



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

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	consensus		
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	0.7
9:00	HUN	CPI r/r final (%)	gru		5.2	5.2	5.0
14:00	POL	CPI r/r (%)	gru	2.5	2.5	2.8	2.4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	gru		0.2	0.4 (r)	0.5
14:30	USA	Empire State Indeks	sty		0.0	-7.3	-7.8
14:30	USA	PPI m/m (%)	gru		-0.1	-0.8	-0.2
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	1.4	1.5	1.7	
14:30	USA	CPI m/m (%)	gru		0.0	-0.3	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		0.3	1.1	
16:00	USA	Indeks NAHB (pkt)	sty		48	47	
20:00	USA	Beżowa Księga					
17.01.2013 CZWARTEK							
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys SAAR)	gru		890	861	
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę (tys SAAR)	gru		905	899 (r)	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)			365	371	
16:00	USA	Indeks Philadelphia Fed (pkt)	sty		6.0	4.6 (r)	
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	10.1	
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)	stv		75.0	72.9	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** O 14 NBP poda wskaźnik inflacji bazowej - po wczorajszym odczycie CPI przewidujemy odczyt inflacji bazowej na poziomie 1,4%.
- **Gospodarka globalna.** Kolejna porcja danych z USA. Dane o inflacji powinny potwierdzić, że wzrost cen w największej gospodarce świata jest stabilny i nie stanowi zagrożenia ani przedmiotu troski dla Fed. W dniu dzisiejszym opublikowane zostaną również dane z sektora przemysłowego - oczekuje się, że grudzień był kolejnym miesiącem wzrostów, choć mniejszych niż w listopadzie. Serię odczytów z rynku nieruchomości zaczynamy od indeksu cen NAHB (oczekuje się nieznacznego wzrostu) Wreszcie, w godzinach wieczornych czasu polskiego opublikowana zostanie Beżowa Księga Fed, która dostarczy syntetycznej informacji na temat stanu amerykańskiej gospodarki.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **GUS:** Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 2012 r. wzrosły o 2,4 proc. w stosunku do grudnia 2011 r., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,1 proc.
- **Zielińska-Głębocka:** Jest jeszcze przestrzeń dla kolejnych obniżek stóp procentowych; przerwa w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej będzie w pewnym momencie potrzebna, ale jeszcze nie teraz.
- **Niemcy:** PKB wzrósł w 2012 r. o 0,7 proc. rdr, po wzroście o 3,0 proc. w 2011 r. Oznacza to, że w IV kwartale najprawdopodobniej PKB skurczył się o 0,5 proc. w ujęciu kdk.
- **USA:** Sprzedaż detaliczna w grudniu wzrosła o 0,5 proc. miesiąc do miesiąca, podczas gdy poprzednio wzrosła o 0,4 proc.

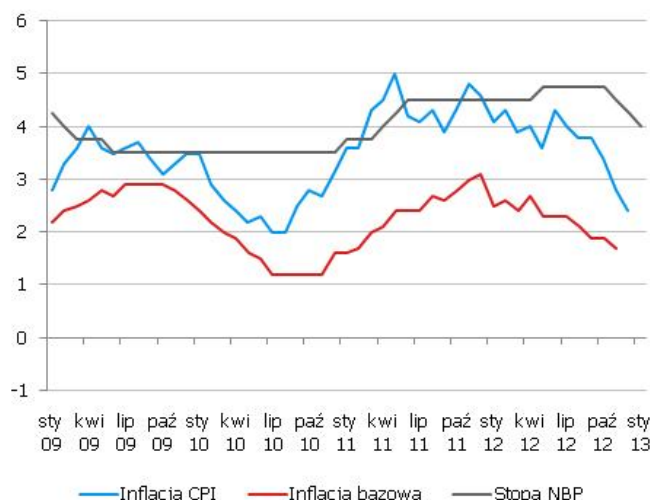
Decyzja RPP (6.02.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	40%
obniżka 25 bps	60%
PROGNOZA BRE	
obniżka 25 bps	

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.539	0.018
USAGB 10Y	1.840	-0.016
POLGB 10Y	3.991	0.068
Dotyczy benchmarków Reuters		

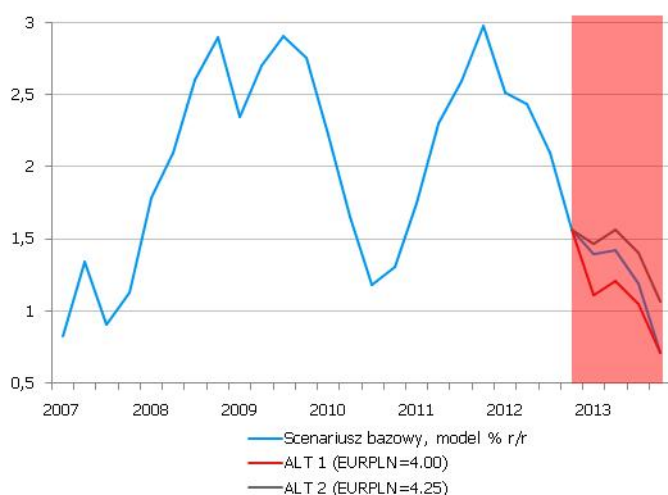
Inflacja po 2,5 roku ponownie poniżej celu NBP

W grudniu roczny wskaźnik inflacji obniżył się do 2,4% z 2,8% zanotowanych w listopadzie. Tym samym inflacja okazała się niższa od celu NBP na poziomie 2,5%.

W grudniu jedyny istotny wzrost, zresztą typowo sezonowy, zanotowano w kategorii ceny żywności (0,8% m/m). W wielu kategoriach ceny spadły (odzież i obuwie, paliwa, transport, rekreacja i kultura). Ceny użytkowania mieszkania nie zmieniły się. Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen energii i żywności) obniżyła się do 1,4%. Tym samym z danych wyłania się obraz silnej dezinflacji w Polsce. Nie tylko potwierdza to skalę spowolnienia popytu wewnętrznego ale i kontrastuje z obawami RPP, jakoby inflacja bazowa miała spadać za wolno.



W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego spadku inflacji. W styczniu będzie ona niższa niż 2%. Do końca II kw. spadnie poniżej dolnego ograniczenia celu NBP. Inflacja bazowa powinna w 2013 roku notować niemal monotoniczny spadek. Nasz model oparty na opóźnionej dynamice spożycia indywidualnego oraz kursie walutowym wskazuje, że do końca 2013 roku ta miara inflacji obniży się grubo poniżej 1% (nawet przy założeniu - na dzień dzisiejszy coraz bardziej realnym - osłabienia kursu walutowego do poziomu 4,25).



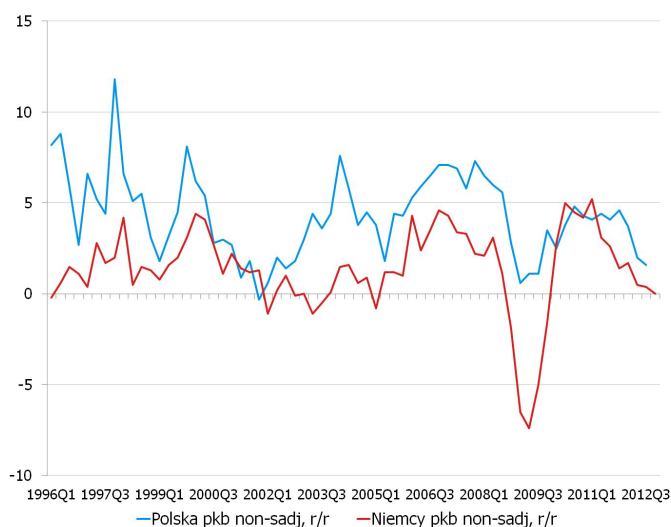
W takim scenariuszu, okraszonym dodatkowo słabymi danymi ze sfery realnej, ciężko będzie RPP dokonać pauzy w lutym, czy wiarygodnie uzasadnić czynnikami globalnymi sygnalizowaną zmianę tonu. Oczekujemy zatem, że RPP obniży stopy w lutym i wbrew obecnym komentarzom jastrzębich członków kontynuować będzie cykl poluzowania do poziomu 3,25%.

Dzisiejsze dane spowodowały spadek stawek na krótkim końcu krzywej o około 5pb. Są one początkiem sekwencji prowadzącej do korekty ostatnich wzrostów stóp rynkowych. Większego efektu (tj. spadków stóp rynkowych) spodziewamy się po serii piątkowych danych (prognozujemy spadek produkcji przemysłowej o 9,1% r/r). Korekta ta odbędzie się jednak trochę wbrew oczekiwaniom co do globalnego trendu (oczekiwanie ożywienia w USA i wygaszanie QE do końca 2013).

Niemcy: kontrakcja PKB w IV kwartale, ożywienie będzie powolne

Opublikowana wczoraj dane sugerują, że PKB Niemiec wzrósł w 2012 roku o 0,7% (nieco poniżej konsensusu rynkowego) wobec 3,0% odnotowanych w 2011 roku. Urząd statystyczny sugeruje, że w samym IV kwartale gospodarka niemiecka skurczyła się o 0,5% (ujęcie odsezonowane, kwartał do kwartału). Główną przyczyną słabych wyników w całym roku były inwestycje (spadek o 4,4% wobec wzrostu o 7,0% w roku poprzednim); już teraz z dużą pewnością można stwierdzić, że część spadków – płynąca na przykład z sektora budowlanego (-1,1%) zostanie w 2013 roku z nawiązką odrobiona, gdyż wśród krajów wysoko rozwiniętych tylko Niemcy i Japonia charakteryzują się znacznie niższą ceną nieruchomości mieszkaniowych od wieloletniej średniej. Boom mieszkaniowy, który nabiera tempa (wspierany niskimi stopami procentowymi) nie jest przypadkowy.

Nie negujemy faktu, że zarówno Ifo jak i PMI wskazują, że gospodarka niemiecka osiągnęła dno cyklu koniunkturalnego i w kolejnych kwartałach wzrost PKB powróci. Nie jest to z pewnością ożywienie, jakiego doświadczyła ta gospodarka w 2010 roku, kiedy roczne stopy wzrostu utrzymywały się na poziomie 4-5%. Zapał w tym zakresie ostudziły wczoraj opublikowane równoległe prognozy rządowe, które sugerują, że gospodarka niemiecka wzrośnie w 2013 roku o 0,4% (w 2010 roku odnotowano 4,2%).



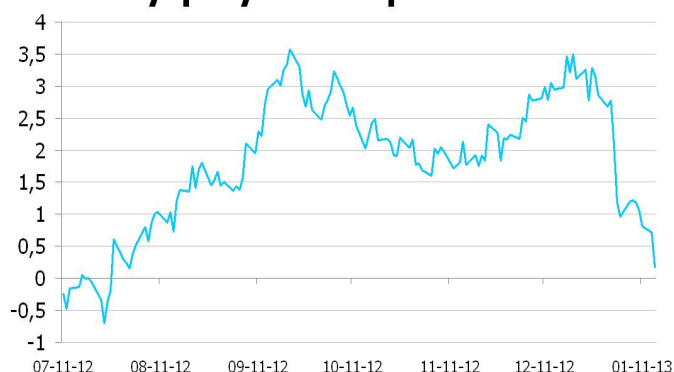
Zestawiając dynamikę polskiego oraz niemieckiego PKB (dane nieodsezonowane, ujęcie r/r) widzimy, że w cyklach koniunkturalnych obu krajów nie ma stałych opóźnień, które pozwalałyby na podstawie już zrealizowanych danych wyrokować o tempie wzrostu gospodarki polskiej w przyszłości. Oba cykle charakteryzowały się z reguły dużą, bieżącą korelacją. Wyłom nastąpił na przełomie 2011 i 2012 roku, kiedy gospodarka niemiecka spała (ujęcie dynamiczne), zaś gospodarka polska jeszcze rosła – zrzucamy ten fenomen na karb inwestycji w infrastrukturę i wysokiej konsumpcji w Polsce. Obecnie sytuacja się odwróci – większy popyt ze strony gospodarki niemieckiej będzie równoważony przez spadki popytu wewnętrznego w Polsce. Tak więc z jednej strony ożywienie w Niemczech pozostanie słabe, z drugiej będzie równoważone przez słabość popytu wewnętrznego w Polsce. Zwolenników dużych efektów mnożnikowych eksportu i ich wpływu na popyt wewnętrzny (faktycznie zdarzało się to w gospodarce polskiej i jest typowe dla małych gospodarek otwartych) również musimy zmartwić – działają one w tandemie z marżami generowanymi dzięki różnicy w bieżącym kursie walutowym oraz kursie walutowym zapewniającym opłacalność eksportu (teraz 3,90 wg badań NBP); przy obecnych poziomach kursu będą one nieznaczne. Reasumując, jesteśmy spokojni o nasz scenariusz bazowy, w którym gospodarka polska doświadcza recesji w pierwszej połowie roku.



EURUSD fundamentalnie

EURCHF trzymał się wczoraj bardzo dobrze (nowe maksima), wbrew pogłoskom o próbach sprzedaży rezerw EUR przez SNB na nadmiernych wychyleniach w górę. EURUSD wręcz przeciwnie. Na pierwszej parze walutowej zaważyły głównie lepsze dane z USA (sprzedaż detaliczna, pomimo spadku optymizmu konsumentów w grudniu poprawiła się w każdym aspekcie), które naszym zdaniem wsparły roztan w kierunku aktywów przynoszących wyższy zwrot, na drugiej zarówno wspomniane dane (większy popyt na USD) jak i gorsze dane z niemieckiej gospodarki (w IV kwartale 2012 roku gospodarka niemiecka skurczyła się o 0,5% - niżej od dotychczasowego konsensusu rynkowego; czarę goryczy dopełniła rządowa prognoza wzrost o 0,4% w 2013 roku). Dziś kolejna seria danych z USA. Inflacja (obecnie raczej mało ważna) oraz przede wszystkim produkcja przemysłowa. Nie zmieniamy zdania, że pozytywne niespodzianki na tych wskaźnikach (szczególnie na drugim) doprowadzą do umocnienia USD, a więc spadków EURUSD. Wspólnej walucie szkodzić mogą również rynki akcji - po wczorajszym, największym od wielu miesięcy spadku Nikkei europejskie i amerykańskie parkiety mogą pójść jego śladem (Japonia cechowała się ostatnio pewnymi własnościami wyprzedzającymi).

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

EURUSD w dniu wczorajszym ostatecznie odbił się od 1,34 i, przełamawszy godzinowe MA55, rozpoczął zapowiadając korektę spadkową, spadając poniżej 1,3 (okolicie maksimów grudnia poprzedniego roku). Oczekujemy, że w tym ruchu korekcyjnym EURUSD powinien znaleźć pierwsze istotne wsparcie na poziomie 1,3225 (FIBO 23,6% w układzie 4H). Ostatecznie, korekta powinna być ograniczona z dołu przez MA55 i MA200 w ujęciu 4H (odpowiednio, 1,3185 i 1,3150). Dłuższa perspektywa dla EURUSD jest w dalszym ciągu wzrostowa, a trend jest nienaruszony - po powrocie w okolice 1,34 oczekivalibyśmy ataku na maksimum 2012 roku (1,3485).

Wsparcie	Opór
1,3225	1,3485
1,3185/3200	1,3400
1,3150	1,3300





EURPLN fundamentalnie

EURPLN stabilny niemal jak skała. Choć pierwsza z sekwencji danych, które powinny naszym zdaniem doprowadzić do korekty ostatnich wzrostów stóp procentowych, okazała się sprzyjająca dla takiego scenariusza (inflacja poniżej celu, ale co najważniejsze bardzo niska inflacja bazowa; błyskawiczna riposta Chojny-Duch o uzasadnieniu dla lutowej podwyżki stóp), z niecierpliwością czekamy na serię piątkowych publikacji. Sfera realna powinna wspierać spadki stóp procentowych zaś bilans płatniczy, z racji sporego potencjału do negatywnego zaskoczenia (dane GUS wskazują na dość gwałtowną korektę w trendzie wzrostowym bilansu handlowego) powinna dodatkowo skłonić część inwestorów do bardziej krytycznego spojrzenia na złotego.

EURPLN technicznie

EURPLN w dalszym ciągu w krótkoterminowym trendzie wzrostowym. Po kolejnym już przełamaniu MA55 (wczorajsze zamknięcie nieznacznie powyżej) kurs wyruszył na północ, w kierunku znanego z zeszłotygodniowych wahań poziomu oporu 4,1280 (FIBO 23,6%, maksimum zeszłego tygodnia, względy psychologiczne). Jego przełamanie oznaczałoby również wyłamanie w górę z kanału wzrostowego i, zwłaszcza jeżeli po nim nastąpiłoby również przełamanie maksimów grudnia i stycznia (4,1350/70), pierwszy od listopada atak na dzienne MA200 (4,1460). Korekty spadkowe są ubezpieczone przez MA55 (4,11), a następnie przez 4,1000/20 (minimum tego tygodnia i względy psychologiczne).

Wsparcie	Opór
4,1100	4,1460
4,1000/20	4,1350/70
4,0900	4,1280/1300

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.

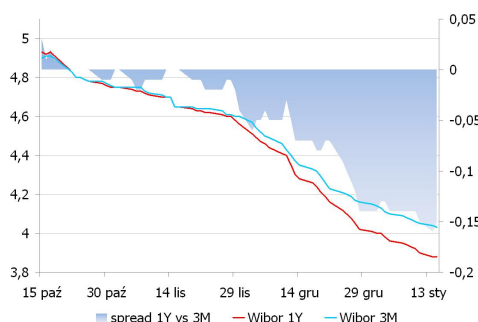




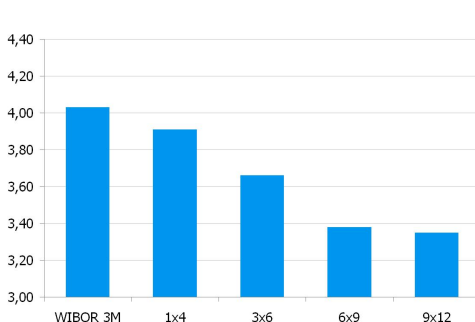
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.61	3.64	ON	3.5	3.7	EUR/PLN	4.1151
2Y	3.575	3.61	1M	3.8	4.1	USD/PLN	3.0750
3Y	3.55	3.59	3M	3.8	4.1	CHF/PLN	3.3330
4Y	3.57	3.61					
5Y	3.6125	3.65					
6Y	3.6483	3.69					
7Y	3.6933	3.73					
8Y	3.743	3.78					
9Y	3.7783	3.82					
10Y	3.81	3.85					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.88	3.93	EUR/USD	1.3303
1x4	3.86	3.91	EUR/JPY	118.14
3x6	3.61	3.66	EUR/PLN	4.1119
6x9	3.33	3.38	USD/PLN	3.0880
9x12	3.30	3.35	CHF/PLN	3.3208

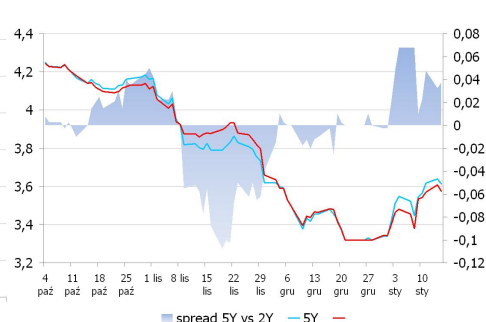
WIBOR 3M i 1Y



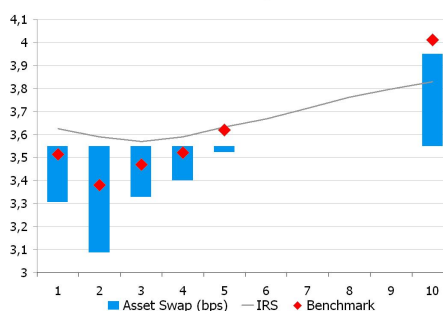
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



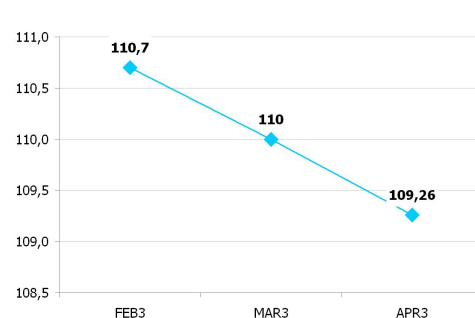
Asset swap i IRS



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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.