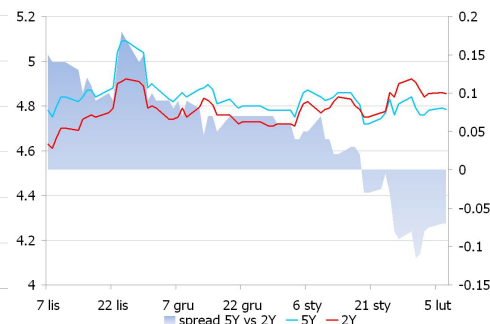
WIBOR 3M i 1Y



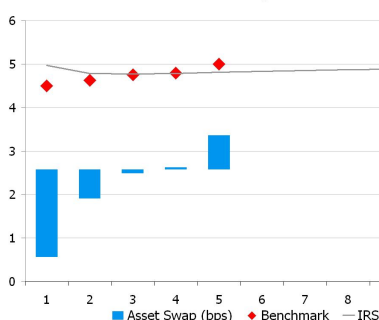
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



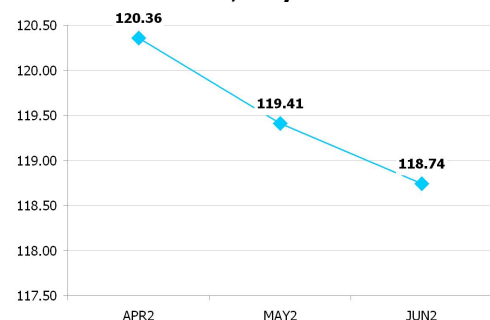
Asset swap i IRS



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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.