



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		
11.03.2013 PONIEDZIAŁEK							
8:00	GER	Eksport m/m (%)	sty		0.5	0.2 (r)	1.4
8:00	GER	Import m/m (%)	sty		0.6	-1.5	3.3
9:00	CZK	CPI r/r (%)	lut		1.8	1.9	1.7
9:00	CZK	PKB final r/r (%)	Q4		-1.7	-1.7	-1.7
9:00	POL	Publikacja raportu o inflacji NBP					
12.03.2013 WTOREK							
8:00	GER	CPI final r/r (%)	lut		1.5	1.5 (p)	1.5
9:00	HUN	CPI r/r (%)	lut		3.1	3.7	
13.03.2013 ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		0.20	0.70	
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lut		0.5	0.1	
15:00	USA	Zapasy w przemyśle m/m (%)	sty		0.3	0.1	
14.03.2013 CZWARTEK							
		Początek 2-dniowego szczytu UE					
13:30	USA	PPI m/m (%)	lut		0.6	0.2	
14:00	POL	CPI r/r (%)	lut	1.6	1.5	1.7	
14:00	POL	M3 r/r (%)	lut	5.3	5.0	4.5	
14:00	POL	Bilans na rachunku bieżącym (mln EUR)	sty	-1685	-1547	-1204	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sty	12550	11999	10640	
14:00	POL	Import (mln EUR)	sty	12700	12475	11852	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	9.03.			340	
15.03.2013 PIĄTEK							
10:00	EUR	CPI final r/r (%)	lut		1.8	1.8 (p)	
13:30	USA	Empire State Index (pkt)	mar		8.0	10.0	
13:30	USA	CPI m/m (%)	lut		0.4	0.0	
14:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut		0.3	-0.1	
14:55	USA	Indeks Uni. Michigan (pkt)	mar		78.0	77.6	
15:00	POL	Wykonanie budżetu (ytd)	lut			23.7%	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś kalendarz dość ubogi - warto przyrzeć się odczytowi inflacji na Węgrzech, który umożliwi nam kolejne przybliżenie wyniku polskiego wskaźnika (komentarz po wczorajszych danych z Czech czytaj w sekcji analizy).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

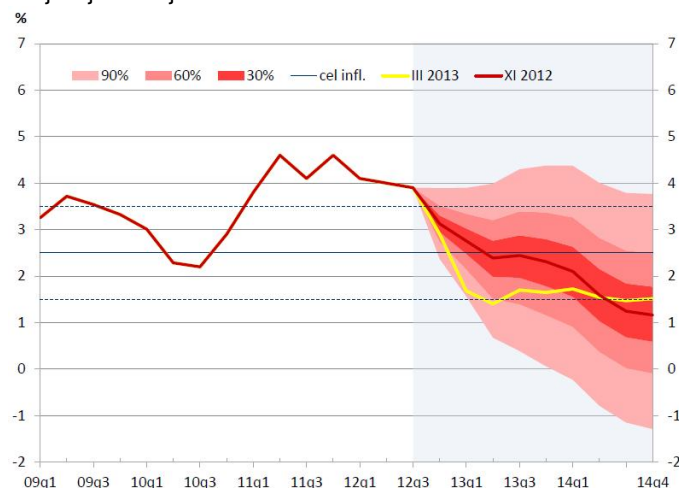
- Belka: Marcowa projekcja NBP pokazała przestrzeń do bezpiecznego cięcia stóp procentowych, dlatego RPP dokonała głębszej obniżki. Dalsze obniżki stóp możliwe, gdyby sytuacja gosp. odbiegła od prognoz z projekcji. RPP chciałaby ściślej związać decyzje z kolejnymi projekcjami NBP.
- Chojna-Duch: Obecny poziom stóp procentowych jest akceptowalny, a granica dla obniżek stóp wydaje się niemal ostateczna.
- Zielińska-Głębocka: RPP nie zamknęła sobie furtki dla ewentualnej korekty stóp procentowych, dlatego nie zmienia swojego łagodnego nastawienia. Taktyka „wait and see” jest jednak obecnie uzasadniona, a stabilność stóp także jest wartością.
- Gilowska: Istnieje duże prawdopodobieństwo, że w perspektywie kilku najbliższych miesięcy stopy procentowe już się nie zmienią.
- Raport o inflacji NBP: W 2013 i 2014 roku inflacja wyniesie 1,6 procent, a w 2015 nieco spowolni do 1,5 procent, głosi centralna ścieżka projekcji NBP (więcej czytaj w sekcji analizy).

Decyzja RPP (10.04.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.500	0.010
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.070	0.002
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.021	0.000
PROGNOZA BRE	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

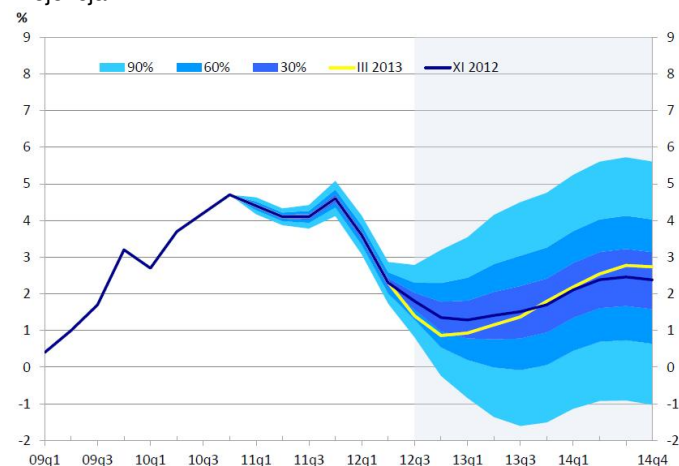
Marcowa projekcja inflacyjna: niski wzrost w warunkach stabilnej inflacji

Zaprezentowany w dniu wczorajszym najnowszy Raport o Inflacji przynosi rewizję wcześniejszych prognoz na 2013 i 2014 rok oraz pierwsze przewidywania na 2015. Zręby nowej projekcji zostały zaznaczone w komunikacie po ostatnim posiedzeniu RPP. Zgodnie z nimi, inflacja będzie w kolejnych kwartałach najprawdopodobniej pozostawać poniżej celu NBP, w okolicach 1,5%, a wzrost gospodarczy dopiero w 2015 roku powróci do poziomu potencjalnego. Odchylenia od poprzedniej projekcji zawdzięczać należy, z jednej strony, dramatycznemu wyhamowaniu tempa wzrostu cen energii, a z drugiej - zrealizowaniu się negatywnych ryzyk związanych ze spadkiem konsumpcji prywatnej.

Projekcja inflacji:



Projekcja PKB:



Niemal idealnie płaska ścieżka inflacji w kolejnych kwartałach (budząca wątpliwości przede wszystkim w kontekście przeszłego zachowania się tego wskaźnika i to nie tylko w Polsce), jest zasadniczo przypadkowa i wynika ze splotu spadających cen żywności, głębokiego i jednorazowego spadku cen energii na początku 2013 (redukcja cen gazu i ograniczona skala wzrostu cen elektryczności) oraz w dalszym ciągu spadkowej ścieżki inflacji bazowej, której dołek (ok. 0,5%) przypada na moment wygaśnięcia podwyżek podatku VAT w 2014 r. (projekcja zakłada brak zmian obowiązujących polityk). Pozostawienie stawek VAT na obecnych poziomach, krok kuszący z punktu

widzenia celów fiskalnych, jest tutaj oczywistym czynnikiem ryzyka.

Projekcja zakłada, że dno obecnego spowolnienia miało miejsce w IV kwartale 2012 roku, zaś obecny kwartał jest początkiem ożywienia. Proces wychodzenia ze spowolnienia, jak warto odnotować, jest U-kształtny (jak w latach 2001-2003), a nie V-kształtny (jak w latach 2009-2010), co zgodne jest z diagnozą dotyczącą mechanizmu spowolnienia. Diagnozę tę (załamanie konsumpcji prywatnej przy braku zewnętrznych impulsów popytowych) podzielamy, jak wielokrotnie podkreślaliśmy w naszych publikacjach. Wzrost gospodarczy, przy spadkach inwestycji publicznych i prywatnych aż do 2014 roku, generowany będzie przez słabnącą kontrybucję eksportu netto oraz powrót konsumpcji prywatnej i publicznej na ścieżkę wzrostu. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na to, że bilans ryzyk dla zaprezentowanej ścieżki wzrostu nie jest (wbrew symetryczności wachlarza) zrównoważony. Negatywne ryzyka - pogłębienie recesji w strefie euro lub brak ożywienia, większa skala zacieśnienia fiskalnego - są realne. Z drugiej strony, w świetle zaskakująco dobrego wyniku inwestycji w IV kwartale poprzedniego roku (napędzanego przez nakłady przedsiębiorstw na maszyny i urządzenia), należy naszym zdaniem do bilansu ryzyk dołączyć możliwość niższych od zakładanych w projekcji spadków inwestycji ogółem (ujemna kontrybucja inwestycji publicznych wydaje się niezagrożona przynajmniej w tym roku).

Pewną uwagę w towarzyszącej prezentacji dyskusji poświęcono tempu wzrostu potencjalnego produktu, które - wobec niskich inwestycji publicznych i prywatnych oraz wygasającej kontrybucji czynników demograficznych i pracy - napędzane będzie w sposób rosnący przez produktywność czynników produkcji (Total Factor Productivity). Wobec braku konsensusu w kwestii wpływu cyklicznych spowolnień na TFP, założenie to wydaje się być czynnikiem ryzyka. Jeżeli spowolnienie nie przyniesie postulowanych efektów, niższe będzie tempo wzrostu potencjalnego PKB, a co za tym idzie - również luka popytowa. Taki scenariusz oddziałuje w kierunku wyższej od zakładanej ścieżki inflacji.

Zaprezentowana ścieżka inflacji wskazuje, że RPP w horyzoncie projekcji inflacyjnej może balansować na granicy wypełnienia konstytucyjnego mandatu stabilności cen (2,5% plus minus 1pp.). Co prawda zbyt niska inflacja uznawana jest zwykle za mniej dotkliwy wynik prowadzenia polityki monetarnej niż inflacja za wysoka, to jednak wnioskowanie takie w środowisku niskiego wzrostu gospodarczego może nie być uprawnione. Można tym samym zaryzykować stwierdzenie, że przechodząc do fazy wait-and-see RPP po części zaakceptowała fakt, że zaprezentowana ścieżka inflacji będzie trudna do realizacji. Stąd wydaje nam się, że ryzyka dla przyszłych decyzji RPP leżą przede wszystkim po stronie wzrostu i to właśnie na nie w pierwszej kolejności Rada będzie reagować (w tym kontekście dążenie „do ściślejszego związania przyszłych decyzji z projekcjami”, które wyraził prezes Belka, wydaje się nam jak najbardziej naturalne). Jest to tym bardziej prawdopodobne, że zmorą modeli prognostycznych jest zwykle pogłębianie pesymizmu w dolnych punktach zwrotnych cyklu koniunkturalnego - tym mankamentem obciążona może być również projekcja NBP. Stąd waga publikacji dotyczących sfery realnej będzie w najbliższych miesiącach spora; zaskoczenia inflacją mogą być natomiast traktowane asymetrycznie (można nawet pokusić się o stwierdzenie, że RPP może zauważać tylko niespodzianki związane z wyższym tempem wzrostu



cen). Uważamy, że z uwagi na prawdopodobnie nadmierny pesymizm wyrażony w projekcji (w szczególności dotyczy to także dość odważnego przełożenia luki popytowej na inflację, którego w takiej skali jeszcze nigdy nie obserwowaliśmy), ciężko będzie go wyprzedzić przez faktyczne publikacje. Tym samym RPP zakończyła już cykl obniżek stóp procentowych.

Po inflacji w Czechach nie zmieniamy szacunku inflacji w Polsce

Inflacja w Czechach wzrosła w lutym o 0,1% m/m (konsensus rynkowy 0,2%) oraz 1,7% r/r. Oznacza to spadek inflacji z 1,9% odnotowanych w styczniu. Presję na wzrost cen wywarły przede wszystkim ceny paliw oraz elementy koszyka związane z wyposażeniem mieszkania. Po bardzo wysokim wzroście w poprzednim miesiącu (+2,7% m/m) nastąpiła korekta w dół na cenach żywności do -0,3% m/m i trzeba przyznać, że jest to wynik wyraźnie z lewego ogona rozkładów wzrostów cen; w tym kontekście publikacja inflacji czeskiej niesie ryzyko w dół (w ujęciu modelowym prognoza cen żywności przesuwana się o 0,2pp. w dół w stosunku do prognozy dokonanej wyłącznie na danych krajowych).

Przegląd zmienności cen poszczególnych elementów koszyka żywnościowego w Czechach (w miarę dostępności danych) sugeruje, że wyniki są w dużej mierze zbieżne z danymi dostarczonymi przez Ministerstwo Rolnictwa. Dodatkowo nasza prognoza 0,5% jest w sensie warunkowym (biorąc pod uwagę również tempo wzrostu cen odnotowane w styczniu - ta kategoria ma tendencje do autokorelacji) zbieżna z historią szeregu.

Reasumując, ryzyko po publikacji inflacji w Czechach plasuje się nieznacznie w dół (na taką właśnie ewentualność wskazywaliśmy także bazując wyłącznie na danych polskich). Ryzyko to jest jednak na tyle małe, że nie decydujemy się na jego bezpośrednią kwantyfikację w postaci zmiany prognozy inflacji w Polsce - zostajemy przy 1,6%.



EURUSD fundamentalnie

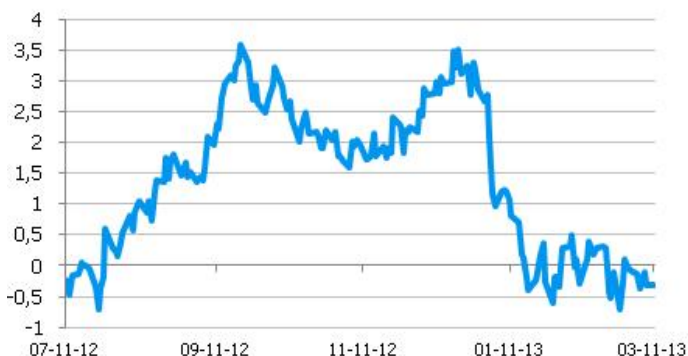
Początek tygodnia zgodnie z oczekiwaniami okazał się spokojny na parze EURUSD, która pozostawała w przedziale 1,295-1,305. Do środy kalendarz publikacji jest dość ubogi, co sprawia, że na rynku odbijają się echa zeszłotygodniowych wydarzeń (przede wszystkim świetne payrolle i obniżka ratingu Włoch przez Fitch). W tych okolicznościach euro radzi sobie całkiem nieźle, choć po nowej porcji danych zza oceanu w środę i piątek (których bezpośrednio wsparcie dla dolara jest znowu zauważalne) cały tydzień ma szansę zakończyć się na niższych poziomach EURUSD.

EURUSD technicznie

W zasadzie bez zmian. Na tygodniowym wykresie perspektywa negatywna (kolejny nagrobek poniżej linii trendu i środka Bollingera - powtórzy się czarna świeca z końca lutego?). Cel ruchu na razie podtrzymujemy na 1,2727, silna strefa wsparcia 1,29-30. Na dziennym notowaniu próbują konsolidować (podstawa czwartkowej białej świecy wybroniła się), potwierdza to lekki dryf w górę oscylatora. Bezpośrednie wsparcie na 1,2966, MA200 na 1,2868. Widzimy konieczność solidnego impulsu fundamentalnego, aby zepchnąć notowania w dół. Konsolidację częściowo potwierdza wykres 4h, gdzie notowania tworzą wyraźny range 1,2966-1,3142 po wybiciu z kanału deprecyjnego. Niemniej MA55 stawiała wczoraj bardzo solidny opór i range ten istotnie zawężyła. Oznacza to, że dolna granica range może być dziś poważnie zagrożona.

Wsparcie	Opór
1,3000	1,3200
1,2966	1,3142
1,2868	1,3042

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią o odchyleniu 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

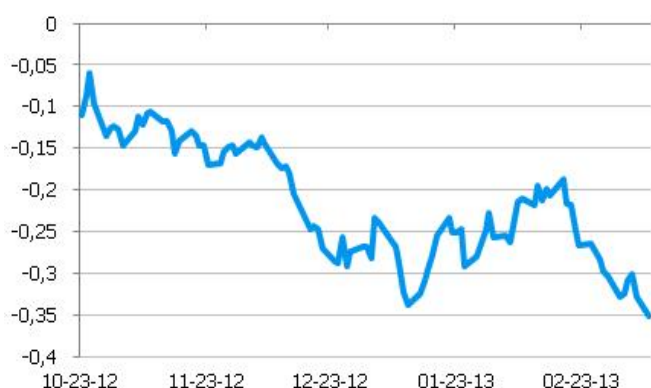
Poniedziałek przyniósł wiele komentarzy ze strony członków RPP, które wydaje się jednak, że były bardziej potrzebne przed zaskakującą marcową decyzją. Nikt już właściwie nie kwestionuje przerwy w cyklu poluzowania i wypowiedzi członków RPP wskazują jedynie na osiągnięcie sporego konsensusu w tej sprawie. Na parze EURPLN ciągle odbija się jednak sama decyzja - w poniedziałek złoty poruszał się raczej na północ, nie przebijając jednak przedziału 4,12-4,15. Takiej stabilizacji można spodziewać się do czwartkowej publikacji inflacji (po wczorajszych danych z Czech nie zmieniamy naszej prognozy - więcej czytaj w sekcji analizy), a prawdopodobnie nawet do danych z realnej gospodarki (18-19.03. rynek pracy i sektor przemysłowy) - niska inflacja przestaje być bowiem zaskoczeniem (np. czytaj w komentarzu dot. projekcji inflacyjnej), zaś perspektywy (m.in. dla RPP) wyznaczać będzie coraz silniej moment i skala odbicia wzrostu gospodarczego.

EURPLN technicznie

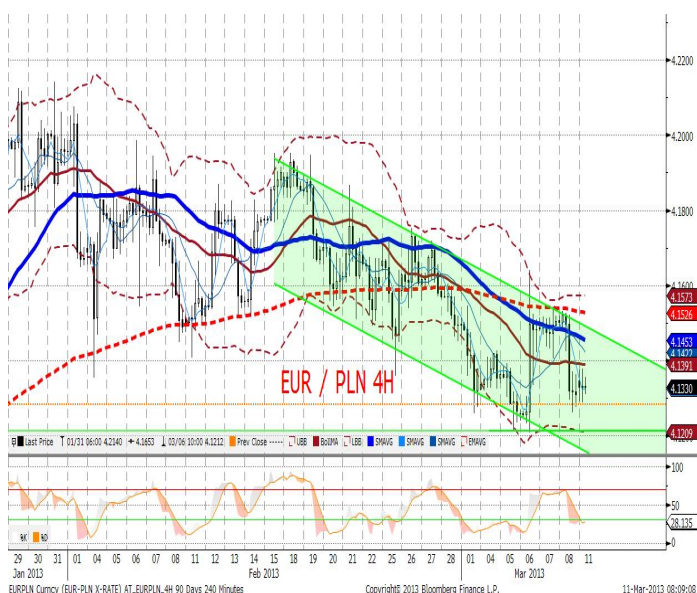
Co nie chce spadać...będzie rość. Brak dalszego ruchu na południe przez 4,1174 poskutkował silną korektą w górę (dokładnie tak jak wskazywaliśmy), która zatrzymała się na MA200 z wykresu dziennego. Tym samym potwierdził się też uformowany range (4,1174-4,1510). Wydaje nam się, że do czasu jakiegos impulsu fundamentalnego notowania będą właśnie w tym paśmie konsolidować. Podtrzymujemy, że złamanie dolnego ograniczenia może poskutkować solidnym ruchem nawet do 4,0575 (jest to 61,8% Fibo a więc ostatnia granica oddzielająca korektę spadkową od zmiany trendu na spadkowy). Piszemy to tym nieprzypadkowo. Na 4h notowania osiągnęły górne ograniczenie spadkowego kanału, ruch w dół jest bardzo prawdopodobny.

Wsparcie	Opór
4,1260	4,1630
4,1174	4,1510/30
4,0945	4,1463

Czynnik krajowy* w EURPLN



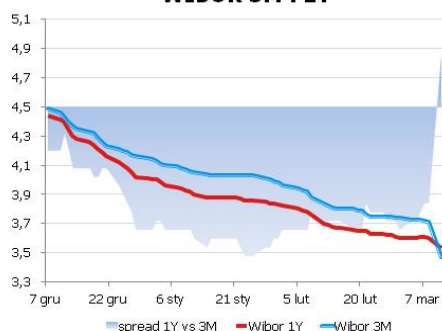
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umiarkowany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



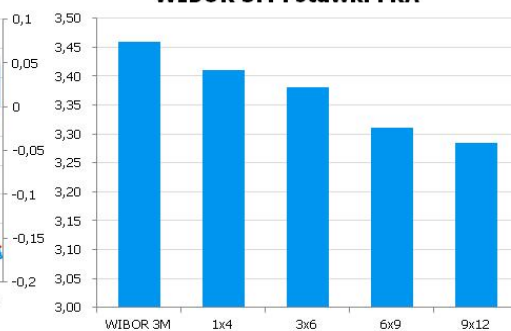


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.36	3.39	ON	3.3	3.4	EUR/PLN	4.1390
2Y	3.4175	3.47	1M	3.3	3.5	USD/PLN	3.1828
3Y	3.475	3.53	3M	3.2	3.4	CHF/PLN	3.3475
4Y	3.5349	3.58					
5Y	3.59	3.64	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	3.635	3.70	1x2	3.35	3.40	EUR/USD	1.3042
7Y	3.68	3.74	1x4	3.35	3.41	EUR/JPY	125.57
8Y	3.725	3.79	3x6	3.32	3.38	EUR/PLN	4.1378
9Y	3.77	3.83	6x9	3.25	3.31	USD/PLN	3.1725
10Y	3.82	3.87	9x12	3.24	3.29	CHF/PLN	3.3508

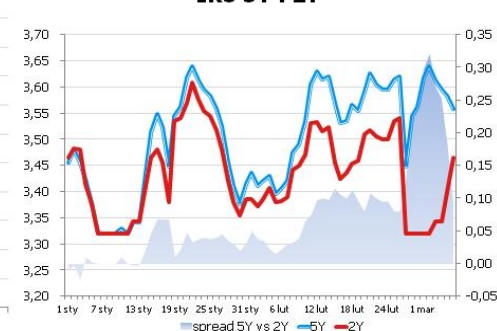
WIBOR 3M i 1Y



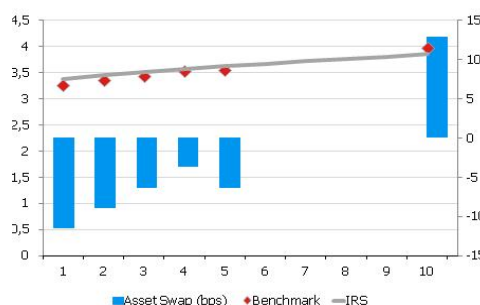
WIBOR 3M i stawki FRA



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 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.