



## 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.ziemińska@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      | consensus |             |        |
| 25.03.2013 PONIEDZIAŁEK |      |                                          |       |          |           |             |        |
| BRAK ISTOTNYCH DANYCH   |      |                                          |       |          |           |             |        |
| 26.03.2013 WTOREK       |      |                                          |       |          |           |             |        |
| 13:30                   | USA  | Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)       | lut   |          | 3.9       | -3.8 ( r )  | 5.7    |
| 14:00                   | USA  | Indeks CaseShiller y/y (%)               | sty   |          | 7.85      | 6.84        | 8.08   |
| 14:00                   | HUN  | Decyzja Banku Węgier (%)                 | mar   |          | 5.00      | 5.25        | 5.00   |
| 15:00                   | USA  | Wsk. koniunktury konsumenckiej CB (pkt)  | mar   |          | 67.5      | 68.0        | 59.7   |
| 15:00                   | USA  | Sprzedaż nowych domów SAAR (tys.)        | lut   |          | 420       | 431 ( r )   | 411    |
| 27.03.2013 ŚRODA        |      |                                          |       |          |           |             |        |
| 8:00                    | GER  | Wsk. koniunktury konsumenckiej gfk (pkt) | lut   |          | 5.9       | 5.9         | 5.9    |
| 11:00                   | EUR  | Wskaźnik ESI (pkt)                       | mar   |          | 90.5      | 91.1        | 90.0   |
| 15:00                   | USA  | Umowy na sprzedaż domów m/m (%)          | lut   |          | -0.3      | 3.8 ( r )   | -0.4   |
| 28.03.2013 CZWARTEK     |      |                                          |       |          |           |             |        |
| 8:00                    | GER  | Sprzedaż detaliczna m/m (%)              | lut   |          | -0.6      | 3.0 ( r )   | 0.4    |
| 9:55                    | GER  | Stopa bezrobocia s.a. (%)                | mar   |          | 6.9       | 6.9         | 6.9    |
| 10:00                   | EUR  | Podaż pieniądza M3 r/r (%)               | lut   |          | 3.2       | 3.5         | 3.1    |
| 13:00                   | CZE  | Decyzja Banku Czech (%)                  | mar   |          | 0.05      | 0.05        | 0.1    |
| 13:30                   | USA  | PKB q/q SAAR (trzeci odczyt %)           | Q4    |          | 0.5       | 0.1 (p)     | 0.4    |
| 13:30                   | USA  | Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)     | 23.03 |          | 340       | 336         | 357    |
| 14:00                   | POL  | Saldo obrotów bieżących (mln EUR)        | Q4    | -3900    | -3436     | -3285 ( r ) | -3285  |
| 14:45                   | USA  | Chicago PMI (pkt)                        | mar   |          | 56.5      | 56.8        | 52.4   |
| 29.03.2013 PIĄTEK       |      |                                          |       |          |           |             |        |
| 0:30                    | JPN  | CPI r/r (%)                              | lut   |          | -0.7      | -0.3        | -0.7   |
| 13:30                   | USA  | Dochody osobiste m/m (%)                 | lut   |          | 0.8       | -3.6        |        |
| 13:30                   | USA  | Wydatki osobiste m/m (%)                 | lut   |          | 0.6       | 0.2         |        |
| 13:30                   | USA  | Inflacja Core PCE y/y (%)                | lut   |          | 1.3       | 1.3         |        |
| 14:00                   | POL  | Oczekiwania inflacyjne (%)               | mar   | 1.5      | 1.7       | 2.2         |        |
| 14:55                   | USA  | Wsk. koniunktury U.Michigan final (pkt)  | mar   |          | 72.6      | 71.8 (p)    |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** Dziś o 14:00 NBP opublikuje dane na temat oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych w marcu. Oczekiwania inflacyjne mają charakter adaptacyjny i odzwierciedlają najnowszą znaną opinię publicznej stopę inflacji CPI. W okresach silnej dezinflacji (takich, jak trwający obecnie) oczekiwania mają tendencję do spadku nieznacznie poniżej ostatniej znanej w momencie przeprowadzania badania danej, stąd nasza prognoza.
- **Gospodarka globalna.** Dziś, z uwagi na święto, najważniejsze rynki bazowe są zamknięte, kalendarz publikacji danych jest więc ubogi. W Stanach Zjednoczonych dziś publikacja danych o dochodach i wydatkach konsumentskich za luty. Ze względu na wagę dzisiejszych danych dla szacunków konsumpcji prywatnej, warto poświęcić im uwagę. Można oczekiwać umiarkowanego wzrostu dochodów (odbicie po związanym z klifem fiskalnym załamaniem w styczniu) i nieco wolniejszego wzrostu wydatków (tym samym, konsumenci zapewne nieznacznie odbudują stopę oszczędności). Ponadto, dziś zostanie opublikowany finalny odczyt wskaźnika koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan - tutaj można spodziewać się nieznacznego skorygowania wstępnego odczytu (kolejny w ostatnich miesiącach gwałtowny spadek).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

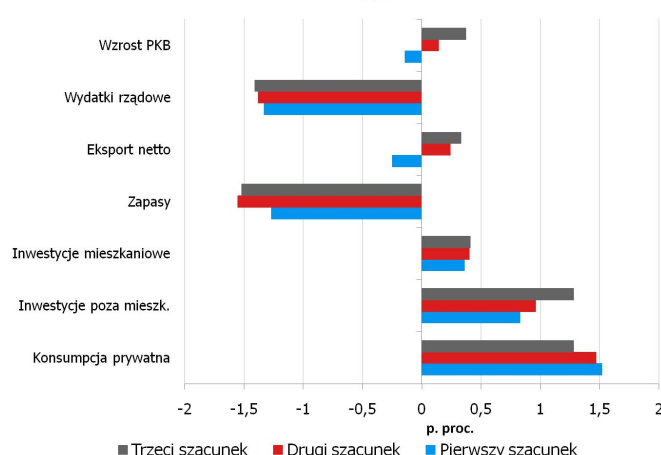
- Rostowski: Resort finansów będzie gotowy znówelizować tegoroczny budżet, jeśli będzie taka potrzeba. Sytuacja budżetu w marcu jest trochę lepsza niż w lutym.
- Zielińska-Głębocka: Jest jeszcze pewna przestrzeń do obniżek stóp procentowych, ale obecnie RPP chce ocenić skutki swoich poprzednich decyzji.
- NBP: Na posiedzeniu RPP 6 lutego przeciwko obniżce stóp NBP o 25 pb głosowali Andrzej Rzońca i Jan Winiecki.
- NBP: Deficyt w obrotach bieżących w IV kwartale 2012 roku wyniósł 3.477 mln euro wobec 3.285 mln euro deficytu w III kwartale 2012 r.
- Strefa euro: Stopa bezrobocia w Niemczech w marcu 2013 r., po uwzględnieniu czynników sezonowych, wyniosła 6,9 proc. wobec 6,9 proc. w lutym.
- USA: PKB wzrósł w IV kwartale 2012 roku o 0,4 proc. w ujęciu zannualizowanym kdk (końcowe wyliczenia).

| Decyzja RPP (10.04.2013) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. | Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|--------------------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps          | 0%                                                               | GERGB 10Y                   | 1.269        | 0.008        |
| stopy bez zmian          | 100%                                                             | USAGB 10Y                   | 0.000        | 0.000        |
| obniżka 25 bps           | 0%                                                               | POLGB 10Y                   | 3.916        | 0.018        |
| PROGNOZA BRE             |                                                                  | Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |
| bez zmian                |                                                                  |                             |              |              |

## USA: Nadchodzi czas mieszanych danych?

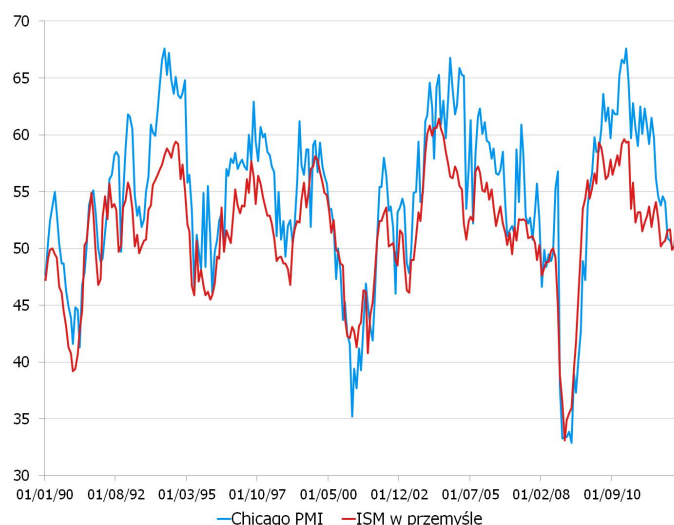
Trzeci szacunek PKB w USA w zasadzie nie przyniósł niespodzianek. Gospodarka amerykańska rozwijała się w ostatnim kwartale roku 2012 roku w tempie 0,4% SAAR (konsensus rynkowy 0,5%). Wydatki konsumpcyjne wzrosły o 1,8% (1,6% poprzednio). Prywatne inwestycje nie mieszkaniowe wzrosły o 13,2% (poprzednio -1,6%), mieszkaniowe o 17,6% (poprzednio 13,5%). Wydatki rządowe odnotowały solidne spadki we wszystkich przekrojach oprócz wydatków niezwiązanych z obroną narodową. Poniżej zestawiamy w jaki sposób zmieniała się skala wpływu poszczególnych komponentów PKB na jego wzrost podczas trzech kolejnych szacunków.

Rewizje wkładu poszczególnych komponentów do wzrostu PKB



Jak już wielokrotnie pisaliśmy, IV kwartał był specyficzny z uwagi na zmniejszenie wydatków rządowych bezpośrednio po wyborach prezydenckich. Dostępne wskaźniki wyprzedzające (a także dostępne dane miesięczne) sugerują, że wzrost w I kwartale znacząco przyspieszył i – przynajmniej na chwilę obecną – można mówić o trendzie wzrostowym.

Łyżkę dziegciu do tego obrazu dołożył indeks Chicago PMI, który spadł w marcu o 4,4pkt. do 52,4pkt. (konsensus rynkowy plasował się na poziomie 56,5pkt.). Spadło przede wszystkim oszacowanie produkcji (o ponad 8pkt.) oraz nowych zamówień (o ponad 7 punktów), zmniejszyły się także opóźnienia w realizacji zamówień (przy braku nowych zamówień spokojnie nadrobiono zaległości produkcyjne). Skala spadków jest znaczna, lecz coś w tym obrazie nie pasuje. Mianowicie, faktyczne załamanie powinno się wiązać też z udrożnieniem kanałów logistycznych – tymczasem stało się dokładnie odwrotnie, czas trwania dostaw wydłużył się najbardziej od 2008 roku. Problemy z okręgiem Chicago mogą mieć podłoże logistyczne, co zakłóciło normalny rytm pracy przedsiębiorstw. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że dołączone do publikacji komentarze nie sugerują żadnej tragedii w popycie (spadki tłumaczone są nawet pewną sezonowością, być może obecnie nieco przesuniętą). Wreszcie na koniec korelacja Chicago PMI z PMI dla całego przemysłu jest znaczna, lecz przejawia on znacznie większą zmienność. O ile zatem dane zasilały ziarno niepewności nie dzielimy jeszcze skóry na niedźwiedziu (i w kontekście porzekadła i w kontekście rynkowym).



Odnosimy wrażenie, że jednokierunkowe momentum wzrostowe gospodarki amerykańskiej nieco osłabło pod koniec I kwartału. Ma to związek z naturalnymi cyklami w publikacjach danych a także (w kontekście zaskoczeń) z przyzwyczajeniem analityków do pozytywnych niespodzianek (stąd między innymi obecne przestrzelenia prognoz w górę). Do czynników stricte cyklicznych dojdą w międzyczasie echa wypłaszczenia aktywności ekonomicznej w Azji i europejskiego szoku niepewności płynącego z rynków finansowych (niestety, aby cykl polityczny działał, musi być smagany batem cyklu finansowego). W kolejnych miesiącach znać o sobie będzie dawać także sekwestracja.

Nadal stoimy na stanowisku, że gospodarka amerykańska, przy obecnie luźnej polityce pieniężnej oraz dobrze funkcjonującym rynku nieruchomości, poradzi sobie z narzuconymi na nią szokami (czytaj: rynek nie będzie zaprzeczał ożywieniu). Bardzo pozytywny scenariusz na 2013 rok (w kontekście wzrostu) zamieni się jednak prawdopodobnie w nieco mniej pozytywny, oczekiwania na zakończenie programu zakupu aktywów będą przesuwane w przyszłość, a hipoteza great rotation (przesuwanie środków z obligacji w akcje) stanie się mniej atrakcyjna. Te wszystkie fakty mogą wspierać fazę risk-off zrodzoną z ryzyka politycznego w strefie euro – nie sądzimy jednak, że będzie ona eskalować tak jak to miało miejsce w przeszłości. Przed nami prawdopodobnie okres mocno mieszanych danych. Przy obecnych wycenach (w szczególności na rynku długu) nieco mniej stroma ścieżka ożywienia wydaje się zdyskontowana.



## EURUSD fundamentalnie

EURUSD odnotował wczoraj lekkie odreagowanie. Prawdopodobnie przyczyniło się tego likwidowanie pozycji short otwieranych na event risk pt. "otwarcie cypryjskich banków". Nie było dantejskich scen, zamieszek na ulicach. Prawdę dopiero pokazują marcowe dane z sektora bankowego - stąd część pozycji spekulacyjnych została prawdopodobnie zamknięta (ale trzeba przyznać, że w ciągu dnia mocno bujało, zwłaszcza przed samym otwarciem banków). Lekkie odreagowanie EURUSD mogło być także spowodowane nieco gorszymi danymi z USA (przede wszystkim tygodniowe dane z rynku pracy, Chicago PMI). Dziś bardzo świątecznie, więc można śmiało zaryzykować, że rynek umrze około godziny 13-14, mimo publikacji z rynku amerykańskiego (wydatki konsumpcyjne, zaufanie konsumentów). Do gry wracamy we wtorek.

## EURUSD technicznie

Do wyznaczonego we wczorajszym komentarzy stop lossa zabrakło naprawdę niewiele (0,0005), ale kurs ostatecznie dynamicznie wybił się w górę. Czy głębokość tej korekty jest taka, jak się spodziewamy, czas pokaże. Oscylator na 4H ma spory potencjał do wzrostów, ale żeby potwierdzić nasz pogląd, oczekivalibyśmy przełamania jakiegoś istotnego oporu. Pierwszy w kolejności jest splot (na dziennym) górnej granicy kanału deprecyjnego i MA200 (1,2885/8) oraz cztegodzinowego MA55 (1,2890). To powinno otworzyć drogę do 1,3. Stop loss pozostawiamy na 1,2750.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,2750   | 1,3000 |
| 1,2663   | 1,2945 |
| 1,2500   | 1,2884 |

### 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

Złoty mocniejszy, a wczorajsze ruchy niemal idealnie odzwierciedlały wahnięcia EURUSD. Zrekapitulujemy: poranne osłabienie euro w stosunku do dolara przyniosło wyprzedzając złotego, która skończyła się w okolicach 4,1905, a późniejsza korekta wzrostowa na EURUSD spowodowała złotego aż do 4,1700. Dziś rynek operują "na pół gwizdka", mamy więc okazję uzyskać odpowiedź na pytanie, jak zachowuje się polska waluta w sytuacji braku części polskich inwestorów (w tym zapewne BGK) i części zagranicznych (np. niemieckich). Przy niskiej płynności rynku można spodziewać się dużych wahań rynku (okres między Bożym Narodzeniem, a Nowym Rokiem jest całkiem niezłym przybliżeniem tej sytuacji) - poranek zaczynamy od pojawiającego się niemal *deus ex machina* 4,1930.

## EURPLN technicznie

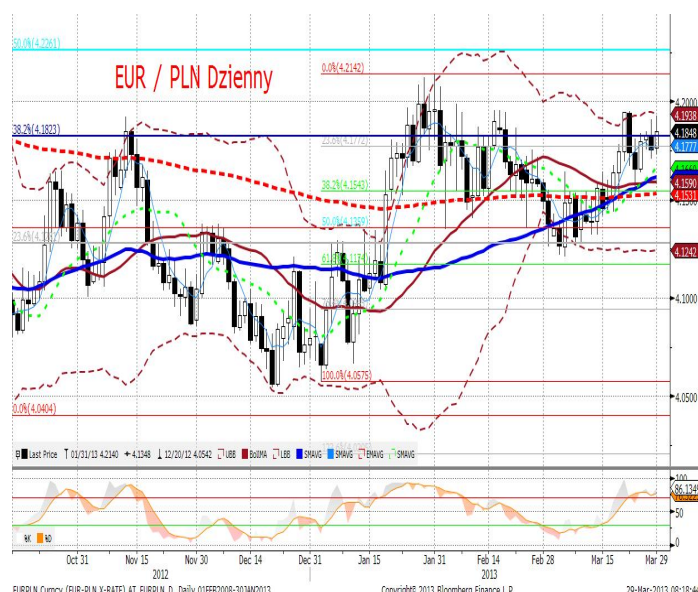
Potencjał ruchu wzrostowego w dniu wczorajszym wyczerpał się na 4,19, po czym kurs zawrócił i skorygował się w dół, sięgając czterogodzinnego MA55 (4,1707). Pozostajemy przy naszym poglądzie o poszerzonym range [4,1212 (4,1360) - 4,1823 (4,1950)], ale dzień dzisiejszy może zaskakiwać - poranek zaczynamy od pokaźnej białej świecy z wąsem dotyczącym 4,1930. Na niepłynnym rynku takie wahnięcia nie są niczym dziwnym, więc nie można wykluczyć nawet przejściowego wybięcia poza range (zwłaszcza w górę). Na znaczące i mierzalne sygnały powinniśmy poczekać do wtorku.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,1800   | 4,2142 |
| 4,1700   | 4,1950 |
| 4,1600   | 4,1823 |

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



\* Wykres przedstawia resztę 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.

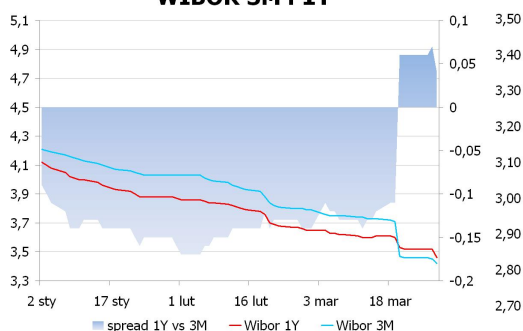




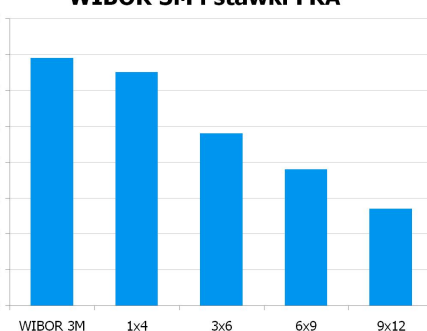
| IRS | BID    | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|--------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 3.15   | 3.18 | ON   | 3.1 | 3.4 | EUR/PLN    | 4.1866 |
| 2Y  | 3.14   | 3.19 | 1M   | 3.2 | 3.3 | USD/PLN    | 3.2773 |
| 3Y  | 3.1751 | 3.23 | 3M   | 3.1 | 3.3 | CHF/PLN    | 3.4349 |
| 4Y  | 3.225  | 3.28 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 3.275  | 3.33 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 3.3333 | 3.38 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 3.395  | 3.45 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 3.4583 | 3.51 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 3.515  | 3.57 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 3.56   | 3.61 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 3.32 | 3.37 | EUR/USD          | 1.2814 |
| 1x4  | 3.29 | 3.35 | EUR/JPY          | 120.65 |
| 3x6  | 3.12 | 3.18 | EUR/PLN          | 4.1758 |
| 6x9  | 3.05 | 3.08 | USD/PLN          | 3.2542 |
| 9x12 | 2.92 | 2.97 | CHF/PLN          | 3.4283 |

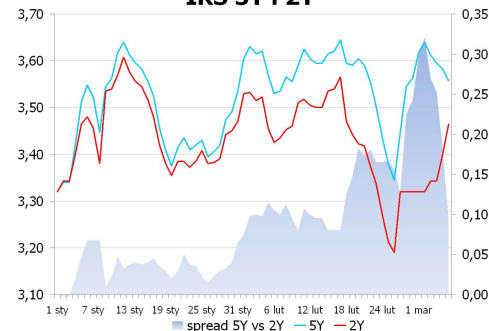
WIBOR 3M i 1Y



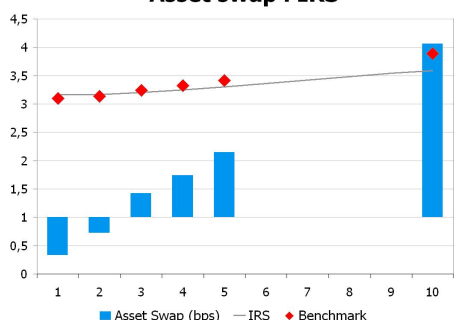
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



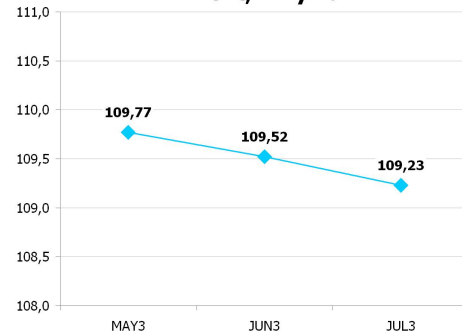
Asset swap i IRS



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 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. DYSTYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.