



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		
26.03.2012 PONIEDZIAŁEK							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lut	9.0	9.8	14.3	13.7
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	lut	13.6	13.5	13.2	13.5
11:00	GER	Indeks Ifo (pkt)	mar		109.6	109.7 (r)	109.8
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	lut		1.0	2.0	-0.5
27.03.2012 WTOREK							
9:00	GER	Zaufanie konsumentów GfK (pkt)	kwi		6.1	6.0	
14:00	HUN	Decyzja MNB (%)	kwi		7.00	7.00	
15:00	USA	Indeks cen domów Case Shiller (%)	sty		-3.8	-4.0	
16:00	USA	Zaufanie konsumentów Cboard (pkt)	mar		70.0	70.8	
28.03.2012 ŚRODA							
	GER	CPI flash m/m (%)	mar		0.3	0.7	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	lut		2.9	-3.7	
29.03.2012 CZWARTEK							
11:00	EUR	Koniunktura ESI (pkt)	mar		94.5	94.4	
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt)	mar		-19.0	-19.0	
13:00	CZK	Decyzja CNB (%)	kwi		0.75	0.75	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	24.03.		350	348	
14:30	USA	PKB final kw/kw (%)	Q4'11		3.0	3.0	
30.03.2012 PIĄTEK							
1:50	JPN	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut			1.9	
8:45	EUR	Inflacja HICP flash r/r (%)	mar		2.5	2.7	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne r/r (%)	mar	4.6		4.6	
14:00	POL	Rachunek CA (mld EUR)	Q411			-4.7	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	lut		0.4	0.3	
14:30	USA	Wydatki konsumpcyjne m/m (%)	lut		0.6	0.2	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	mar		63.0	64.0	
15:55	USA	Zaufanie konsumentów UMichigan (pkt)	mar		74.8	74.3	
	EUR	Spotkanie eurogrupy					

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Poznamy kolejne dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Rynek spodziewa się lepszego odczytu indeksu cen domów, co oznaczałoby normalizację sytuacji. Wzrastający popyt na nieruchomości (choć ostatnie dane o sprzedaży nie były najlepsze) stopniowo powinien przekładać się na wyhamowanie spadku cen. Zaufanie konsumentów Conference Board raczej pozostanie w okolicach poprzedniego odczytu. Na indeksie ważą jeszcze dość niski optymizm odnośnie wzrostów przyszłych wynagrodzeń oraz dochodu rozporządzalnego.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka: Ostatnie dane nieco zmieniają perspektywę polityki pieniężnej, ale nie należy liczyć na obniżki stóp procentowych.
- Rostowski: Dług publiczny w Polsce w 2011 roku, według metodologii Unii Europejskiej, wyniósł 56,7% PKB.
- Witkowski (GUS): Należy oczekiwać, że stopa bezrobocia rejestrowanego w marcu ukształtuje się na poziomie z lutego tj. 13,5%, bądź też obniży się o 0,1 pp. Patrząc na sytuację gospodarki w lutym i marcu można sformułować pogląd, iż w marcu inflacja wyniesie nie więcej niż 0,4% m/m, zaś w I kwartale roku gospodarka będzie rozwijać się wolniej niż w IV kwartale 2011 r. i realistyczne są prognozy mówiące o wzroście PKB w tym okresie o 3,5%.

Decyzja RPP (4.04.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian

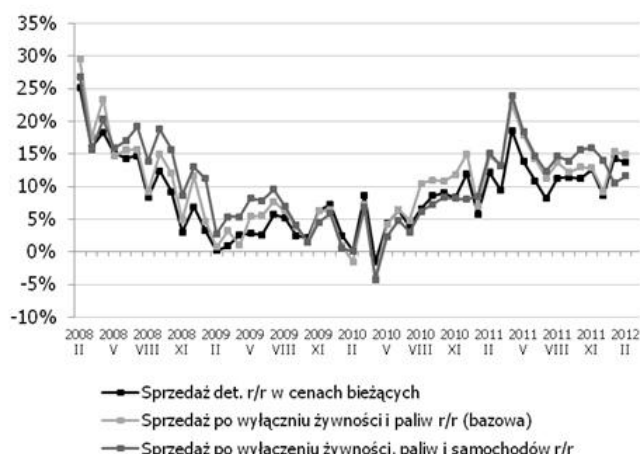
Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.885	-0.015
USAGB 10Y	2.255	0.002
POLGB 10Y	5.537	-0.001
Dotyczy benchmarków Reuters		

Sprzedaż detaliczna praktycznie bez symptomów większego spowolnienia...

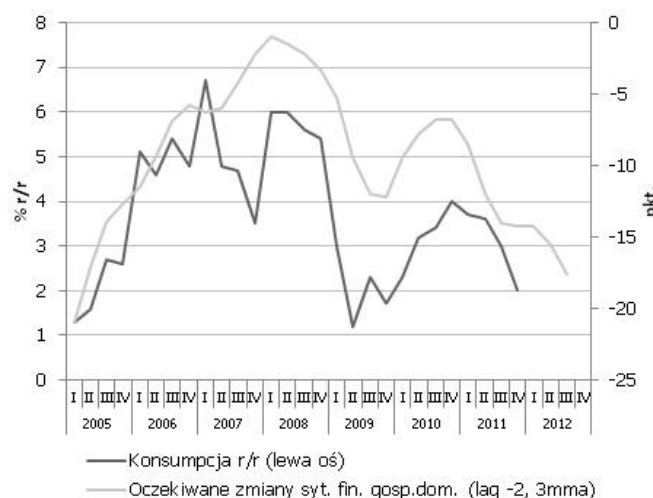
Sprzedaż detaliczna wzrosła w lutym o 13,7% w ujęciu rocznym (konsensus rynkowy 10%). Należy zauważyć, że znaczny wzrost sprzedaży detalicznej został odnotowany pomimo niekorzystnej bazy statystycznej z ubiegłego roku, którą można szacować na 2-3pp.

Spore niespodzianki wystąpiły praktycznie we wszystkich kategoriach, rozpoczynając od sprzedaży samochodów (+10% w ujęciu miesięcznym), poprzez ceny żywności (tylko -1,9% w ujęciu miesięcznym, co jest dynamiką znaczną, zwłaszcza po relatywnie niewielkim styczniowym spadku), kończąc na "pozostałej sprzedaży" (+17,2% - równie imponujące co sama sprzedaż żywności) oraz meblach, RTV i AGD (spadek tylko o 7,5% w ujęciu miesięcznym - po raz kolejny bardzo niewielki biorąc pod uwagę tendencje sezonowe). W ujęciu syntetycznym, agregat po wyłączeniu żywności i paliw (sprzedaż bazowa) nieznacznie spadł, zaś po wyłączeniu dodatkowo samochodów odnotował nawet niewielki wzrost.

Roczna dynamika sprzedaży detalicznej



Sprzedaż przyspieszyła w ujęciu rocznym w 3 spośród 9 sekcji - to nie jest imponujący wynik, zwłaszcza że tak konstruowany indeks dyfuzji znajduje się od kilku miesięcy w trendzie spadkowym. Bardziej jednak od braku obniżenia dynamiki w poszczególnych sekcjach zaskakuje nas wyjątkowo niskie tempo osuwania się tych dynamik z lokalnie utworzonych maksimów - to właśnie ten czynnik zaważył na wysokiej dynamice sprzedaży. To wszystko ma miejsce przy pogorszeniu optymizmu konsumentów i przy spadkach zatrudnienia. Są to czynniki, które powinny prowadzić do obniżenia oczekiwanego dochodu trwałego i tym samym do obniżenia konsumpcji. Niemniej jest to czynnik średniookresowy (patrz wykres) a obecnie sprzedaż i konsumpcja może być zaburzona przez wysokie odczyty bieżących płac (rekordowy styczeń i wcale nienajgorszy luty, wyłączając spadki w górnictwie).

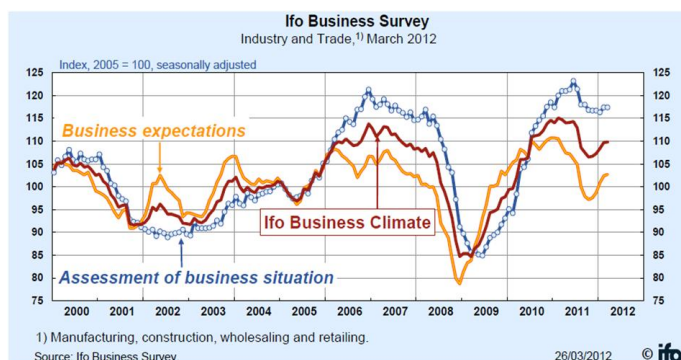


Biorąc pod uwagę procesy na rynku pracy oraz pesymizm konsumentów nie są to (nie powinny być) wzrosty generowane przez czynniki trwałe... Należy jednak pamiętać, że nawet z przejściowego dochodu krańcowa skłonność do konsumpcji nie jest zerowa, stąd wzrosty sprzedaży. Na razie jest to nasza robocza hipoteza, w średnim okresie wierzymy w relację zaprezentowaną na wykresie i słabość konsumpcji w 2012 roku.

Dane przełożyły się na umocnienie złotego oraz wzrost rynkowych stóp procentowych o ponad 3pb. Dzisiejsza dana biorąc pod uwagę ostatnie wypowiedzi członków RPP (Hausner i Glapiński) sugerujących wzrost zagrożeń inflacyjnych i większą gorliwość Rady w wypełnieniu swego mandatu zwiększając ryzyko podwyżki stóp procentowych już na kwietniowym posiedzeniu. Dodajmy, że w dalszych miesiącach to złudne „okienko możliwości przeprowadzenia podwyżki stóp” ze względu na dalsze sygnały o spowolnieniu z pewnością się zamknie.

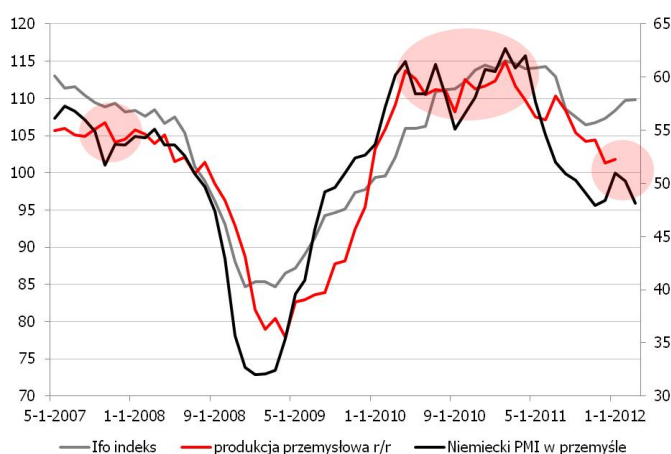
Indeksy Ifo pozostały w trendzie wzrostowym

Pomimo historycznie wysokiej negatywnej niespodzianki wywołanej zeszlotygodniowymi odczytami indeksów PMI w strefie euro i Niemczech indeks Ifo wzrósł w marcu nieznacznie o 0,1pkt. do poziomu 109,8pkt. (oczekiwania były ustawione 0,2pkt. niżej). Składowa określająca sytuację bieżącą pozostała na niezmiennym poziomie 117,4pkt., zaś opisująca oczekiwania na kolejne 6 miesięcy wzrosła o 0,3pkt. do poziomu 102,7pkt. Indeksy utrzymują się zatem na bardzo wysokich poziomach - szczególnie Ifo określający ocenę sytuacji bieżącej utrzymuje się powyżej 115pkt. notowanych w 2006 i 2007r. (patrz wykres).



Przechodząc do analizy sektorowej - w przetwórstwie przemysłowym producenci ocenili sytuację gospodarczą nieco gorzej niż w poprzednim miesiącu, ale ich oceny perspektyw biznesowych są bardziej przychylne, bazując m.in. na pozytywnych impulsach płynących z eksportu. Firmy wciąż, choć w wolniejszym tempie planują zatrudnianie nowych pracowników. Wskaźnik Ifo wzrósł wyraźnie w handlu detalicznym (o 6,9pkt.), zaś pogorszył w handlu hurtowym (o 2,2pkt.). Nieznacznie spadł też wskaźnik Ifo w budownictwie, jednak jedynie ze względu na składową oczekiwań. Koniunktura pogorszyła się także w sektorze usług zarówno po stronie bieżącej jak i w mniejszym stopniu oczekiwań, choć ankietowani ciągle zgłaszali chęć do zatrudniania nowych pracowników.

Rozbicie sektorowe wskazuje na stosunkowo jednorodne tendencje zmian, zaś sam odczyt na stabilizację indeksu Ifo na stosunkowo wysokim poziomie. W kontekście wcześniejszych negatywnych sygnałów wysłanych przez indeksy PMI można je zatem interpretować uspokajająco. Analiza rozbieżności pomiędzy PMI i Ifo (patrz wykres) wskazuje, że krótkookresowe zmiany w sferze realnej są lepiej wychwytywane przez indeks PMI - w 2010r. występuje silna zgodność zmiennych ruchów produkcji i PMI (choć nie zawsze jak wskazuje odstępstwo w sierpniu 2007r). Zaś w perspektywie kilku miesięcy indeks Ifo charakteryzuje się dobrą predykcyjnością trendów (tym bardziej, że w jego przypadku są one trwałe).



Należy zatem przypuszczać, że marcowy spadek PMI może pociągnąć za sobą spadek produkcji w lutym lub marcu (jeśli powtórzyłby się scenariusz z 2010r.), jednak stabilizacja Ifo wróży powrót niemieckiej gospodarki na ścieżkę wzrostu. Tym bardziej, że zegar koniunktury publikowany przez Ifo (patrz wykres) wskazuje na bardzo powolną, ale kontynuację zmian w

kierunku ożywienia, a sygnały wysyłane przez kilkumiesięczne średnie ruchome w przypadku obu indeksów wskazują ciągle na trend wzrostowy. Podkreślamy jednak, że przestrzeń do spektakularnych wzrostów jest bardzo ograniczona nawet dla relatywnie silnej gospodarki niemieckiej także ze względu na historycznie wysokie poziomy indeksów Ifo i tym istotniejsze będą kolejne zmiany w PMI, który obecnie wskazuje na kurczenie się sektora przemysłowego.

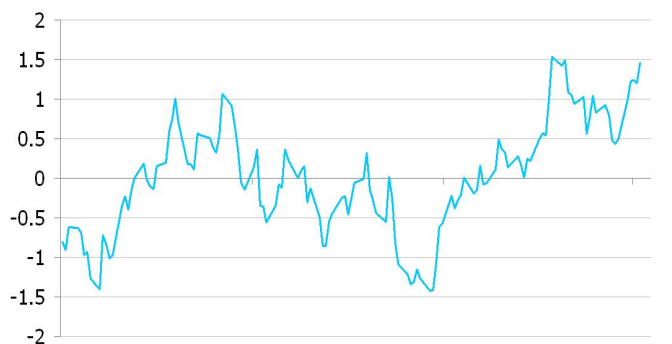
PMI w przemyśle Niemiec oraz indeks Ifo są silnymi determinantami zmian polskiego indeksu PMI, zatem można oczekiwać dalszego jego osłabienia/ewentualnie stabilizacji (znacząco niższa dynamika produkcji przemysłowej w lutym działa na niekorzyść, jednak niemierzalny jest zawarty w niej efekt niskich temperatur).



EURUSD fundamentalnie

EURUSD umocnił się po komentarzach B. Bernanke do poziomu 1,3367 po czym skonsolidował w okolicach 1,3350. Był to przede wszystkim ruch na szerokim indeksie dolarowym - euro wzrosło dzięki słabości dolara. Wypowiedzi koncentrują się przede wszystkim na słabości rynku pracy i możliwości dalszej akomodacji monetarnej (prawdopodobnie w postaci sterylizowanego QE). Dzięki Bernanke zyskała także giełda (nowe maksima na S&P) a treasuries odrobiły przedpołudniowe spadki. Jeszcze przed południem reakcja na indeks Ifo była nietrwała - notowania najpierw silnie wzrosły, aby później równie szybko spaść. Konkurs drukowania pieniądza wchodzi powoli w nową fazę i przynajmniej w kontekście najbliższych oczekiwań wygranym będzie Rezerwa Federalna, co powinno wspierać notowania EURUSD. Dziś tylko dane o zaufaniu konsumentów C. Board, które mogą tylko utwierdzić uczestników rynku w oczekiwaniach na QE (trudno oczekiwać nagłej poprawy indeksu, zwłaszcza przy obecnych cenach paliw).

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

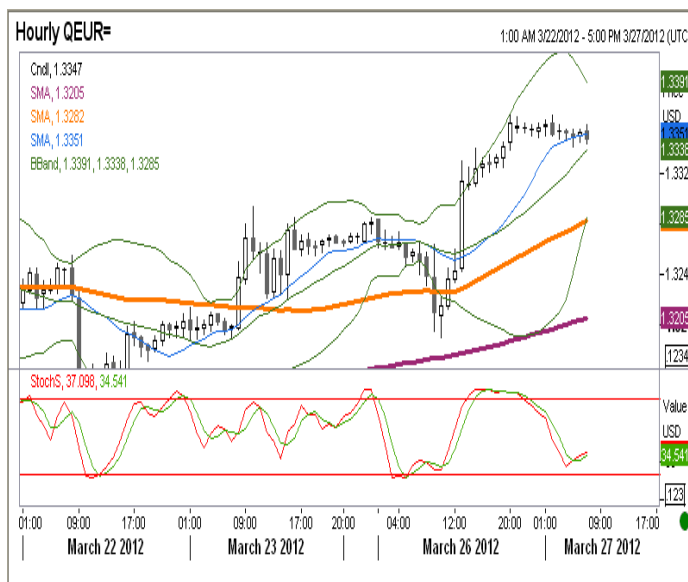
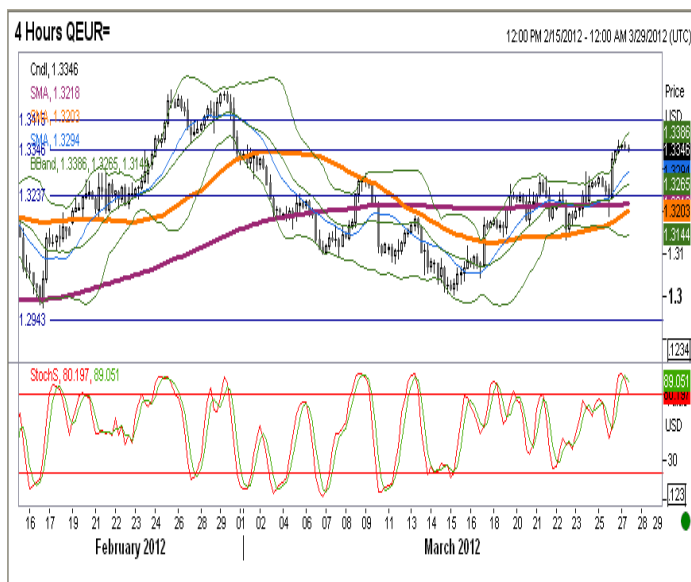
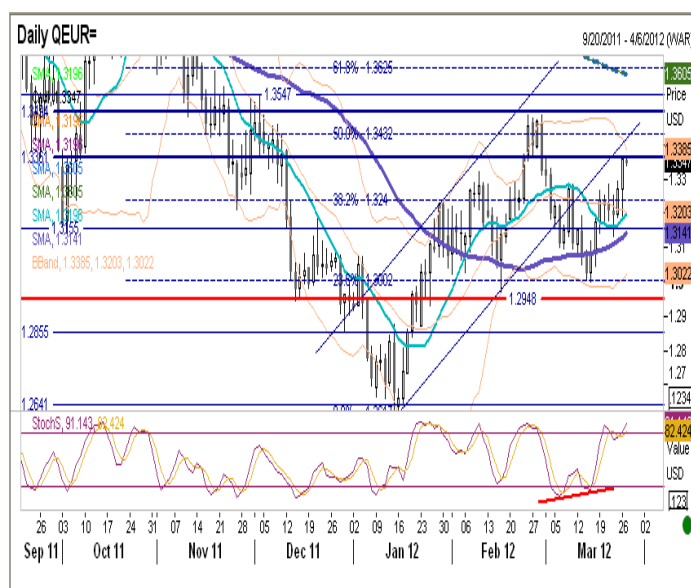


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Na bazie dziennej kurs eroduje poziom silnego oporu - 1,3361; na wykresie 4h powyżej średnich. Oscylator w obu przypadkach w strefie wykupienia. Kluczowe teraz będzie przecięcie średniej MA200 przez MA55. Trwałe przebicie poziomu 1,3361 otworzy drogę do Fibo (50%). Wspierane to jest wzrastającym układem średnich na 1h (choć momentum wzrostowe jest słabe), choć na 4h oscylator zaczyna zawracać (ale bez dywergencji).

Wsparcie	Opór
1,3283	1,3432
1,3155	1,3361
1,3000	1,3320





EURPLN fundamentalnie

EURPLN stał się z jednej strony beneficjentem pozytywnego ruchu na EURUSD (choć korelacja jest znacznie mniejsza od tej, do której zdążyliśmy się już przyzwyczaić) oraz lepszych danych z polskiej sfery realnej (sprzedaż detaliczna), które przyczyniły się do wygenerowania - przynajmniej wśród części uczestników rynku - oczekiwań na podwyżkę stóp procentowych. W konsekwencji kurs EURPLN kończył wczoraj dzień w okolicy 4,1250 i dziś również na tym poziomie się otwiera. Dzisiejszy wywiad z Belką (dość gołębi: brak przełożenia inflacji na spiralę płacowo-cenową, ostatnie dane zmieniają perspektywę polityki pieniężnej, ale na obniżki stóp nie ma co liczyć) raczej bez wpływu na kurs walutowy - podwyżka stóp procentowych (o ile nastąpi) będzie wyrazem bardziej opozycji do prezesa (Hausner, Glapiński) niż inspiracją jego oceną sytuacji. Złoty ma szansę na dalszą aprecjację.

EURPLN technicznie

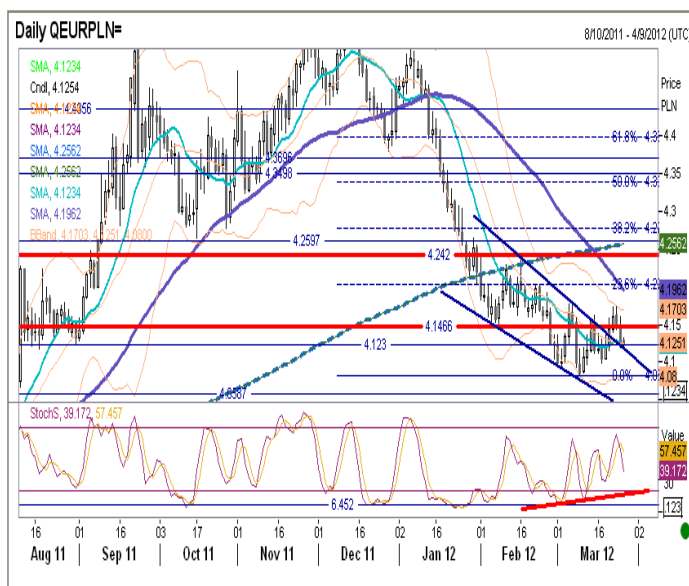
Na bazie dziennej od początku miesiąca złoty porusza się w range'u 4,08-4,18 i wybił się z wcześniej zarysowanego klina. Obecnie oparty o MA14 i na poziomie 4,123. Na krótszej perspektywie (1h i 4h) kurs poniżej średnich, a dodatkowo opadający układ średnich (4h) wyznacza kierunek dla złotego. Przebicie się przez MA14 i powrót do obszaru klina otworzy drogę do poziomu nawet 4,0587, ale najpierw do pokonania zostaje poziom lokalnych minimów. Jeśli średnia okaże się skuteczną podporą wówczas można liczyć się z wybiciem kursu do góry. Przy takim scenariuszu cel dla złotego to 4,2034, choć dość silny opór pewnie napotka na linii 4,1725-35 (poziom MA55 na tygodniowym).

Wsparcie	Opór
4,1230	4,2034
4,0831	4,1735
4,0587	4,1466

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
1Y	4.9	4.93
2Y	4.82	4.87
3Y	4.79	4.84
4Y	4.83	4.88
5Y	4.86	4.91
6Y	4.89	4.94
7Y	4.92	4.96
8Y	4.93	4.98
9Y	4.93	4.99
10Y	4.93	4.99

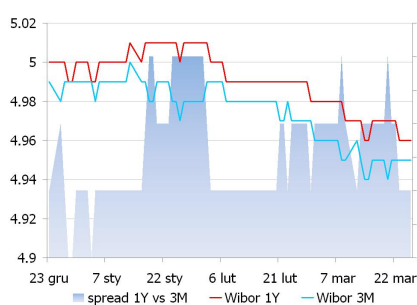
depo	BID	ASK
ON	4.4	4.6
1M	4.5	4.6
3M	4.4	4.9

FRA	BID	ASK
1x2	4.71	4.75
1x4	4.94	4.99
3x6	4.91	4.96
6x9	4.82	4.85
9x12	4.73	4.76

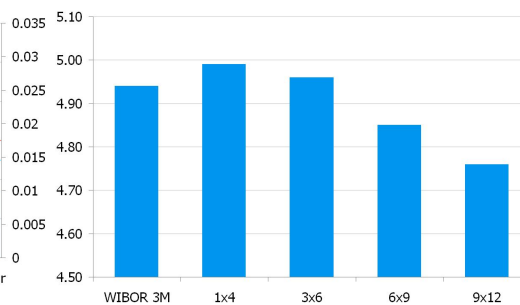
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1409
USD/PLN	3.1348
CHF/PLN	3.4360

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3353
EUR/JPY	110.65
EUR/PLN	4.1290
USD/PLN	3.0858
CHF/PLN	3.4179

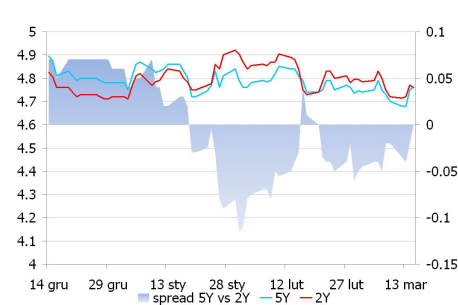
WIBOR 3M i 1Y



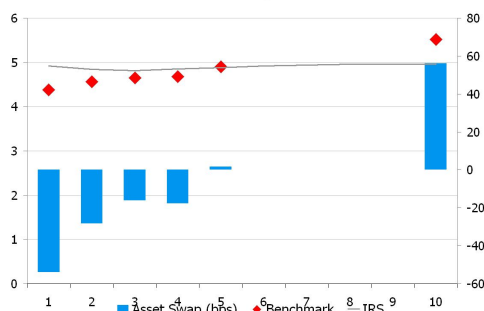
WIBOR 3M i stawki FRA



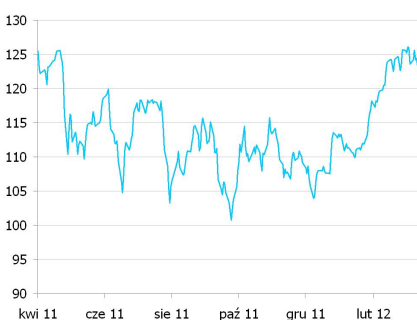
IRS 5Y i 2Y



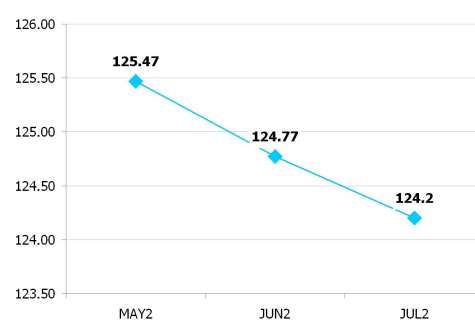
Asset swap i IRS



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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.