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

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		
18.03.2013 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Płace r/r (%)	lut	3.7	2.7	0.4	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lut	-1.0	-0.9	-0.8	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lut	1.1	1.3		
19.03.2013 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	mar		47.5	48.2	
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	mar		6.0	5.2	
13:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	lut		915	890	
13:30	USA	Pozw. na budowę domów SAAR (tys.)	lut		925	904 (r)	
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lut	-2.5	-2.0	0.3	
14:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	lut	-3.0	-9.8	-16.1	
14:00	POL	PPI r/r (%)	lut	-0.5	-0.5	-1.2	
20.03.2013 ŚRODA							
16:00	EUR	Wskaźnik pewności konsumentów (pkt)	mar		-23.0	-23.6	
19:00	USA	Decyzja Fed (%)	mar		0.25	0.25	
21.03.2013 CZWARTEK							
2:45	CHN	PMI w przemyśle *prelim* (pkt)	mar		50.9	50.4	
9:00	FRA	PMI w przemyśle *prelim* (pkt)	mar				
9:00	FRA	PMI w usługach *prelim* (pkt)	mar				
9:30	GER	PMI w przemyśle *prelim* (pkt)	mar		50.5	50.3	
9:30	GER	PMI w usługach *prelim* (pkt)	mar		55.0	54.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle *prelim* (pkt)	mar		48.2	47.9	
10:00	EUR	PMI w usługach *prelim* (pkt)	mar		48.3	47.9	
10:00	EUR	PMI composite *prelim* (pkt)	mar		48.3	47.9	
13:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	16.03		343	332	
14:00	POL	Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefin.	Q4				
14:00	POL	Minutes RPP	mar				
15:00	USA	Sprzedaż domów na r. wtórnym SAAR (mln)	lut		5.00	4.92	
15:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający CB (%)	lut		0.3	0.2	
15:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	mar		-3.3	-12.5	
22.03.2013 PIĄTEK							
10:00	GER	Indeks IFO - ocena bieżąca	mar		110.5	110.2	
10:00	GER	Indeks IFO - oczekiwania	mar		105.0	104.6	
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lut	1.0	0.7	3.1	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	lut	14.6	14.5	14.2	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Tydzień rozpoczynamy danymi z rynku pracy. Prognozowany przez nas istotny wzrost dynamiki płac wynika z efektów niskiej bazy w górnictwie i energetyce, przy jednoczesnym trendzie spadkowym w przetwórstwie przemysłowym i budownictwie. Wzrostowi płac towarzyszyło najprawdopodobniej pogłębienie spadków zatrudnienia, których efekty zaobserwujemy także we wzroście stopy bezrobocia (piątek). Stopa bezrobocia systematycznie rośnie również w ujęciu odsezonowanym. We wtorek opublikowane zostaną dane z sektora przemysłowego. Po zaskakującym wzroście w poprzednim miesiącu luty powinien przynieść spadek produkcji przemysłowej, głównie ze względu na niekorzystną różnicę dni roboczych. Produkcja przemysłowa prawdopodobnie przejdzie w trend horyzontalny. Lutowe dane pokażą również najpewniej jednorazowe odbicie produkcji budowlanej (niska baza z lutego zeszłego roku) oraz ujemną (choć wyższa niż w poprzednich dwóch miesiącach) dynamikę cen producenckich. Tę ostatnią zawdzięczamy lekkiej deprecjacji złotego i lekkim wzrostom cen ropy. W czwartej opublikowane zostaną *Minutes* z ostatniego posiedzenia RPP. Tydzień wieńczy publikacja danych o sprzedaży detalicznej - nasza prognoza wskazuje na nieznacznie dodatnią dynamikę wskaźnika.

• **Gospodarka globalna.** Tydzień pod znakiem indeksów koniunktury w strefie euro (konsekwentnie oczekiwane są wzrosty) i danych z amerykańskiego nieruchomości (w trendzie wzrostowym). Ponadto, w czwartek opublikowana zostanie decyzja Fed. Wprawdzie nie można spodziewać się zmiany stóp procentowych, ale - jak miało to miejsce w poprzednich miesiącach - możliwe jest dalsze doprecyzowywanie kierunku i działań polityki pieniężnej.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Bratkowski: Przed polską gospodarką możliwe dwa scenariusze: umiarkowane odbicie tempa wzrostu PKB lub stagnacja. Najbliższy termin, kiedy można dokonać pierwszej oceny gospodarki to majowe posiedzenie RPP.

• W Brukseli uzgodniono upakiet ratunkowy dla zagrożonego niewypłacalnością Cypru w wysokości 10 mld euro. Jednym z warunków jest obciążenie depozytów bankowych na wyspie jednorazową opłatą, co musi zaakceptować cypryjski parlament (ma się w tej sprawie zebrać w poniedziałek po południu).

Decyzja RPP (10.04.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	**bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.475	0.001
USAGB 10Y	1.908	-0.085
POLGB 10Y	3.904	0.007

Dotyczy benchmarków Reuters

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

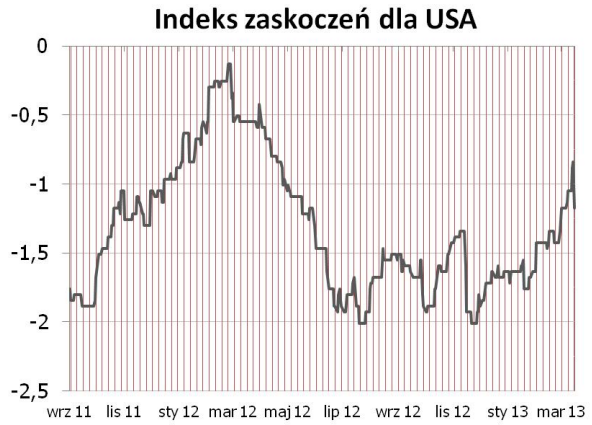
POLSKA

Indeks zaskoczeń spadł po nieoczekiwanie niskim odczycie inflacji za luty (CPI spadł poniżej dolnej granicy celu NBP do 1,3%). W tym tygodniu cały pakiet danych z realnej gospodarki - dziś na początek dane z rynku pracy. Analitycy dostosowali już częściowo swoje prognozy do skali spowolnienia gospodarki - tym bardziej kierunek zaskoczeń będzie wskazywał jak daleko przed nami jest odbicie polskiej gospodarki.

STREFA EURO

W strefie euro indeks zaskoczeń coraz wyraźniej wybija się do trendu wzrostowego - w minionym tygodniu za sprawą wyższej od oczekiwań produkcji przemysłowej. W tym tygodniu publikacje indeksów koniunktury - oczekiwania ustawione są na kontynuację wzrostów, choć w niewielkiej skali. Przy obecnych poziomach indeksów i braku silnej odpowiedzi ze strony realnej gospodarki uważamy, że większe jest prawdopodobieństwo negatywnych niespodzianek.

USA



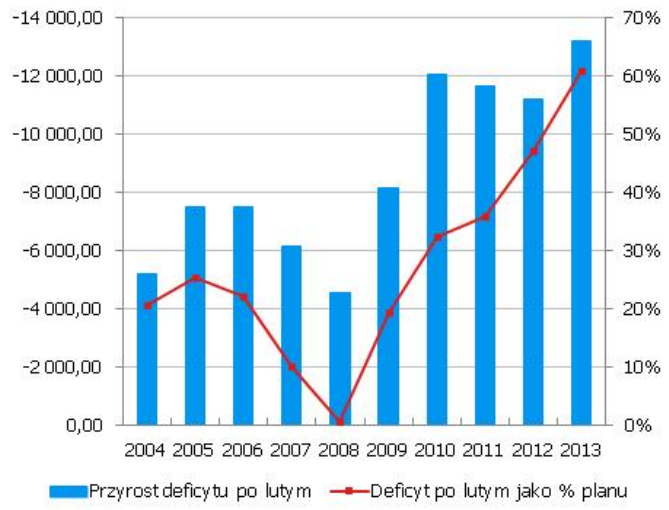
Koniec tygodnia przyniósł silną korektę na indeksie zaskoczeń za sprawą publikacji wstępnego odczytu indeksu koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan. Ostatnio jest jednak regułą, że wstępny odczyt zaskakuje bardzo negatywnie, zaś finalny okazuje się istotnie lepszy niż wstępny łagodząc spadki indeksu zaskoczeń. Pozostałe dane z USA - sprzedaż detaliczna, cotygodniowe dane z rynku pracy - ciągle pozytywnie wpływają na zmiany indeksu zaskoczeń.

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.

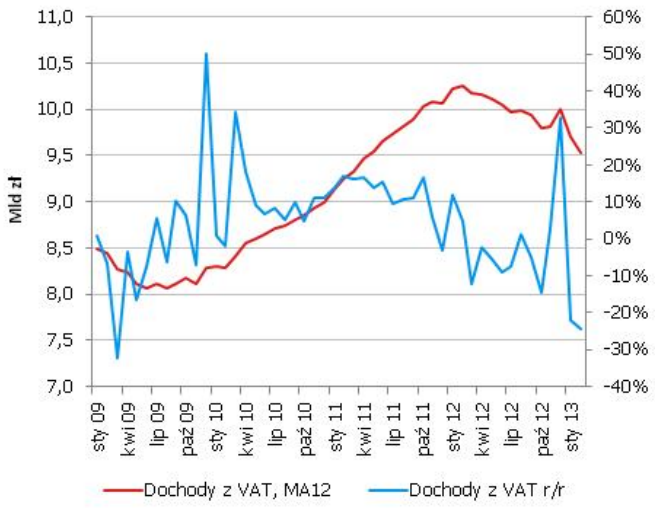
Wykonanie budżetu państwa

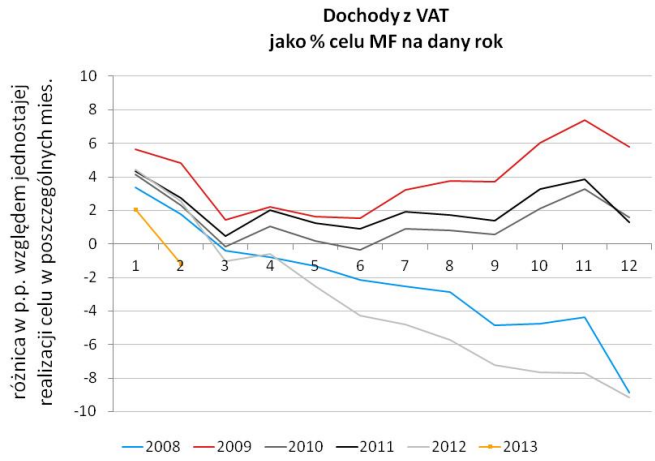
Deficyt budżetu państwa po lutym wzrósł do 21,6 mld zł, co stanowi już ponad 60% planu na ten rok, wynoszącego 35 mld zł. **Sama skala wzrostu (13 mld) może wydawać się przerażająca, nie stanowi jednak zaskoczenia** - deficyt budżetu państwa zazwyczaj narasta szybko w pierwszej połowie roku, osiągając stabilizację w miesiącach letnich. Lutowy przyrost deficytu wynika zazwyczaj z konieczności wypłaty dużych subwencji dla FUS i FER, przy jednocześnie niskich dochodach z podatków pośrednich, odzwierciedlających niską aktywność ekonomiczną (zwłaszcza konsumencką) w styczniu. Taki wzorzec sezonowości jest zapewne jednym z powodów, dla których Ministerstwo Finansów nie pracuje nad nowelizacją budżetu. Wysoki poziom wykonania deficytu jest do pewnego stopnia normalny w tej części roku. **Tym niemniej, szczegółowa analiza ujawnia szereg niepokojących zjawisk.**

Po pierwsze, skala lutowego przyrostu jest rekordowa. Nigdy w historii nie zaobserwowano tak dużego bezwzględnego wzrostu deficytu w drugim miesiącu roku. Co więcej, biorąc pod uwagę wyśrubowany cel fiskalny na ten rok (wynik budżetu państwa praktycznie bez zmian w kategoriach nominalnych) oraz i tak wysokie wykonanie deficytu w styczniu, dostajemy rekordowo wysoki skumulowany względny (w odniesieniu do planu na cały rok) deficyt.



Po drugie, przyczyny tak dużego przyrostu deficytu leżą ponownie po stronie podatkowej. Po lutym dochody podatkowe budżetu zamknęły się na poziomie poniżej 15% planu (w zeszłym roku 16,4%) i z wartością o 12,5% mniejszą niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Za słabą realizację strony dochodowej budżetu państwa w największym stopniu odpowiadają przychody z podatku VAT. W lutym spadły one w ujęciu rocznym o niemal 25%, kontynuując negatywny trend widoczny zarówno w dynamikach rocznych, jak i w wielkościach absolutnych (por. wykres poniżej). Dwa pierwsze miesiące pozwalają również na wyrysowanie ścieżki dochodów z VAT względem hipotetycznego harmonogramu zakładającego jednostajny napływ środków z VAT do kasy państwa. Takie porównanie wskazuje na najgorszy początek roku w dochodach z VAT od co najmniej 5 lat. Pozwala również spodziewać się, że plan w zakresie podatku od towarów i usług nie zostanie w tym roku zrealizowany (potwierdzają to również nasze modele uzależniające dochody podatkowe od ścieżek podstawowych agregatów makroekonomicznych).





Po trzecie, skala nieadekwatności założeń makroekonomicznych budżetu państwa w miarę upływu czasu i pojawiania się nowych publikacji jest coraz bardziej widoczna. Dotyczy to nie tylko wzrostu PKB - słowa o „bardzo optymistycznym" charakterze tej prognozy pochodzą od przedstawicieli MF w randze wiceministrów - ale również inflacji, która została przeszacowana w znaczącym stopniu. Warto bowiem po raz wtóry podkreślić, że dochody podatkowe płacone są od wielkości nominalnych, a nie realnych. Realizacja podatków pośrednich jasno potwierdza ten problem.

Oczekiwania na rewizję budżetu są racjonalne, nie jest to jednak jeszcze scenariusz zdeterminowany. Po pierwsze, elastyczność strony wydatkowej, wbrew obiegowej opinii, jest znaczna. Pozostaje ona pod dużo większą kontrolą Ministerstwa niż strona dochodowa. Po drugie, nie można wykluczyć, że rząd przy okazji konstrukcji systemu wypłat nie przeniesie części aktywów OFE do ZUS.

EURUSD fundamentalnie

Po dość spokojnej piątkowej sesji weekend przyniósł ustalenia w sprawie pakietu pomocowego dla Cypru - jednym z warunków uzyskania pomocy w wysokości 10 mld euro jest wprowadzenie jednorazowej, procentowej opłaty od depozytów złożonych w cypryjskich bankach. Takie, pierwsze w historii uwarunkowanie pomocy ze strony instytucji europejskich sprowadziło EURUSD na otwarciu do poziomu 1,29 - niewidzianego od listopada 2012 roku. Dziś parlament cypryjski ma zatwierdzić nowy podatek od depozytów, co przy spolaryzowanej sytuacji politycznej może wywołać sporą zmienność na rynku FX. Układ danych makro (relatywnie słabe dane realne ze strefy euro i coraz lepsze odczyty z USA - nieprzyjemna niespodzianka piatkowym indeksem Uniwersytetu Michigan to już raczej stały element wstępnej publikacji - czytaj w sekcji o indeksach zaskoczeń) także wpisuje się w deprecjacyjny kierunek zmian EURUSD.

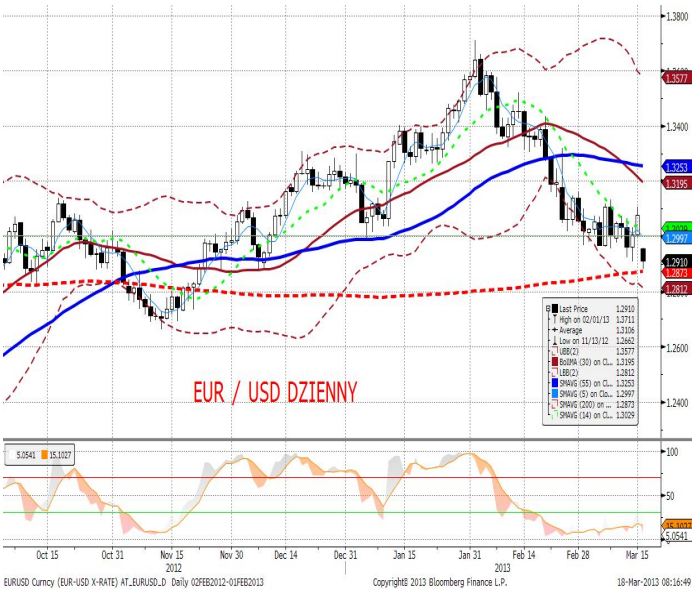
EURUSD technicznie

MA200 wybroniła się w wybiegłym tygodniu na wykresie 1W jako wsparcie; dziś już została zerodowana.Cel 1,2727, potem 1,2662, pierwszy opór 1,3040 (MA14). Na 1D otwarcie z luką (domknięcie dopiero 1,3000), bezpośrednie wsparcie 1,2873, później 1,2662 (to samo co weekly, bo lokalne minima). Na 4h notowania wcale jeszcze nie ekstremalnie wyprzedane (mimo luki), jest szansa jeszcze na szybką kontynuację ruchu w dół. Można próbować grać na domknięcie luki otwarcia (wchodząc 1,3000 w górę), dla bardziej niecierpliwych krótki S/L 1,2873.

Wsparcie	Opór
1,2873	1,3216
1,2727	1,3100
1,2662	1,3000

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.



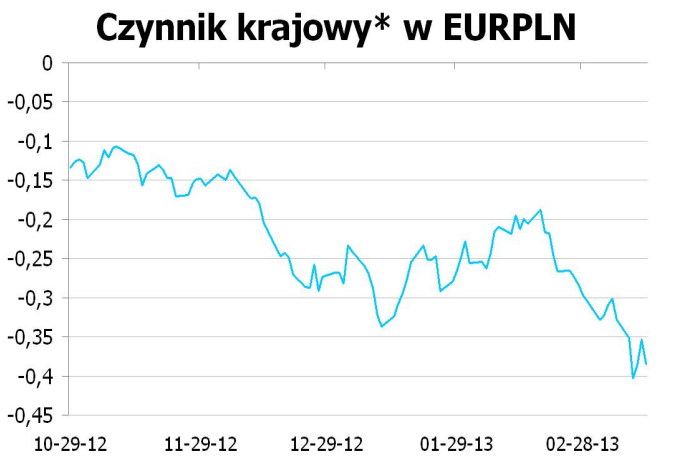
EURPLN fundamentalnie

W piątek EURPLN umocnił się do poziomu 4,14 (dane o wykonaniu budżetu po lutym pozostały bez echa), jednak po weekendowych ustaleniach w Brukseli w sprawie Cypru (wypłata pomocy finansowej została uwarunkowana partycypacją oszczędzających na depozytach bankowych) złoty osłabił się w ślad za EURUSD w okolice 4,15. Dziś GUS poda dane z rynku pracy oraz inflację bazową, jednak przy wzrastających oczekiwaniach na kolejną obniżkę stóp procentowych większą wagę będą miały jutrzejsze dane z sektora przemysłowego, a dziś uwaga skupi się na czynnikach globalnych - przede wszystkim głosowaniu parlamentu cypryjskiego.

EURPLN technicznie

Na 1W notowania zblokowane na pomiędzy 4,12 a 4,16/17, MA200 wybroniło się od góry. Na 1D notowania idą równo w górę ze średnią MA55, oscylator wskazuje w identycznym kierunku. Biorąc pod uwagę zmienność jakoś trudno nam się przekonać do solidnego ruchu w górę (lub w dół). Na chwilę obecną range 4,1212-4,1641. Na 4H kanał wzrostowy, na razie notowania znajdują się w jego środku. To prawdopodobnie na tym wykresie ważyć się będą losy range.

Wsparcie	Opór
4,1505	4,1800/20
4,1431	4,1754
4,1325	4,1640/50



* 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.

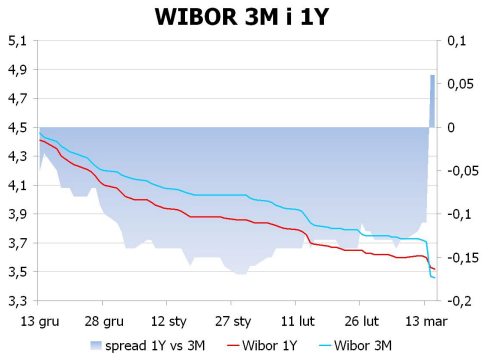
IRS	BID	ASK
1Y	3.26	3.29
2Y	3.2125	3.26
3Y	3.265	3.32
4Y	3.32	3.37
5Y	3.38	3.43
6Y	3.43	3.49
7Y	3.485	3.55
8Y	3.535	3.60
9Y	3.585	3.65
10Y	3.63	3.68

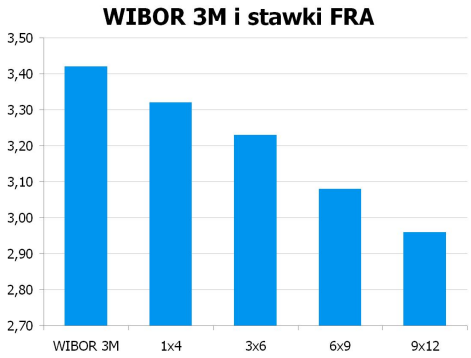
depo	BID	ASK
ON	3.3	3.4
1M	3.1	3.5
3M	3.1	3.5

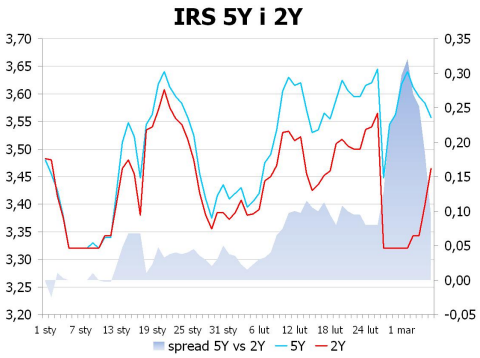
FRA	BID	ASK
1x2	3.30	3.35
1x4	3.27	3.32
3x6	3.18	3.23
6x9	3.05	3.08
9x12	2.93	2.96

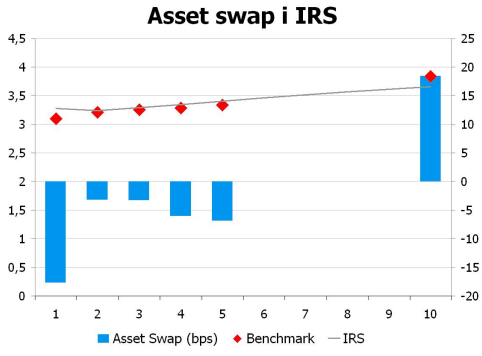
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1595
USD/PLN	3.1868
CHF/PLN	3.3770

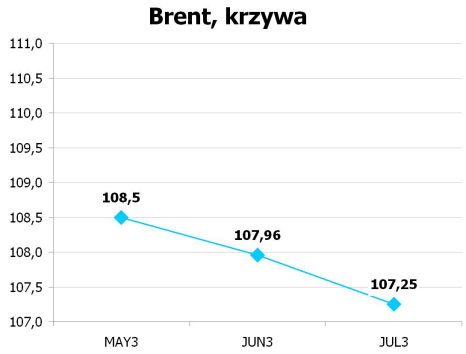
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2957
EUR/JPY	122.04
EUR/PLN	4.1354
USD/PLN	3.1891
CHF/PLN	3.3613











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.