



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		
21.01.2013 PONIEDZIAŁEK							
10:00	POL	Publikacja raportu NBP o stanie koniunktury	Q4				
22.01.2013 WTOREK							
4:49	JPN	Decyzja BoJ (%)	sty		0.10	0.10	0.10
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	sty		5.7	5.7	
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	sty		11.3	6.9	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym SAAR (mln)	gru		5.10	5.04	
23.01.2013 ŚRODA							
16:00	EUR	Wskaźnik pewności konsumenckiej <i>prelim</i> (pkt)	sty		-25.8	-26.5	
24.01.2013 CZWARTEK							
2:45	CHN	PMI w przemyśle (pkt)				51.5	
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	sty			44.6	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	sty			45.2	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	sty		46.8	46.0	
9:30	GER	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	sty		51.8	52.0	
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	gru	-1.0	1.1	2.4	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	gru	13.3	13.4	12.9	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	sty		46.8	46.1	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	sty		48.0	47.8	
10:00	EUR	PMI composite <i>prelim</i> (pkt)	sty			47.2	
14:00	POL	<i>Minutes</i> RPP	sty				
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	19.01		360	335	
16:00	USA	Indeks Conference Board (%)	gru		0.3	-0.2	
25.01.2013 PIĄTEK							
10:00	GER	Indeks IFO - sytuacja bieżąca (pkt)	sty		107.0	107.1	
10:00	GER	Indeks IFO - oczekiwania (pkt)	sty		99.0	97.9	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś o 11 zaczyna się maraton indeksów koniunktury ze strefy euro - na początek jak zwykle indeks ZEW określający nastroje niemieckich analityków i inwestorów. Można oczekiwać podobnie jak w ostatnich kilku miesiącach (oraz na co wskazuje konsensus), że powrót optymizmu na rynkach finansowych mógł spowodować wzrost składowej oczekiwań. Indeksy opisujące oceny sytuacji bieżącej ciągle znajdują się w trendzie spadkowym (ewentualnie ustabilizowały się jak PMI) i dopiero ich wzrosty w ślad za oczekiwaniami będą dobrą wróżbą dla przyszłych zmian w realnych danych. Po południu dane z rynku nieruchomości USA - sprzedaż domów na rynku wtórnym powróciła do wysokich ponad 5 mln poziomów.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• **Glapiński:** Po ostatnich danych wskazujących na wyhamowanie inflacji i spowolnienie gospodarcze, prawdopodobnie opowiem się za redukcją stóp procentowych w lutym.

• **Badania koniunktury NBP:** W pierwszym kwartale roku firmy oczekują niewielkiej poprawy sytuacji, a powrotu na ścieżkę wzrostu oczekują najwcześniej w drugiej połowie roku. W IV kw. 2012 r. sytuacja przedsiębiorstw pogorszyła się i była wyraźnie poniżej długookresowej średniej. Wyjście z obecnego spowolnienia może być dłuższe niż w latach 2008/2009 (więcej czytaj w sekcji analizy).

• **Eurogrupa** oceniła, że między innymi dzięki reformie podatkowej i podniesieniu cen prądu Grecja spełniła warunki konieczne do otrzymania styczniowej raty pomocy. Jeszcze w styczniu Grecja ma otrzymać 2 mld euro w gotówce na zasypanie dziury budżetowej oraz 7,2 mld euro w obligacjach na pokrycie kosztów rekapitalizacji i likwidacji banków. W obu przypadkach formalną decyzję musi podjąć jeszcze rada dyrektorów tymczasowego funduszu ratunkowego strefy euro (EFSF).

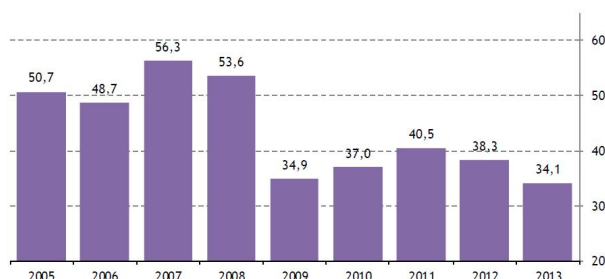
Decyzja RPP (6.02.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.570	-0.002
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	1.865	0.021
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	3.964	0.000
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 25 bps				

Brak wiarygodnych przesłanek ożywienia w badaniach koniunktury NBP

Tym razem do lektury raportu przystąpiliśmy nie z zamiarem znalezienia symptomów spowolnienia gospodarki, lecz znalezienia choćby przeblasków ożywienia. Nasze poszukiwania okazały się jednak bezowocne - o ile symptomy stabilizacji bądź poprawy koniunktury pojawiają się w niektórych przekrojach, bądź branżach, to są mało istotne biorąc pod uwagę skalę ostatnich spadków. To definitywnie za mało, aby wycofać się z naszego scenariusza recesyjnego w pierwszej połowie roku. Jeśli wyniki będą się powtarzać ponownie rozważymy też mechanizm ewentualnego ożywienia w gospodarce polskiej w drugiej połowie roku pod kątem jego ewentualnego, dalszego wypłaszczenia. Abstrahując od sfery realnej, również procesy cenowe w gospodarce (ceny, płace, marże) wyraźnie osłabły, potwierdzając tym samym słabość sfery realnej. W przeciwieństwie do kilku poprzednich epizodów działalności RPP (dowiadaliśmy się o tym fakcie najczęściej z "Minutes"), te badania koniunktury w żadnym wypadku nie uzasadniają zmiany kierunku polityki pieniężnej.

Operując na mniejszym stopniu ogólności stwierdzamy, że bieżące oceny sytuacji gospodarczej jeszcze bardziej się pogorszyły, lecz firmy oczekują niewielkiej poprawy w I kwartale, jednak jak czytamy „nie utożsamiają jej jeszcze z istotniejszym ożywieniem koniunktury”. Obserwowane wahania wyglądają więc bardziej jak zaburzenia wokół trendu, a nie jego zmiana. Co ciekawe, mimo utrzymania kursu opłacalności eksportu na mniej więcej stabilnym poziomie (3,80-90), sytuacja eksporterów pogorszyła się, gdyż przy niższej sprzedaży musieli oni zrezygnować z kolejnej porcji marży. Jako, że nie widać symptomów poprawy zamówień eksportowych (to kolejna ciekawostka - przedsiębiorcy najwidoczniej nie widzą zasad ekonomii, które obecnie rządzią konsensusem rynkowym).

Wśród przedsiębiorstw dominuje niska aktywność inwestycyjna i plany niewielkich dalszych redukcji zatrudnienia (w tym przekroju sytuacja nieco się poprawiła, jednak w dalszym ciągu trend wskaźnika jest spadkowy). Co ciekawe, w takich warunkach firmy odkładają plany rozbudowy i rozwoju, co czytamy może „jeszcze bardziej odsuwać w czasie fazę ożywienia”. Udziały przedsiębiorstw wstrzymujących się z inwestycjami oraz planujących rozpocząć nowe przedstawiamy na wykresach z raportu - mówią same za siebie. Ważny jest także fakt, że zainteresowanie kredytem jest małe - wykorzystywany jest głównie do finansowania działalności bieżącej.

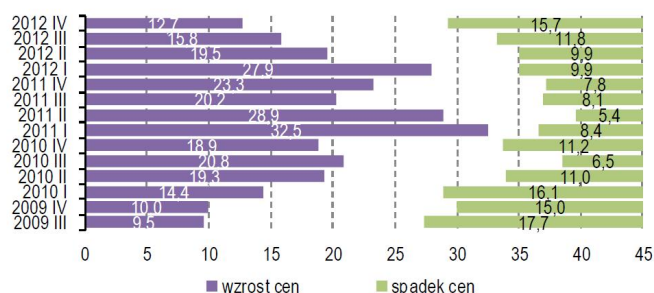


Rys. 54 Udział przedsiębiorstw planujących rozpocząć poważniejsze inwestycje w perspektywie roku



Rys. 62 Udział przedsiębiorstw wstrzymujących się z inwestycjami. Uwaga: nieciągły szereg danych

Na wstępie wspominaliśmy, że obecny stan gospodarki charakteryzuje się znacznym wyciszeniem procesów cenowych. Prezentujemy ten fakt na wykresach. Co prawda pojawiają się wyższe żądania płacowe, nie wydaje się jednak prawdopodobne, że przy osłabieniu rynku pracy oraz kosztowej dyscyplinie przedsiębiorstw zostaną one spełnione.



Rys. 108 Faktyczne zmiany cen oferowanych przez przedsiębiorstwa produktów/usług (% przedsiębiorstw, pominięto bez zmian)



Rys. 50 Ocena relacji wzrostu płac do wzrostu wydajności pracy w ciągu roku (pominięto na wykresie płace rosły w zbliżonym stopniu co wydajność)



EURUSD fundamentalnie

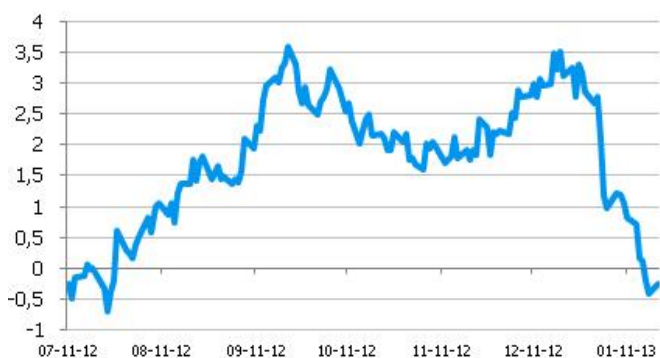
W poniedziałek EURUSD stabilny. Wobec braku publikacji danych makroekonomicznych (święto w USA) i innych informacji, które mogłyby spowodować istotny ruch kursu, inwestorzy powstrzymywali się od działań w oczekiwaniu na wybór nowego szefa Eurogrupy i, później, na decyzję Banku Japonii. Żadne z tych wydarzeń nie przyniosło zaskoczenia, trwała więc delikatna faza risk-on. Sytuacja techniczna i przebieg wydarzeń z ostatnich dni wskazują jednak, że na EURUSD weszliśmy w fazę stabilizacji w rejonie 1,33-1,34 i wyłamanie w górę z tego zakresu wymagać będzie mocnego sygnału.

EURUSD technicznie

Wczorajszy dzień nie przyniósł żadnych zmian. Trwa konsolidacja EURUSD w zakresie 1,3250 - 1,3400. Biorąc pod uwagę bieżące poziomy, EURUSD ma wciąż potencjał do wzrostów wewnątrz tego zakresu, dlatego też po piątkowej korekcie i biorąc pod uwagę białą świecę, od której zaczynamy dzisiejszy dzień, spodziewamy się ich wznowienia aż do osiągnięcia 1,34. Jego ewentualne przełamanie otworzyłoby drogę do maksimum zeszłego roku (1,3485) i dalej, w okolice 1,36. Wsparciem dla EURUSD powinna być najpierw MA55 w ujęciu 4H (1,33), a następnie dolna granica konsolidacji, związana z minimum zeszłego tygodnia (1,3250). W przypadku nieutrzymania tego ostatniego poziomu wsparcia, spadki na EURUSD powinny sięgnąć najpierw MA200 na wykresie 4H (1,3180).

Wsparcie	Opór
1,3300	1,3600
1,3250	1,3485
1,3180	1,3400

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

W poniedziałek do południa złoty osłabiał się, nie zdoławszy jednak przebić poziomu 4,18 po południu przesunął się w trendzie bocznym. Dziś otwarcie na poziomie 4,165. Trend depresyjny jest wynikiem słabych czynników krajowych (echem odbijają się piątkowe dane o produkcji), a także komentarzy członków RPP, którzy prawdopodobnie zinternalizowali już potrzebę obniżki stóp procentowych w lutym. Złoty osłabiany jest głównie przez czynniki krajowe (patrz nasz model poniżej). Wypowiedzi członków RPP (choćby kluczowy Hausner) sugerują, że to projekcja będzie kluczowa dla dalszych decyzji o stopach procentowych - warunki przed nią stawiane (tempo wzrostu PKB poniżej 3% w zasadzie chyba w horyzoncie projekcji) nie są przesadnie wygórowane. Nie możemy oprzeć się wrażeniu, że miarę zbliżania się do cutoff date projekcji (16 lutego?) rynek może zacząć obstawiać kontynuację poluzowania monetarnego także w marcu.

EURPLN technicznie

EURPLN wczoraj ustanowił nowe maksimum stycznia (4,1810), zbliżając się do FIBO 38,2% w układzie dziennym. Odbicie od tego ostatniego poziomu oporu spowodowało spadki i sprowadziło kurs ponownie powyżej 4,17. Techniczna perspektywa dla EURPLN jest wzrostowa - pierwszym celem jest wspomniane FIBO (4,1820). Jego przełamanie otworzy drogę do 4,2 (względny psychologiczny). Kolejnego przystanku na EURPLN szukać powinniśmy na wykresie tygodniowym - jest to roczny trend spadkowy (4,24). Korekty spadkowe ubezpiecza w pierwszej kolejności zeszłotygodniowy poziom zamknięcia (4,1530), a następnie 200-dniowa średnia ruchoma (4,1460) i maksima pierwszych dni stycznia / grudnia (4,1370).

Wsparcie	Opór
4,1530	4,2400
4,1460	4,2000
4,1350/70	4,1800/20

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 umiarkowany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.

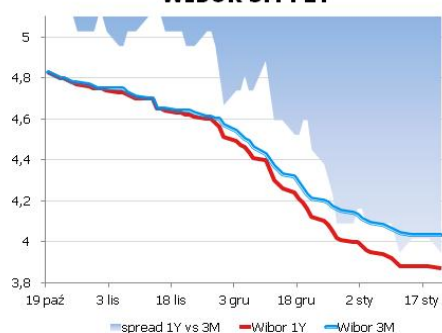




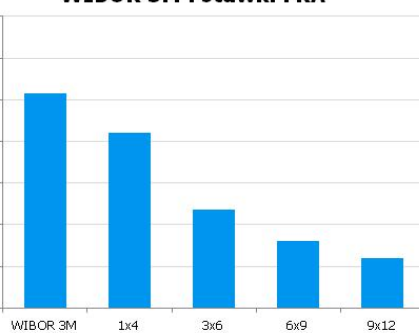
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.5625	3.59	ON	4.0	4.2	EUR/PLN	4.1762
2Y	3.48	3.53	1M	3.9	4.1	USD/PLN	3.1351
3Y	3.475	3.53	3M	3.7	4.0	CHF/PLN	3.3648
4Y	3.4899	3.54					
5Y	3.525	3.58					
6Y	3.5627	3.61					
7Y	3.6067	3.66					
8Y	3.6533	3.70					
9Y	3.6967	3.75					
10Y	3.73	3.78					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.90	3.95	EUR/USD	1.3311
1x4	3.80	3.84	EUR/JPY	119.29
3x6	3.44	3.47	EUR/PLN	4.1700
6x9	3.27	3.32	USD/PLN	3.1328
9x12	3.20	3.24	CHF/PLN	3.3587

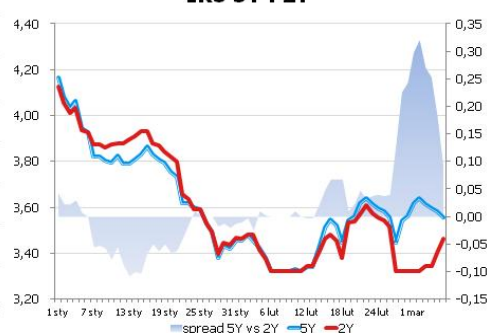
WIBOR 3M i 1Y



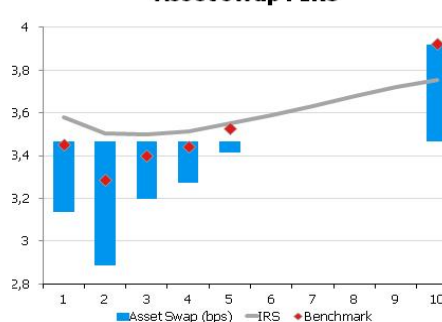
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



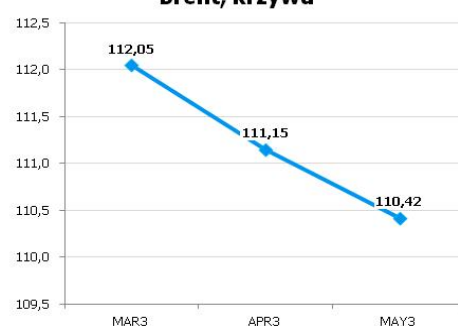
Asset swap i IRS



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.