**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 Ziembińska
*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 | | |
| **02.04.2012 PONIEDZIAŁEK** | | | | | | | |
| 9:00 | POL | PMI w przemyśle (pkt.) | mar | 49.5 | | 50.0 | |
| 9:55 | GER | PMI w przemyśle finalny (pkt.) | mar | | 48.1 | 48.1 (p) | |
| 10:00 | EUR | PMI w przemyśle finalny (pkt.) | mar | | 47.7 | 47.7 (p) | |
| 16:00 | USA | ISM w przemyśle (pkt.) | mar | | 53.4 | 52.4 | |
| **03.04.2012 WTOREK** | | | | | | | |
| 3:30 | CHN | PMI w przemyśle (pkt.) | mar | | | 48.4 | |
| 16:00 | USA | Zamówienia w przemyśle m/m (%) | lut | | 1.4 | -1.0 | |
| 19:00 | USA | Minutes z marcowego posiedzenia FOMC | | | | | |
| **04.04.2012 ŚRODA** | | | | | | | |
| | POL | Decyzja RPP (%) | kwi | 4.5 | 4.5 | 4.5 | |
| 9:55 | GER | PMI w usługach finalny (pkt.) | mar | | 51.8 | 81.8 (p) | |
| 10:00 | EUR | PMI w usługach finalny (pkt.) | mar | | 48.7 | 48.7 (p) | |
| 11:00 | EUR | Sprzedaż detaliczna m/m (%) | lut | | 0.1 | 0.3 | |
| 12:00 | GER | Zamówienia w przemyśle m/m (%) | lut | | 1.3 | -2.7 | |
| 13:45 | EUR | Decyzja EBC (%) | kwi | | 1.0 | 1.0 | |
| 14:15 | USA | Wskaźnik ADP (tys.) | mar | | 205 | 216 | |
| 16:00 | USA | ISM w usługach (pkt.) | mar | | 56.7 | 57.3 | |
| **05.04.2012 CZWARTEK** | | | | | | | |
| 4:30 | CHN | PMI w usługach (pkt.) | mar | | | 53.9 | |
| 12:00 | GER | Produkcja przemysłowa m/m (%) | lut | | -0.5 | 1.6 | |
| 13:00 | GBR | Decyzja BoE (%) | kwi | | 0.5 | 0.5 | |
| 14:30 | USA | Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.) | | | | 359 | |
| **06.04.2012 PIĄTEK** | | | | | | | |
| 14:30 | USA | Non-farm payrolls (tys.) | mar | | 210 | 227 | |
| 14:30 | USA | Stopa bezrobocia (%) | mar | | 8.3 | 8.3 | |

## W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** W poniedziałek Markit opublikuje indeks PMI z polskiego przemysłu. Modele bazujące na silnej korelacji z niemieckimi indeksami koniunktury wskazują na dalszy spadek indeksu PMI. In minus działa także negatywne zaskoczenie produkcją przemysłową w lutym, choć niemierzalny jest tu efekt związany ze spadkiem temperatur (a zatem także z marcowym ociepleniem). Z drugiej strony wzrosły nowe zamówienia, poprawiła się ocena koniunktury - tym samym nie spodziewamy się tak drastycznego spadku jak w Niemczech, a jedynie lekkiego osłabienia. W środę kwietniowa decyzja w sprawie stóp procentowych. Oczekujemy, że RPP nie podwyższy stóp na kwietniowym posiedzeniu ,choć ryzyko podwyżki stóp jest tym razem znaczne ze względu na rosnące rozczarowanie RPP prognozami NBP i stygmę niewypełniania mandatu inflacyjnego. Przyznać należy jednak, że wypracowanie większości za utrzymaniem stóp w Radzie i neutralizacja najbardziej sprzecznych z dotychczasową linią Rady wypowiedzi kosztować będzie Prezesa dużo wysiłku. Oparta na szerokim konsensusie strategia komunikacyjna Rady (chyba wszyscy członkowie RPP akurat z tej nowej jakości są dumni) pomimo ostatniej kakofonii informacyjnej może jednak oznaczać, że Rada zobowiąże się utrzymywać jastrzębie nastawienie przez wydłużony okres czasu unikając nagłych zwrotów choćby po publikacji pojedynczych lepszych danych inflacyjnych. Czy to ma sens i czy nie grozi utratą wiarygodności, nie wiemy. RPP wydaje sie w taki dziwny zabieg wierzyć (patrz obszerny zawiły wywiad z Hausnerem), a dodatkowo wielu członków Rady uznaje obecny poziom stóp za adekwatny (hasło stabilność stóp miarą sukcesu) i mimo wszystko, czyli mimo napięć i prób kwestionowania status quo w Radzie ostatecznie nie chciałoby później gonić cykl koniunkturalny obniżając stopy.
• **Gospodarka globalna.** W tym tygodniu decyzja EBC (bez niespodzianek, oczekiwane komentarze dot. LTRO), dane z rynku pracy USA oraz dane o koniunkturze. Finalne odczyty PMI ze strefy euro nie zmienią negatywnej niespodzianki wywołanej przez wstępne publikacje, jednak indeks ISM w przemyśle ma szansę odbić po lutowym spadku (wskazują na to regionalne wskaźniki, indeks Phily Fed oraz Empire State). W środę publikacja danych o zatrudnieniu ADP, zaś w piątek tradycyjnie oficjalne dane BLS. Amerykański rynek pracy wykazuje zauważalną poprawę, choć lutowe dane mogły być zaburzone przez czynniki pogodowe (jedynie 200tys. osób czyli najmniej od 2002r. było pozbawionych pracy ze względu na zimę). W środę i czwartek opublikowane zostaną dane z niemieckiego przemysłu - konsensus i indeksy koniunktury wskazują jednak, że punkt przegięcia jest ciągle w przyszłości.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• W marcu 2012 roku oczekiwania inflacyjne spadły. Gospodarstwa domowe sądzą, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy średnia oczekiwana stopa inflacji osiągnie 4,2% (więcej czytaj w sekcji analizy).
• W czwartym kwartale 2011 roku deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 4,96 miliarda euro.
• Pułap zdolności pożyczkowych obecnego tymczasowego EFSF i mającego go zastąpić, stałego ESM ustalono na poziomie 700 miliardów euro.

| 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 | 1.844 | 0.009 |
| USAGB 10Y | 2.161 | 0.007 |
| POLGB 10Y | 5.563 | -0.018 |

Dotyczy benchmarków Reuters

## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

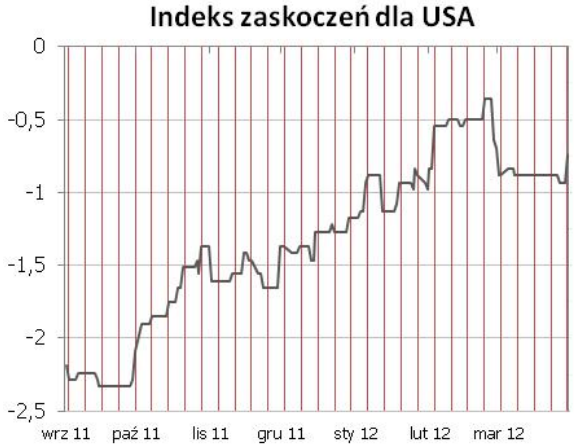
### POLSKA

Spadek indeksu po słabych danych o produkcji przemysłowej sprzed dwóch tygodni został w minionym tygodniu zrównoważony pozytywną niespodzianką sprzedaży detalicznej (odczyt 13,7% r/r wobec oczekiwań na poziomie 9,8%). Biorąc pod uwagę procesy na rynku pracy oraz pesymizm konsumentów nie są to naszym zdaniem wzrosty generowane przez czynniki trwałe (choć w marcu sprzedaż będzie dodatkowo napędzana efektem Wielkanocy). W tym tygodniu na indeks wpłynie dzisiejszy odczyt PMI - nasza prognoza plasuje się w konsensusie.

### STREFA EURO

Indeks zaskoczeń w strefie euro kontynuuje spadki, jednak inaczej niż w poprzednim tygodniu nie w związku z publikacjami indeksów koniunktury, a po słabszych od oczekiwań danych o sprzedaży detalicznej w Niemczech (oczekiwania 1,1%, realizacja -1,1% - wydaje się, że podobne rozbieżności można już traktować jako regułę...) Indeksy Ifo nie potwierdziły drastycznych spadków PMI z poprzedniego tygodnia, które krótkookresowo mogą wskazywać na kontynuację osłabienia niemieckiej gospodarki, jednak w średnim terminie trend wyznaczany przez Ifo (obecnie silnie wzrostowy) wydaje się być kluczowy. W tym tygodniu na indeks zaskoczeń wpływać będą przede wszystkim dane z niemieckiego przemysłu, choć po niskich odczytach PMI nie należy spodziewać się rewelacji.

### USA

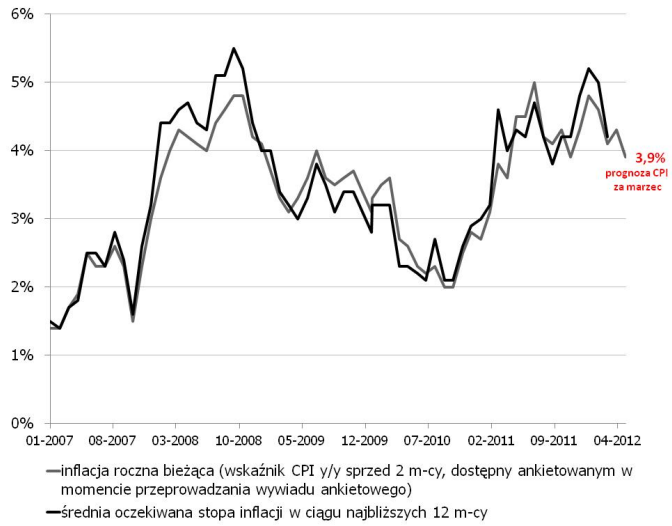



Indeks zaskoczeń dla USA wyżej po lepszych piątkowych danych o koniunkturze konsumeckiej (indeks Uniwersytetu Michigan na poziomie 76,2 pkt. wobec oczekiwanych 74,5 pkt). Nadchodzący tydzień obfity w dane zza oceanu (ISM, rynek pracy) zatem możliwe większe ruchy po ostatniej stabilizacji indeksu.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi sa konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

## Zaskakujący spadek oczekiwań inflacyjnych w marcu

NBP podał w piątek średnią stopę inflacji oczekiwaną przez osoby prywatne w okresie najbliższych 12 miesięcy, która w marcu wyniosła 4,2% przy konsensusie na poziomie 4,6%. W lutym wskaźnik ten wynosił 5,0%, a w styczniu 5,2%. W czasie marcowego badania oczekiwań dostępny był wskaźnik rzeczywistej inflacji CPI za styczeń, który wynosił 4,1%. W lutym CPI wzrósł nieznacznie do 4,3%, zaś nasze oczekiwania na marzec ustawione są już poniżej 4%, zatem również oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych mogą dalej się obniżyć w kolejnych miesiącach.

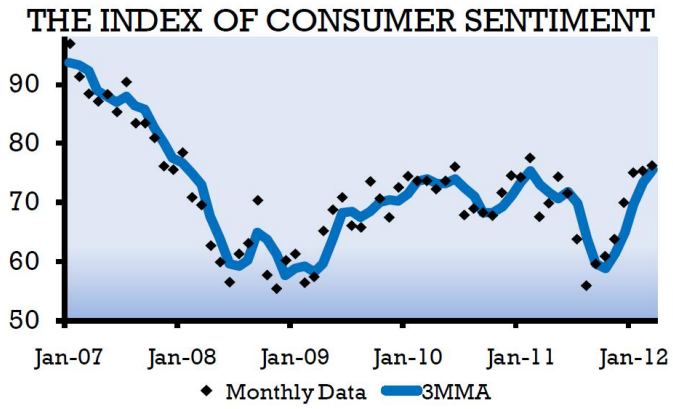



Odsetek osób twierdzących, że w najbliższych 12 miesiącach ceny będą rosły szybciej niż ostatnio zmniejszył się z 29,9% w lutym do 24,3% w marcu. Niemal połowa badanych jest zdania, że ceny będą rosły w takim samym tempie jak w poprzednich 12 miesiącach. W marcu sądziło tak 49,8% badanych wobec 46,8% w lutym. Jednocześnie do 15,0% wzrósł w marcu odsetek osób przewidujących, że ceny rosnąć będą wolniej (w lutym sądziło tak 13,6%).

Dane mogą okazać się istotne dla RPP, która ostatnio coraz większą wagę przywiązuje do (niespełnianego) mandatu inflacyjnego, a tym samym wspierają nasze oczekiwania na brak zmian poziomu stóp procentowych po kwietniowym posiedzeniu (środa).

## Lepsze nastroje konsumentów w USA

Indeks Uniwersytetu Michigan określający nastroje konsumentów w USA wzrósł w marcu ósmy miesiąc z rzędu do poziomu 76,2pkt. z 75,3pkt. zanotowanych w lutym. Wzrost napędzany jest lepszą oceną sytuacji na rynku pracy i pozytywnymi perspektywami dochodowymi, które okazały się silniejsze niż negatywny odbiór rosnących cen ropy. Co ciekawe, gospodarstwa domowe pozostają sceptyczne w swoich oczekiwaniach na kolejne 12 miesięcy (indeks oczekiwań obniżył się o 0,5pkt. do poziomu 69,8pkt).




Coraz więcej gospodarstw domowych (największy procent od marca 2008r.) wskazuje na poprawiającą się sytuację finansową ,co wg uniwersyteckich analityków może przełożyć się na 2,3% wzrost realnych wydatków konsumpcyjnych w 2012r. Podobnie optymistyczna jest ocena zmian w zatrudnieniu - tylko 19% ankietowanych oczekuje wzrostu stopy bezrobocia (najmniej od ponad 10 lat). Tak pozytywne oceny amerykańskiej gospodarki przewyższają na razie realne wzrosty zatrudnienia i dochodów, co w kolejnych miesiącach może doprowadzić do korekty na ocenach konsumentów. Historycznie indeks pozostaje poniżej długookresowej średniej (85,6pkt.), jednak zdecydowanie powyżej poziomów notowanych podczas recesji (średnia to 69,3pkt).

## EURUSD fundamentalnie

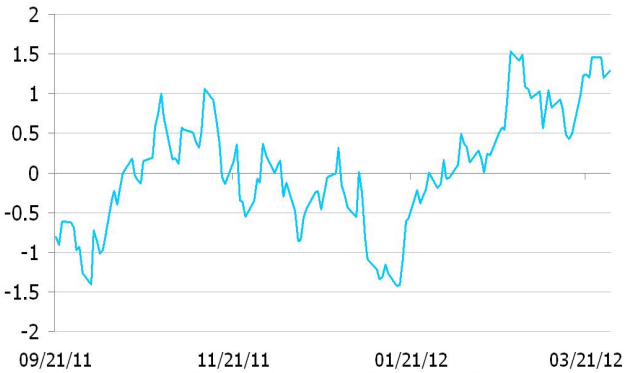
EUR wobec piątkowego zamknięcia w zasadzie bez zmian. W piątek spływające dane z amerykańskiej gospodarki były mieszane. Dochody osobiste oraz Chicago PMI okazały się niższe od oczekiwań rynkowych. Pozytywnie natomiast zaskoczyły wydatki konsumpcyjne oraz indeks zaufania konsumentów, które okazały się sporo wyższe od przewidywań rynkowych. Ze strefy euro informacje o zwiększeniu europejskich funduszy pomocowych do ponad 800 mld EUR (500 mld EUR ma dysponować ESM, 200 mld EFSF; równolegle ESM i EFSF mają funkcjonować do 2013r.) nie miały większego wpływu na przebieg kursu. Negatywnie zaskoczyła Hiszpania, gdyż w ogłoszonym planie cięć wydatków w tegorocznym budżecie planowana kwota oszczędności okazała się niższa niż rynek się tego spodziewał (27 mld EUR vs 35 mld EUR). W tym tygodniu uwaga inwestorów będzie zwrócona na decyzję EBC i ocenę sytuacji makroekonomicznej przez Dragiego. W USA z kolei bardzo ważny dla inwestorów będzie odczyt ISM z USA (poniedziałek, czwartek) oraz comiesięczne dane z rynku pracy (ADP i NFP, stopa bezrobocia). Publikacja „Minutes" z ostatniego posiedzenia FOMC dostarczy szczegółów z dyskusji odnośnie perspektyw polityki monetarnej na co inwestorzy będą bardzo wyczuleni.

## EURUSD technicznie

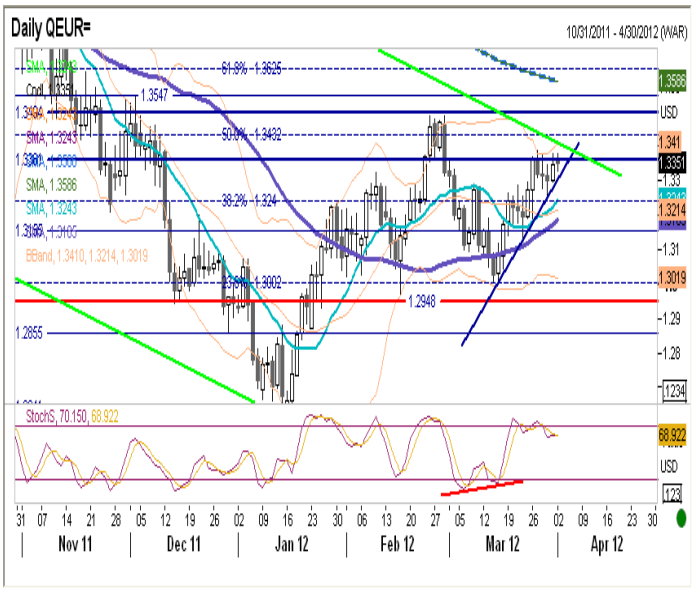
Na wykresie tygodniowym kurs poniżej Fibo (50%) oraz górnego ograniczenia kanału spadkowego. Na bazie dziennej brak wyraźnego zdecydowania; kurs eroduje po raz kolejny poziom 1,3361, wznoszący układ MA14 i MA55, co psrzyja scenriuszowi na umocnienie. Na krótszej perspektywie kurs powyżej średnich, a oscylator zawrócił. Przebicie przez kurs poziomu 1,3361 otworzy drogę do 1,3432 a dalej 1,3494.

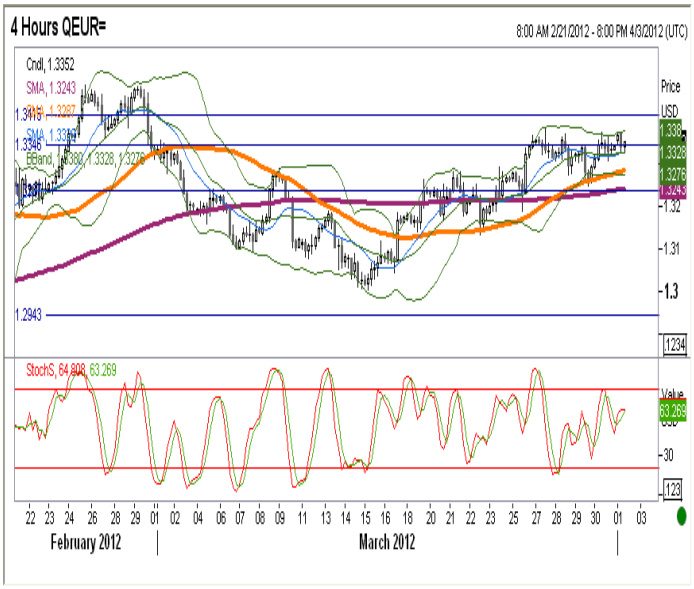
| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 1,3283 | 1,3432 |
| 1,3155 | 1,3390 |
| 1,3000 | 1,3361 |

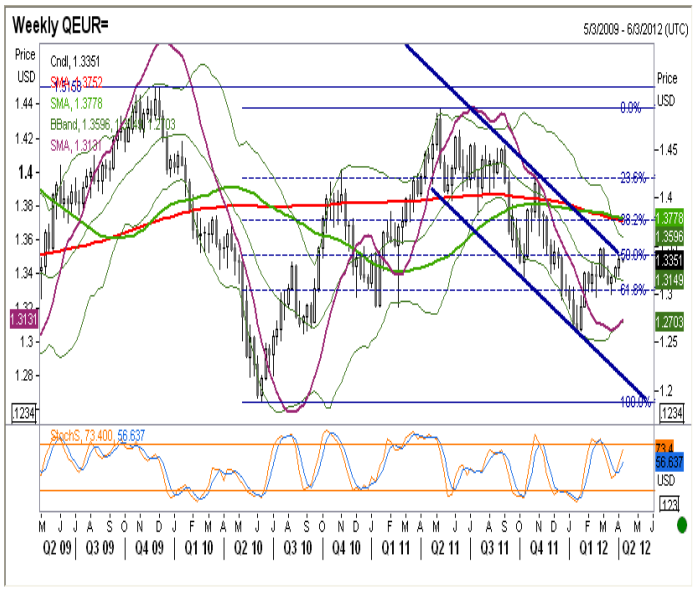
### Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS




* 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.



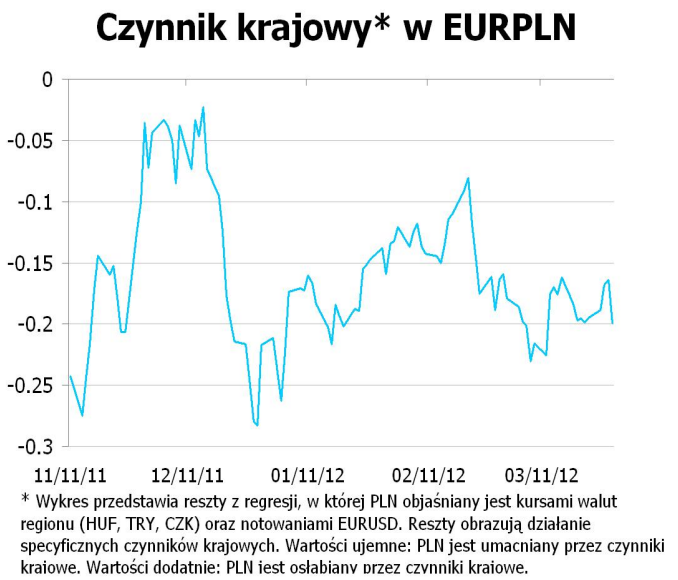
## EURPLN fundamentalnie

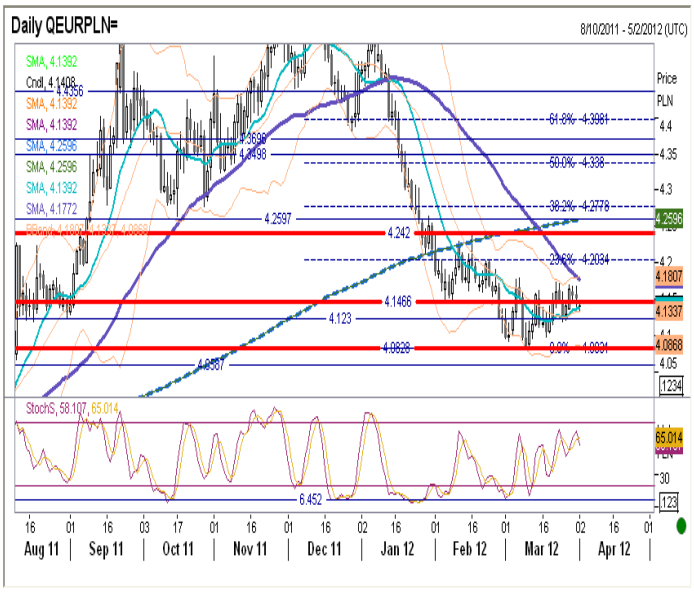
Złoty po piątku silniejszy. Krajowa waluta umocniła się wyraźnie w piątek pod koniec sesji. Po publikacji kwartalnego salda rachunku obrotów bieżących (deficyt 4,9 mld EUR) oraz oczekiwań inflacyjnych (4,2%) kurs zareagował negatywnie. Napływające później informacje z MinFin na temat planu finansowania potrzeb pożyczkowych przełożyło się na umocnienie złotego (po kwietniu resort planuje zrealizować większość potrzeb pożyczkowych i w kolejnych miesiącach ograniczyć liczbę przetargów oraz podaż). Złoty w tym tygodniu będzie głównie pod wpływem danych i wydarzeń globalnych. Z domowego podwórka z ważniejszych wydarzeń dla złotego będzie decyzja RPP oraz komunikat po posiedzeniu. Rynek spodziewa się pozostawienia stóp na niezmienionym poziomie, ale ryzyko podwyżki stóp jest tym razem znaczące - uważamy jednak, że mimo napięć i prób kwestionowania status quo w Radzie ostatecznie członkowie nie chcieliby później gonić cyklu koniunkturalnego obniżając stopy.

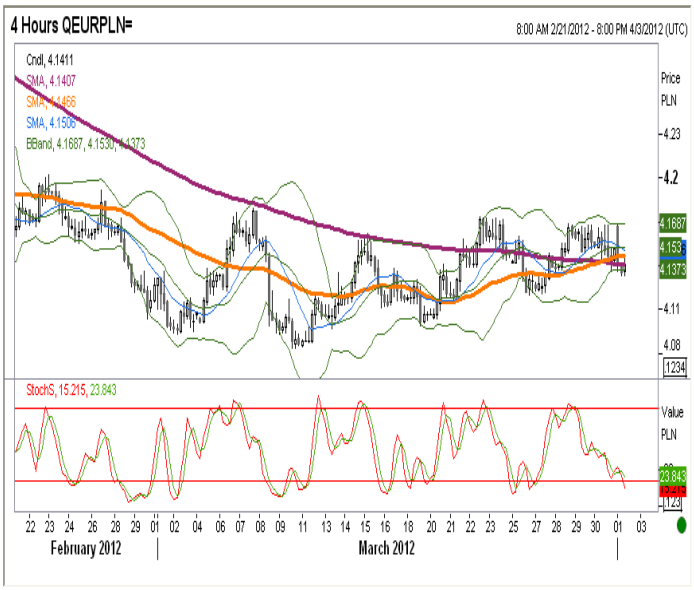
## EURPLN technicznie

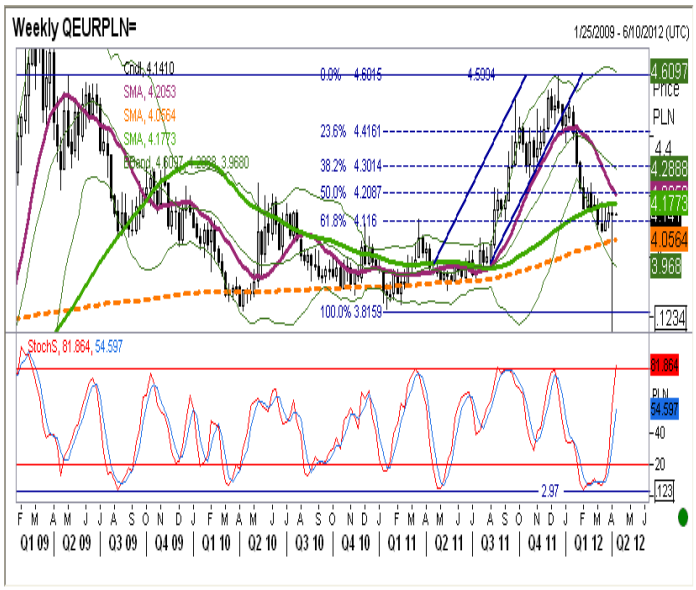
Na wykresie tygodniowym niewiele się zmieniło. Oscylator wkracza w strefę wykupienia. Na bazie dziennej od początku miesiąca złoty porusza się w range'u 4,08-4,18. Kurs ponownie oparty na MA14 i poniżej ważnego poziomu 4,1466, oscylator zawrócił, podobnie jak w poprzednim tygodniu. Na perspektywie 4h kurs pomiędzy MA55 a MA200. Brak twardych sygnałów na kierunkową pozycję, jednak mocno ubity (od góry) obecny range raczej powinien sprzyjać ruchom w dół niż w górę. Jeżeli kurs na bazie dziennej pokona MA14 to cel dla złotego to 4,123, a później 4,0831.

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



| IRS | BID | ASK |
|---|---|---|
| 1Y | 4.94 | 4.98 |
| 2Y | 4.82 | 4.88 |
| 3Y | 4.79 | 4.86 |
| 4Y | 4.83 | 4.88 |
| 5Y | 4.86 | 4.92 |
| 6Y | 4.89 | 4.95 |
| 7Y | 4.92 | 4.97 |
| 8Y | 4.93 | 4.99 |
| 9Y | 4.94 | 5.00 |
| 10Y | 4.94 | 5.00 |

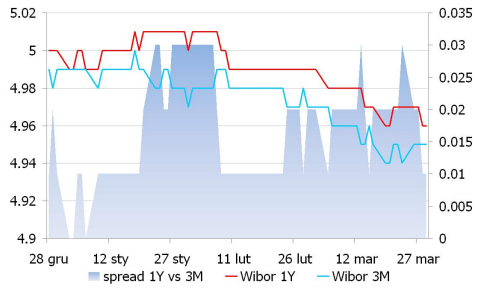
| depo | BID | ASK |
|---|---|---|
| ON | 4.4 | 4.7 |
| 1M | 4.6 | 4.7 |
| 3M | 4.8 | 5.0 |

| FRA | BID | ASK |
|---|---|---|
| 1x2 | 4.72 | 4.76 |
| 1x4 | 4.93 | 4.97 |
| 3x6 | 4.91 | 4.95 |
| 6x9 | 4.85 | 4.88 |
| 9x12 | 4.76 | 4.79 |

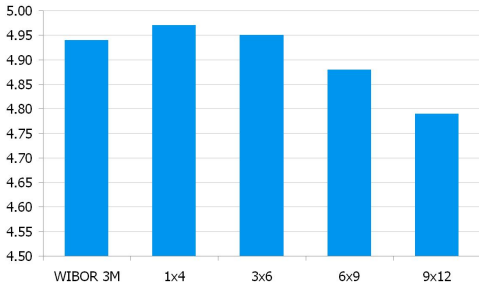
| Fixing NBP | |
|---|---|
| EUR/PLN | 4.1600 |
| USD/PLN | 3.1234 |
| CHF/PLN | 3.4510 |

| Poziomy otwarcia | |
|---|---|
| EUR/USD | 1.3298 |
| EUR/JPY | 109.61 |
| EUR/PLN | 4.1559 |
| USD/PLN | 3.1239 |
| CHF/PLN | 3.4474 |

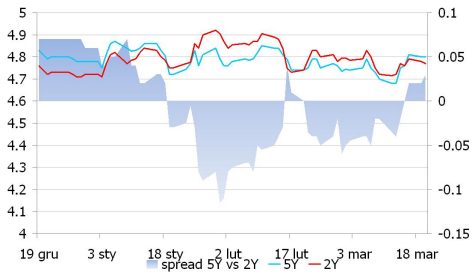
**WIBOR 3M i 1Y**



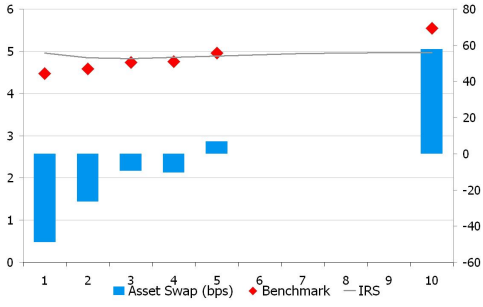

**WIBOR 3M i stawki FRA**



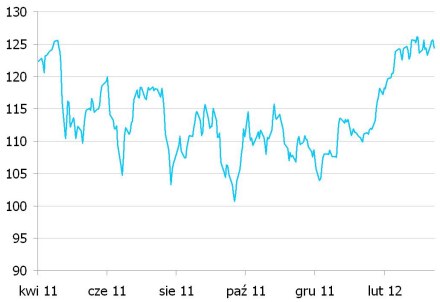

**IRS 5Y i 2Y**



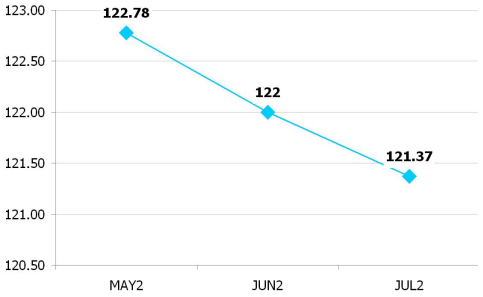

**Asset swap i IRS**




**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 INTRUMENTÓW 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, KOOPERANTÓW, 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.