



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

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@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		
14.01.2013 PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lis		0.2	-1.0 (r)	-0.3
14:00	POL	M3 r/r (%)	gru	4.1	4.5	5.8	4.6
15.01.2013 WTOREK							
8:00	GER	CPI r/r final (%)	gru		2.1	2.1	2.1
9:00	GER	PKB r/r flash (%)	2012		0.8	3.0	
9:00	HUN	CPI r/r final (%)	gru		5.2	5.2	
14:00	POL	CPI r/r (%)	gru	2.5	2.5	2.8	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	gru		0.2	0.3	
14:30	USA	Empire State Indeks	sty		0.0	-8.1	
14:30	USA	PPI m/m (%)	gru		-0.1	-0.8	
16.01.2013 ŚRODA							
11:00	EUR	HICP r/r final (%)	gru		2.2 (p)	2.2	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	gru	1.5	1.6	1.7	
14:30	USA	CPI m/m (%)	gru		0.0	-0.3	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		0.2	1.1	
16:00	USA	Indeks NAHB (pkt)	sty		48	47	
20:00	USA	Beżowa Księga					
17.01.2013 CZWARTEK							
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów (tys SAAR)	gru		890	861	
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę (tys SAAR)	gru		905	900	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)			365	371	
16:00	USA	Indeks Philadelphia Fed (pkt)	sty		8.0	8.1	
18.01.2013 PIĄTEK							
3:00	CHN	PKB r/r (%)	Q4		7.8	7.4	
3:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	gru		10.2	10.2	
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	gru	-9.1	-6.9	-0.8	
14:00	POL	PPI r/r (%)	gru	-0.6	-0.6	-0.1	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	gru	-0.3	-0.4	-0.3	
14:00	POL	Place r/r (%)	gru	1.1	2.0	2.7	
14:00	POL	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld EUR)	lis	-701	-802	-650	
15:55	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan flash (pkt)	sty		75.0	72.9	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** O 14 GUS poda dane o grudniowej inflacji. Podobnie jak rynek spodziewamy się powrotu inflacji do celu NBP ze względu na ograniczone wzrosty cen żywności, efekty bazowe z 2011 oraz postępujące procesy dezinflacyjne na koszyku bazowym (powinien potwierdzić to także śródkowy odczyt inflacji bazowej). Naszą prognozę potwierdza także piątkowy odczyt inflacji w Czechach, gdzie wzrost cen żywności okazał się nieco niższy od sezonowego i wspiera narzuconą przez nas korektę na model ekonometryczny. Kilka godzin wcześniej opublikowany zostanie także indeks CPI z Węgier (9:00).

• **Gospodarka globalna.** Rano opublikowany zostanie odczyt PKB za cały 2012 rok, który pozwoli z większym przybliżeniem obliczyć skalę spadku w IV kw. (wstępnie szacunki wskazują na -0,3(-0,6)%). Po południu porcja danych z USA, które będą pierwszym testem wpływu niepewności związanej z klifem fiskalnym na realną gospodarkę. Konsensusy wskazują, że wpływ ten powinien być ograniczony do niektórych indeksów w koniunkturze, podczas gdy sprzedaż (publikacja dziś), produkcja czy rynek nieruchomości utrzymują trend wzrostowy.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

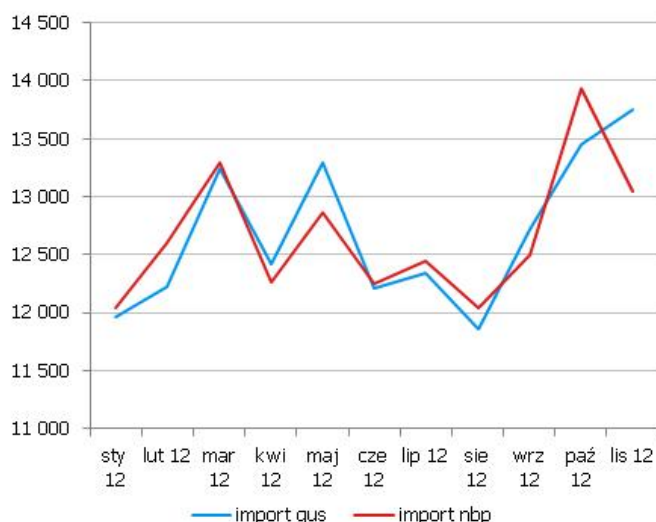
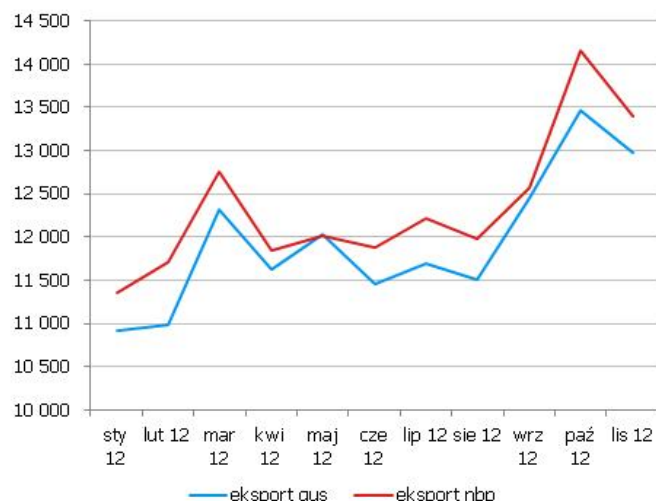
- Winięcki: Przestrzeń do obniżek stóp procentowych w Polsce jest niewielka.
- Piechociński: Złoty jest wciąż za mocny z punktu widzenia eksporterów i dopiero poziom 4,3-4,38 złotego za euro zagwarantowałyby opłacalność sprzedaży zagranicznej.
- Fitch: Perspektywy ratingów Polski, Czech, Rumunii i Węgier są stabilne. Z obliczeń agencji wynika, że rating Polski na poziomie A minus jest o jeden stopień wyższy niż implikowałby poziom CDS na polskie obligacje.

Decyzja RPP (6.02.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	40%
obniżka 25 bps	60%
PROGNOZA BRE	
obniżka 25 bps	

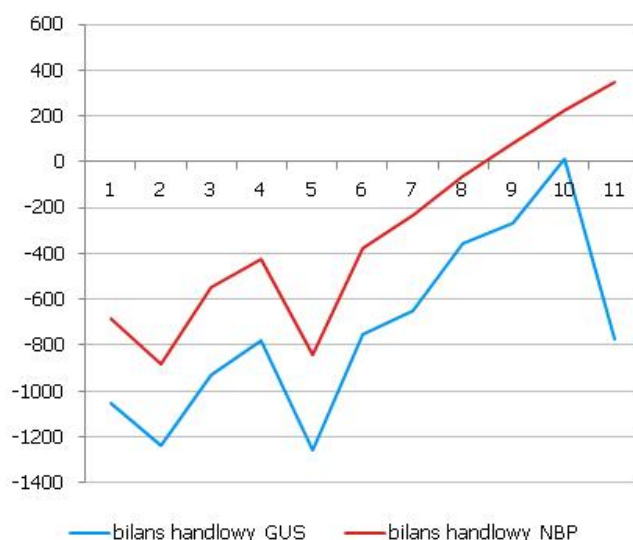
Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.572	0.010
USAGB 10Y	1.854	-0.011
POLGB 10Y	4.016	-0.067
Dotyczy benchmarków Reuters		

Spore ryzyko dla rachunku bieżącego i handlowego po publikacji danych GUS

Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane GUS są zaskakujące i wskazują na znaczne ryzyko większego deficytu na rachunku bieżącym (obecny konsensus 854mln EUR, nasza prognoza 701mln EUR) oraz handlowym (możliwy jest całkiem spory deficyt, w wysokości nawet około 400mln EUR zamiast prognozowanej przez nas nadwyżki w wysokości około 300mln EUR). Porównanie danych NBP oraz GUS prezentujemy jak zwykle na wykresach (ostatnia obserwacja w przypadku danych NBP to nasza prognoza oparta na publikowanych wcześniej danych GUS dot. sfery realnej polskiej gospodarki). Widać wyraźnie, że o ile w przypadku eksportu rozbieżności praktycznie nie ma, prognoza importu oraz faktyczny import podany przez GUS mijają się nie tylko co do skali, ale również co do kierunku.



Rozbieżność jest jeszcze bardziej widoczna, gdy porównamy tylko bilanse handlowe (dane GUS i dane NBP uzupełnione o ostatnią obserwację wynikającą z naszej prognozy).



Choć istnieje pewne ryzyko, że po rewizji danych NBP (która nastąpiła już w ujęciu kwartalnym i którą w rozbiu na dane miesięczne poznamy dopiero w piątek) korelacja będzie wyglądała nieco inaczej, nie ulega wątpliwości, że obstawianie nagłej, pozytywnej niespodzianki na bilansie handlowym jest grą o niesprzyjającym prawdopodobieństwie. Stąd też uważamy, że bilans handlowy zamknie się w listopadzie deficytem w wysokości około 300-400mln EUR, zaś cały deficyt na rachunku bieżącym będzie zbliżony do 1000-1100mln EUR.

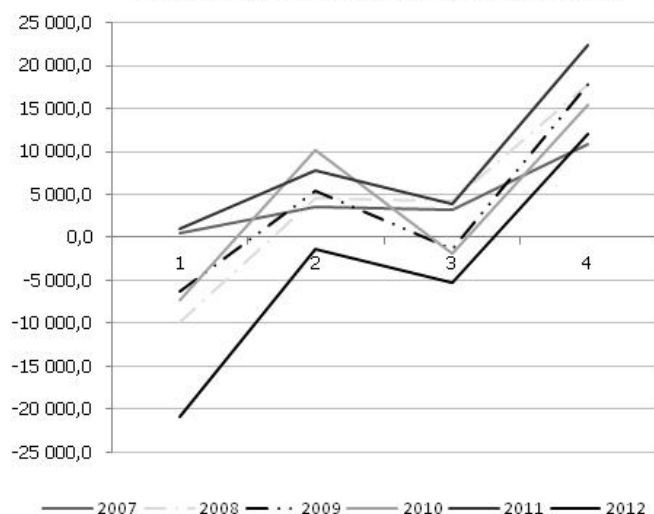
Implikacje średniookresowe. O ile z twardymi wnioskami poczekamy do faktycznie opublikowanych przez NBP danych już teraz można wskazać kilka faktów. Po pierwsze, ostatnia rewizja NBP okazała się mniej łaskawa dla rachunku handlowego (według najnowszych danych nadwyżki we wrześniu może nie być; ważą się także losy nadwyżki w październiku). Po drugie, ostatnie dane pokazują, że trend wzrostowy na rachunku handlowym może nie być trendem, choć publikowane dane ze sfery realnej właśnie na taki trend wskazują. Skutek tych obserwacji to przede wszystkim możliwość zawieszenia „story” o szybszym równoważeniu się gospodarki polskiej przez kanał handlowy. Ważniejsza implikacja dotyczy jednak rachunków narodowych - jeśli nadwyżkowy trend na rachunku handlowym zostanie zahamowany, wsparcie ze strony eksportu netto w 2013 roku będzie znacznie niższe niż się spodziewaliśmy, co uprawdopodobni scenariusz recesyjny. Podkreślamy, że stoi to w sprzeczności z faktycznie opublikowanymi już danymi o dużej częstotliwości z gospodarki realnej. Zatem jeśli jest to usterka w danych płatniczych - tym gorzej dla rachunków narodowych, gdzie zmiany trendów danych realnych nie widzimy.

Agregaty monetarne kontynuują trend spadkowy, ujemna dynamika kredytów inwestycyjnych w grudniu

Wskaźnik podaży pieniądza spadł w grudniu do poziomu 4,6% r/r wobec 5,8% zanotowanych w listopadzie - trend spadkowy jest nieznacznie słabszy od oczekiwań na większości kategorii depozytowych.

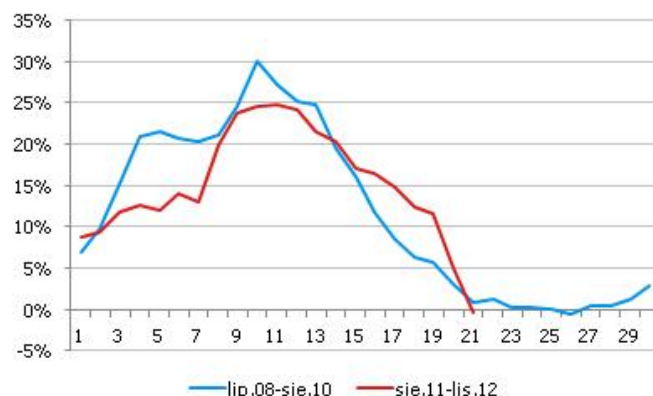
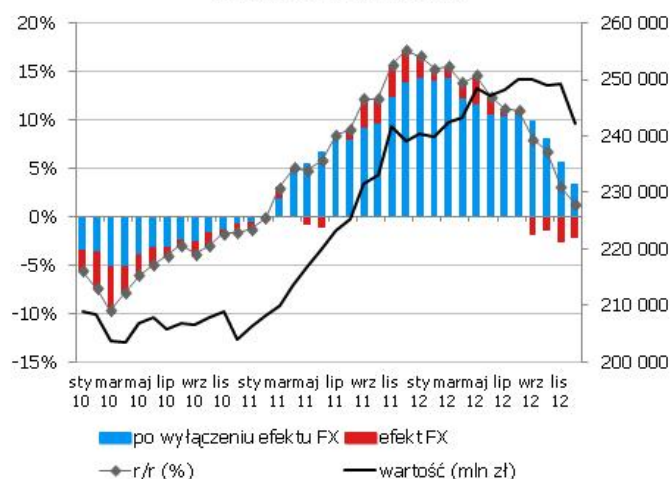
Depozyty detaliczne wykazują ciągle dość przyzwoite wzrosty miesięczne - w IV kw. wzrosły jedynie o ok. 15,6 mld zł (dla

tego okresu jest to wartość najniższa od 2006 roku), utrzymując jednak ścieżkę sezonową. W 2012 roku wolumen wzrósł o ok. 36 mld zł podobnie jak w 2010 roku. Biorąc pod uwagę nasz scenariusz recesyjny i trwałe zależności zmiennych makroekonomicznych ze zmianami tego wolumenu modele wskazują, że nowy rok przyniesie spadki wartości depozytów detalicznych - szczególnie bieżących, które z kolei mają własności wyprzedzające względem konsumpcji. Depozyty korporacyjne zakończyły rok dynamiką -7,6% r/r, wzrastając w grudniu zgodnie ze wzorcem sezonowym o analogicznej sile jak w latach 2008 i 2009.

Miesięczne wzrosty depozytów korporacyjnych (mln zł)


Po stronie kredytowej kontynuowane są mizerne wzrosty o 0,2% m/m kredytów detalicznych (po wyłączeniu zmian kursowych), jednak uważamy, że nowy rok przyniesie spadki m.in. ze względu na zakończony w grudniu program dopłat rządowych Rodzina na swoim, z którego nowa akcja kredytowa wynosiła miesięcznie ok. 2 mld zł. Początek roku jest także sezonowo słaby dla kredytów konsumpcyjnych, których dynamika pozostaje ujemna - na koniec 2012 roku (pomimo niskiej bazy z grudnia 2011) na poziomie ok. -4% r/r.

Silniejsze spadki występują po stronie kredytów korporacyjnych - w całym 2012 roku ich wolumen wzrósł jedynie o ok. 3 mld zł (w 2011 był to wzrost ponad 35 mld zł), zaś koniec roku charakteryzują coraz silniejsze spadki - w grudniu -3% m/m, co jest najsilniejszym spadkiem w historii zbierania danych i z dużym prawdopodobieństwem przełoży się na bliską zera/ujemną roczną dynamikę kredytów inwestycyjnych w 2012 roku. Zatem ścieżka wyznacza przez roczną stopę wzrostu tej kategorii jest obecnie nawet bardziej stroma niż w 2008/09 roku. Od ostatniego dołka inwestycji w I kw. 2010 roku kredyt inwestycyjny wykazuje się silną dodatnią korelacją ze zmianami kredytu inwestycyjnego, co potwierdza scenariusz silnego spowolnienia inwestycji w kolejnych kwartałach.

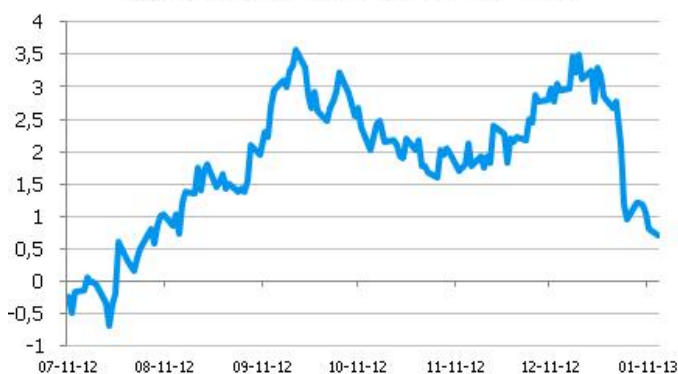
Kredyt inwestycyjny przedsiębiorstw po wyłączeniu efektu zmian PLN (r/r)

Kredyty przedsiębiorstw




EURUSD fundamentalnie

EURUSD wyhamował wzrosty w okolicach 1,3400. Bernanke podkreślał wczoraj, że FOMC nie jest zadowolony ani z trendów na rynku pracy, ani trendów w gospodarce. Powinno to wspierać EUR, tym bardziej, że obecne poziomy kursu odbiegają mniej od implikowanych dysparytetem na stopach 2y poziomu kursu niż jeszcze kilka tygodni temu. Dziś pierwszy test związany z danymi. Jeśli niemiecki PKB za cały 2012 rok będzie niższy niż 0,8%, będzie to implikowało solidne hamowanie w 4 kwartale i tym samym może pogрузić EUR. Po południu publikacja sprzedaży detalicznej - dane cząstkowe sugerują, że w handlu detalicznym dramatu nie było; silny spadek zaufania konsumentów stwarza jednak pewne ryzyko negatywnej niespodzianki. EURUSD jest obecnie w konwencjonalnym reżimie, tj. zaskoczenie danymi z USA lub EMU wspiera odpowiednio dolara lub euro. 1,2350 to ciekawy poziom na EURCHF - jest to pewnego rodzaju poligon doświadczalny w krajach DM, który pokazuje co może się dziać podczas yield hunting czy też rotation. Jedno jest pewne - na tych poziomach SNB może rozładowywać część swoich rekordowych rezerw EUR - może to pozostawać też nie bez wpływu na wszystkie crossy eurowe (wpływ negatywny).

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

Opór na poziomie 1,34 okazał się być wystarczająco mocny, by zahamować wzrost EURUSD, a jego nieudane testowanie za inicjowało powrót do 1,3350 (MA55 w układzie godzinowym). Tym niemniej, perspektywa techniczna dla EURUSD jest w dalszym ciągu wzrostowa. By to potwierdzić, potrzebne byłoby udane przełamanie 1,34, które otworzyłoby drogę do 1,3485 (maksimum 2012 roku). Korekty spadkowe (których wystąpienie jest prawdopodobne - wskazuje na to podwójny szczyt na 4H) ubezpiecza 1,3300/10 (maksimum grudnia), a następnie 1,32 (względny psychologiczny) i 1,3160 (MA55 na wykresie 4H).

Wsparcie	Opór
1,3310	1,3600
1,3200	1,3485
1,3160	1,3400





EURPLN fundamentalnie

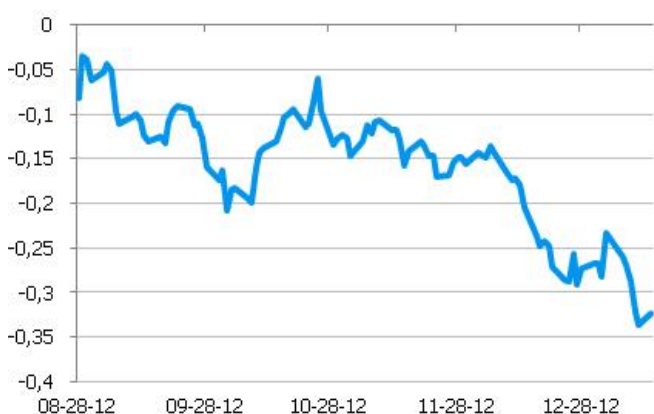
EURPLN wciąż relatywnie mocny (4,11). Mocny gdyż, presja na osłabienie złotego nie płynie już tylko z komentarzy NBP (interwencje jeśli się nadmiernie umocni), lecz również z MF (środki z UE zostaną w 2012 roku wymienione głównie poza rynkiem, a więc w NBP) oraz MG (4,3-4,38 jako kurs gwarantujący opłacalność eksportu). Przy nieco bardziej jastrzębiej RPP rynek trudniej będzie osłabiać złotego. Uważamy jednak, że po publikacji danych z tego tygodnia (dziś inflacja - pierwszy raz od dłuższego czasu w celu NBP) logika ekonomiczna przeważa i rynek znów wyceni w pełni obniżkę w lutym. Negatywne zaskoczenie ze strony strefy euro (Niemcy) powinno również osłabiać polską walutę.

EURPLN technicznie

Pomimo obiecującego początku dnia, który przyniósł przełamanie FIBO 23,6% (4,1280) i chwilowe dotarcie do 4,1350, w poniedziałek EURPLN ponownie zamknął się poniżej MA55 (4,1110). Perspektywa jest jednak w dalszym ciągu wzrostowa i spadki z dnia wczorajszego zostały już odrobione dziś rano z nawiązką. Po przełamaniu tego oporu EURPLN powinien skierować się do wspomnianego 4,1280. Jeżeli MA55 nie zostanie przełamany, oczekujemy powrotu najpierw MA200 w ujęciu godzinowym, a następnie do 4,1000/1015 (względny psychologiczny, MA55 i MA200 w układzie 4H), a jeżeli ten ostatni poziom wsparcia nie zostanie utrzymany - 4,0760 (dolna krawędź nowouformowanego kanału wzrostowego).

Wsparcie	Opór
4,1000/15	4,1460
4,0900	4,1370
4,0760	4,1280/1300

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
1Y	3.61	3.64
2Y	3.6075	3.64
3Y	3.58	3.62
4Y	3.6	3.64
5Y	3.64	3.68
6Y	3.6717	3.71
7Y	3.7127	3.75
8Y	3.7567	3.80
9Y	3.789	3.83
10Y	3.825	3.87

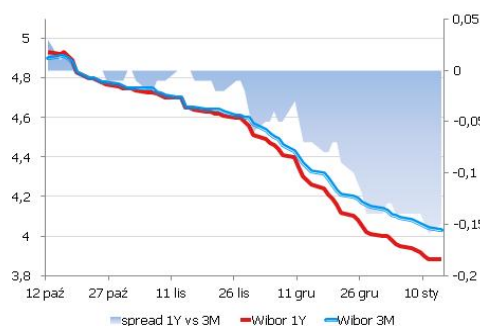
depo	BID	ASK
ON	3.9	4.1
1M	3.8	4.1
3M	3.8	4.0

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1231
USD/PLN	3.0828
CHF/PLN	3.3674

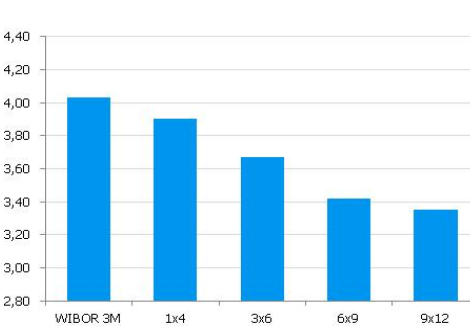
FRA	BID	ASK
1x2	3.87	3.92
1x4	3.84	3.90
3x6	3.61	3.67
6x9	3.36	3.42
9x12	3.29	3.35

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3380
EUR/JPY	119.71
EUR/PLN	4.1028
USD/PLN	3.0658
CHF/PLN	3.3246

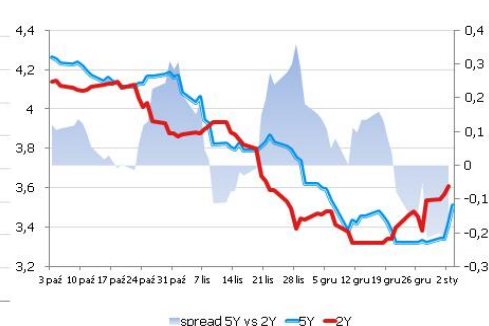
WIBOR 3M i 1Y



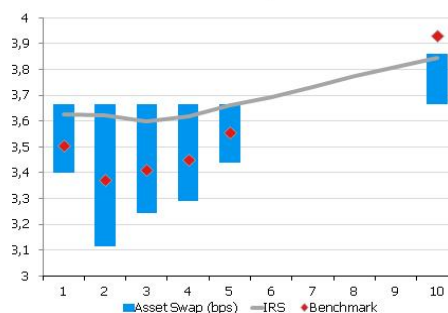
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



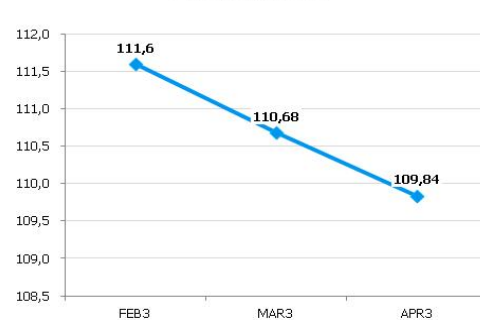
Asset swap i IRS



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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.