



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		
4.02.2013 PONIEDZIAŁEK							
10:30	EUR	Indeks zaufania inwestorów Sentix (pkt)	lut			-7.0	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	gru		0.9	0.0	
5.02.2013 WTOREK							
9:55	GER	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	sty		55.3	55.3 (p)	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	sty		48.3	48.3 (p)	
10:00	EUR	PMI composite <i>final</i> (pkt)	sty		48.2	48.2 (p)	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	sty		55.0	55.7	
6.02.2013 ŚRODA							
	POL	Decyzja RPP (%)	lut	3.75	3.75	4.00	
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	gru		0.7	-1.8	
13:00	CZK	Decyzja Banku Czech (%)	lut		0.05	0.05	
7.02.2013 CZWARTEK							
0:30	JPN	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	gru		-1.7	3.9	
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		0.2	0.2	
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	lut		0.50	0.50	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	lut		0.75	0.75	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	2.02.			368	
8.02.2013 PIĄTEK							
6:30	CHN	CPI r/r (%)	sty		2.1	2.5	
8:00	GER	Eksport m/m (%)	gru		2.0	-2.5	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	aru		-46.0	-48.7	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** W środę ogłoszona zostanie lutowa decyzja RPP. Rada, po niefortunnych sugestjach co do przerwy w cyklu, ustami kolejnych członków już po publikacjach grudniowych danych zapowiedziała obniżkę stóp na lutowym posiedzeniu. Odnosimy wrażenie, że w Radzie panuje szerszy konsensus co do obniżenia stóp do poziomu 3,50%, stąd w komunikacie lutowym pojawi się podobna w formie do styczniowej warunkowa zapowiedź dalszego poluzowania. Spadek inflacji oraz (prawdopodobna) wymiana Winieckiego na gołębiego członka (to, że będzie on gołębiem jest praktycznie pewne) powinny pozwolić na spadek stopy bazowej do poziomu 3,25% w całym cyklu.

• **Gospodarka globalna.** W tym tygodniu uwaga skupiona będzie przede wszystkim na decyzji EBC oraz niemieckim sektorze przemysłowym, a poza tym na kolejnej porcji finalnych PMI ze strefy euro oraz indeksie ISM z sektora usług. Przy nieco lepszych perspektywach w europejskiej gospodarce (wyższe indeksy koniunktury, optymizm na rynkach finansowych) nikt nie spodziewa się zmian w polityce monetarnej EBC - czwartkowa konferencja może zatem minąć prawie niezauważona. Publikacje danych z niemieckiego przemysłu (nowe zamówienia i produkcja) za ostatni miesiąc zeszłego roku mogą okazać się lepsze niż z pierwszych miesięcy IV kw. 2012 roku, jednak silnie zależą od układu dni roboczych w okresie świąteczno-noworocznym - co sprawia, że ich moc informacyjna o fazie cyklu pozostanie ograniczona. Z drugiej jednak strony niemieckie indeksy koniunktury (przede wszystkim PMI) zaskakują pozytywnie, zatem można spodziewać się odwrócenia trendu na danych relanych w kolejnych miesiącach - gospodarka niemiecka ma szansę powrócić na ścieżkę wzrostu już w I kw. 2013 roku.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

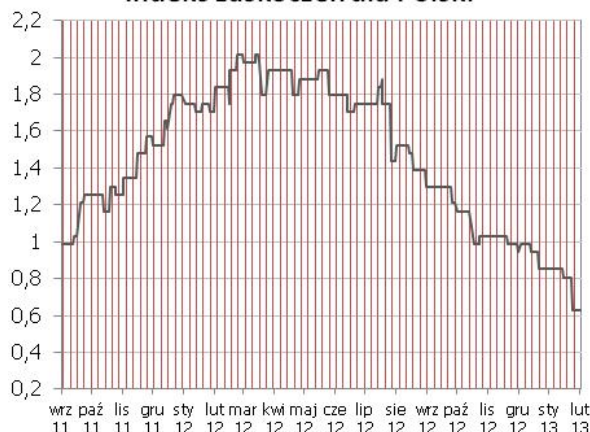
- W styczniu indeks PMI dla Polski wzrósł do 48,6 punktu z 48,5 punktu w grudniu, dziesiąty miesiąc z rzędu pozostając poniżej bariery oddzielającej wzrost od spowolnienia w przemyśle (więcej czytaj w sekcji analizy).
- W tym tygodniu banki spłacą 3,5 miliarda euro z jednego biliona euro pożyczonego w ubiegłym roku od ECB w ramach trzyletnich tanich pożyczek.
- Liczba miejsc pracy w USA poza rolnictwem wzrosła w styczniu o 157000 wobec wzrostu o 196000 po korekcie miesiąc wcześniej (więcej czytaj w sekcji analizy).

Decyzja RPP (6.02.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	0%
obniżka 25 bps	100%
PROGNOZA BRE	obniżka 25 bps

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.702	0.033
USAGB 10Y	2.039	0.022
POLGB 10Y	3.946	-0.004
Dotyczy benchmarków Reuters		

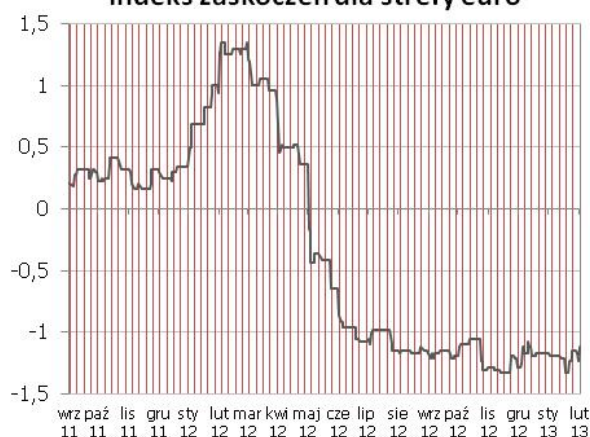
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


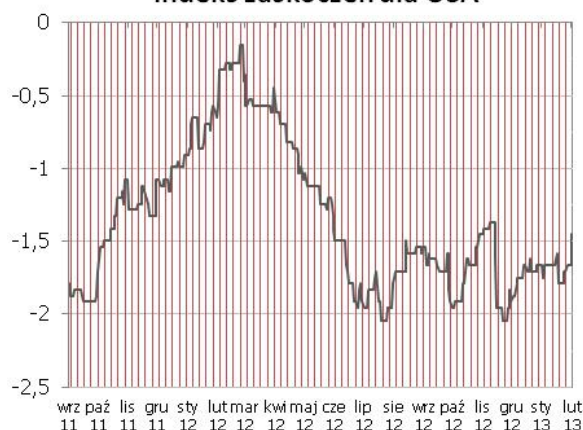
Po zeszłym tygodniu indeks zaskoczeń pozostał bez zmian ze względu na ograniczoną liczbę publikacji danych makroekonomicznych - odczyt PKB pomimo, że wskazał na znaczne spowolnienie w polskiej gospodarce w IV kw. 2012 roku, to nie wygenerował dużego negatywnego zaskoczenia, podobnie piątkowy PMI wskazał w styczniu wartość bardzo zbliżoną do grudniowej i do konsensusu rynkowego. Kolejne publikacje są w kalendarzu dopiero pod koniec przyszłego tygodnia i można spodziewać się zatrzymania (zmiany?) trendu indeksu zaskoczeń po lutym ze względu na pozytywną różnicę dni roboczych i odreagowanie wyjątkowo słabego grudnia.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Indeks zaskoczeń próbuje wybić się z trendu bocznego - finalne odczyty indeksów PMI z Niemiec okazały się jeszcze wyższe niż zaskakująco dobre wstępne publikacje, jednak ciągle czynnikiem stopującym są pozostałe dane - negatywne niespodzianki wygenerowała sprzedaż detaliczna (do tej zmiennej nie przywiązujemy już jednak zbyt dużej wagi - negatywne zaskoczenia pojawiają się właściwie co miesiąc) oraz CPI w Niemczech. Ten nieśmiały trend generowany przez indeksy koniunktury wydaje się spójny z pozytywnym sentymentem rynkowym i powoli ożywającą gospodarką globalną (Azja, USA).

USA

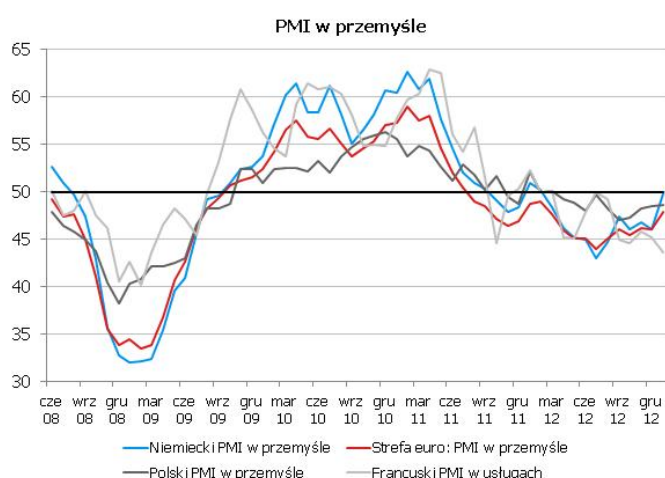
Indeks zaskoczeń dla USA


Koniec zeszłego tygodnia przyniósł znaczny wzrost amerykańskiego indeksu zaskoczeń po publikacjach indeksów koniunktury - Chicago PMI, ISM w przemyśle i indeksu Uniwersytetu Michigan (warto zwrócić uwagę, że ten ostatni znacznie wzrósł w styczniu względem wstępnego odczytu, który tydzień wcześniej zaskoczył negatywnie). Pozostałe dane na razie nie zaskakują pozytywnie, ale można oczekiwać, że w kolejnych tygodniach trend wzrostowy indeksu będzie powoli kontynuowany - pojawia się coraz więcej pozytywnych (choć nie spektakularnych) sygnałów z amerykańskiej gospodarki, zaś obecne publikacje mogą być zaburzone czynnikami jednorazowymi.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Ciągle negatywny sentyment w polskim sektorze przemysłowym

Polski indeks PMI pozostał w styczniu na prawie niezmiennym poziomie 48,6 pkt. Ostatnie zmiany indeksu wskazują na jego znaczne rozkorelowanie się z cyklem w Polsce: 1) indeks znowu zmienia się zgodnie z odczytami niemieckimi czy europejskimi (jest to relacja bardzo krótka, trudno zatem mówić o jej stabilności), co jednak przy obecnym przede wszystkim wewnętrznym charakterze spowolnienia nie jest dobrym indykatorem; 2) jeśli PMI wykazuje własności wyprzedzające, to okres wyprzedzenia jest dłuższy niż kwartał (krótki szereg danych uniemożliwia dokładne obliczenia), a zatem daje niewiele informacji odnośnie najbliższych publikacji danych.



Pomimo że każda wartość indeksu poniżej 50 pkt. oznacza spowolnienie w sektorze przemysłowym, to zarejestrowano pewne oznaki stabilizacji - wielkość produkcji w porównaniu do poprzedniego miesiąca nie uległa większym zmianom, a liczba nowych zamówień eksportowych odnotowała tylko niewielki spadek (firmy wskazały na słabszy popyt m.in. z rynków UE i Chin). Trzeba jednak podkreślić, że istotnie spadła liczba nowych zamówień krajowych, zaś wielkość produkcji była częściowo wspierana realizacją zaległości produkcyjnych, które zmalały dwunasty miesiąc z rzędu i to w wyraźnym tempie. W styczniu, wraz ze spadkiem liczby nowych zamówień, polscy producenci zredukowali liczbę miejsc pracy i wielkość zakupów. Poziom zatrudnienia w sektorze spada nieprzerwanie od września ubiegłego roku, a aktywność zakupowa od lutego 2012 roku. Koszty produkcji w firmach w porównaniu do grudnia nieznacznie spadły (głównie w związku z niższymi cenami surowców), wyraźniej obniżyły się ceny wyrobów gotowych (w najszybszym tempie od lutego 2010 roku) - ankietowani zwracali uwagę na zmianę asortymentu, słaby popyt i niższe koszty produkcji.

Nie będziemy zaprzeczać, że polski indeks PMI wskazuje odejście od negatywnego trendu i stabilizację tempa spadków w sektorze przemysłowym, jednak ciągle nie ma mowy o wzrostach. Niewątpliwie także lepsze wskaźniki koniunktury w Niemczech (piątkowy finalny odczyt PMI z sektora przemysłowego potwierdził wzrost prawie do 50 pkt., co więcej lepszy sentyment pojawia się także w danych z niektórych krajów peryferyjnych strefy euro - Włoch czy Hiszpanii, styczniowe dane negatywnie zaskoczyły jedynie dla Francji) będą wspierać polski eksport i oddziaływanie lepszych nastrojów globalnych także na polskich produ-

centów, jednak jak wspominaliśmy - obecne spowolnienie bąduje przede wszystkim na spadku popytu wewnętrznego i dopiero jego odbicie da perspektywę dla zatrzymania trendu spadkowego. Patrząc przez ten pryzmat dane o PMI pozostają negatywne - nowe zamówienia krajowe i zatrudnienie ciągle spadają. Podobne wnioski można wyciągnąć z badań koniunktury GUS i NBP, co wskazuje, że najsilniejszy spadek dynamiki PKB mamy dopiero przed sobą w I połowie 2013 roku. Spadek presji inflacyjnej i niski wzrost powinny wspierać kontynuację cyklu luzowania monetarnego.

USA: kolejne solidne dane z rynku pracy

W styczniu zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w USA wzrosło o 157tys. Dane za cały 2012 rok zostały zrewidowane netto w górę (+333tys. w tym imponujące +86tys. oraz +41tys. za listopad i grudzień). Nowe miejsca pracy tworzone były w styczniu głównie w usługach (130tys., w tym trwałe wzrosty w opiece społecznej i zdrowiu, handlu detalicznym) i budownictwie (26tys.); spadła dynamika tworzonych miejsc pracy w przetwórstwie przemysłowym (4tys.), zwalniał sektor rządowy (-9tys.), spadła także liczba zatrudnionych w usługach pracy tymczasowej (9tys.). Średnia liczba przepracowanych godzin nie zmieniła się, przeciętne zarobki godzinowe wzrosły o 4 centy.

Osobna ankieta dot. gospodarstw domowych sugeruje, że stopa bezrobocia wzrosła nieznacznie do 7,9% z 7,8% poprzednio (niektóre alternatywne miary bezrobocia spadły, niektóre wzrosły, skala ruchów wyniosła +/- 0,1pp.). Zmiana liczby bezrobotnych nie jest znaczna (nieco ponad 100tys.), jednak przepływ miał miejsce w raczej mało atrakcyjnym dla Fed kierunku :od zatrudnienia do bezrobocia a nie spoza zasobu pracy do bezrobocia, co miałoby miejsce gdyby zmieniły się wskaźniki partycypacji zawodowej, a te pozostały stałe. Nie uważamy jednak, że jest to kluczowy (negatywny) aspekt raportu, gdyż statystyki dot. czasu trwania bezrobocia sugerują, że znacząco zmniejsza się liczba długotrwale bezrobotnych, a to pozytywny sygnał.

Podsumowując, co prawda tempo wzrostu zatrudnienia nieznacznie spadło, jednak wpisuje się w powolną poprawę na rynku pracy, która nie została wykończona niekorzystnymi zmianami podatkowymi z początku roku (podwyżka podatku od wynagrodzeń zmniejszyła koszt alternatywny pozostawania bezrobotnym). Reakcja rynków akcji na dane była pozytywna, obligacje przejściowo spadły w rentownościach w reakcji na wyższą stopę bezrobocia, która stanowi bezpośredni cel Fed, jednak nie utrzymały wyższych cen do końca sesji (seria lepszych ISM i indeksu Michigan). Dane mogą z powodzeniem wspierać fazę risk-on na rynkach finansowych. Są na tyle dobre, aby inwestorzy akcyjni uwierzyli we wzrostową trajektorię gospodarki na i na tyle wyważone, aby nie generować przyspieszonych oczekiwań na strategię wyjścia Fed. Czekamy na dane o konsumpcji aby przekonać się jak bardzo podatek od wynagrodzeń zaważył na wydatkach w styczniu. Uważamy, że dane te niosą za sobą spory potencjał do wsparcia obligacji w związku ze sporą niepewnością dot. wysokości odczytów (niektórych aspektów nie da się po prostu wyliczyć).



EURUSD fundamentalnie

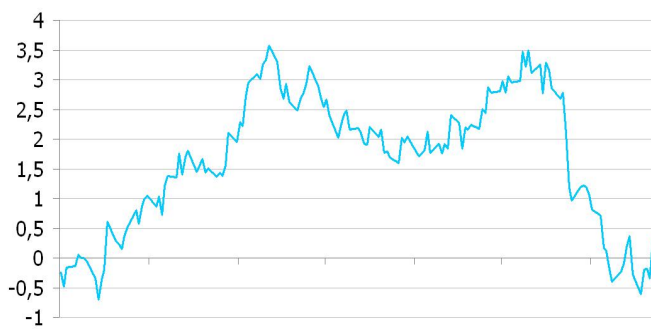
W piątek w centrum uwagi pozostawał spory pakiet danych z amerykańskiej gospodarki, których kolejne publikacje wahały kursem EURUSD - gorszy headline danych z rynku pracy (wyższa stopa bezrobocia - więcej czytaj w sekcji analizy) umocniły USD, podczas gdy późniejsze wskaźniki koniunktury (Michigan i ISM) pomogły powrócić EURUSD powyżej 1,368. Dziś otwarcie nieznacznie powyżej 1,36. W rozpoczynającym się tygodniu kluczowa będzie czwartkowa decyzja EBC oraz niemieckie dane, jednak przy poprawiającym się sentymencie (patrz osłabienie obligacji na rynkach bazowych) EURUSD ma ciągle sporą przestrzeń do kontynuacji ruchu na północ (co potwierdziły piątkowe dane z USA - na tyle dobre, aby inwestorzy uwierzyli we wzrostową trajektorię gospodarki na i na tyle wyważone, aby nie generować przyspieszonych oczekiwań na strategię wyjścia Fed).

EURUSD technicznie

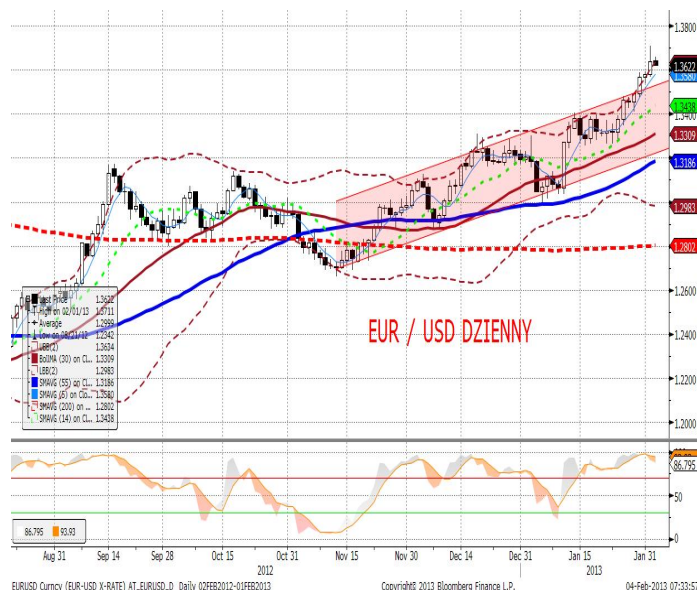
EURUSD wybił się z kanału aprecjacyjnego (w górę) na danych dziennych, przekroczył MA200 z wykresu tygodniowego (1,3525) oraz Fibo 1,3631 (z weekly). Choć uczciwie należałoby przyznać, że kursowi należy się korekta, na razie brakuje do niej sygnałów, a trend wzrostowy jest silny. Wsparcie kurs znajduje dziś na 1,3593 oraz niżej na 1,3560, 1,3440. Ponieważ zamknięcie tygodniowe miało miejsce powyżej 1,3631 cel należy wyznaczyć aż na 1,3843 (61,8% Fibo z wykresu tygodniowego).

Wsparcie	Opór
1,3593	1,4500
1,3560	1,4256
1,3440	1,3843

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

Złoty mocniejszy. Na umocnienie złotego w czasie piątkowej sesji złożył się przede wszystkim wzrost zainteresowania polskimi obligacjami za sprawą korekcyjnego spadku rentowności na rynkach bazowych i deklaracji Premiera Tuska o rozpoczęciu debaty na temat wejścia Polski do strefy euro (debata zaplanowana została na 19 lutego). Złoty utrzymał zyski z piątku i stąd dzisiejsze otwarcie na poziomie 4,1700 wobec euro. Testem dla złotego będzie dziś sytuacja na rynku obligacji i to, jak mocno inwestorzy przejęli się zapowiedzią rozpoczęcia debaty o euro.

EURPLN technicznie

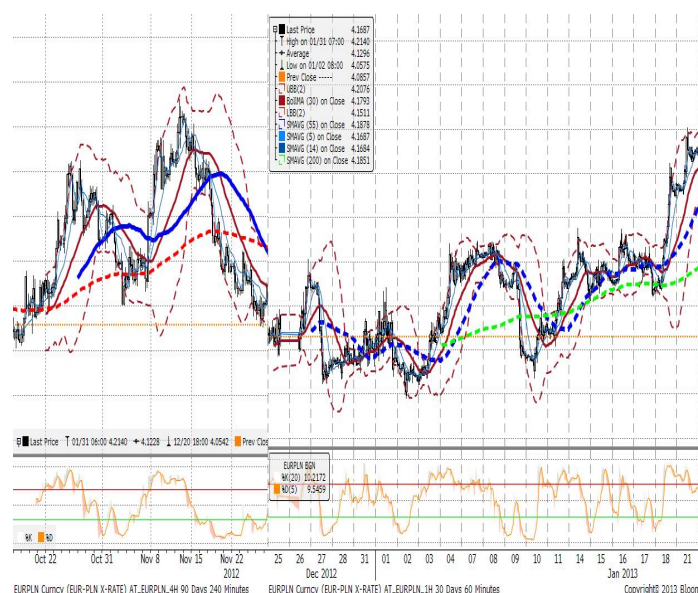
Pomimo oststniego umocnienia złotego wobec euro wykres 1d pokazuje w dalszym ciągu trend wzrostowy (dolne ograniczenie kanału deprecyjnego nie zostało naruszone). Zrealizował się natomiast sygnał osłabienia złotego nakreślony na wykresie 4h. Silnym poziomem wsparcia pozostaje średnia na poziomie 4,1490. Taktycznie long EURPLN ze stoplossem na poziomie wyżej wspomnianej średniej.

Wsparcie	Opór
4,1850	4,2425
4,1670	4,2261
4,1481	4,2122

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	3.49	3.52
2Y	3.38	3.43
3Y	3.355	3.41
4Y	3.3649	3.41
5Y	3.395	3.45
6Y	3.45	3.50
7Y	3.515	3.57
8Y	3.575	3.63
9Y	3.625	3.68
10Y	3.675	3.73

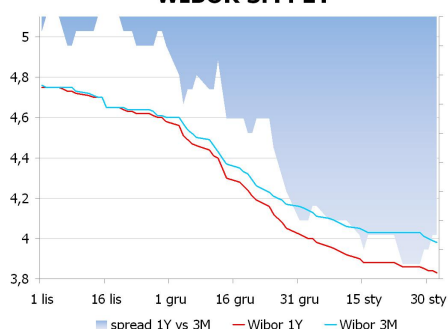
depo	BID	ASK
ON	4.3	4.4
1M	3.9	4.2
3M	3.7	4.0

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2028
USD/PLN	3.0744
CHF/PLN	3.3991

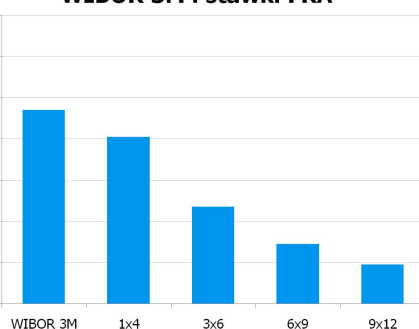
FRA	BID	ASK
1x2	3.89	3.94
1x4	3.76	3.81
3x6	3.44	3.47
6x9	3.24	3.29
9x12	3.14	3.19

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3641
EUR/JPY	126.59
EUR/PLN	4.1639
USD/PLN	3.0509
CHF/PLN	3.3587

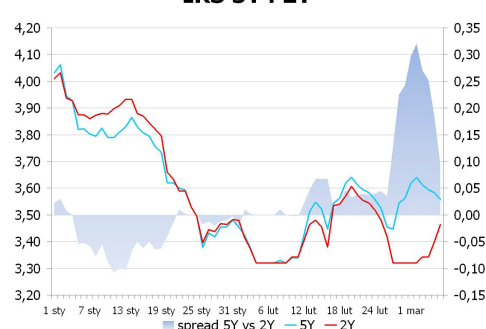
WIBOR 3M i 1Y



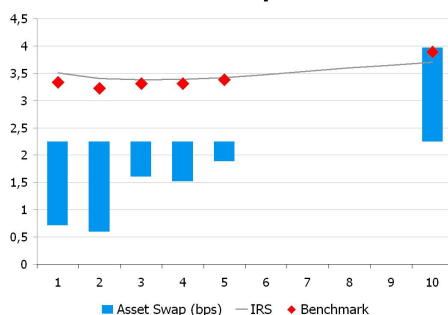
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



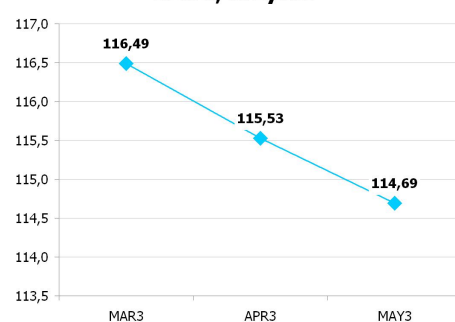
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYPANOWEGO 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.