



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

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	0.4
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sty	-0.6	-0.9	-0.5	-0.8
19.02.2013 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	lut		9.0	7.1	5.2
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	lut		35.0	31.5	48
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sty	-2.5	-2.8	-10.6	0.3
14:00	POL	PPI r/r (%)	sty	-1.3	-1.1	-1.1	-1.2
14:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	sty	-18.0	-19.7	-24.8	-16.1
20.02.2013 ŚRODA							
8:00	GER	CPI r/r final (%)	sty		1.7	1.7	1.7
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	sty		920	973 (r)	890
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	sty		920	909 (r)	925
14:30	USA	PPI r/r (%)	sty		1.7	2.0	1.8
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka <i>prelim</i> (pkt)	lut		-23.2	-23.9	-23.6
20:00	USA	Minutes Fed	sty				
21.02.2013 CZWARTEK							
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	lut		43.8	42.9	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	lut		44.4	43.6	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	lut		50.5	49.8	
9:30	GER	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	lut		55.5	55.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	lut		48.5	47.9	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	lut		49.0	48.6	
10:00	EUR	PMI composite (pkt)	lut		49.0	48.6	
14:00	POL	Minutes RPP	sty				
14:30	USA	CPI r/r (%)	sty		1.6	1.7	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	16.02		355	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		108.5	108.0	
10:00	GER	IFO - oczekiwania (pkt)	lut		101.4	100.5	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** O 14.00 opublikowany zostanie opis dyskusji na ostatnim posiedzeniu RPP. Oczekujemy, że wydzwięk minutes będzie dość jastrzębi. Pojawić powinny się w nich bardziej wyraźne wskazówki co do możliwości zakończenia cyklu poluzowania w Polsce, czy też przejścia do obserwacji napływających danych. W minutes szukać będziemy również jakichkolwiek odniesień do możliwości wpływania przez NBP na płynność sektora bankowego, czy też, co postulował prezes Belka, prób zwiększenia udziału polskich inwestorów w długu SP. Uwagę w dniu dzisiejszym warto także zwrócić na wyniki badań koniunktury GUS (również o 14:00).

• **Gospodarka globalna.** Dzień pod znakiem wstępnych odczytów wskaźników PMI w strefie euro za luty. Oczekiwany przez rynek wzrost indeksów będzie niewątpliwie pozytywnym sygnałem (koniunktura systematycznie się poprawia), ale jedynie w przypadku Niemiec przemysłowy PMI ma szansę na powrót powyżej 50 pkt (PMI w usługach Niemiec już tam od pewnego czasu jest). W Stanach Zjednoczonych dziś ciąg dalszy danych z rynku nieruchomości - nieznaczny spadek liczby domów sprzedanych na rynku wtórnym będzie zgodny z opublikowanymi wczoraj informacjami na temat rynku pierwotnego (spadek większy od konsensusu rynkowego). Ponadto, odczyt styczniowej inflacji potwierdzi brak ryzyk inflacyjnych w największej gospodarce świata.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Zielińska-Głębocka: Jest przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, choć jest ona ograniczona. Opoowiada się ona za kolejną obniżką stóp w marcu.
- Sejm podczas środowego bloku głosowań przyjął tzw. pakt fiskalny.
- Moody's: Deficyty zewnętrzne Polski obecnie nie zagrażają ratingowi Polski, ale ograniczają pole do jego podniesienia.
- USA: Kilku członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) uważa, że Fed powinien być przygotowany do zmiany tempa luzowania ilościowego. (**więcej w sekcji analizy**)
- USA: Liczba rozpoczętych inwestycji w zakresie budowy domów mieszkalnych w USA spadła w styczniu do 890 tys. w ujęciu rocznym, z 973 tys. w grudniu po korekcie.

Decyzja RPP (6.03.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.642	-0.022
stopy bez zmian	50%	USAGB 10Y	2.010	-0.009
obniżka 25 bps	50%	POLGB 10Y	4.033	0.000
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 25 bps				



Fed "Minutes": kontynuacja procesu dyskusji o zakończeniu zakupów aktywów

Ostatnie "Minutes" ze styczniowego posiedzenia FOMC są logiczną kontynuacją dyskusji zapoczątkowanej na grudniowym posiedzeniu. Wygląda na to, że Fed w coraz mniejszym stopniu interesuje się pozytywną stroną zakupów (ma to pewne uzasadnienie w obserwowanym momentum gospodarki) i powoli zacznie koncentrować się na kosztach, które zakupy te generują, oraz komplikacjach związanych ze strategią wyjścia. Choć niejako na osłode otrzymujemy wskazania odnośnie możliwych zmian w komunikacji (jeszcze więcej opcji związanych z zakupami oraz utrzymaniem ogromnego portfela obligacji), fragment ten wprowadza więcej zamieszania niż klaryfikacji w komunikacji Fed. Uczestnicy rynków w coraz większym stopniu spodziewają się ograniczenia zakupów obligacji, jednak prawdopodobnie uważają na razie nawet taką dyskusję za przedwczesną. Naszym zdaniem istnieje duże prawdopodobieństwo, że do końca roku FOMC zrezygnuje przynajmniej z części zakupów związanych z treasuries (ograniczenia podaży), koncentrując się na papierach hipotecznych. Jeśli momentum w gospodarce dopisze może to prowadzić do "dobrego" wzrostu rentowności obligacji, połączonego ze wzrostami na rynkach akcji.

Dyskusja na styczniowym posiedzeniu wskazuje na wiarę członków FOMC w ożywienie w amerykańskiej gospodarce; większość członków zgadza się, że w ostatnim czasie nastąpiła redukcja czynników ryzyka dla amerykańskiej gospodarki. Gospodarka znajduje się na ścieżce wzrostowej, którą zaburzają tylko czynniki przejściowe. W szczególności pozytywnie zostały ocenione ostatnie działania mające na celu częściowe zażegnanie fiscal cliff. Niemniej jednak w krótszym terminie pozostaje kwestia sekwestracji, która może nie zostać skutecznie rozwiązana (dyskusja na tym polu brzmi rozbrajająco uczciwie) – jest to prawdopodobnie istotny element decyzyjny Fed. Dodatkowo część członków obawia się reakcji gospodarki na zmiany podatkowe, szczególnie w kontekście najniższej zarabiających (ostatnie dane są na tym polu nieco uspokajające, jednak w trakcie posiedzenia uczestnicy jeszcze ich nie znali). Dobrym podsumowaniem dyskusji o gospodarce jest stwierdzenie, że środowiska biznesowe są przygotowane do ekspansji – czekają tylko na utrwalenie pozytywnych zmian w otoczeniu makroekonomicznym. Wydaje nam się, że ostatni szereg działań Fed spełnił swoje zadanie i efekt pewności już powoli zaczyna działać.

Odnosnie zakupów aktywów niewiele zmieniło się w zakresie korzyści. Wiara w luzowanie warunków na rynkach finansowych, obniżanie dłuższych stóp procentowych i stymulacja aktywności gospodarczej (szczególnie w zakresie rynku nieruchomości i trwałych dóbr konsumpcyjnych) jest wciąż powszechna, to samo dotyczy wsparcia dla rynku pracy. Odnosnie kosztów widzimy nadal obecne od dłuższego czasu problemy z wycofaniem stymulacji (ryzyka inflacyjne, zachowania rynkowe grożące stabilności finansowej), lecz także elementy nowe. Wspomniana została możliwość straty kapitałowej na portfelu o długim duration (jednak nie powinna mieć ona przełożenia na efektywność polityki pieniężnej) oraz możliwość generowania zaburzeń na rynkach finansowych przez działalność Fed (w niektórych sektorach Fed jest nie tylko większościowym właścicielem długu, ale także pochłania całe pierwotne emisje). Te dwa nowe punkty mają być przedmiotem badań researchu Fed przed kolejnymi posiedzeniami.

I w końcu najważniejsze, po wyraźnej zmianie nastawienia Fed odnośnie zakupów papierów przedstawionej na grudniowym posiedzeniu, obecnie mamy jeszcze dalej posuniętą racjonalizację decyzji o zakupach. Otwarcie spora część członków mówi o różnicowaniu wolumenu zakupu aktywów w reakcji na zmianę nie tylko perspektyw dla gospodarki, ale także bilansu kosztów i korzyści. Część propozycji dotyczy płynnego ograniczania zakupów aktywów w reakcji na dane, część ich powolnego i planowego zmniejszania aż do zakończenia. **Co bardzo ważne, spora liczba uczestników posiedzenia podkreślała, że wygaszenie zakupów może się pojawić zanim odnotowana zostanie znacząca poprawa na rynku pracy i tylko w reakcji na zmianę kosztów i korzyści.** Wypowiedzi członków FOMC wskazują jasno, że dyskusja na ten temat dość szybko się rozkręca. Niejako na osłode w "Minutes" pojawia się uwaga o możliwości utrzymania gotowości do dodatkowej akomodacji monetarnej, przy czym spora część członków rozważa dołączenie instrumentu pt. utrzymanie dużego bilansu Fed dłużej niż sugerują to obecne wytyczne "wyjścia" (prawdopodobnie różne dla różnych członków Fed), albo jako dodatek albo substytut zakupów aktywów.



EURUSD fundamentalnie

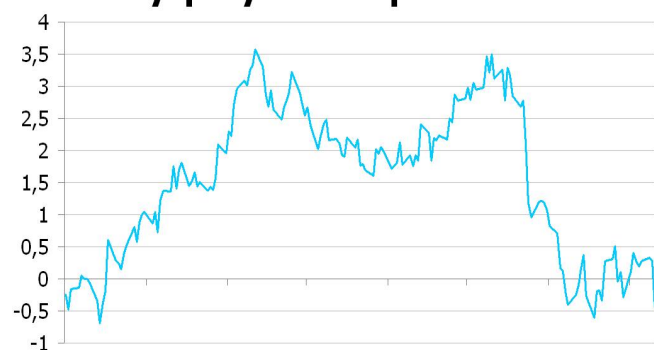
EURUSD znacznie niżej (okolicie 1,326) po wieczornej publikacji jastrzębich minutes Fedu - coraz więcej miejsca poświęcane jest omawianiu strategii wyjścia (więcej czytaj w sekcji analizy). Równolegle do rynku walutowego zareagowały także giełdy. Obok coraz lepszych perspektyw dla USA, obawy związane z sytuacją fiskalną Francji (plus obniżka prognoz wzrostu KE) i narastająca niepewność polityczna we Włoszech w kontekście ostatnich słabszych danych z europejskich gospodarek stwarzają presję na EURUSD. Dziś do gry wracają serie publikacji danych makroekonomicznych po obydwu stronach Oceanu. Najważniejsze będą odczyty PMI za luty (szczególnie francuskie, które miesiąc temu bardzo negatywnie zaskoczyły oraz niemieckie - oczekiwania wskazują na możliwość przekroczenia granicznych 50 pkt.), jednak przy wspomnianym sentymencie i danych z rynku pracy i nieruchomości z USA nie należy spodziewać się trwałej żywiołowej reakcji na EURUSD nawet na trochę lepsze dane.

EURUSD technicznie

Zgodnie z oczekiwaniami, ruch wzrostowy na EURUSD okazał się być tylko drobną korektą. W dniu wczorajszym kurs powrócił do spadków: dynamiczne przełamanie średnich na wykresie czterogodzinowym zostało potwierdzone przebiegiem dziennej MA55 i ustanowieniem nowych minimów - od dzisiejszego poranka minimum lutego to 1,3236. Celem jest skrzyżowanie trendu i FIBO w układzie tygodniowym (1,3150), nie widać przy tym już przystanków na drodze do tego wsparcia. Korekty wzrostowe powinny zatrzymywać się na wspomnianej MA55 (1,3287), a następnie na skrzyżowaniu 200 i 55-okresowych MA w układzie 4H (1,3380). Ostateczną granicę ewentualnych korekt wyznaczamy na lokalnym FIBO 50% (1,3474).

Wsparcie	Opór
1,3236	1,3474
1,3200	1,3380
1,3150	1,3287

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



07-11-12 08-11-12 09-11-12 10-11-12 11-11-12 12-11-12 01-11-13 02-11-13

* 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 ustabilizował się w przedziale wahań 4,155-4,170. Po kluczowych publikacjach w lutym (na poniedziałek została jeszcze sprzedaż detaliczna, która po ostatnich pozytywnych niespodziankach także może okazać się zgodnie z naszą prognozą na poziomie 2% lepsza od konsensusu) uwaga przesuwana się w kierunku oczekiwania na marcową decyzję RPP. Wczorajsze wypowiedzi Zielińskiej-Głębockiej i Chojny-Duch (obie zadeklarowały poparcie dla marcowej obniżki) nie rzuciły wiele nowego światła wskazując raczej na brak konsensusu w Radzie i siłę jastrzębiego (postulującego rozpoczęcie fazy „wait and see”) skrzydła RPP - to właśnie na ich wypowiedzi miałyby szansę poruszyć złotym. Informacje jak o nominacji Rostowskiego na wicepremiera czy potwierdzenie polskiego ratingu przez Moody's pozostają w cieniu oceny szans zmiany trendu spowalniającej polskiej gospodarki. Do poniedziałku złoty pozostanie raczej pod wpływem czynników globalnych, minutes ze styczniowego posiedzenia RPP nie powinny zaskoczyć (nikogo nie zdziwi jastrzębi ton) - spodziewać się można kontynuacji trendu bocznego na EURPLN.

EURPLN technicznie

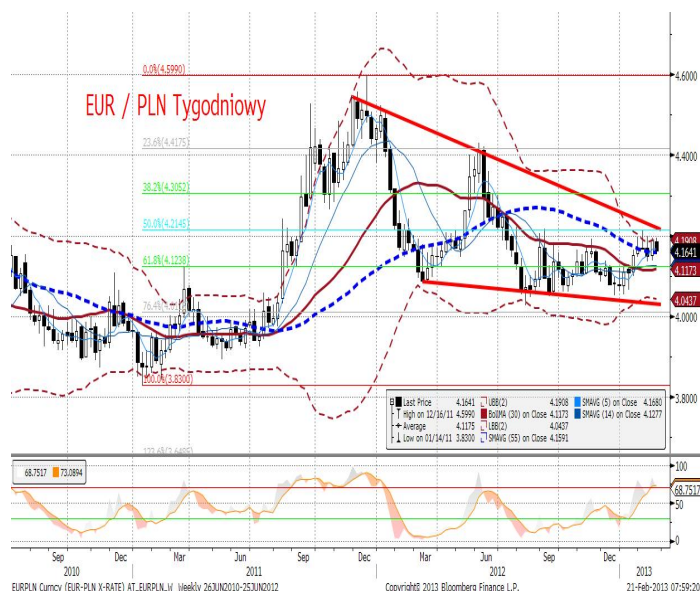
Pierwsza połowa dnia przyniosła kontynuację ruchu spadkowego w kierunku dolnej granicy bieżącego zakresu wahań EURPLN. Skutecznym wsparciem okazało się być MA200 na wykresie 4H (4,1582) - po jego osiągnięciu zanotowaliśmy odbicie i korektę wzrostową, którą z kolei z góry skutecznie ograniczyła 55-okresowa średnia ruchoma w tym samym układzie (4,17). O ile szeroko pojęty range (4,14-4,22) jest nienaruszony, o tyle ruch wewnątrz niego w krótkim okresie powinien być wyznaczony kierunkiem wyłamania ze wspomnianego zakresu wahań z wykresu 4H.

Wsparcie	Opór
4,1582	4,2140
4,1516	4,1823
4,1360	4,1700

Czynnik krajowy* w EURPLN



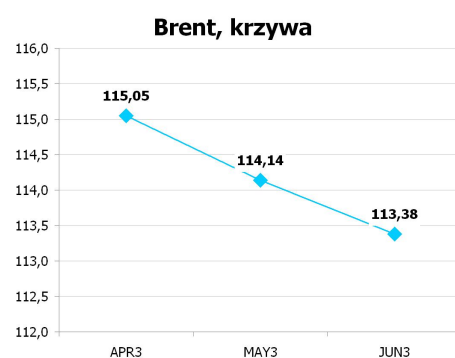
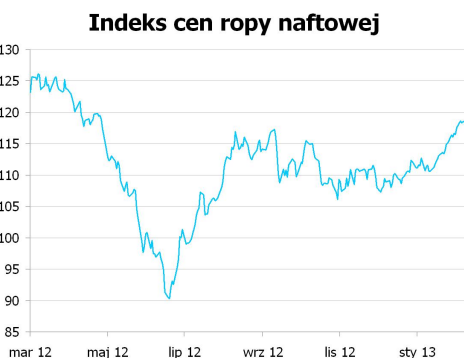
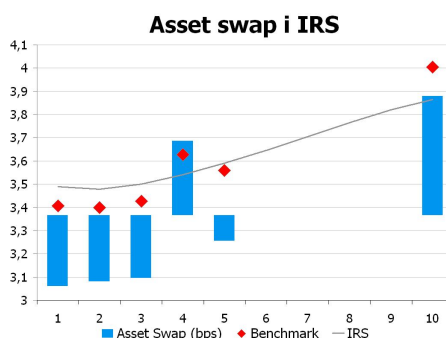
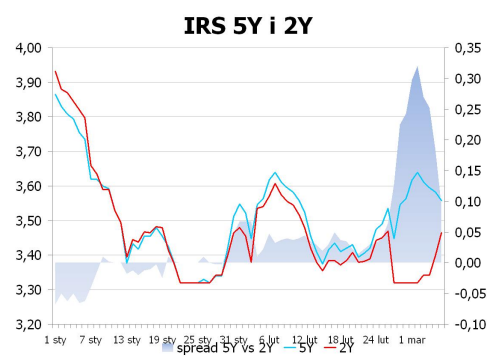
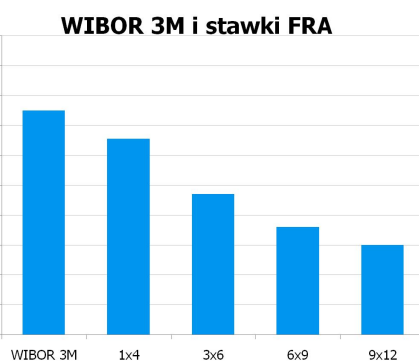
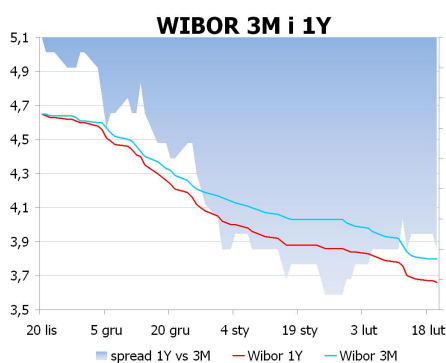
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.465	3.52	ON	3.7	3.9	EUR/PLN	4.1602
2Y	3.4525	3.50	1M	3.6	3.9	USD/PLN	3.1002
3Y	3.475	3.53	3M	3.5	3.8	CHF/PLN	3.3728
4Y	3.515	3.57					
5Y	3.565	3.62					
6Y	3.615	3.68					
7Y	3.675	3.74					
8Y	3.735	3.80					
9Y	3.79	3.85					
10Y	3.84	3.89					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.69	3.74	EUR/USD	1.3282
1x4	3.60	3.66	EUR/JPY	124.25
3x6	3.44	3.47	EUR/PLN	4.1610
6x9	3.30	3.36	USD/PLN	3.1292
9x12	3.24	3.30	CHF/PLN	3.3784

**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 MIĘDZYPANKOWEGO 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.