



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	konsensus		
18.03.2013 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Place r/r (%)	lut	3.7	2.7	0.4	4.0
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lut	-1.0	-0.9	-0.8	-0.8
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lut	1.1	1.3	1.4	1.1
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	mniej niż -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 <i>prelim</i> (pkt)	mar		50.9	50.4	
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	mar		44.2	43.9	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	mar		44.0	43.7	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	mar		50.5	50.3	
9:30	GER	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	mar		55.0	54.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	mar		48.2	47.9	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	mar		48.3	47.9	
10:00	EUR	PMI composite <i>prelim</i> (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	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** O 14 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. Czynnikiem, który skłania nas do wskazania na ryzyko niższego odczytu (nawet w stosunku do naszej niższej od konsensusu prognozy) jest niższa produkcja samochodów (-29% r/r) podana niedawno przez Samar. W kolejnych miesiącach 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 wyższą niż w poprzednich dwóch miesiącach) dynamikę cen produkcyjnych. Tę ostatnią zawiązujemy lekkiej deprecjacji złotego i lekkim wzrostom cen ropy.

• **Gospodarka globalna.** Przed południem opublikowane zostaną indeksy ZEW z Niemiec - konsensusy wskazują na odwrotny układ wzrostów i spadków niż przed miesiącem tzn. na lepsze oceny bieżące i i słabsze oczekiwania. Przy obecnych poziomach indeksów koniunktury szczególnie ważne jest odbicie ocen sytuacji bieżącej, której poprawa na razie nie jest widoczna w danych realnych (biorąc pod uwagę historyczne zależności przy obecnym poziomie indeksów można by jej oczekiwać). Po południu dane z rynku nieruchomości USA - oczekiwania ustawione są na kontynuację trendu wzrostowego.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Parlament Cypru przeniósł głosowanie w sprawie podatku od depozytów bankowych z poniedziałku na wtorek.
- Członek kierownictwa EBC Joerg Asmussen dopuścił w poniedziałek możliwość zmodyfikowania podatku od wkładów bankowych, jaki ma wprowadzić Cypr, by móc skorzystać z zagranicznej pomocy finansowej, ratującej go przed upadłością.

Decyzja RPP (10.04.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.363	-0.010
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.951	-0.012
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.842	-0.004
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

Statystyczny (i niezaskakujący) wzrost płac i stagnacja zatrudnienia w lutym

Dynamika roczna płac wzrosła w lutym do 4,0% r/r z 0,4% r/r zanotowanych w styczniu (nasza prognoza 3,7% r/r). Taki skok na dynamice płac nie powinien jednak dziwić. Nawet negatywny efekt liczby dni roboczych został bowiem "przykryty" efektami niskiej bazy w górnictwie i energetyce z poprzedniego roku. Należy pamiętać również, że w 2012 powszechne było przesuwanie wypłat premii z lutego na styczeń ze względu na podwyżkę składki zdrowotnej po stronie pracodawcy, co właśnie wygenerowało niską bazę dla lutowego rocznego wskaźnika wzrostu płac.

W kolejnych miesiącach ze względu na ciągle niską aktywność ekonomiczną nie można oczekiwać przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń. Szacujemy, że dynamika ta zbliżona będzie do 2%, na cołoży się również kontynuacja polityki monitoringu kosztów po stronie przedsiębiorstw.

W lutym zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 8 tys. osób i jego dynamika w ujęciu rocznym zatrzymała się na poziomie -0,8% r/r (dokładnie na poziomie z poprzedniego miesiąca); konsensus rynkowy opiewał na -0,9% r/r. W porównaniu do 2009 roku skala spadku w lutym jest zdecydowanie niższa. Dalecy jednak jesteśmy od wyrokowania, że na rynku pracy sytuacja powoli się odwraca; niemniej należy uczciwie przyznać, że dynamika spadków powoli się stabilizuje (może to oznaczać, że widzimy echa dokonanych wcześniej zwolnień grupowych i gros spadków zatrudnienia z nimi związanych mamy już za sobą). Aby wykrzesać widoczne przyspieszenie tempa wzrostu zatrudnienia tempo wzrostu PKB musiałoby znacząco przyspieszyć, a na to - szczególnie w pierwszej połowie roku - nie zanoszą się.

Oznacza to, że w najbliższych miesiącach roczna dynamika zatrudnienia będzie oscylować wokół -1% (w ujęciu miesięcznym ujemne dynamiki będą dominować w pierwszej połowie roku). Najnowsza dana w żaden sposób nie wpływa na nasz scenariusz dla konsumpcji (konieczność odbudowy stopy oszczędności, niemal stagnacja tempa wzrostu konsumpcji w pierwszej połowie roku), gdyż zmiany na rynku pracy nadal pozostają negatywne.

Dzisiejsze dane bez większego wpływu na rynek (zatrzymały tendencję spadku stóp rynkowych). Zauważyć należy, że inwestorzy masowo zaczęli się zakładać co do kontynuacji obniżek stóp w Polsce. Trzeba przyznać, że zakłady takie wspierają ostatnie komentarze RPP (uchylono już zamknięte na konferencji drzwi do dalszych obniżek wskazując wprost na pauzę, a nie koniec cyklu). Agresywne obniżki stóp wspierać ciągle może również fakt utrzymującej się niskiej aktywności ekonomicznej i kontynuacji spadków inflacji. Polska nie jest tu osamotniona - w strefie euro pojawiają się nawet oczekiwania deflacji. Poziom polskiej stopy bazowej wyznaczany przez regułę Taylora to obecnie grubo poniżej 3%, a jedyne co szachuje oczekiwania na agresywne obniżki stóp to podzielona i często niespójna komunikacja RPP.

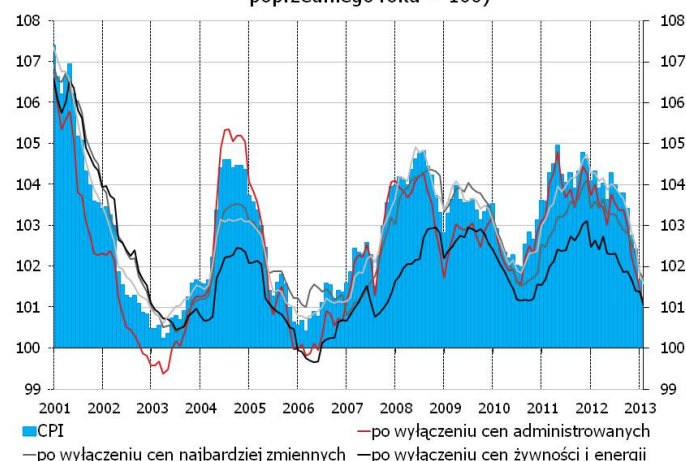
Promocje w telefonii komórkowej mocno obniżają inflację bazową

Zgodnie z wyliczeniami po czwartkowej publikacji inflacji headline, wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymał się na poziomie 1,4% w styczniu i spadł do 1,1% w lutym. Oznacza to, że już w kolejnym miesiącu jest spore prawdopodobieństwo spadku tego wskaźnika poniżej 1%. Jako minimum widzimy poziom 0,7-0,8% - możliwy do osiągnięcia w połowie roku.

Głównymi czynnikami, które wpłynęły na zaskoczenie inflacyjne w lutym był spadek cen żywności o 0,2% m/m i przede wszystkim 3% spadek cen łączności w wyniku promocji na rynku telefonii komórkowej. Czynniki te zdecydowanie najsilniejszy spadek wskaźnika po wyłączeniu cen administrowanych do 1,5% w styczniu i 1,0% w lutym (jest to jedyny wskaźnik bazowy, w którym pozostają ceny żywności i łączności). O 0,2pp. spadła inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych i 15% średnia obciąża (odpowiednio do 1,7% i 1,6%).

Jak już pisaliśmy przy okazji odczytu headline nieoczekiwany spadek inflacji poniżej celu NBP (i jednocześnie szybszy niż zakładany w marcowej projekcji NBP) powinny stymulować oczekiwania na kontynuację cyklu poluzowania monetarnego. Tym bardziej, że spadek inflacji w Polsce współgrać będzie z zagrożeniem deflacyjnym w strefie euro (nie sposób więc tendencji tej przypisać przypadkowość).

Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)





EURUSD fundamentalnie

Wczoraj EURUSD odnotował niewielką korektę po nocnych niedzielno/poniedziałkowych spadkach. Nie udało się jednak domknąć utworzonej luki otwarcia i tym samym notowania utknęły w okolicach 1,2940/50. Płynące w nocy informacje nie były korzystne dla EUR: nie wiadomo, czy obłożenie depozytów jednorazowym podatkiem przejdzie przez parlament (raczej nie), co stawia pod znakiem zapytania znów cały program pomocowy dla Cypru. Z drugiej strony, jeśli nie przejdzie, znika niebezpieczny precedens... W tym przypadku targi pomiędzy Cyprzem i KE mogą potwierać, co będzie przedłużać okres niepewności na rynkach finansowych, z negatywnym wpływem na EUR. Dziś indeks ZEW, dane z amerykańskiego rynku nieruchomości, poza tym oczekiwanie na głosowanie na Cyprze w okolicach 17:00.

EURUSD technicznie

EURUSD częściowo odreagował spadki i ustabilizował się w okolicach 1,2940-50. Perspektywa spadkowa pozostaje bez zmian - najbliższe wsparcie ustalimy na 1,2873/82 (tygodniowa MA200 i wczorajsze minimum intraday), a następnie na 1,2727 i 1,2662 (tygodniowe FIBO). Korekty wzrostowe ograniczymy w pierwszej kolejności przez czterogodzinowe FIBO 76,4%, z przystankiem na 1,3 (MA55 i względy psychologiczne). Zanim EURUSD powróci do spadków, obstawilibyśmy właśnie małą korektę wzrostową - wciąż czekamy na zamknięcie poniedziałkowej luki (brakuje jeszcze paru eurocentów).

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





EURPLN fundamentalnie

EURPLN trzymał się wczoraj dzielnie mimo znacznych spadków EURUSD odnotowanych przez noc. Polska waluta nie zareagowała na dane makro (zatrudnienie, płace), budowany jest range, co potwierdza analiza techniczna. Dziś dane o produkcji przemysłowej - rynek powoli zaczyna grać na kolejne obniżki stóp procentowych co oznacza, że gorsza dana mogłaby doprowadzić do wyprzedzającej złotego (konsensus rynkowy -2,0%, nasza prognoza -2,5%). Reakcja na lepsze dane wcale nie musi być symetryczna - katalizatorem zmiany nastawienia rynku była niska inflacja (a nie gorsza sfera realna, która falsyfikowałaby się lepszym odczytem produkcji), która towarzyszyć nam będzie przez dłuższy czas.

EURPLN technicznie

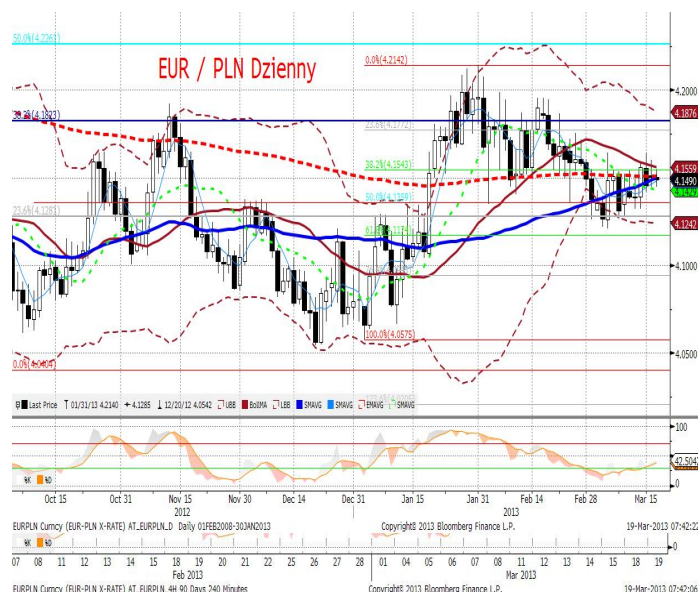
Bez zmian. Na 1W notowania zablokowane pomiędzy 4,12 a 4,16/17, MA200 wybrniło się od góry. Na 1D notowania idą równo w górę ze średnią MA55, oscylator wskazuje w identycznym kierunku. Biorąc pod uwagę zmienność, jakoś trudno nam się przekonać do solidnego ruchu w górę (lub w dół). Na chwilę obecną range 4,1212-4,1641. Na 4H kanał wzrostowy (wczoraj nie został naruszony nawet przez wąsy świeczek), 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

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.

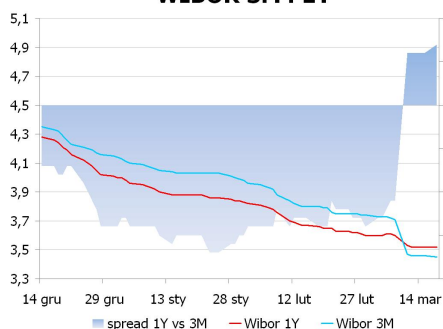




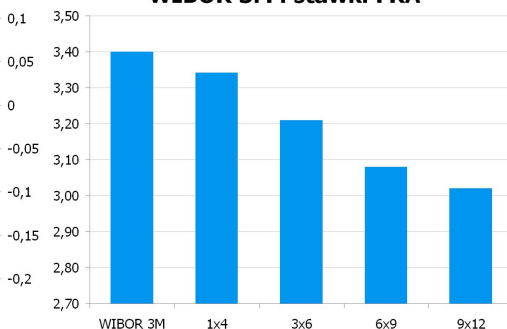
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.26	3.29	ON	3.0	3.2	EUR/PLN	4.1505
2Y	3.1901	3.24	1M	3.1	3.3	USD/PLN	3.2015
3Y	3.235	3.29	3M	3.1	3.3	CHF/PLN	3.3969
4Y	3.285	3.34					
5Y	3.345	3.40					
6Y	3.373	3.40					
7Y	3.45	3.51					
8Y	3.467	3.50					
9Y	3.515	3.55					
10Y	3.59	3.64					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.31	3.36	EUR/USD	1.2955
1x4	3.28	3.34	EUR/JPY	123.33
3x6	3.15	3.21	EUR/PLN	4.1480
6x9	3.05	3.08	USD/PLN	3.2020
9x12	2.97	3.02	CHF/PLN	3.3823

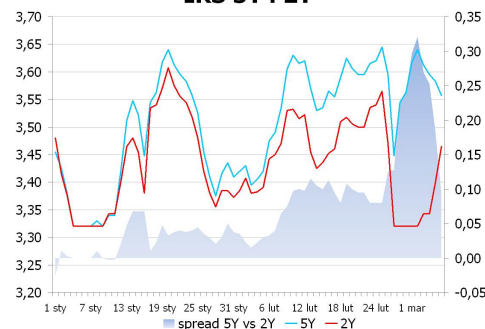
WIBOR 3M i 1Y



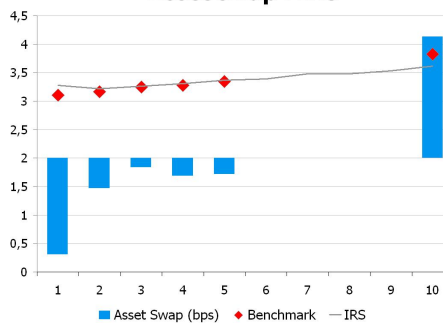
WIBOR 3M i stawki FRA



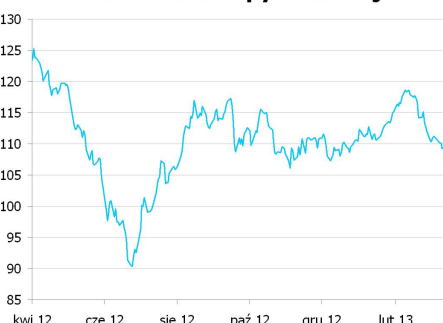
IRS 5Y i 2Y



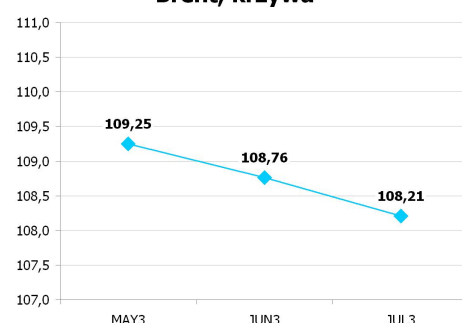
Asset swap i IRS



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 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.