



## 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

Artur Pluska  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
artur.pluska@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		
<b>5.03.2012 PONIEDZIAŁEK</b>							
9:55	GER	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	lut	52.6		52.6 (p)	52.8
10:00	EUR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	lut	49.4		49.4 (p)	48.8
10:30	EUR	Indeks koniunktury Sentix (pkt)	mar	-5.0		-11.1	-8.2
16:00	USA	ISM w usługach (pkt)	lut	56.6		56.8	57.3
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sty	0.0		1.4 (r)	-1.0
<b>6.03.2012 WTOREK</b>							
11:00	EUR	PKB kw/kw (%)	Q4	-0.3		-0.3 (p)	-0.3
<b>7.03.2012 ŚRODA</b>							
	POL	Decyzja RPP	mar	4.5		4.5	
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sty	0.7		1.7	
14:15	USA	Wskaźnik ADP (tys)	lut	205		170	
<b>08.03.2012 CZWARTEK</b>							
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty	1.1		-2.9	
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	mar	0.5		0.5	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	mar	1.0		1.0	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	3.03.	355		351	
<b>09.03.2012 PIĄTEK</b>							
2:30	CHN	CPI r/r (%)	lut	3.4		4.5	
6:30	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sty	12.4		12.8	
8:00	GER	CPI r/r (%)	lut	0.7		0.7	
8:00	GER	Import m/m (%)	sty	1.6		-3.9	
8:30	GER	Eksport m/m (%)	sty	2.8		-4.5	
9:00	CZK	CPI r/r (%)	lut			3.5	
9:00	CZK	PKB r/r (%)	Q4			0.5	
9:00	HUN	PKB r/r (%)	Q4			1.4	
14:30	USA	Non-farm payrolls (tys)	lut	220		243	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lut	8.3		8.3	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	sty	-49.0		-48.8	

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś decyzja RPP. Nie oczekujemy zmiany stóp procentowych na marcowym posiedzeniu oraz wyraźnych zmian w komunikacie. W Radzie nie ma zgodności co do trwałości umocnienia złotego, czynnik ten zaczyna odgrywać istotną rolę w procesie decyzyjnym. Odносimy wrażenie, że po ostatnim umocnieniu polskiej waluty zapaf do zacieśnienia polityki pieniężnej osłabł. Wskazywały na to również kolejne wypowiedzi członków RPP (Hausner, Chojna-Duch, Bratkowski, Belka). Wyczekiwana przez członków RPP i wymieniana w komunikacie lutowym jako czynnik warunkujący decyzję projekcja inflacyjna (publikacja centralnych ścieżek projekcji nastąpi wraz z publikacją komunikatu Rady) nie powinna znacząco wpłynąć na retorykę i decyzje RPP. Projekcja pokaże wzrost inflacji w krótkim terminie i oddalenie momentu jej zejścia do celu, oraz przekraczający 3% wzrost gospodarczy, jednak nie zakwestionuje samego procesu schodzenia inflacji do celu w średnim okresie (cel inflacyjny osiągnięty zostanie w 2014 roku).

• **Gospodarka globalna.** O 12:00 publikacja zamówień z niemieckiego przemysłu - po słabej końcówce roku, przy lepszych warunkach pogodowych (dane za styczeń) oraz w kontekście bardzo dobrych danych ankietowych z Ifo spodziewane jest odbicie zarówno produkcji przemysłowej (publikacja w czwartek), jak i wyprzedzających nowych zamówień. Po południu opublikowany zostanie wskaźnik ADP - indyktor dla piątkowych oficjalnych danych BLS z rynku pracy. Ostatnie NFP wskazują na pozytywne trendy - w III kw. 2011r. tworzono średnio 150tys. nowych miejsc pracy, w IV kw. średnio 180tys., styczniowy odczyt to 243tys. i na podobnym poziomie ustawione są oczekiwania na luty (równolegle liczba nowo-rejestrowanych bezrobotnych obniżyła się w nowym roku do ok.350tys podczas gdy średnia z H2'11 wyniosła 406tys).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• MF: Doświadczenia z okresu kryzysu strefy euro pokazały jednak, że przyjęcie euro może być bardzo korzystne albo bardzo ryzykowne. Decyduje o tym odpowiednie przygotowanie i sposób prowadzenia polityki gospodarczej w kraju. W „nowym” bilansie korzyści i kosztów z wprowadzenia euro trudno w zasadzie mówić o automatycznych korzyściach i dotkliwych kosztach, a ich miejsce zajmują szanse i zagrożenia.

• Wg danych prasowych 75-80% wierzycieli może zgodzić się na wymianę obligacji, czyli mniej niż wymagane do uniknięcia uruchomienia CAC 90%. Wymiana obligacji jest częścią drugiego pakietu pomocowego dla Grecji w wysokości 130 mld euro, który ma pomóc w uniknięciu niewypłacalności (20 marca zapada 14,5 mld euro greckiego długu).

Decyzja RPP (7.03.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.813	0.008
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.950	0.016
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.472	0.050
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		



## Dziś posiedzenie RPP - możliwa ostrożniejsza retoryka

Oceniamy, że choć w Radzie nie ma zgodności co do trwałości umocnienia złotego, czynnik ten zaczyna odgrywać istotną rolę w procesie decyzyjnym. Odnosimy wrażenie, że po ostatnim umocnieniu polskiej waluty zapadł do zacieśnienia polityki pieniężnej osłabł. Wskazywały na to również kolejne wypowiedzi członków RPP (Hausner, Chojna-Duch, Bratkowski, Belka). Wyczekiwana przez członków RPP i wymieniana w komunikacie lutowym jako czynnik warunkujący decyzję projekcja inflacyjna (publikacja centralnych ścieżek projekcji nastąpi wraz z publikacją komunikatu Rady) nie powinna znacząco wpłynąć na retorykę i decyzje RPP. Projekcja pokaże wzrost inflacji w krótkim terminie i oddalenie momentu jej zejścia do celu, oraz przekraczający 3% wzrost gospodarczy, jednak nie zakwestionuje samego procesu schodzenia inflacji do celu w średnim okresie (cel inflacyjny osiągnięty zostanie w 2014 roku).

Obecny poziom stóp procentowych, na co znów wskazują komentarze członków RPP (z Hausnerem na czele) jest postrzegany jako bezpieczny i adekwatny do rozkładu ryzyk dla wzrostu gospodarczego i inflacji, a nawet szerzej dla stabilności sektora bankowego. Stopy NBP z jednej strony nie są zbyt niskie z punktu widzenia promowania wzrostu stopy oszczędzania, czy samego faktu występowania podwyższonej inflacji (abstrahując od jej natury). Z drugiej strony stopy NBP nie są zbyt dotkliwe dla przedsiębiorstw i nie wpływają na ograniczenie akcji kredytowej i procesu inwestycyjnego. Jedynie wyraźne zmiany w otoczeniu gospodarczym mogłyby wpłynąć na zakwestionowanie obecnego, zresztą długo wypracowywanego konsensu w Radzie i w dalszej kolejności na zmianę parametrów polityki monetarnej.

Stąd nie oczekujemy zmiany stóp procentowych na marcowym posiedzeniu oraz wyraźnych zmian w komunikacie. Oceniamy również, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na kolejne kwartały jest utrzymanie stóp NBP na niezmiennym poziomie.



### EURUSD fundamentalnie

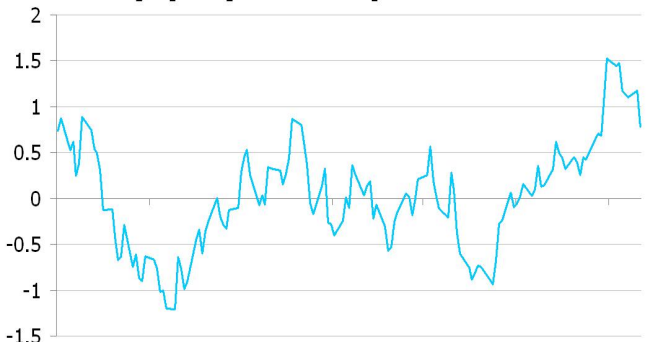
EURUSD słabsze, choć od rana widać znów nieśmiało przebyłski konsolidacji w okolicach 1,3140-50. Przyczyna wyprzedzący jest obecnie tylko jedna - Grecki swap zadłużenia. Deadline na składanie ofert mija w czwartek o 22. Z przecieków wiadomo, że współczynnik partycypacji wyniesie 80-90%, czyli mniej niż 95% wymagane do kompletnej (i zgodnej z planami będącymi podstawą do wypłaty pomocy) restrukturyzacji zadłużenia. Będzie to wymagało uruchomienia CAC (retrospektywnie i de facto niezgodnie z prawem w przypadku obligacji emitowanych na prawie innym niż greckie) a cała operacja może być określona jako credit event. Skutki są trudne do przewidzenia (IIF straszy 1 bilionowymi stratami w przypadku realizacji takiego scenariusza)... stąd EUR słabsze, ucieczka do USD i bezpiecznych aktywów (treasuries, bundy). Dziś na świętniku przede wszystkim dane o ADP - biorąc pod uwagę ostatnią skalę przeceny, nawet nieco gorszy odczyt przejdzie bez większych reperkusji; symetria implikuje jednak, że przy słabym sentymencie trudniej będzie też wykreszać wzrosty z pozytywnego zaskoczenia.

### EURUSD technicznie

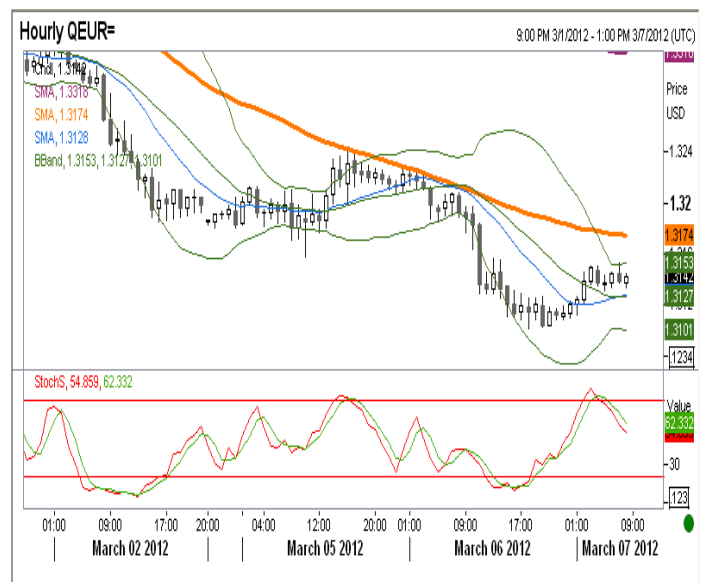
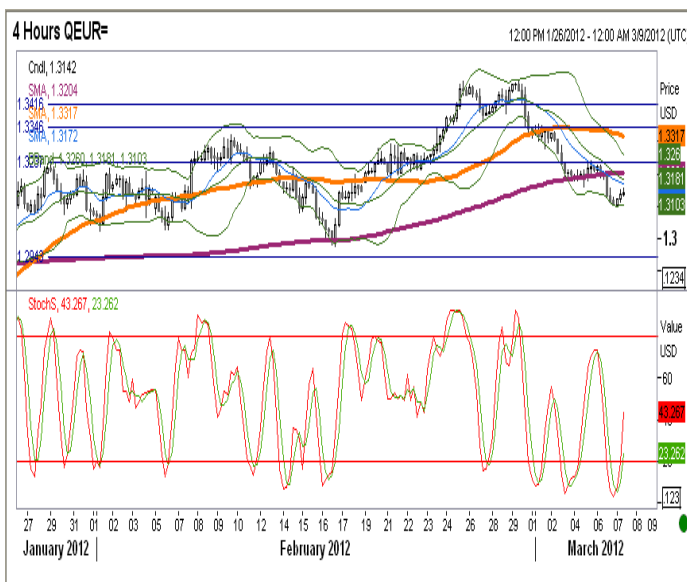
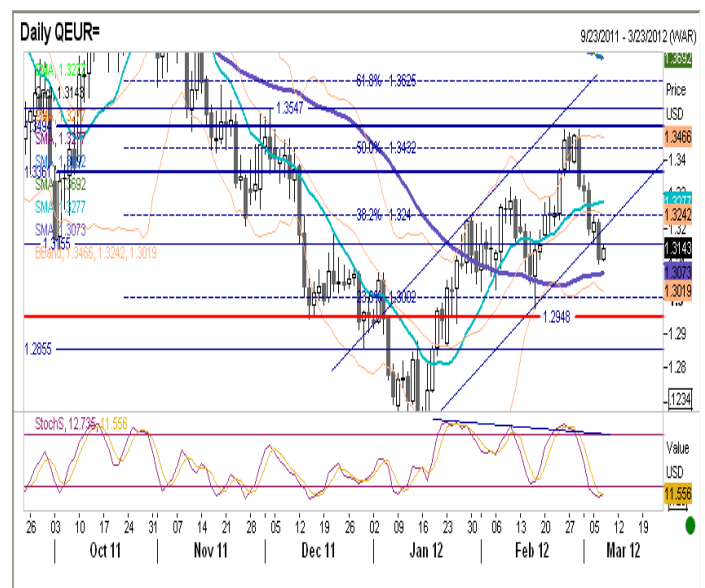
S/L na długiej pozycji. Notowania przebiły się przez dolną część kanały aprecjacyjnego, co zmienia perspektywę na neutralną. W najbliższym czasie prawdopodobnie notowania uformują range oparty na 1,2948 oraz Fibo na 1,3240. Do czasu zejścia do dolnego ograniczenia przedziału notowania podeprze jeszcze średnia na 1,3070. Warto cierpliwie poczekać na dokończenie sygnału kupna na oscylatorze na wykresie dziennym (+ dywergencja).

Wsparcie	Opór
1,3073	1,3361
1,3000	1,3240/56
1,2948	1,3155

### 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

EURPLN słabszy, przejściowo notowany nawet po 4,1765. Osłabienie złotego zbiegło się także z osłabieniem polskiego długu (10Y) o około 5pb, krótsze papiery nie ucierpiały. Dziś czekamy przede wszystkim na RPP. Można spodziewać się bardziej ostrożnego komentarza (brak zakwestionowania zejścia inflacji poniżej celu w średnim terminie w projekcji, relatywnie słaby wzrost), stąd też od tej strony polska waluta raczej nie może liczyć na wsparcie. Do osłabienia doprowadziły czynniki globalne i tam też należy poszukiwać triggerów do szybszego zakończenia obecnej korekty (bo trudno nazwać ten ruch inaczej, zwłaszcza że dokonuje się na mizernych obrotach).

### EURPLN technicznie

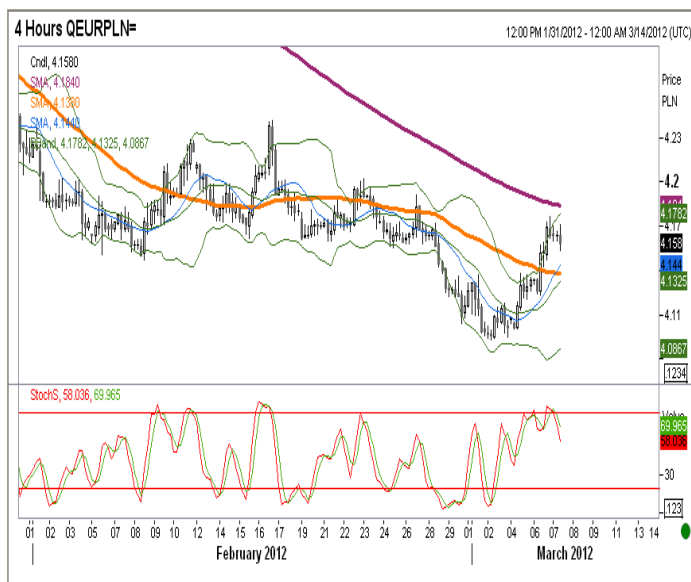
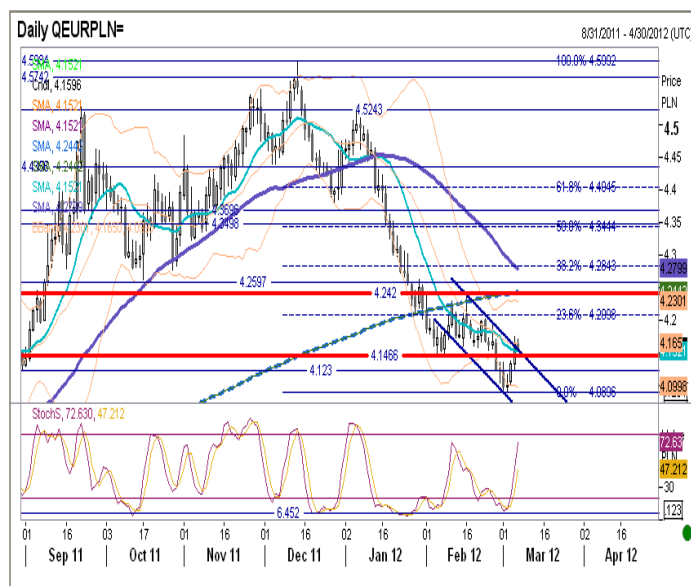
S/L na krótkiej pozycji. Kurs wybił się z krótkoterminowego kanału spadkowego, natomiast do czasu przełamania 4,40 (61,8% Fibo) w dalszym ciągu w mocy pozostaje średnioterminowy reżim aprecjacyjny PLN. Obecnie notowania powróciły do konsolidacji wyrysowanej po gwałtownej aprecjacji PLN ze stycznia, a więc do przedziału 4,1466-4,2420. Do czasu przełamania tych poziomów na notowania zapatrujemy się neutralnie. Dzisiejsze zamknięcie poniżej 4,1466 zmieni ponownie perspektywę na pozytywną, przynajmniej krótkookresowo. Na wykresie 4h notowania blisko MA200, oscylator powoli zawraca, ale nie ma dywergencji - stąd sygnał raczej słaby. Neutralnie.

Wsparcie	Opór
4,1466	4,2420
4,1371	4,2100
4,1230	4,1846

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



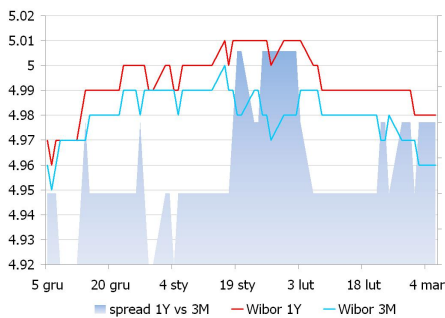
\* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.



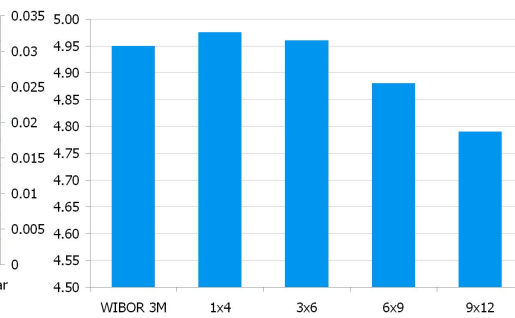


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.94	4.98	ON	4.3	4.4	EUR/PLN	4.1570
2Y	4.835	4.87	1M	4.5	4.7	USD/PLN	3.1557
3Y	4.795	4.83	3M	4.4	4.9	CHF/PLN	3.4472
4Y	4.795	4.83					
5Y	4.81	4.84	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.829	4.86	1x2	4.71	4.76	EUR/USD	1.3115
7Y	4.845	4.88	1x4	4.93	4.98	EUR/JPY	106.06
8Y	4.861	4.89	3x6	4.93	4.96	EUR/PLN	4.1650
9Y	4.871	4.90	6x9	4.85	4.88	USD/PLN	3.1755
10Y	4.86	4.89	9x12	4.76	4.79	CHF/PLN	3.4561

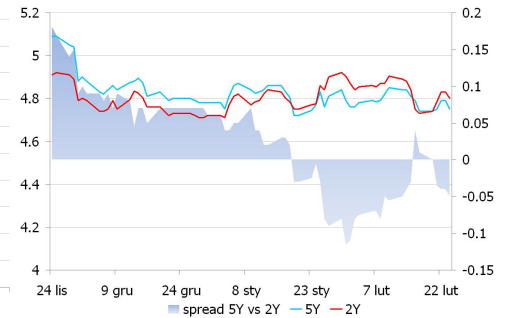
WIBOR 3M i 1Y



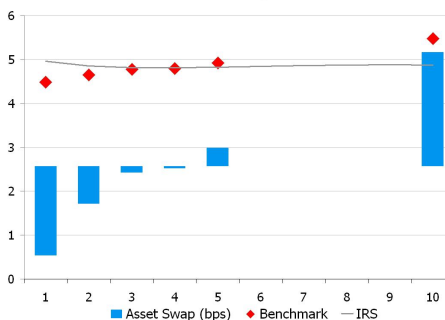
WIBOR 3M i stawki FRA



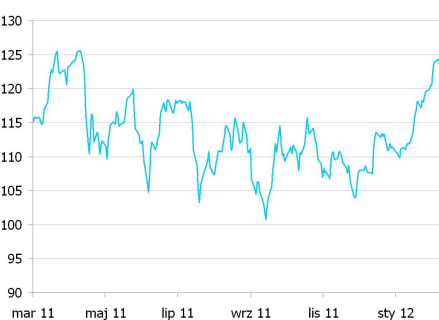
IRS 5Y i 2Y



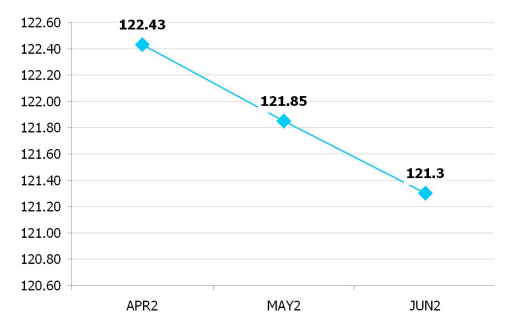
Asset swap i IRS



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 OBROTCIE 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, 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.