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 Ziembińska
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		
17.06.2013 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	kwi	108	-153	-200	468
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	kwi	13400	12550	12764	13279
14:00	POL	Import (mln EUR)	kwi	12950	12594	13037	12678
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt)	cze		0.00	-1.43	7.84
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	maj			89.2 (r)	87.0
18.06.2013 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżaca (pkt)	cze		9.5	8.9	8.6
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	cze		38.1	36.4	38.5
14:00	POL	Płace r/r (%)	maj	2.3	2.6	3.0	2.3
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	maj	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9
14:30	USA	Inflacja r/r (%)	maj		1.4	1.1	1.4
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	maj		950	854	914
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	maj		975	1005 (r)	974
19.06.2013 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	maj	-4.1	-1.9	2.7	-1.8
14:00	POL	PPI r/r (%)	maj	-2.5	-2.5	-2.0	-2.5
20:00	USA	Decyzja Fed (%)	cze		0.25	0.25	0.25
20.06.2013 CZWARTEK							
3:45	CHN	PMI w przemyśle *wstępny* (pkt)	cze		49.1	49.2	48.3
9:00	FRA	PMI w przemyśle *wstępny* (pkt)	cze		47.0	46.4	48.3
9:00	FRA	PMI w usługach *wstępny* (pkt)	cze		44.8	44.3	46.5
9:30	GER	PMI w przemyśle *wstępny* (pkt)	cze		49.9	49.4	48.7
9:30	GER	PMI w usługach *wstępny* (pkt)	cze		50.0	49.7	51.3
10:00	EUR	PMI w przemyśle *wstępny* (pkt)	cze		48.6	48.3	48.7
10:00	EUR	PMI w usługach *wstępny* (pkt)	cze		47.5	47.2	48.6
14:00	POL	Minutes RPP	cze				
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.06		340	336	354
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka *wstępny* (pkt)	cze		-21.5	-21.9	-18.8
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	cze		-2.0	-5.2	12.5
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym SAAR (mln)	maj		5.00	4.97	5.18
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający CB (%)	maj		0.2	0.8	0.1
21.06.2013 PIĄTEK							
14:00	POL	Koniunktura gospodarcza GUS	cze				
14:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS	cze				

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś warto jedynie zwrócić uwagę na raporty GUS na temat koniunktury gospodarczej i konsumenckiej. Dalsza poprawa nastrojów będzie ważnym sygnałem co do możliwości umiarkowanego ożywienia w II połowie roku.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Kowalczyk (MF): Ministerstwo Finansów ma obecnie sfinansowane 88 proc. potrzeb pożyczkowych i wobec narastających turbulencji na rynkach może nie przeprowadzać aukcji obligacji w lipcu i sierpniu.
• MF: Zadłużenie Skarbu Państwa na koniec kwietnia 2013 roku spadło o 4.307,9 mln zł, tj. o 0,5 proc. mdm do 821.482,9 mln zł.
• NBP: Zdaniem większości RPP zbliża się moment zakończenia obecnego cyklu obniżek stóp procentowych - wynika z zapisu dyskusji na posiedzeniu RPP 5 czerwca, na którym Rada obniżyła stopy o 25 pb. Jak wynika z dokumentu, na posiedzeniu odrzucono wniosek o obniżkę stóp o 50 pb. (więcej w sekcji analizy)
• Strefa euro: Indeks PMI w usługach strefy euro wyniósł w czerwcu 2013 roku 49,5 pkt. wobec 48,3 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca (wstępne wyliczenia).
• Strefa euro: Indeks PMI w przemyśle strefy euro wyniósł w czerwcu 2013 r. 48,6 pkt. wobec 47,2 pkt. w poprzednim miesiącu (wstępne wyliczenia)
• Wielka Brytania: Sprzedaż detaliczna w Wielkiej Brytanii, z uwzględnieniem sprzedaży paliw, w maju 2013 r. wzrosła o 2,1 proc. mdm, podczas gdy poprzednio spadła o 1,1 proc., po korekcie.
• USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym w USA w maju wzrosła do 5,18 mln w ujęciu rocznym.

Decyzja RPP (3.07.2013)	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	1.668	0.001
USAGB 10Y	2.402	0.009
POLGB 10Y	4.128	0.417

Dotyczy benchmarków Reuters

W szeregach RPP wciąż gołębie nastroje, ale koniec cyklu blisko

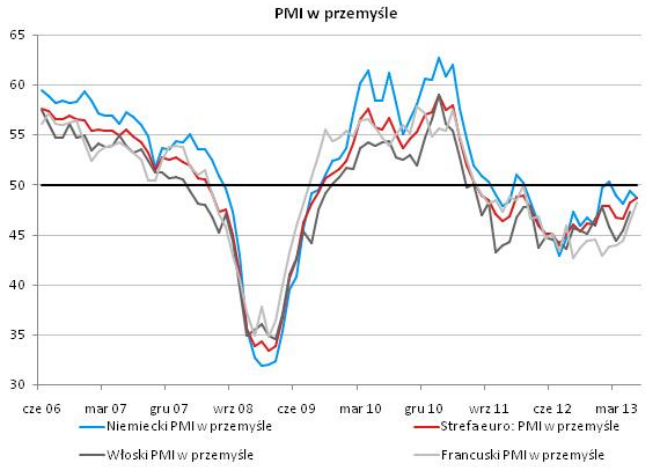
Opublikowane wczoraj „Minutes" z czerwcowego posiedzenia sugerują, że nastroje w Radzie pozostają gołębie, czemu sprzyja zachowanie gospodarki globalnej i krajowej. W szczególności RPP widzi słabość wzrostu w strefie euro i to mimo ostatniej poprawy wskaźników koniunktury (odnośnie najnowszych informacji na ten temat – patrz nasz dzisiejszy komentarz). Jednocześnie RPP jest mniej więcej zgodna odnośnie do poprawy aktywności ekonomicznej w USA i antycypuje stopniowe wycofywanie się Fed z programu zakupu aktywów (w swojej diagnozie jest niezwykle podobna do najnowszego komunikatu FOMC). W zakresie danych krajowych zupełnie brakuje optymizmu. Słaby wzrost i brak szybkich perspektyw na dynamiczne odbicie – na co wskazują choćby dane o większej częstotliwości – to główne tematy. Dominująca jest także diagnoza słabego wzrostu w nadchodzących kwartałach, do czego przyczyni się luźny rynek pracy, niska dynamika kredytu oraz kontynuacja zacieśnienia fiskalnego (infrastruktura).

O ile jeszcze w przypadku sfery realnej w RPP istnieją pewne różnice zdań, to w przypadku inflacji diagnoza tego gremium jest niemal jednoznaczna. Większość członków sądzi, że ryzyko przestrzelenia inflacji poniżej celu jest dominujące pomimo złagodzenia polityki pieniężnej oraz pewnego osłabienia złotego.

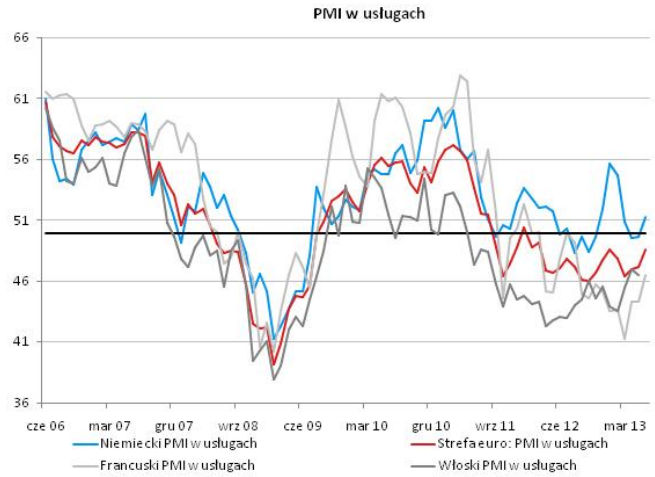
Powodem ostatniej obniżki – to już wiemy po komunikacie oraz konferencji po posiedzeniu - było większe osłabienie wzrostu oraz głębszy spadek inflacji niż te przedstawione we wcześniejszych prognozach NBP. Element zaskoczenia prawdopodobnie nie stracił jeszcze zupełnie na znaczeniu, pomimo faktu, że większość RPP uważa skalę poluzowania za znaczącą. Co więcej, również większość sądzi, że stopy znajdują się na niskim poziomie i zbliża się moment zakończenia cyklu obniżek stóp procentowych. Zdaniem tych członków dogodnym momentem na ocenę zasadności tego stwierdzenia będzie lipcowa projekcja inflacyjna. Tymczasem, dane bieżące pozwolą jeszcze na ostateczne zagospodarowanie przestrzeni na obniżki stóp (pamiętajmy, że ostatnio RPP głosowała nad obniżką o 50pb, a znaczna część członków mówi jeszcze przynajmniej o 25 punktowym cięciu na lipcowym posiedzeniu). Dlatego podtrzymujemy nasz pogląd, ze RPP obniży stopy w lipcu. Nie wydaje nam się, aby ostatnie wydarzenia (zapowiedź ograniczenia QE przez Fed, interwencja NBP na rynku walutowym) miały zmienić diametralnie podejście Rady do polityki stóp procentowych. Lipcowa obniżka stóp będzie ostatnią w tym cyklu.

Czerwcowe PMI w strefie euro: powolnej poprawy ciąg dalszy i czarne chmury na horyzoncie

Seria odczytów wskaźników PMI ze strefy euro okazała się być zasadniczo lepsza od oczekiwań – odnotowano wzrosty zarówno w przemyśle (z 47,2 do 48,6 pkt), jak i w usługach (z 48,3 do 49,5), co sygnalizuje słabnące tempo pogarszania się warunków gospodarowania przedsiębiorstw. Nie znamy dokładnego rozbicie geograficznego, ale wiadomo, że na wynik dla całego eurolandu złożyły się niejednoznaczne wyniki dla Niemiec (PMI w usługach znów powyżej 50 pkt, ale zaskakujący spadek wskaźnika dla przemysłu), większa od oczekiwanej poprawa we Francji i dalsze słabnięcie negatywnych tendencji w pozostałych państwach członkowskich.



Tempo pogarszania się aktywności ekonomicznej w strefie euro jest więc tym samym najniższe od marca 2012 roku, a subindeksy nowych zamówień i produkcji znalazły się w większości państw na najwyższym od dwóch lat poziomie. Z ostatniego z naświetlonych w poprzednim akapicie faktów można wnioskować, że obserwowana w ostatnich miesiącach konwergencja wskaźników PMI w strefie euro była kontynuowana, a zróżnicowanie losów państw rdzenia i peryferii jest – przynajmniej w percepcji menadżerów logistyki – najmniejsze od wielu lat. Co więcej, stało się tak dzięki poprawie na peryferiach, a nie dzięki dalszemu słabnięciu rdzenia – ten pozostaje na granicy stagnacji i recesji. PMI composite wzrósł do 48,9 pkt, a średnia z całego kwartału implikuje nieznaczny spadek PKB w ujęciu kw/kw (ok. 0,1-0,2%).



Do łyżki miodu należy, niestety, dołożyć kilka łyżek dziegciu.

Po pierwsze, szczegółowa analiza danych z niemieckiego sektora przemysłowego ujawnia jego relatywną słabość. Poziom produkcji praktycznie nie zmienił się w porównaniu z poprzednim miesiącem, a spadki nowych zamówień były kontynuowane, zwłaszcza w segmencie eksportowym – przemysł niemiecki wyraźnie odczuwa słabnięcie wzrostu gospodarczego na rynkach wschodzących i amerykański soft patch. Nieoficjalne dane z ankiet wskazują również, że nie ma tutaj mowy o jednorazowym wpływie czerwcowych powodzi – problem ten praktycznie nie pojawia się w odpowiedziach respondentów. Cięcia zatrudnienia, zarówno w przemyśle, jak i w usługach, odnotowano drugi miesiąc z rzędu, w dodatku w większej skali niż w maju. Z tego względu oczekiwania delikatnego wzrostu niemieckiej stopy bezrobocia (lub przynajmniej liczby bezrobotnych) nie będą przesadzone – tu słabość widzieliśmy już w danych z rynku pracy za kwiecień. Wreszcie, spadek niemieckiego PMI źle wróży jego polskiemu odpowiednikowi (choć korelacji tej daleko do bycia idealną) i, pośrednio oraz przy wszystkich zastrzeżeniach dotyczących przełożenia polskiego PMI na twarde dane, produkcji przemysłowej.

Po drugie, wydarzenia ostatnich tygodni wskazują, że problemy największych emerging markets dopiero się zaczynają. Wskaźnik PMI w chińskim przemyśle odnotował większy od oczekiwań spadek (do 48,3 pkt), przy bardzo ponurym szczegółowym rozbiciu (pierwsza kontrakcja produkcji, spadki zamówień, zatrudnienia i cen). Słabnięcie koniunktury w Chinach nie byłoby aż tak dużym powodem do zmartwień – w końcu indeks spędził przełom lat 2011 i 2012 poniżej progu 50 pkt – gdyby tym razem nie towarzyszyły mu oznaki dużych napięć w sektorze finansowym i otwarcie wyrażana przez nowe władze chęć przestawienia motorów wzrostu i zrównoważenia gospodarki. W scenariuszu, w którym względna słabość Chin utrzymuje się również w kolejnych miesiącach, gospodarka światowa również będzie funkcjonować na niskim biegu, a popularna idea „wyeksportowania się z recesji" straci materialne podstawy.

Po trzecie, wnioskowanie z indeksów PMI wymaga opierania się nie na pojedynczych odczytach, a co najmniej na krótkookresowych trendach, popartych przekroczeniem przez najważniejsze wskaźniki progu 50 pkt. Do ogłoszenia nadejścia ożywienia w strefie euro potrzebna będzie kontynuacja pozytywnych tendencji z ostatnich miesięcy.

Reasumując, czerwcowe odczyty PMI, zarówno ze względu na większą część szczegółów, jak i z uwagi na pozytywne zaskoczenie, należy ocenić jako optymistyczny sygnał. Z historii (ostatni przykład – przełom 2012 i 2013) wiadomo jednak, że łatwo o fałszywe sygnały. Dlatego też warto obserwować trajektorię koniunktury w eurolandzie w kolejnych miesiącach.

EURUSD fundamentalnie

EURUSD kontynuował wczoraj spadki, i to mimo lepszych danych ze strefy euro (nieco lepsze wskaźniki PMI, co dotyczy także kompozycji indeksów) oraz nieco gorszych tygodniowych danych z rynku pracy USA. Inwestorzy jednak nadal kupują dolara, co widać na niemal wszystkich dolarowych parach walutowych. Wydaje nam się, że weszliśmy w inny reżim rynkowy, charakterystyczny dla okresów po-decyzyjnych FOMC. Jest to reżim, w którym inwestorzy będą w dużej mierze ignorować dane bieżące skupiając się na wykładni Fed. Otrzeźwienie przychodzi zwykle wraz z publikacją danych z sektora przemysłowego (pierwszy światło dzienne ujrzy ISM) oraz rynku pracy. To wtedy właśnie i stopy i kurs walutowy odzyskuje utraconą elastyczność wobec danych. Podtrzymujemy nasze wczorajsze stwierdzenie, że wobec skali ryzyk dla gospodarki amerykańskiej (i raczej słabego "track record" Fed w sprawdzalności optymistycznych prognoz) nowy trend (wyższe stopy, mocniejszy dolar) przeżyje prawdopodobnie jeszcze korektę zanim na dobre okrzepnie.

EURUSD technicznie

EURUSD zgrabnie zawrócił na poziomach lini szyi RGR z początku roku i wydaje się pewnie zmierzać do 38,2% Fibo (1,3114) i średnich (1,3080); oscylator również zawrócił z terytoriów znaczego wykupienia. Na 4h ruch zatrzymał sie na 38,2% Fibo (liczonego od początku kanału wzrostowego, który został przełamany) i notowania weszły w fazę konsolidacji/korekty, która naszym zdaniem powinna skończyć się maksymalnie na poziomie 1,3315. W dalszej kolejności oczekujemy powrotu do spadków, z celem na poziomie 1,3195 oraz 1,3060/80 - wysoka zbieżność z poziomami z wykresu dziennego. Strategia na dziś to próba wykorzystania korekty do zajęcia pozycji short (wejście 1,3300 plus minus 10 pipsów, s/L 1,3416).

Wsparcie	Opór
1,3212	1,3416
1,3195	1,3315
1,3127	1,3280

* 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.

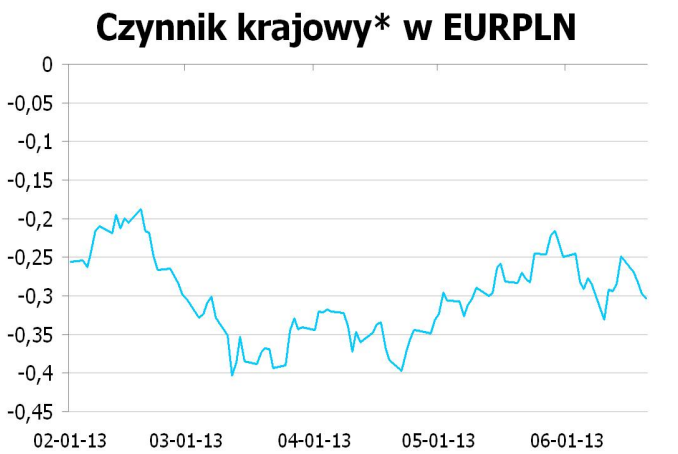
EURPLN fundamentalnie

EURPLN osłabił się wczoraj spektakularnie do 4,3410 (4,3497 - maksimum intrady) startując z poziomu 4,28. Praktycznie całość ruchu deprecjacyjnego PLN miała miejsce o poranku, kiedy kurs dostosował się do nowych poziomów EURUSD oraz nowej rzeczywistości mniejszego napływu środków pieniężnych na rynki EM. Osłabienie złotego zbiegło się z osłabieniem rynku długu (próby podtrzymywania nastrojów przez MF poprzez komunikat o wyzerowaniu aukcji w lipcu i w sierpniu były jak kropla w morzu potrzeb) oraz rynku akcji (tu jednak zaważyły wyprzedaże spółek surowcowych). Publikacja "Minutes" RPP przebiegła oczywiście bez echa na kursie walutowym. Dziś czeka nas prawdopodobnie spokojniejszy dzień, być może nawet część inwestorów będzie chciała zrealizować zyski (tym bardziej przed godziną 15-16, kiedy ostatnio nastąpiła interwencja NBP - myślenie czysto mechaniczne, ale psychologia rynku robi swoje). Na głębsze przemyślenia przyjdzie czas w weekend.

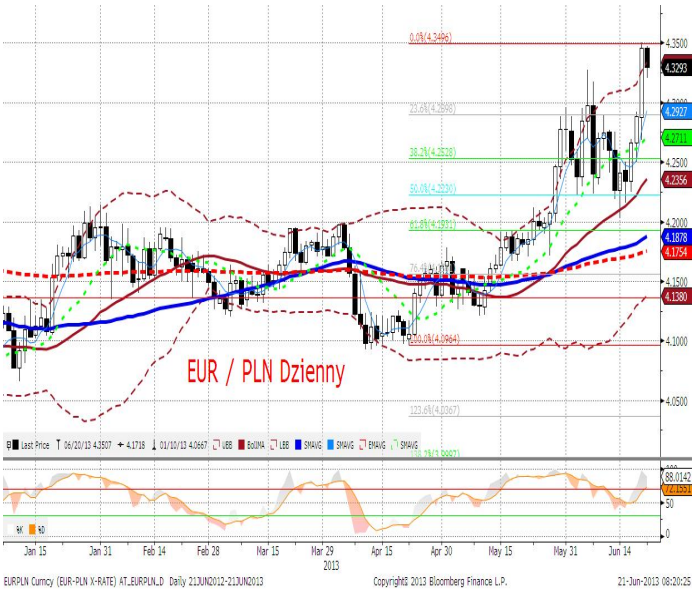
EURPLN technicznie

Poziomy „wrażliwe" zostały wczoraj pokonanane przez EURPLN z niezwykłą łatwością już w porannym handlu. W konsekwencji mamy nowe lokalne makismum intraday (4,3496). Biorąc pod uwagę położenie oscylatora, ruch w górę ma wcale niezły potencjał do kontynuacji, choć pewnie dziś dojdzie do pewnej realizacji zysków. Powinna ona dojść do 1,2944 (pierwsze istotne Fibo na 4h). Generując rekomendacje tylko raz dziennie może nam trudno być w tej korekcie uczestniczyć. Dlaczego przyjmujemy inną strategię - kupujemy EURPLN po 4,3550 oraz po 4,3000. Dlaczego? Bo potencjał do ruchu na dziennym jest spory a powyżej 4,3498 otwiera się otchłań biegnąca aż do 4,42.

Wsparcie	Opór
4,3156	4,4200
4,2950	4,3498
4,2678	4,3307



* 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	2.78	2.81
2Y	3.085	3.15
3Y	3.35	3.40
4Y	3.565	3.62
5Y	3.72	3.77
6Y	3.78	3.84
7Y	3.9	3.95
8Y	3.96	4.01
9Y	4.015	4.07
10Y	4.02	4.08

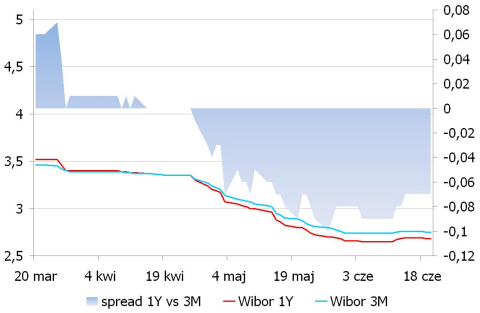
depo	BID	ASK
ON	2.7	3.0
1M	2.5	2.8
3M	2.5	2.8

FRA	BID	ASK
1x2	2.71	2.76
1x4	2.65	2.70
3x6	2.63	2.68
6x9	2.72	2.77
9x12	2.93	2.96

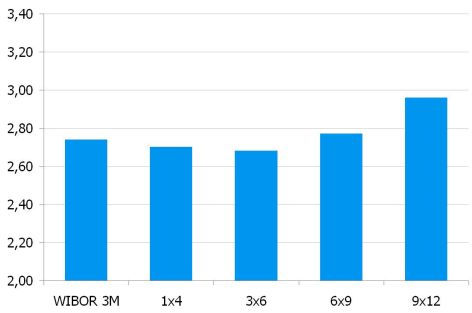
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3237
USD/PLN	3.2693
CHF/PLN	3.5079

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3218
EUR/JPY	128.62
EUR/PLN	4.3410
USD/PLN	3.2903
CHF/PLN	3.5390

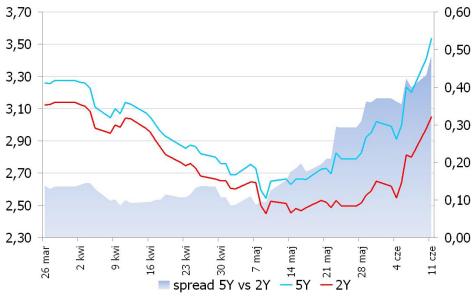
WIBOR 3M i 1Y



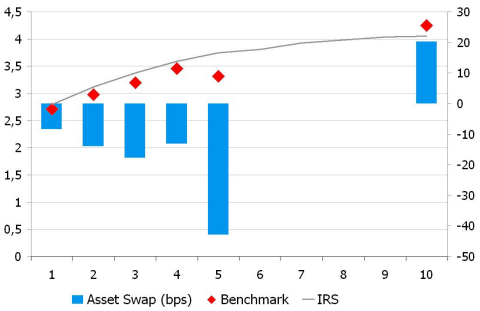
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y

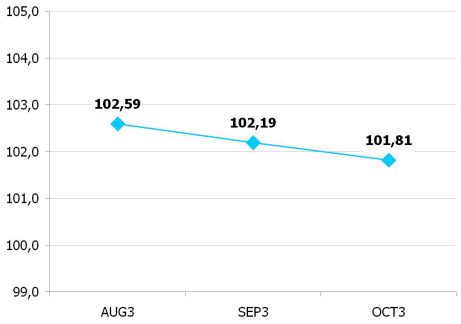


Asset swap i IRS



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 INTRUMENTÓW 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, KOOPERANTÓW, 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.