



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	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	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	2.2	2.2
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	gru	1.4	1.5	1.7	1.4
14:30	USA	CPI m/m (%)	gru		0.0	-0.3	0.0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		0.3	1.0 (r)	0.3
16:00	USA	Indeks NAHB (pkt)	sty		48	47	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)	sty		75.0	72.9	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś kolejna porcja danych z USA - poza cotygodniowymi danymi z rynku pracy, opublikowane zostaną grudniowe dane z rynku nieruchomości (rozpoczęte budowy oraz pozwolenia na budowę - konsensusy są coraz bardziej optymistyczne, podobny obraz wyłania się z opublikowanej wczoraj Beżowej Księgi) oraz indeks Philadelphia Fed, którego konsensus prognoz (nieznaczny wzrost) jest spójny z powolnym ożywieniem w amerykańskiej gospodarce.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **Każmierczak:** Z punktu widzenia inflacji stopy należałoby obniżyć, ale nie jest to przesądzone. Zapowiedź obniżek stóp ma swoją logikę z punktu widzenia transparentności polityki monetarnej dla rynków. Nie jest to jednak przesądzone. Z punktu widzenia inflacji, to należałoby stopy obniżyć, choć trzeba z drugiej strony jeszcze brać pod uwagę np. kurs walutowy.
- **Inflacja bazowa,** po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła w grudniu 2012 roku 1,4 proc. rdr, wobec 1,7 proc. rdr w listopadzie. W grudniu w ujęciu rocznym obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej (więcej czytaj w sekcji analizy).
- **Niemiecki rząd** obniżył prognozę wzrostu gospodarczego w 2013 roku. Administracja Angeli Merkel spodziewa się, że niemiecki PKB wzrośnie w tym roku o 0,4 proc.

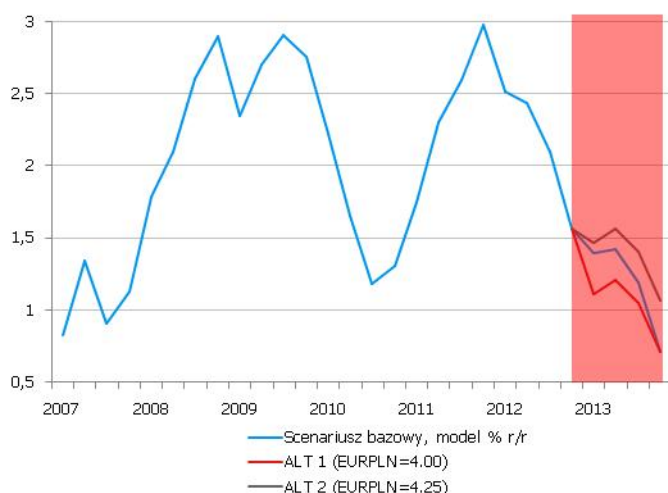
Decyzja RPP (6.02.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	40%
obniżka 25 bps	60%
PROGNOZA BRE	
obniżka 25 bps	

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.513	-0.011
USAGB 10Y	1.820	-0.005
POLGB 10Y	4.049	0.013
Dotyczy benchmarków Reuters		

Inflacja bazowa spada, przedział 0,5-1,0% w przeciągu 2-3 kwartałów prawdopodobny

Inflacja bazowa obniżyła się w grudniu do poziomu 1,4% z 1,7% w poprzednim miesiącu. Wszystkie miary inflacji bazowej spadły i wszystkie o 0,3pp. Spadki inflacji bazowej podkreślają proces dezinflacji i są pośrednio kolejnym dowodem na spowolnienie aktywności gospodarczej (z natury bardziej sztywne dostosowania nominalne dołączyły do dostosowań ilościowych).

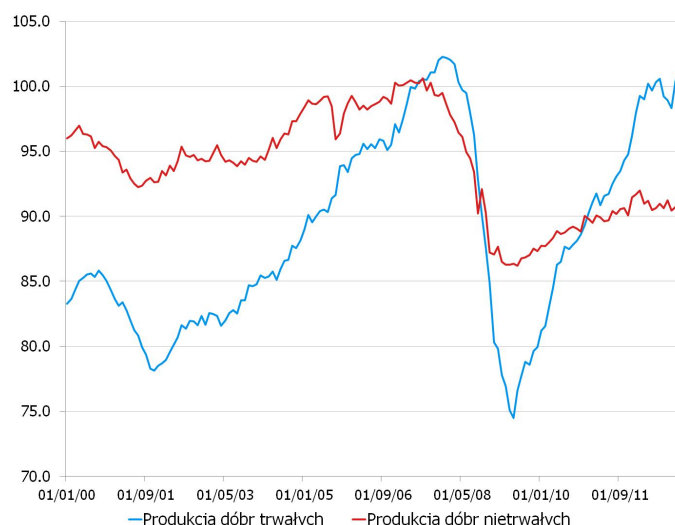
W tym miejscu jeszcze raz przytoczymy wyniki z naszego modelu, który łączy opóźniony popyt konsumpcyjny oraz kurs walutowy w celu objaśnienia inflacji bazowej. Model jest oparty na opóźnionym spożyciu indywidualnym (o 4 kwartały), co w dużej mierze przypomina zachowanie luki popytowej (dzięki temu niejako zmniejszamy niedokładność błędu szacunku produktu potencjalnego, zwłaszcza na końcach próby). Model wskazuje, że nawet przy założeniu osłabienia kursu walutowego do poziomu 4,25 (na cały rok), proces dezinflacji w średnim terminie zostanie zachowany a inflacja znajdzie się w przedziale 0,5-1,0% w perspektywie 2-3 kwartałów (anomalie kursowe tylko przejściowo podnoszą poziom inflacji bazowej - klasyczna „garbata” funkcja reakcji). Dla zwolenników analiz historycznych podpowiadamy, że takie poziomy inflacji bazowej były już jak najbardziej osiągnięte w przeszłości. W bieżącym cyklu jest to dodatkowo tym bardziej prawdopodobne, że głównym czynnikiem hamującym jest popyt wewnętrzny a cykliczność złotego jest zaburzona.



Inflacja bazowa będzie ważnym czynnikiem wpływającym na kontynuację cyklu obniżek stóp procentowych przez RPP (o wadze tej miary przypominała nie tylko Zielińska-Głębocka, ale także prezes Belka). Trudno w obecnym momencie wskazać czynniki z tak zwanej „nakładki żywnościowo-paliwowej”, które w znaczący sposób zaburzałyby proces dezinflacji. Choć takie dywagacje istotne będą prawdopodobnie dopiero w momencie publikacji projekcji NBP, nie widać na razie zagrożeń płynących z wyższych cen ropy naftowej (efekty ożywienia są niwelowane efektami towarzyszącemu mu w perspektywie wycofania QE) ani cen żywności.

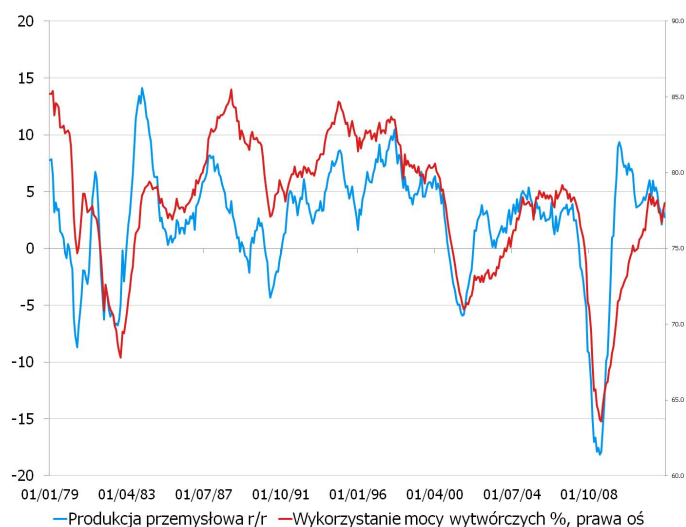
USA: pozytywne dane o produkcji przemysłowej, co dalej?

Produkcja przemysłowa w USA wzrosła w grudniu o 0,3% w ujęciu miesięcznym. Samo przetwórstwo przemysłowe wzrosło o 0,8% (poprzednie 2 miesiące zostały zrewidowane delikatnie w dół); ten element publikacji uplasował się zdecydowanie powyżej oczekiwań analityków. Wykorzystanie mocy wytwórczych sięgnęło 78,8%, zaś w samym przetwórstwie przemysłowym 77,4%. Przetwórstwo przemysłowe dóbr trwałych osiągnęło już prawie poziom sprzed recesji z 2007 roku, produkcja dóbr trwałych znajduje się wciąż na relatywnie niskim poziomie.

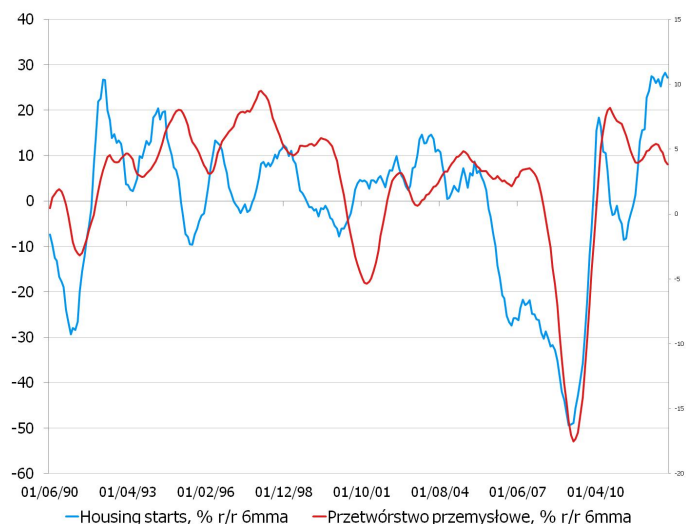


Produkcja przemysłowa zakończyła rok w bardzo pozytywnym tonie (podobnie zresztą jak inne dane z gospodarki realnej publikowane równolegle). W obecnym momencie rynki finansowe są w stanie spojrzeć daleko poza horyzont pierwszego kwartału, kiedy gospodarka zostanie ponownie dotknięta szokiem niepewności (dyskusja nad podniesieniem limitu zadłużenia, nieunikniona sekwestracja, czyli cięcie części wydatków rządowych). Taki optymizm wspomagają kolejne publikacje ankietowe, choćby najnowsza Beżowa Księga, która stwierdza poprawę aktywności ekonomicznej w stosunku do poprzedniej publikacji. Czy jest to uzasadnione?

Po pierwsze należy zauważyć, że długookresowy trend w gospodarce amerykańskiej wskazuje na powolne obniżanie stopnia wykorzystania mocy wytwórczych, przy którym funkcjonuje gospodarka. Dodatkowo, obecnie znajdujemy się blisko maksimów implikowanych przez to niejako techniczne spojrzenie. Zestawienie dynamiki produkcji przemysłowej z wykorzystaniem mocy wytwórczych pokazuje, że zwykle spadki produkcji są gwałtowne przy wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych, zaś znacząco nadrabia ona w sytuacji, kiedy wykorzystanie aparatu produkcyjnego dopiero się dopełnia. Nic nie wskazuje na to, aby ostatnie spowolnienie produkcji przemysłowej sugerowało nadejście gwałtownych spadków. Gospodarka prawdopodobnie bliska jest średniookresowej równowadze i produkcja przemysłowa będzie rosła w mniej więcej stabilnym tempie (wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych zwykle utrzymuje się kilka lat, obecnie mamy za sobą około ćwierci tego okresu).



Kolejny dowód na możliwość kontynuacji wzrostów produkcji przemysłowej dostarcza rynek nieruchomości. Zwykle produkcja przemysłowa i aktywność na rynku nieruchomości były ujemnie skorelowane (stąd też trudne do zaakceptowania na gruncie polskim stwierdzenia amerykańskich podręczników, że rynek nieruchomości jest niejako trampoliną do wyjścia z recesji, gdyż ożywa w dołku cyklu za sprawą niskich stóp procentowych); anomalią był 2007-2010 rok, jednak łatwo to wytłumaczyć pęknięciem bańki na rynku nieruchomości. Uważamy, że będzie to miało konsekwencje dla obecnego ożywienia. Konieczność zaspokojenia zaległego popytu na rynku nieruchomości, rekordowe niskie stopy procentowe (które się utrzymają) i ceny domów sprawi, że produkcja i rynek nieruchomości mogą charakteryzować się pozytywną korelacją, wzmacniając jednocześnie efekty mnożnikowe występujące między nimi.



Poza prawdopodobną usterką w niektórych elementach popytu wewnętrznego w pierwszym kwartale (powodowaną polityką fiskalną) spodziewamy się, że ożywienie w gospodarce amerykańskiej będzie kontynuowane.



EURUSD fundamentalnie

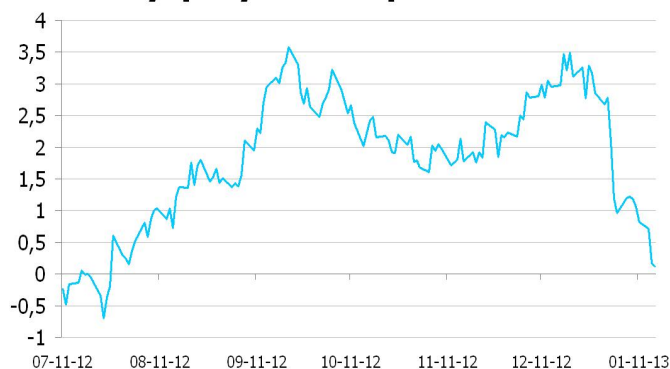
Wczorajszy dzień bardzo spokojny - EURUSD pozostawał w przedziale wahań 1,3260-1,3320. Dziś otwarcie na poziomie 1,33. Dzień był spokojny zarówno pod względem danych (brak zaskoczeń zarówno inflacją w strefie euro, jak i produkcją w USA; Beżowa Księga potwierdziła jedynie obecny konsensus na łagodne ożywienie w USA), jak i innych wydarzeń - MFW potwierdziło wypłaty kolejnych transzy pomocowych dla Grecji i Portugalii, w USA uwaga skupiona na poddanej w wątpliwość trwałości stymulacji monetarnej (wypowiedzi Fishera, który uzyska prawo głosu w 2014 roku, podsycając spekulacje) oraz wzrastającej niepewności związanej z osiągniętym limitem długu (potwierdza to także Beżowa Księga), w Europie na echach komentarza Junckera („niebezpiecznie wysoki poziom euro”) i ciągle zbyt słabych danych, aby wieszczyć rychłe ożywienie. W tym tygodniu pozostało kilka publikacji danych zza oceanu, jednak nie powinny one zmienić powstałego status quo na parze EURUSD.

EURUSD technicznie

Kolejny dzień korekty na EURUSD przyniósł dotarcie do 1,3250 i zamknięcie tuż poniżej 1,33. Perspektywy dla EURUSD nie zmieniły się w naszej opinii - trend wzrostowy jest nienaruszony, a od jego wznowienia wymagalibyśmy ponownego testowania tegorocznego maksimum (1,34) z przystankami ma 1,3315 (MA55 w ujęciu 1H) i 1,3350. Jeżeli tendencją z dzisiejszego poranka utrzyma się i przełamany zostanie 1,33, wznowienie wzrostów będziemy oglądać już dziś. W przypadku kontynuacji korekty kurs powinien znaleźć wsparcie na poziomie 1,3225 (FIBO 23,6% w układzie 4H), a ostatecznym ograniczeniem dlań są MA55 i MA200 w ujęciu 4H (odpowiednio, 1,3200/10 i 1,3150).

Wsparcie	Opór
1,3225	1,3485
1,3200/10	1,3400
1,3150	1,3300

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.





EURPLN fundamentalnie

Trwa powolna, ale systematyczna deprecjacja złotego. Ewidentne rozkorelowanie z EURUSD wskazuje, że jesteśmy w tej fazie wahań złotego, w której dominują czynniki krajowe. Po wtorkowych danych o CPI wczorajsza inflacja bazowa nie powinna być zaskoczeniem dla nikogo i jedynie dostarczyła dodatkowego potwierdzenia tego, że przestrzeń do obniżek stóp procentowych jest w dalszym ciągu znaczna. Pomimo niejednoznacznych sygnałów płynących z RPP (wczorajsza wypowiedź Kazimierczaka to ewidentne hamletyzowanie) gra na EURPLN toczy się o dalszą obniżkę stóp w lutym. Oczekiwania rynku powinny już w piątek być wzmocnione słabymi danymi ze sfery realnej za grudzień.

EURPLN technicznie

Zasadniczo bez zmian - EURPLN zakończył wczorajszy dzień na plusie i rozpoczyna dzisiejszy od wzrostów. Oczekujemy dalszego ruchu w kierunku linii oporu wyznaczonej przez FIBO 23,6% i maksimum zeszłego tygodnia (4,1280/1300), ale kluczowym oporem dla EURPLN pozostaje maksimum grudnia i stycznia (4,1350/70), w okolicę którego zresztą EURPLN zdołał wczoraj w ciągu dnia zawędrować. Jego ewentualne przełamanie, tożsame z wyłamaniem z kanału wzrostowego, powinno otworzyć drogę do dziennego MA200 (4,1460). Poszukujący sygnałów dla ewentualnych korekt powinni zwrócić uwagę na ruchy spadkowego w kierunku MA55 (4,11) i, następnie, minimum tygodnia (4,1020).

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.

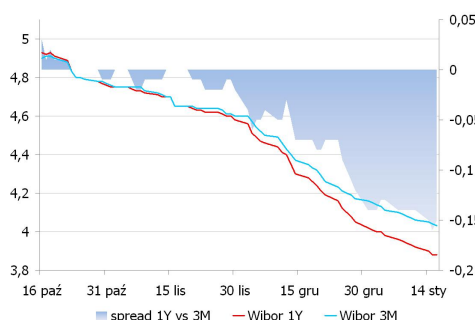




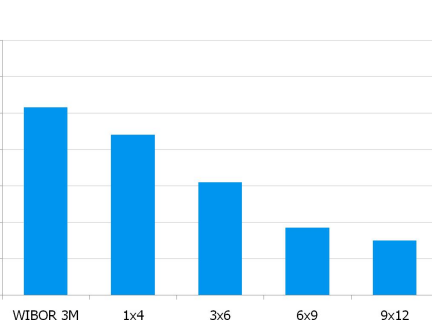
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.59	3.62	ON	3.5	3.7	EUR/PLN	4.1280
2Y	3.5549	3.58	1M	3.8	4.1	USD/PLN	3.1097
3Y	3.525	3.57	3M	3.8	4.1	CHF/PLN	3.3437
4Y	3.545	3.59					
5Y	3.595	3.64					
6Y	3.61	3.67					
7Y	3.675	3.72					
8Y	3.7183	3.76					
9Y	3.751	3.79					
10Y	3.78	3.82					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.86	3.91	EUR/USD	1.3288
1x4	3.83	3.88	EUR/JPY	117.40
3x6	3.57	3.62	EUR/PLN	4.1184
6x9	3.32	3.37	USD/PLN	3.0986
9x12	3.25	3.30	CHF/PLN	3.3283

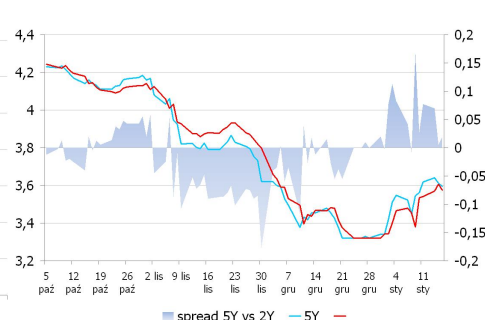
WIBOR 3M i 1Y



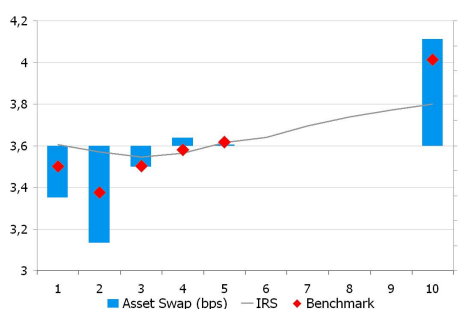
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



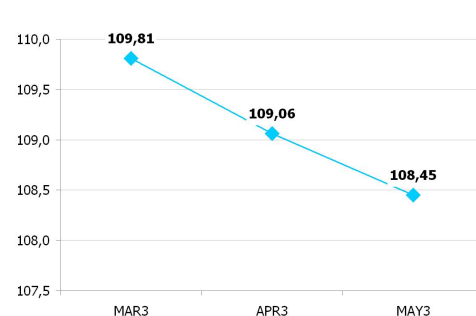
Asset swap i IRS



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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.