



## 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 |            |        |
| 12.03.2012 PONIEDZIAŁEK |      |                                          |        |          |           |            |        |
|                         | EUR  | Spotkanie ministrów finansów strefy euro |        |          |           |            |        |
| 13.03.2012 WTOREK       |      |                                          |        |          |           |            |        |
|                         | JPN  | Decyzja BoJ (%)                          |        |          | 0.1       | 0.1        | 0.1    |
| 9:00                    | HUN  | CPI r/r (%)                              | mar    |          | 5.6       | 5.5        | 5.9    |
| 11:00                   | GER  | Indeks koniunktury ZEW (pkt)             | mar    |          | 10.0      | 5.4        | 22.3   |
| 13:30                   | USA  | Sprzedaż detaliczna m/m (%)              | lut    |          | 1.1       | 0.6 (r)    | 1.1    |
| 14:00                   | POL  | CPI r/r (%)                              | lut    | 4.3      | 4.1       | 4.1        | 4.3    |
| 14:00                   | POL  | C/A (mln EUR)                            | sty    | -1029    | -1024     | -1337      | -1831  |
| 19:15                   | USA  | Decyzja FOMC (%)                         | mar    |          | 0.25      | 0.25       | 0.3    |
| 14.03.2012 ŚRODA        |      |                                          |        |          |           |            |        |
| 11:00                   | EUR  | Produkcja przemysłowa m/m (%)            | sty    |          | 0.5       | -1.1 (r)   | 0.2    |
| 11:00                   | EUR  | HICP final r/r (%)                       | lut    |          | 2.7       | 2.6        | 2.7    |
| 14:00                   | POL  | M3 r/r (%)                               | lut    | 14.0     | 13.5      | 13.7       | 12.6   |
| 15.03.2012 CZWARTEK     |      |                                          |        |          |           |            |        |
| 13:30                   | USA  | Indeks Empire State (pkt)                | mar    |          | 17.4      | 19.5       | 20.2   |
| 13:30                   | USA  | PPI m/m (%)                              | lut    |          | 0.5       | 0.1        | 0.4    |
| 14:30                   | USA  | Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)    | 10.03. |          | 357       | 362        | 351    |
| 15:00                   | USA  | Indeks Philly Fed (pkt)                  | mar    |          | 12.0      | 10.2       | 12.5   |
| 16.03.2012 PIĄTEK       |      |                                          |        |          |           |            |        |
| 13:30                   | USA  | CPI m/m (%)                              | lut    |          | 0.4       | 0.2        |        |
| 14:00                   | POL  | Zatrudnienie r/r (%)                     | lut    | 0.5      | 0.7       | 0.9        |        |
| 14:00                   | POL  | Place r/r (%)                            | lut    | 5.3      | 5.6       | 8.1        |        |
| 14:15                   | USA  | Produkcja przemysłowa m/m (%)            | lut    |          | 0.4       | 0.0        |        |
| 14:55                   | USA  | Zaufanie konsumentów UMichigan (pkt)     | mar    |          | 75.6      | 75.3       |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** O 14.00 GUS publikuje dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniach. Przewidujemy niższy odczyt wzrostu zatrudnienia, na co wskazują wciąż opadające wskaźniki koniunktury. Z kolei zmiana płac wynika z różnicy dni w miesiącu (w ujęciu rocznym) oraz stabilnych wzrostów w przetwórstwie - powyżej 5%.
- **Gospodarka globalna.** Produkcja przemysłowa w USA odnotuje wzrost po stagnacji w styczniu. Wzrost produkcji przemysłowej jest przede wszystkim związany z chłodniejszym miesiącem, co jednocześnie przekłada się na wzrost konsumpcji energii. Po solidnych wzrostach zaufania konsumentów UMichigan spodziewany jest niewielki wzrost. Na zaufaniu ważyć będzie jeszcze kryzys zadłużeniowy oraz rosnące napięcie z Iranem (wyższe ceny ropy).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Zielińska-Głębocka (RPP): Prawdopodobieństwo stabilizacji stóp procentowych lub ich podwyżki jest większe niż obniżek. Kluczowe dla decyzji o stopach będą wyniki polskiej gospodarki za I kwartał.
- Gilowska (RPP): Potencjał polskiej waluty jest wystarczający do realizacji łagodnego trendu aprecjacyjnego, ale nic ponad to. Nadal jest szansa na schodzenie inflacji w pobliże celu w niezbyt odległej perspektywie, choć perspektywa ta wydłuża się.
- Rzecznik URE: Wzrost cen gazu dla największych odbiorców przemysłowych w nowej taryfie wyniesie ok. 15%, a dla gospodarstw domowych ok. 7,2%.

| Decyzja RPP (4.04.2012) | Prawdopodobieństwo decyzji<br>(wyliczone wg krzywej OIS) |
|-------------------------|----------------------------------------------------------|
| podwyżka 25 bps         | 0%                                                       |
| stopy bez zmian         | 100%                                                     |
| obniżka 25 bps          | 0%                                                       |
| <b>PROGNOZA BRE</b>     |                                                          |
|                         | <b>stopy bez zmian</b>                                   |

| Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-----------------------------|--------------|--------------|
| GERGB 10Y                   | 1.983        | 0.004        |
| USAGB 10Y                   | 2.287        | 0.009        |
| POLGB 10Y                   | 5.437        | 0.034        |
| Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |



## **Dobre wykonanie budżetu państwa po lutym (nieco więcej szczegółów)**

O wykonaniu deficytu budżetu państwa po lutym pisaliśmy już 5 marca, ale dopiero wczoraj zostały opublikowane dokładniejsze, szacunkowe dane.

Deficyt po lutym wyniósł 16,4 mld zł (wcześniej szacowano na 16 mld zł) i był wyższy o 11,1 mld zł od 5,3 mld zł zanotowanych na koniec stycznia. Stanowi to 46,8% limitu na 2012r. Dochody budżetu państwa w okresie styczeń-luty wyniosły 46,4 mld zł (15,8% zaplanowanych dochodów), a wydatki 62,8 mld zł (19,1% wyznaczonego limitu wydatków).

Powtarzamy, że wykonanie deficytu po lutym nie jest złe jak się na pierwszy rzut oka wydaje. Należy spojrzeć na nie z perspektywy poprzednich lat oraz harmonogramu wydatków budżetowych (w 2 poprzednich latach wykonanie było podobne, a sam deficyt wynikał głównie z przekazanych subwencji i dotacji dla jednostek sektora finansów publicznych, które uwzględniają środki przeznaczone na wypłatę 13-tej pensji w budżetówce).

W samym lutym dochody wyniosły 19,4 mld zł. Dochody z tytułu podatków pośrednich wyniosły 13 mld zł, podatku od osób prawnych 2,2 mld zł oraz podatku od osób fizycznych 2,9 mld zł. Wszystkie te kategorie wydatków zachowały wysokie dynamiki roczne i jak na razie nie widać symptomów ich załamania się. W przypadku podatków pośrednich dynamika roczna na poziomie 11,4% świadczy o zachowaniu dobrej aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce. Z kolei wydatki budżetu państwa w lutym wyniosły 30,5 mld zł. Najwięcej wzrosły wydatki w grupie dotacji ogólnej dla jednostek samorządu terytorialnego (6,9 mld zł), Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (3 mld zł), środki własne UE (4,1 mld zł) oraz kosztów obsługi długu zagranicznego (1,7 mld zł). Warte uwagi jest fakt stosunkowo wysokiego zaangażowania po lutym dotacji dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (25% zaplanowanego limitu). W poprzednim roku (i dwa lata temu) podobna sytuacja miała miejsce, co później skutkowało już we wrześniu wykorzystaniem całości dotacji i koniecznością przekazania części środków z Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD). Jeśli trend zostanie zachowany, to ponownie trzeba będzie sięgnąć po dodatkowe środki z FRD lub budżetu państwa.

Ministerstwo Finansów sfinansowało już (wg informacji na 14 marca) ponad 47% potrzeb pożyczkowych na 2012r. Do końca marca planuje osiągnąć pułap 50%. Do lutego saldo finansowania krajowego wyniosło 12,2 mld zł, na co składało się ujemne saldo finansowania w bonach - 0,2 mld zł (spadek zadłużenia) oraz dodatnie saldo obligacji - 12,4 mld zł. Saldo finansowania zagranicznego z kolei wyniosło aż 12,7 mld zł, na co składają się dwie przeprowadzone emisje w EUR (1,3 mld EUR) i jednej w USD (1 mld USD). Przychody z prywatyzacji wyniosły już aż 2,8 mld zł (28% planu), co świadczy o nałożonym dość sporym tempie sprzedaży majątku Skarbu Państwa.

Poziom wolnych środków na koniec lutego wyniósł 40 mld zł i był wyższy o 8,5 mld zł wobec końca stycznia. Ponad 25 mld zł stanowiły środki walutowe (wzrost o 5,1 mld zł wobec końca stycznia). Środki złotowe nadal są wspierane środkami napływającymi w ramach konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych. Od początku roku napłynęło

dodatkowe 2,4 mld zł, a na koniec lutego pula tych środków wyniosła 26,8 mld zł.

Podtrzymujemy swój szacunek, że deficyt na koniec marca może wynieść 21-23 mld zł, co stanowiłoby 60%-65,7% wykonania planu na ten rok. Na chwilę obecną nie ma zagrożenia wykonania deficytu, choć jego realizacja nie będzie taka prosta jak w poprzednim roku. Wynika to z oczekiwanego spowolnienia wzrostu PKB, które powinno się zmaterializować w II połowie roku.

Poziom wolnych środków powinien wynieść na koniec marca ponad 43 mld zł. Ze względu na wysoki poziom zaawansowania finansowania potrzeb pożyczkowych oraz wysoki poziom płynnych środków do dyspozycji, Ministerstwo Finansów zapowiedziało, że będzie tylko przeprowadzało co najwyżej po jednym przetargu bonów w miesiącu, a więc w stosunku do poprzedniego roku raczej nie należy się spodziewać większej podaży (i tym samym wzrostu zadłużenia). Prawdopodobnie część tej podaży będą stanowiły bono krótkie (zapadalność mniejsza niż 52 tygodnie). Ponadto ministerstwo nie wyklucza jeszcze emisji na rynkach zagranicznych, co z kolei przełoży się na ograniczoną podaż obligacji na rynku krajowym.



## EURUSD fundamentalnie

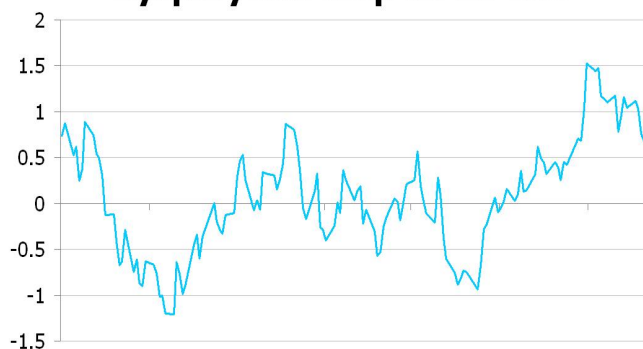
EUR nieco silniejsze (pół figury). Wspólna waluta od rana stopniowo umacniała się. Napływające dane z gospodarki amerykańskiej zaskakiwały pozytywnie. Wszystkie dane okazały się lepsze od oczekiwań, a co najważniejsze - liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych notuje nadal poziomy ok. 350-360 tys., co świadczy o kontynuacji trendu poprawy na rynku pracy. Dopiero po publikacji Philly Fed para EURUSD wyraźniej zaczęła zyskiwać. W dzisiejszym kalendarium ponownie dominują dane zza oceanu - CPI, produkcja przemysłowa oraz zaufanie konsumentów. Wszystkie trzy dane odznaczają się sporą siłą rażenia, a zatem dziś zmienność na parze EURUSD może być nieco większa. Być może też dziś któraś z tych danych nada silny impuls determinujący kierunek dalszego kształtowania się kursu EURUSD.

## EURUSD technicznie

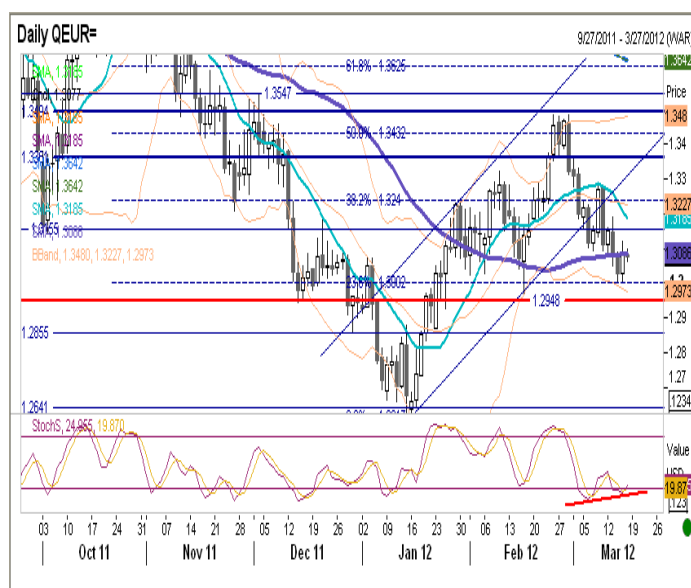
Kurs wczoraj odbił się od Fibo (1,3000) i na razie opart jest na MA55 stanowiące silny opór. Objęcie bessy z piątku wciąż w mocy. Ostatnie 2 objęcia bessy na dziennym generowały skalę wyprzedzały na poziomie 4 figur. Celujemy zatem gdzieś w okolice 1,2948. Na obecnych poziomach generuje się pozytywna dywergencja (Stochastic) na dziennym, co da silny sygnał kupna. Ale należy jeszcze troszkę poczekać. Na wykresie 1h szykuje się zawrócenie oscylatora, co może działać na kurs wypychając w górę. Gdy tylko zostanie wygenerowany solidny sygnał kupna na d wsparty sytuacją na krótkich, można wówczas myśleć o taktycznych pozycjach long EURUSD.

| Wsparcie | Opór      |
|----------|-----------|
| 1,3038   | 1,3361    |
| 1,3000   | 1,3240/56 |
| 1,2948   | 1,3132    |

## Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



08/25/11 09/25/11 10/25/11 11/25/11 12/25/11 01/25/12 02/25/12  
 \* 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 silniejszy. Krajowa waluta poruszała się w ślad za parą EU-RUSD i w efekcie powróciła do poziomu zamknięcia z wtorku. Czynniki krajowe w ostatnim czasie nieco straciły na znaczeniu w kształtowaniu kursu, na co wskazuje też nasz model. Potwierdza ten fakt również brak reakcji na wczorajszą wypowiedź Zielińskiej-Głębockiej o większym prawdopodobieństwie stabilizacji lub podwyżek stóp niż ich obniżek. Wobec przedstawionych przez MinFin informacji o wykonaniu deficytu po lutym rynek pozostał obojętny (ta wiadomość była rozwinięciem o szczegóły informacji z 2 marca; więcej w sekcji analizy). Dzisiaj czynniki krajowe mogą nieco powrócić do gry przy okazji publikacji danych o wynagrodzeniach i zatrudnieniu, choć pierwsze skrzypce należą do wydarzeń i danych globalnych.

## EURPLN technicznie

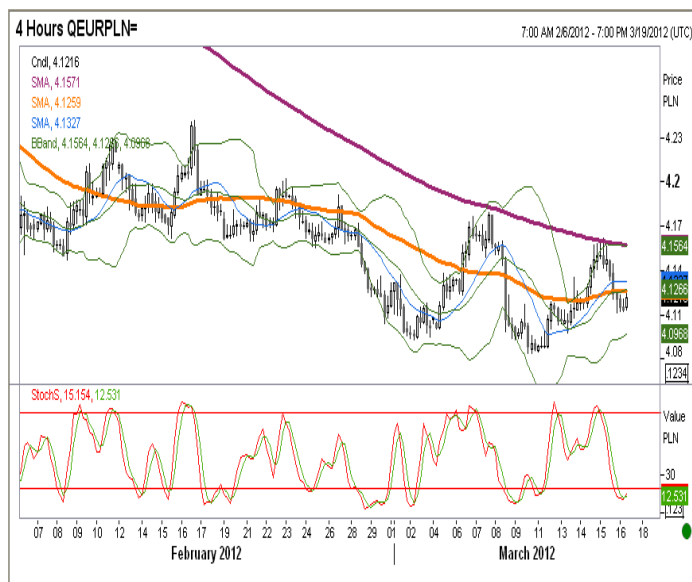
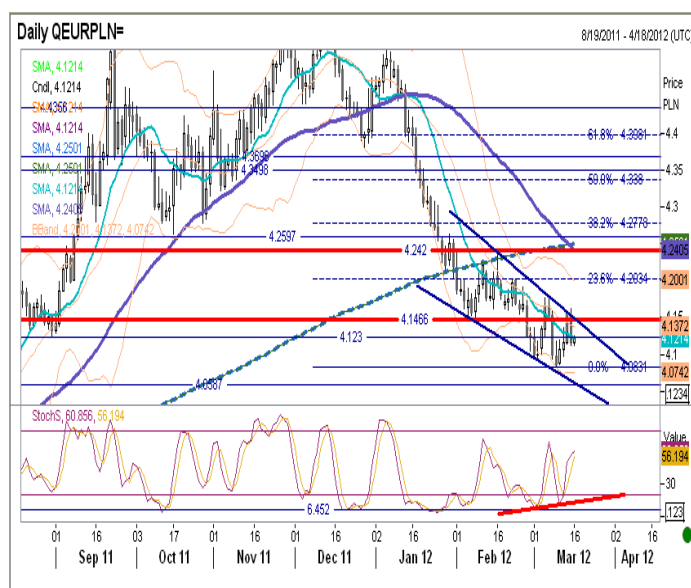
Wybiecie w górę, powrót do przedziału konsolidacji i erozja górnej linii ograniczenia klina. Ostatnie osłabienie zbiegło się z pozytywną dywergencją ze Stochastic, co jeszcze raz potwierdza skuteczność tego wskaźnika odnośnie kursu EURPLN. Obecnie złoty oparty na MA14, notowania zawróciły, a zatem jest szansa na dywergencję negatywną (pozytywną dla PLN). Potwierdza to też szansa na negatywną dywergencję na 4h i skuteczność MA200 w roli oporu (dosłownie kilka dni temu odbicie od MA200 okazało się silnym impulsem do zakupu PLN), a także MA55 poniżej której kurs obecnie się znajduje. W sytuacji realizacji tego scenariusza kurs może celować w okolice 4,0896.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,1140   | 4,2420 |
| 4,0896   | 4,2034 |
| 4,0587   | 4,1558 |

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



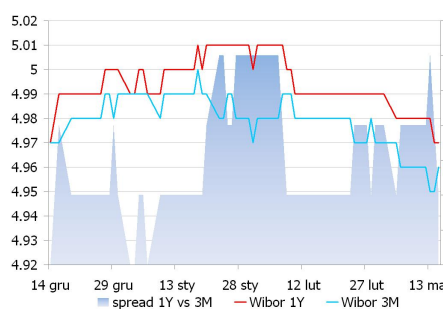
\* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



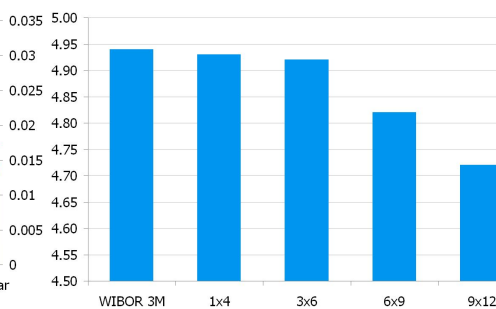


| IRS | BID   | ASK  | depo | BID  | ASK  | Fixing NBP       |        |
|-----|-------|------|------|------|------|------------------|--------|
| 1Y  | 4.93  | 4.96 | ON   | 4.3  | 4.6  | EUR/PLN          | 4.1420 |
| 2Y  | 4.76  | 4.82 | 1M   | 4.5  | 4.7  | USD/PLN          | 3.1723 |
| 3Y  | 4.73  | 4.79 | 3M   | 4.7  | 4.9  | CHF/PLN          | 3.4210 |
| 4Y  | 4.74  | 4.80 |      |      |      |                  |        |
| 5Y  | 4.76  | 4.82 | FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
| 6Y  | 4.79  | 4.84 | 1x2  | 4.71 | 4.75 | EUR/USD          | 1.3081 |
| 7Y  | 4.81  | 4.87 | 1x4  | 4.87 | 4.93 | EUR/JPY          | 109.22 |
| 8Y  | 4.833 | 4.86 | 3x6  | 4.89 | 4.92 | EUR/PLN          | 4.1150 |
| 9Y  | 4.84  | 4.90 | 6x9  | 4.79 | 4.82 | USD/PLN          | 3.1430 |
| 10Y | 4.84  | 4.91 | 9x12 | 4.69 | 4.72 | CHF/PLN          | 3.4083 |

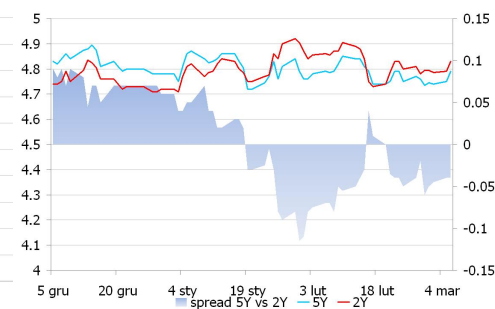
WIBOR 3M i 1Y



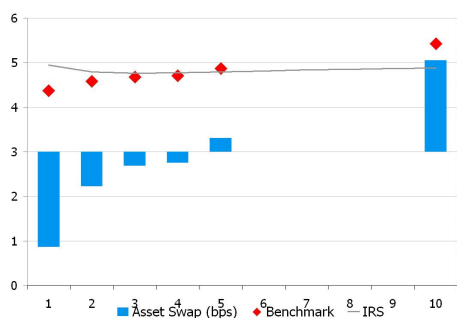
WIBOR 3M i stawki FRA



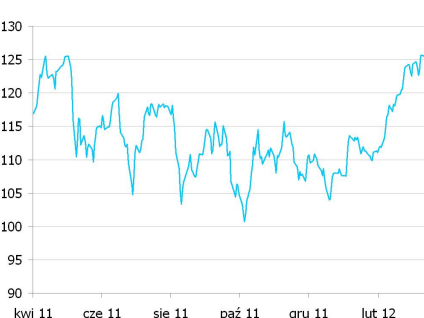
IRS 5Y i 2Y



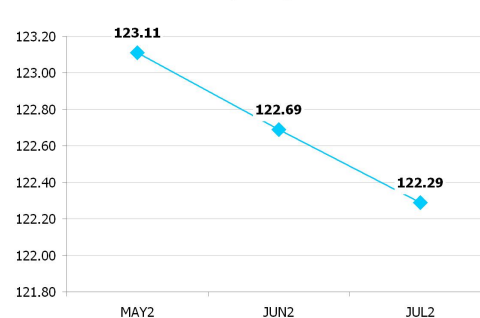
Asset swap i IRS



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 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.