



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

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							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	mar		3.4	3.2	3.6
10.04.2012 WTOREK							
8:00	GER	Eksport m/m (%)	lut		-1.4	3.4 (r)	1.6
8:00	GER	Import m/m (%)	lut			2.4	3.9
9:00	CZK	CPI r/r (%)	mar		3.8	3.7	3.8
10:30	EUR	Indeks Sentix (pkt.)	kwi		-9.0	-8.2	-14.7
11.04.2012 ŚRODA							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	mar		5.5	5.9	5.5
20:00	USA	Beżowa Księga Fed					
12.04.2012 CZWARTEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut		-0.1	0.0 (r)	0.5
14:00	POL	C/A (mln EUR)	lut	-1765	-1335	-1879 (r)	-1585
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	7.04.		355	367 (r)	380
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	lut		-52.0	-52.5 (r)	-46.0
14:30	USA	PPI m/m (%)	mar		0.3	0.4	0.0
13.04.2012 PIĄTEK							
3:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar		11.3	11.5	11.9
3:00	CHN	PKB r/r (%)	Q1'12		8.4	8.9	8.1
8:00	GER	CPI r/r (%)	mar		2.1	2.1	2.1
14:00	POL	CPI r/r (%)	mar	3.9	3.9	4.3	
14:00	POL	M3 r/r (%)	mar	9.2	10.0	12.6	
14:30	USA	CPI m/m (%)	mar		0.3	0.4	
15:55	USA	Indeks Uni. Michigan (pkt.)	kwi		76.6	76.2	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** O 14 publikacja M3 oraz inflacji. Nasza prognoza CPI znajduje się w konsensusie - spadek w stosunku do poprzedniego miesiąca wynika z efektów bazy statystycznej. Ceny żywności i energii pozostają wysokie, zaś inflacja bazowa powinna spaść o 0,1 pp. do 2,5%. Ostatnie publikacje inflacyjne z regionu (Czechy, Węgry) przyniosły mieszane odczyty. Na Węgrzech inflacja zaskoczyła pozytywnie (niższy odczyt), w Czechach negatywnie (wyższy odczyt). Wydaje się, że skala zaskoczenia proporcjonalna jest do odnotowanego w tym okresie wzrostu cen żywności, będącego w obu przypadkach pod silnym wpływem wzrostów cen jaj (od 16% na Węgrzech do 60% w Czechach) - dołączając ten efekt do naszego modelu otrzymujemy, że dynamika miesięczna cen żywności powinna się znaleźć w okolicach 1,0-1,1%. Jako że jednak model ten ostatnio nieznacznie zaniża, prognoza 1,3% i tym samym inflacja na poziomie 3,9% wydaje się adekwatna po uwzględnieniu najnowszych informacji. W danych o podaży pieniądza spodziewamy się istotnej zmiany rocznej stopy wzrostu ze względu na nakładający się efekt bazy z marca 2011 (16mld zł transakcja Santander) oraz spadek wartości depozytów przedsiębiorstw po zakupie Quadry przez KGHM (ok. 9mld zł). Pozostałe agregaty monetarne pozostają w trendach.
- **Gospodarka globalna.** Z danych globalnych uwaga skupiona na inflacji w USA. Konsensus wskazuje na spodziewany spadek CPI w marcu pomimo wysokich cen ropy - okazuje się jednak że po wyłączeniu wahań sezonowych zmiana cen ropy w marcu to jedynie ok. 1% m/m. Jak zwykle (ostatnio) głównym obiektem zainteresowania będzie inflacja bazowa (ostatnio typowe jest +0.2%), każde odchylenie od tego „wzorca” spowoduje adekwatną (choć pewnie krótkotrwałą) reakcję instrumentów finansowych.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka: W 2011 roku deficyt sektora finansów publicznych osiągnął zapewne 5,1% PKB. Inflacja w marcu 2012 roku osiągnęła zapewne poziom 4%.
- NBP: Deficyt obrotów bieżących Polski wyniósł 1,585 miliarda euro (więcej czytaj w sekcji analizy).
- PKB w Chinach wzrósł w I kw. 2012r. o 8,1% r/r wobec 8,9% zanotowanych w IV kw. 2011. Produkcja przemysłowa wzrosła w marcu o 11,9% r/r wobec oczekiwanych 11,5%, zaś sprzedaż detaliczna o 15,2% r/r wobec oczekiwanych 15,0%.

Decyzja RPP (9.05.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	
stopy bez zmian	

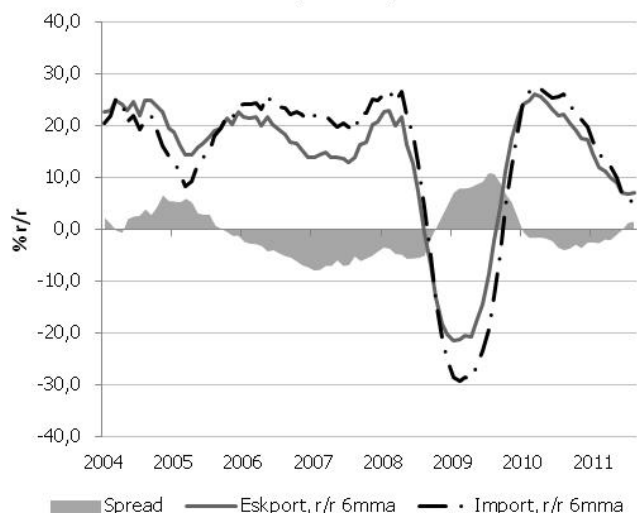
Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.793	0.007
USAGB 10Y	2.044	-0.032
POLGB 10Y	5.586	0.036
Dotyczy benchmarków Reuters		

Deficyt na rachunku bieżącym wciąż znaczny

W lutym deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 1585mln EUR. Łączne rewizje do poprzednich danych (tym razem krótsze niż zwykle), wyniosły -379mln EUR, a więc deficyt został skorygowany w kierunku wyższego. Konsensus rynkowy opiewał na 1335mln EUR deficytu, nasza prognoza plasowała się na poziomie 1785mln EUR. Uważamy, że obecnie deficyt na rachunku obrotów bieżących bliski jest tegorocznym maksimum i w kolejnych miesiącach zobaczymy zawężenie tej kategorii z uwagi na poprawę bilansu handlowego.

Głównym powodem rozbieżności naszej prognozy z konsensem jest wyższa (od modelowej) dynamika eksportu (11721mln EUR zamiast 11400mln EUR), choć jest ona zgodna z modelem opartym tylko i wyłącznie na szeregach czasowych. Import okazał się natomiast zgodny z naszymi oczekiwaniami i spójny z wysoką wartością importu ropy naftowej (choć prawdopodobnie zaobserwowaliśmy nieznaczny spadek wolumenu importu, spadek ten nadrobiły wyższe ceny tego surowca), choć uważamy że również poza-surowcowe kategorie importu zachowały względnie wysokie momentum wzrostowe (patrz dane o sprzedaży detalicznej). Podtrzymujemy opinię, że raz zapoczątkowane przyspieszenie eksportu względem importu powinno być kontynuowane w trakcie spowolnienia wzrostu gospodarki (patrz wykres); co powinno skutkować stopniowym zawężeniem deficytu na rachunku handlowym.

Eksport i import



Odnosnie pozostałych kategorii rachunku bieżącego widzimy stabilizację salda usług (277mln EUR względem 259mln EUR w poprzednim miesiącu) oraz odbicie na rachunku transferów bieżących (wyższy transfer netto z UE, ale także prawdopodobnie nieco wyższe transfery prywatne). Stabilny i wysoki w kategoriach bezwzględnych okazał się deficyt na rachunku dochodów, i to mimo zmniejszenia płatności odsetkowych od długu SP; odpowiedzialne są za to przede wszystkim wyższe reinwestowane zyski (które po stronie finansowania ujmowane są jako BIZ).

Przechodząc do finansowania, luty był fatalny ze względu na BIZ, które spadły do -3,6mld EUR (jednocześnie polskie inwestycje za granicą przyspieszyły do 4,4mld EUR). Obie wielkości

wynikają jednak z jednostkowej transakcji, w wyniku której „zarejestrowany w Polsce podmiot specjalnego przeznaczenia” zakończył działalność i nastąpiło wycofanie kapitału w „transzycie”. Wyłączając tę operację (równoważny ubytek środków po stronie BIZ w Polsce i wpływ środków po stronie BIZ za granicą), saldo BIZ nieznacznie się poprawiło z praktycznie zera w styczniu do 800mln EUR w lutym. Odnosnie innych elementów finansowania, oprócz sprzedaży części polskich papierów wartościowych przez nierezydentów (w umiarkowanej skali) nie doszło do znacznych zmian w finansowaniu. Cieszyć może dodatnie saldo błędów i opuszczeń, które zmniejsza 2-miesięczny stosunek deficytu bieżącego do błędów z 77% do 23%. Patrząc w ujęciu rocznym stosunek deficytu do salda błędów i opuszczeń kształtuje się w tendencji spadkowej i obecnie wynosi 34%; niemniej duże błędy zdarzające się w pojedynczych miesiącach mogą wydawać się niepokojące, zwłaszcza jeśli zaczną (przypadkowo lub nie) kumulować się w serie.



EURUSD fundamentalnie

EUR na otwarciu słabsze. Produkcja przemysłowa ze strefy euro okazała się lepsza niż oczekiwano, co zapoczątkowało stopniowo aprecjację wspólnej waluty. Deficyt bilansu płatniczego USA okazał się niższy, natomiast liczba nowo-zarejestrowanych bezrobotnych wzrosła drugi raz z rzędu, czego rynek nie spodziewał się. Dodatkowo dane za poprzedni odczyt zostały zrewidowane w górę. W efekcie publikacji tych danych EURUSD jedynie chwilowo osłabiło się, po czym powróciło do trendu aprecyjnego. Po reakcji kursu, a także giełd i obligacji można odczytać, że gorsze dane z rynku pracy rozpalają oczekiwania inwestorów na kolejną rundę luzowania monetarnego. Odczyt PKB Chin za Q1 okazał się gorszy od oczekiwań (8,1% vs 8,3%), co przełożyło się na osłabienie kursu EURUSD. Obecnie kurs startuje z poziomu 1,317. Dziś publikacja z USA wskaźnika CPI oraz indeksu U. Michigan. Rynek spodziewa się niższego odczytu CPI, co oznaczałoby, że inflacja pozostaje pod kontrolą i nie stanowi przeszkody dla ewentualnych działań ze strony Fed. Gorszy odczyt zaufania konsumentów może jeszcze bardziej rozpalic oczekiwania na kolejne QE, a kurs powinien odpowiedzieć ruchem w kierunku północnym.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

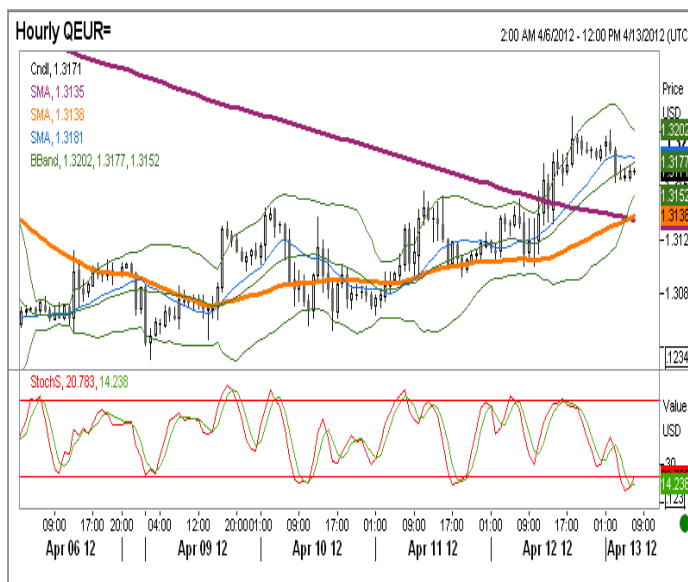
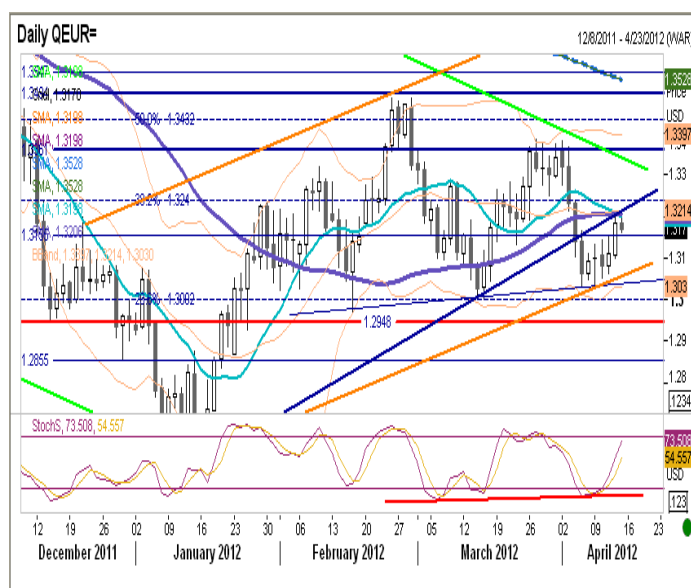


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Atak na 1,3155 zakończony powodzeniem, notowania odbiły się na razie od 1,3212 (węzeł trendu i średnich). Perspektywa bez zmian. Kurs znajduje się w dłuższej formacji spadkowego kanału, blisko jego szczytu (zielone linie). Kurs znajduje się także w krótszej formacji wzrostowego kanału, blisko dolnego ograniczenia (pomarańczowe linie). Stąd też biorąc pod uwagę siłę wsparcia w okolicach 1,3000/30 oraz odwracający się oscylator, możliwy jest ruch w górę. Tu pojawiają się dwie możliwości: 1) przekroczenie 1,33 (i zanegowanie kanału spadkowego), 2) zawrócenie przy poziomach 1,33. Ruch w górę jest tym bardziej prawdopodobny, że notowania de facto nie przetestowały dokładnie górnej granicy kanału deprecyjnego. Zamknięcie poniżej 1,3000/30 przekreśla powyższe dywagacje i zostaje tylko range. Na 1h pozytywna dywergencja.

Wsparcie	Opór
1,3155	1,3361
1,3000	1,3240
1,2948	1,3212





EURPLN fundamentalnie

Złoty silniejszy. Krajowa waluta stopniowo umacniała się w ślad za parą EURUSD i pozostaje głównie pod wpływem danych i wydarzeń globalnych. Wczorajsze dane o bilansie płatniczym pozostały bez większego echa. Dziś publikacja wskaźnika CPI, który już może namieszać w kształtowaniu się kursu. Prezes Belka - wcześniej na konferencji, a wczoraj w mediach - ustawił oczekiwania na odczyt inflacji „w okolicach 4%”. Stąd też potrzebna będzie raczej spora (0,2-0,3pp) niespodzianka, aby wygenerować ruch kursu związany z przeszacowaniem oczekiwań na najbliższą decyzję RPP.

EURPLN technicznie

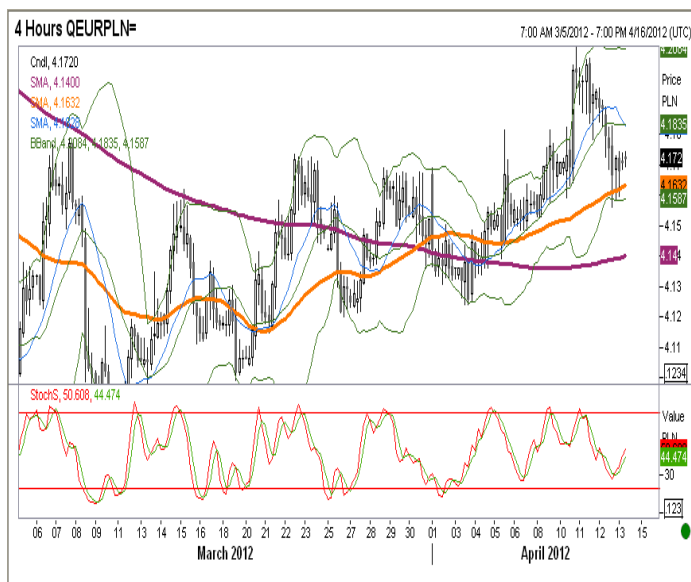
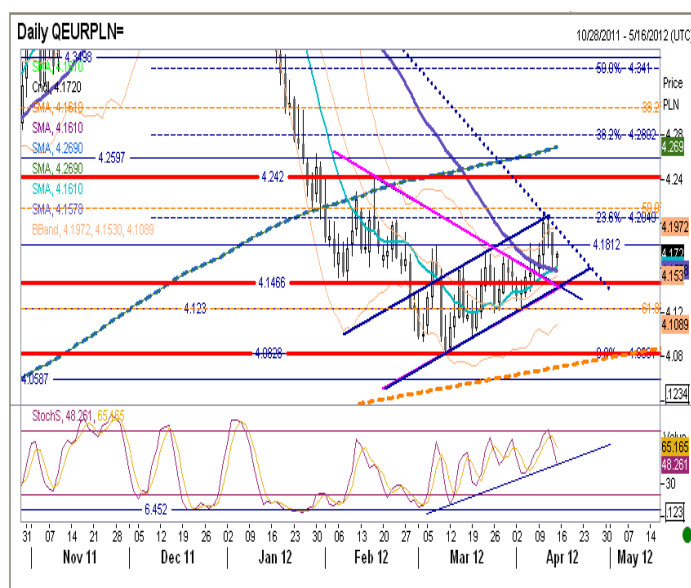
Notowania znajdują się w ruchu korekcyjnym od maksimów blisko 4,21 (linia średnioterminowego trendu spadkowego, przerywana). Wyznaczony cel korekty w okolicach 4,15 (MA55) został osiągnięty. Aby utrzymać się w trendzie wzrostowym notowania powinny na tych poziomach zawrócić (w ten sposób trend na Stochastic zostałby utrzymany, co zachęciłoby trend followers), w takim przypadku przekroczenie linii średnioterminowego trendu (obecnie okolice 4,18-19) wygeneruje nowy impuls wzrostowy. Niemniej z perspektywy 1-2 tygodniowej dopuszczamy nawet możliwość głębszej korekty do 4,1450/66 (węzeł, i to jaki...). Wtedy jednak przekroczenie tego poziomu będzie punktem zwrotnym i powinno zaowocować zwiększeniem liczby pozycji long PLN. Stąd kluczowe poziomy do obserwacji to (stały) 4,1450/66 oraz (ruchomy) 4,18/19. Na wykresie 4h oscylator zawrócił (bez dywergencji) po odbiciu notowań od MA200 - sugeruje to zachowanie trendu wzrostowego.

Wsparcie	Opór
4,1560	4,2100
4,1450/66	4,2034

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.

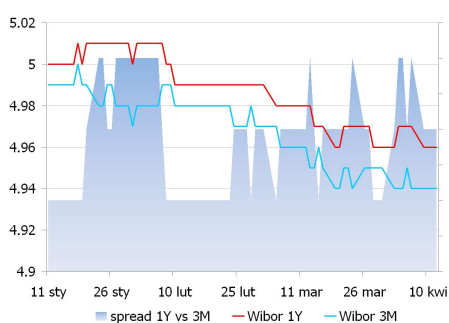




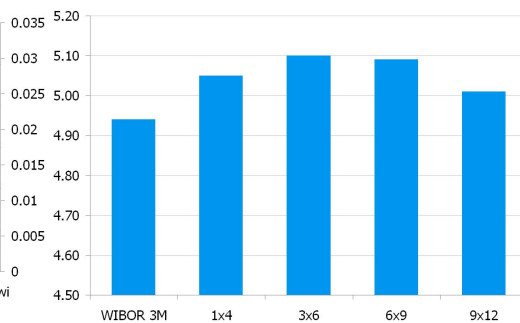
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	5.075	5.14	ON	4.3	4.4	EUR/PLN	4.1740
2Y	4.97	5.00	1M	4.5	4.7	USD/PLN	3.1818
3Y	4.95	4.98	3M	4.4	4.9	CHF/PLN	3.4728
4Y	4.96	4.99					
5Y	4.975	5.01					
6Y	4.991	5.02					
7Y	5.005	5.04					
8Y	5.022	5.05					
9Y	5.035	5.07					
10Y	5.025	5.06					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.80	4.85	EUR/USD	1.3184
1x4	5.01	5.05	EUR/JPY	106.62
3x6	5.07	5.10	EUR/PLN	4.1700
6x9	5.06	5.09	USD/PLN	3.1628
9x12	4.98	5.01	CHF/PLN	3.4710

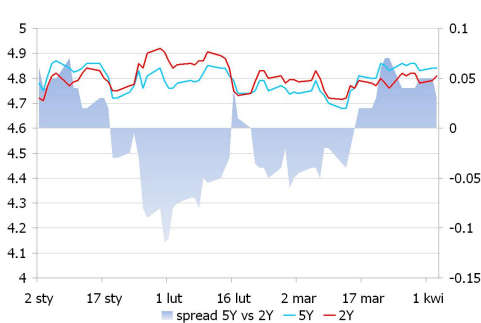
WIBOR 3M i 1Y



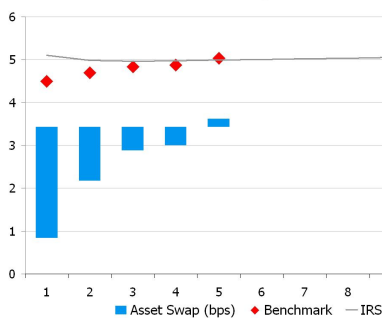
WIBOR 3M i stawki FRA



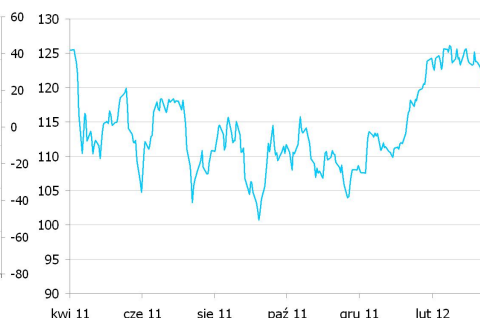
IRS 5Y i 2Y



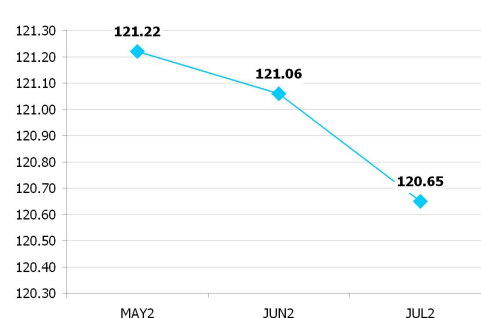
Asset swap i IRS



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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.