



Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 86
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		
18.02.2013 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Place r/r (%)	sty	2.0	1.0	2.4	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sty	-0.6	-0.9	-0.5	
19.02.2013 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	lut		7.5	7.1	
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	lut		35.0	31.5	
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sty	-2.5	-2.8	-10.6	
14:00	POL	PPI r/r (%)	sty	-1.3	-1.1	-1.1	
14:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	sty	-18.0	-19.7	-24.8	
20.02.2013 ŚRODA							
8:00	GER	CPI r/r final (%)	sty		1.7	1.7	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	sty		922	954	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	sty		920	909 (r)	
14:30	USA	PPI r/r (%)	sty		1.7	2.0	
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka <i>prelim</i> (pkt)	lut		-23.1	-23.9	
20:00	USA	<i>Minutes</i> Fed	sty				
21.02.2013 CZWARTEK							
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	lut			42.9	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	lut			43.6	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	lut		50.0	49.8	
9:30	GER	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	lut		55.2	55.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	lut		48.4	47.9	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	lut		49.0	48.6	
10:00	EUR	PMI composite (pkt)	lut			48.6	
14:00	POL	<i>Minutes</i> RPP	sty				
14:30	USA	CPI r/r (%)	sty		1.7	1.7	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	16.02		360	341	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym SAAR (mln)	sty		4.90	4.94	
22.02.2013 PIĄTEK							
8:00	GER	PKB kw/kw final (%)	4Q		-0.6	-0.6	
10:00	GER	IFO - ocena bieżąca (pkt)	lut		108.3	108.0	
10:00	GER	IFO - oczekiwania (pkt)	lut		101.2	100.5	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Ciąg dalszy publikacji danych za styczeń. Poniedziałkowe dane z rynku pracy powinny pokazać dalsze pogorszenie sytuacji. Spodziewamy się dalszego wyhamowania dynamiki płac (trend spadkowy m.in. w przemyśle i budownictwie, wysoka baza w górnictwie), którą jedynie nieznacznie amortyzować będzie korzystna różnica dni roboczych (+1 r/r). Przyspieszyć powinny spadki zatrudnienia (jedyną determinantą dynamiki zatrudnienia w styczniu są zmiany próbek GUS). We wtorek z kolei opublikowane zostaną dane z sektora przemysłowego. Korzystna różnica dni roboczych powinna sprowadzić dynamikę produkcji przemysłowej w okolice -2,5%, przy wciąż trwającej silnej dezinflacji. Spodziewamy się pogłębienia spadków cen producenckich - wobec marginalnych zmian kursów i cen surowców kluczowe tutaj jest trwające spowolnienie gospodarcze. Wreszcie, w czwartek opublikowane zostaną *minutes* z ostatniego posiedzenia RPP.

• **Gospodarka globalna.** Uwaga w strefie euro przesuwana się ponownie w kierunku wskaźników koniunktury: niemieckiego ZEW (wtorek) i IFO (piątek) oraz serii wstępnych odczytów PMI (czwartek). W każdym z w/w przypadków konsensus wskazuje na dalszą poprawę koniunktury, której skala w powiązaniu z bieżącymi poziomami wskaźników nie pozwala jednak na ogłoszenie zdecydowanego ożywienia w eurolandzie. W USA tydzień pod znakiem danych z rynku nieruchomości (sprzedaż na rynku wtórnym, rozpoczęte budowy i pozwolenia na budowę). Oczekiwania rynku (nieznaczne spadki liczby rozpoczętych budów i sprzedanych domów) tu w sposób ewidentny dyskontują efekty klifu fiskalnego na aktywność kupujących.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w styczniu wzrosły o 1,7 proc. w stosunku do stycznia 2012 r., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,1 proc.
- MF: Deficyt budżetu państwa po styczniu 2013 roku wyniósł 8,4 mld zł, co daje 23,7 proc. deficytu planowanego na 2013 rok na poziomie 35.6 mld zł.
- Zielińska-Głębocka: Jest jeszcze przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej. Nie jest jednak ona bardzo duża z uwagi na oczekiwaną w II połowie roku poprawę koniunktury.

Decyzja RPP (6.03.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.628	-0.006
stopy bez zmian	20%	USAGB 10Y	0.000	0.000
obniżka 25 bps	80%	POLGB 10Y	4.063	0.001

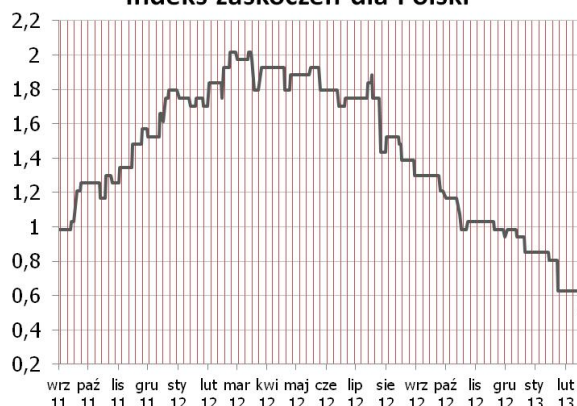
PROGNOZA BRE

obniżka 25 bps

Dotyczy benchmarków Reuters

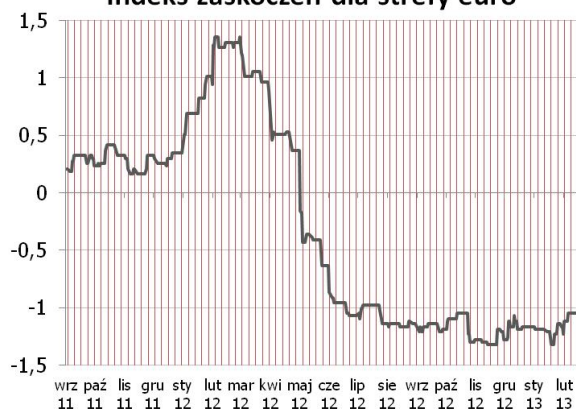
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


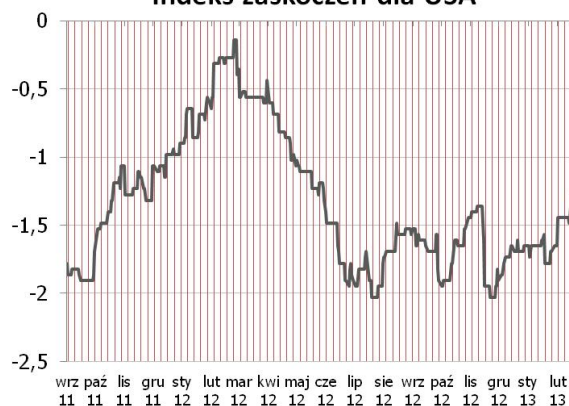
Zaskakująco niski odczyt inflacji za styczeń (czytaj więcej w sekcji analizy) przyniósł kolejny duży spadek polskiego indeksu zaskoczeń. W tym tygodniu dane comiesięczne dane z rynku pracy i przemysłu, biorąc jednak pod uwagę uplasowanie rynkowych oczekiwań, można domniemywać, że potencjał do zaskoczeń w tej sferze częściowo się wyczerpał.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Bez zmian - nawet negatywne odczyty PKB za IV kwartał nie zdołały sprowadzić indeksu w dół. W tym tygodniu fala publikacji indeksów koniunktury (niemieckie IFO i ZEW, PMI dla strefy euro). Biorąc pod uwagę ostatnie doświadczenia, potencjał do pozytywnych niespodzianek wciąż istnieje.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


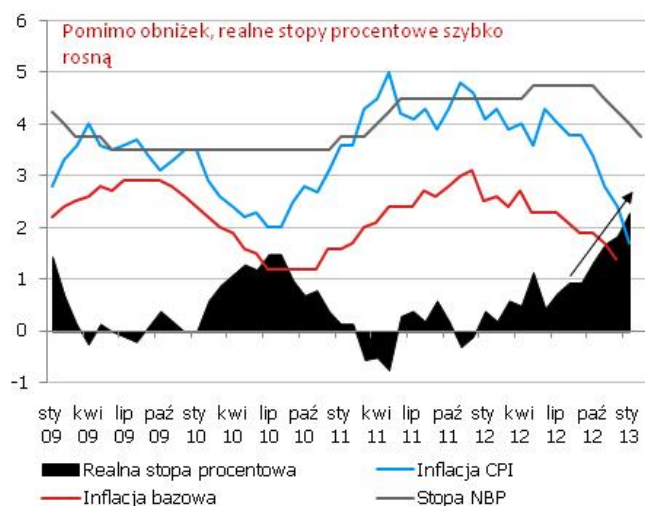
Tydzień nie obfitował w dane, tym niemniej amerykański indeks zaskoczeń zdołał wreszcie wybić się z trendu boczno, w którym znajdował się od połowy poprzedniego roku. Wystarczyły do tego pozytywne niespodzianki w danych z rynku pracy i w indeksach koniunktury Empire State i Uniwersytetu Michigan. Droga do dalszych wzrostów indeksu jest więc otwarta, choć niepewność związana z polityką fiskalną powinna sprawiać, że droga będzie wyboista.

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 na oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Najgłębszy spadek inflacji od pięciu lat

Inflacja cen konsumenckich spowolniła w styczniu do 1,7% r/r z 2,4% w grudniu. Tym samym do dolnej granicy celu NBP nie brakuje już wiele. Niestety – jak to zwykle ma miejsce przy pierwszej publikacji inflacji za nowy rok – szczegóły danych, którymi raczy nas GUS są bardzo ubogie.

Wiadomo, że ceny żywności i napojów bezalkoholowych podniosły się o 1,2% m/m (więcej od naszej prognozy, oznacza to, że ryzyko płynące z wyższych odczytów regionalnych zmaterializowało się), o 3,4% spadły ceny odzieży i obuwnia, kategoria mieszkanie obniżyła się o 0,1% zaś transport potaniał o 0,6%. Dysponując takim zbiorem danych obliczenie inflacji bazowej nie jest możliwe (nie będzie ona także publikowana w tym miesiącu przez NBP), fakt pozostaje jednak faktem, że ta miara inflacji powinna w tendencji jeszcze się obniżyć z uwagi na spowolnienie gospodarcze.



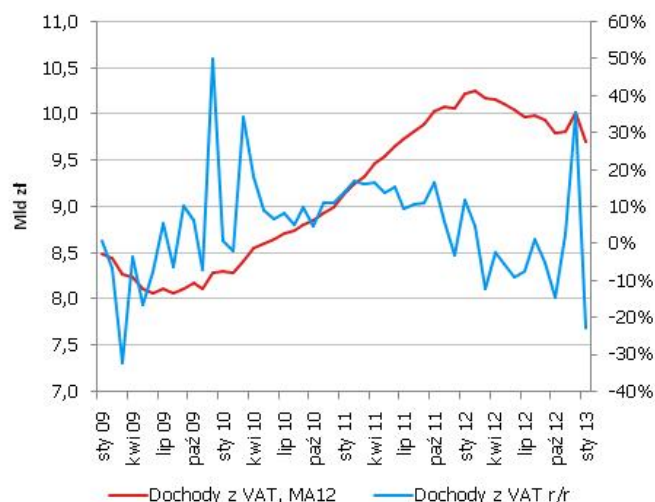
W kolejnych miesiącach inflacja może być nawet nieznacznie niższa, gdyż presja popytowa w gospodarce jest znikoma (niewiadomą pozostają cen żywności, jednak na razie nie widzimy w nich symptomów znacznego przyspieszenia a obecna niespodzianka mogła zostać spowodowana efektem początku roku). W marcu opublikowane zostaną zrewidowane dane za styczeń oraz luty (rewizja koszyka).

W reakcji na dane w dół poruszyła się cała krzywa rentowności, przy czym najwyższe spadki (nawet o 8pb) wystąpiły na krótkim końcu. Tuż po publikacji do 4,19 osłabił się również złoty. Uważamy, że opublikowane dane zwiększają szansę na obniżkę stóp procentowych na marcowym posiedzeniu RPP mimo pozostawienia prof. Winickiego w składzie RPP (dziś zapadł w tej sprawie wyrok sądu apelacyjnego). Zielone światło do obniżek powinna dać przede wszystkim projekcja (brak drastycznych zmian w inflacji w średnim okresie, wciąż poniżej celu NBP). RPP może dokonywać reasumpcji dotychczasowych swoich poczynań, jednak rosnąca realna stopa procentowa – patrz rysunek – nie pozostawia wątpliwości, że poluzowanie monetarne cały czas nie jest wystarczające do stymulowania gospodarki.

Nowy rok z dużym deficytem budżetu państwa

Zgodnie z opublikowanymi w piątek danymi o szacunkowym wykonaniu budżetu państwa w styczniu, deficyt budżetowy wyniósł 8,4 mld zł. Stanowi to prawie 24 proc. kwoty zaplanowanej na cały rok (35,6 mld zł). Główną przyczyną większej od planu realizacji deficytu jest większe zaawansowanie procesu wydatkowania od napływu dochodów podatkowych. Częściowo można to przypisać czynnikom jednorazowym – opóźnieniu dopłat bezpośrednich dla rolników (o ok. 4 mld zł) i przesunięciu zwrotów z VAT z grudnia na styczeń. Pozwoliły one, warto nadmienić, na utrzymanie zakładanego na 2012 rok wyniku, przy jednoczesnym pogorszeniu styczniowego stanu kasy państwa.

Dochody podatkowe były w styczniu mniejsze o 7% w ujęciu rocznym, co należy przypisać głównie ubytkom w dochodach z podatków pośrednich. Wpływy budżetowe z VAT w styczniu były o 22,6% mniejsze niż w analogicznym miesiącu kolejnego roku – jest to największy spadek od marca 2009 roku. Nawet, jeśli część tego spadku przypiszemy wspomnianym wyżej jednorazowym okolicznościom (zwracamy uwagę na gigantyczny wzrost dochodów z VAT w grudniu), spadek i tak jest znaczący. Trend spadkowy w dochodach z VAT, trwający od początku 2012 roku, jest więc w dalszym ciągu widoczny (por. wykres).



Co można powiedzieć o rozwoju sytuacji w kolejnych miesiącach? Zgodnie z sezonowym wzorcem, deficyt w lutym powinien znacząco wzrosnąć (w ostatnich trzech latach przyrost deficytu po lutym wynosił 11-12 mld zł). Utrzymanie tego wzorca, zwłaszcza w warunkach słabej koniunktury, będzie oznaczało wzrost poziomu realizacji budżetu do 55-60%. W perspektywie roku, z uwagi na nierealistyczne naszym zdaniem założenia makroekonomiczne budżetu, spodziewamy się istotnego uszczuplenia dochodów budżetu państwa. Warto podkreślić przy tym, że problem ten dotyczy zarówno założeń ze sfery realnej (ewolucja PKB i jego składowych), jak i ze sfery nominalnej (inflacja) jako że podatki płacone są od wielkości nominalnych – dotyczy to szczególnie podatków pośrednich. Modele zbudowane na podstawowych makroekonomicznych agregatach wchodzących w skład PKB wskazują, że ubytek w dochodach budżetowych może wynieść przynajmniej 15 mld zł i jest to dość konserwatywny szacunek. Jakkolwiek nie wolno nie doceniać pewnej naturalnej elastyczności budżetu, zwłaszcza po stronie wydatkowej, prawdopodobieństwo rewizji oceniamy jako wysokie.



EURUSD fundamentalnie

Poprzedni tydzień był raczej kiepski dla euro, pomimo faktu, że prezes Draghi formalnie nie zaangażował się w słowne „wojny walutowe”. Wydaje nam się, że na słabości wspólnej waluty zaważyła aprecjacja dolara (indeks), który wspierany był dobrymi publikacjami makro. W tym tygodniu z kolei jest szansa na wsparcie wspólnej waluty za sprawą danych o koniunkturze w strefie euro (ZEW, Ifo, PMI). Generalnie nie zaniedbywalibyśmy jednak faktu, że prezes Draghi może mieć jednak wpływ na osłabianie EUR poprzez „działania nakierunkowane na osiągnięcie krajowych celów” - okazją będzie publikacja nowej, niższej projekcji inflacyjnej (marzec). Na to jednak przyjdzie nam poczekać. Wydaje nam się, że do czasu publikacji prognoz KE (piątek - uwaga na możliwe przeszacowanie deficytów Hiszpanii, Portugalii i Włoch) EUR może zyskiwać.

EURUSD technicznie

Po bearish reversal na wykresie tygodniowym notowania utknęły w pobliżu podstawy czarnej świecy. Uformował się jednak nagrobek, co świadczy o sile sprzedających i przewadze negatywnego sentymentu wobec EUR. Oscylator zawraca, pierwsze wsparcie poniżej kanału wzrostowego, pierwsze wsparcie 1,3272. Nie ma dywergencji. Na 4h notowania przy lokalnie kluczowym wsparciu 1,3306. Przebicie go otwiera drogę do poziomów z 1d i 1w. Korekty (próby konsolidacji) powinny zatrzymywać się na 1,3402, 1,3461.

Wsparcie	Opór
1,3306	1,3509
1,3272	1,3461
1,3150	1,3402

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



EURPLN fundamentalnie

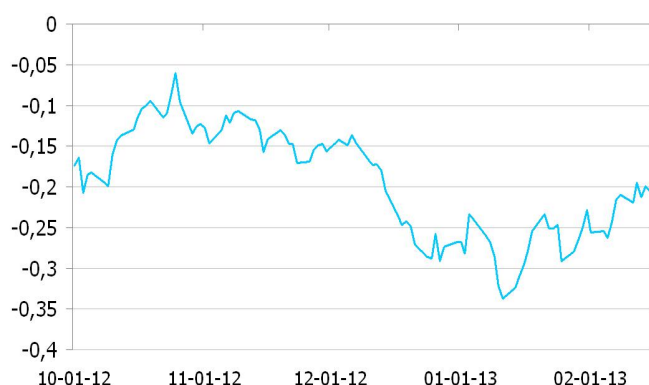
EURPLN słabszy po publikacji piątkowej inflacji. W tym tygodniu publikacje z rynku pracy (płace, zatrudnienie) oraz produkcja przemysłowa. Płace i zatrudnienie mogą sprawić negatywną niespodziankę, w przypadku produkcji odczyt powinien być lepszy niż poprzedni, ale wciąż poniżej zera. To wciąż konstelacja danych, która może wierać obniżki stóp. Z uwagi jednak na fakt, że RPP komunikuje bliskość zakończenia cyklu (a przynajmniej zamiar wejścia w okres wait-and-see) rynek może zachowywać się dość chaotycznie po publikacjach (szczególnie jeśli produkcja będzie lepsza, stawki rynkowe mogą pójść w górę). Niemniej nie spodziewalibyśmy się, że złoty zacznie nagle zyskiwać, gdyż czynnik cykliczny pozostaje negatywny. Pewnego wsparcia można się spodziewać z gospodarki globalnej (możliwość wzrostów EURUSD), jednak korelacja złotego z EUR nie jest obecnie ani stała, ani oczywista.

EURPLN technicznie

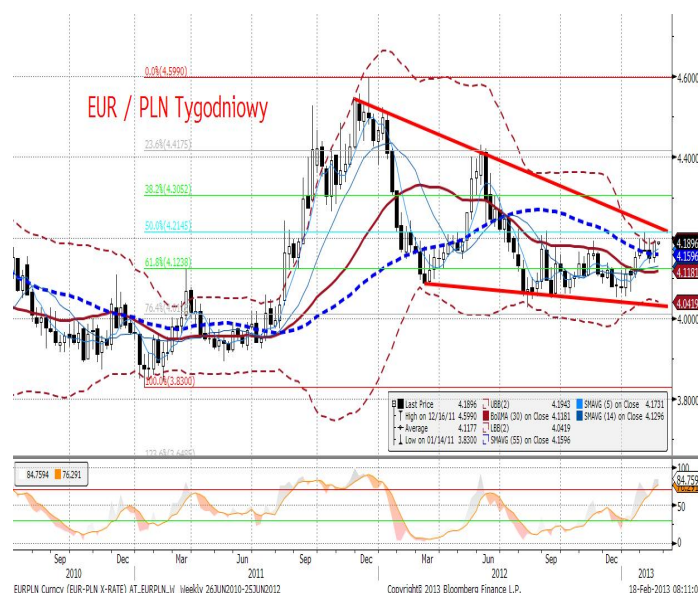
Na wykresie 1w notowania przebiły MA55 i wydają się zmierzzać w kierunku górnego ograniczenia śreniookresowego klina (4,2240); wsparcie na MA55 (4,1600). Na 1d notowania przekroczyły Fibo 4,1823 (teraz służy za wsparcie) i wygląda na to, że celem jest 4,2261 (50% Fibo). Na 4h notowania mocno wykupione, ale bez znaczącej dywergencji. W przypadku realizacji części zysków wsparć będziemy szukać na 4,1722 oraz 4,1553 (oba intraday). Reasumując, powrót poniżej 4,1823 to kontynuacja konsolidacji 4,15-18.

Wsparcie	Opór
4,1823	ok 4,2261
4,1722	4,2140
4,1553	4,1953

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.





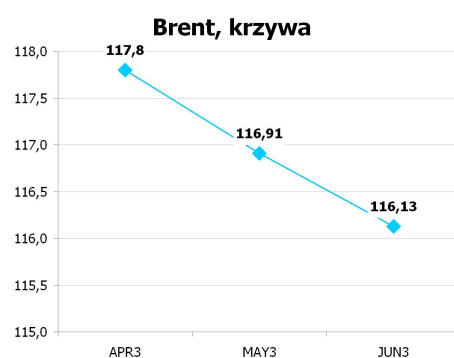
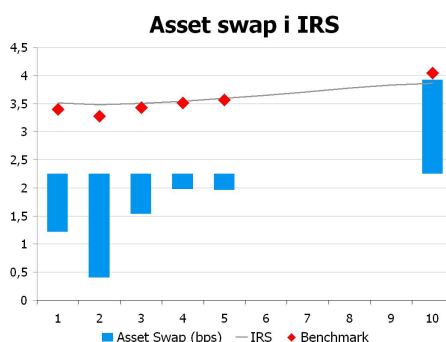
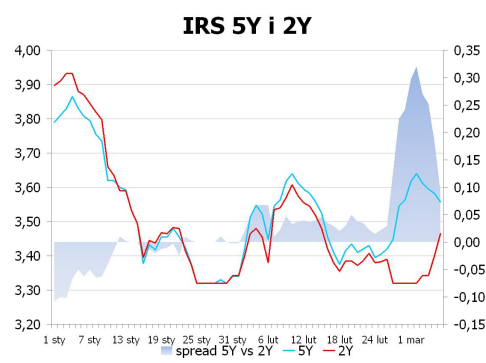
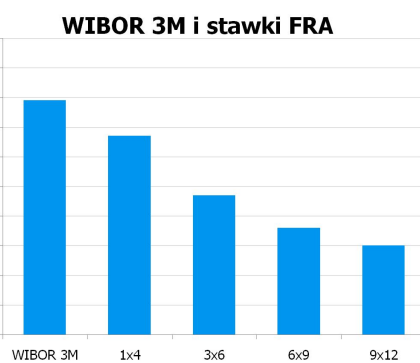
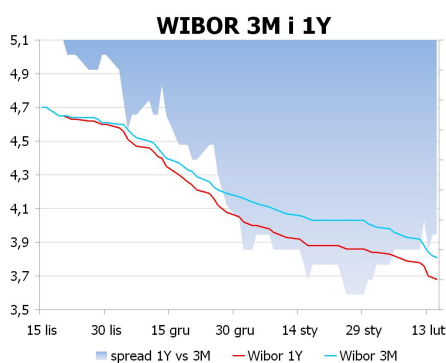
IRS	BID	ASK
1Y	3.485	3.54
2Y	3.455	3.51
3Y	3.48	3.53
4Y	3.52	3.57
5Y	3.57	3.62
6Y	3.625	3.68
7Y	3.685	3.74
8Y	3.75	3.80
9Y	3.805	3.86
10Y	3.8351	3.89

depo	BID	ASK
ON	3.7	3.8
1M	3.7	4.0
3M	3.6	3.9

FRA	BID	ASK
1x2	3.70	3.75
1x4	3.62	3.67
3x6	3.44	3.47
6x9	3.31	3.36
9x12	3.25	3.30

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1852
USD/PLN	3.1398
CHF/PLN	3.4061

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3357
EUR/JPY	125.04
EUR/PLN	4.1839
USD/PLN	3.1300
CHF/PLN	3.3900

**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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.