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 BRE	Prognoza konsensus	Poprzednio	Odczyt
25.03.2013 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
26.03.2013 WTOREK							
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	lut		3.8	-4.9 (r)	
14:00	USA	Indeks CaseShiller y/y (%)	sty		7.90	6.84	
14:00	HUN	Decyzja Banku Węgier (%)	mar		5.00	5.25	
15:00	USA	Wsk. koniunktury konsumenckiej CB (pkt)	mar		69.0	69.6	
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów SAAR (tys.)	lut		425	437	
27.03.2013 ŚRODA							
8:00	GER	Wsk. koniunktury konsumenckiej gfk (pkt)	lut		5.9	5.9	
11:00	EUR	Wskaźnik ESI (pkt)	mar		90.5	91.1	
15:00	USA	Umowy na sprzedaż domów m/m (%)	lut		0.7	4.5	
28.03.2013 CZWARTEK							
8:00	GER	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lut		-0.6	3.0 (r)	
9:55	GER	Stopa bezrobocia s.a. (%)	mar		6.9	6.9	
10:00	EUR	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	lut		3.2	3.5	
13:00	CZE	Decyzja Banku Czech (%)	mar		0.05	0.05	
13:30	USA	PKB q/q SAAR (trzeci odczyt %)	Q4		0.5	0.1 (p)	
13:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	23.03		338	336	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	Q4	-3900	-3436	-3367	
14:45	USA	Chicago PMI (pkt)	mar		56.3	56.8	
29.03.2013 PIĄTEK							
0:50	JPN	CPI r/r (%)	lut		-0.7	-0.3	
13:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	lut		0.9	-3.6	
13:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	lut		0.6	0.2	
13:30	USA	Inflacja Core PCE y/y (%)	lut		1.3	1.3	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	mar	1.5	1.7	2.2	
14:55	USA	Wsk. koniunktury U.Michigan *final* (pkt)	mar		72.9	71.8 (p)	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Publikacje w tym tygodniu raczej nie mają szansy przykuć uwagi analityków. W czwartek NBP opublikuje uaktualnione (w oparciu o pełną populację przedsiębiorstw) dane na temat salda obrotów bieżących za IV kwartał. Spodziewamy się nieznacznego poszerzenia deficytu obrotów bieżących (w stosunku do wartości wynikającej z danych miesięcznych). Z kolei oczekiwania inflacyjne (publikacja w piątek) mają charakter adaptacyjny i, za wyjątkiem okresów dynamicznych zmian cen, odzwierciedlają najnowszą znaną opinii publicznej wielkość inflacji, stąd nasza prognoza.

• **Gospodarka globalna.** Tydzień pod znakiem danych ze Stanów Zjednoczonych. Zaczynamy we wtorek od danych na temat zamówień na dobra trwałe - powszechnie oczekuje się kolejnego solidnego wzrostu w bazowych kategoriach i w kategorii sprzęt transportowy. Tydzień przyniesie ciąg dalszy danych z rynku nieruchomości (indeks CaseShiller oraz sprzedaż nowych domów), na którym trwa dobra koniunktura. Trzeci odczyt PKB za IV kwartał (czwartek) nie zmieni zasadniczego obrazu, ale powinien potwierdzić brak kontrakcji amerykańskiej gospodarki w tym okresie (różnica między zannualizowanym +0,1 a +0,5% - takie są oczekiwania rynku - nie jest z tego punktu widzenia duża). Tydzień wieńczą piątkowe dane o wydatkach i dochodach konsumenckich w lutym, dokładające kolejną istotną cegiełkę do zbioru informacji na temat I kwartału. W strefie euro w tym tygodniu jedynie dane o podaży pieniądza M3 oraz wskaźnik ESI, jak również informacje z niemieckiego rynku pracy. Ponadto, decyzje na temat stóp procentowych podejmą banki centralne Czech i Węgier (dalsze cięcia możliwe i prawdopodobne są już tylko na Węgrzech).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• GUS: Sprzedaż detaliczna w lutym spadła o 0,8 proc. w porównaniu z analogicznym okresem 2012 roku, a mdm spadła o 2,6 proc. Sprzedaż detaliczna realnie spadła w lutym o 1,3 proc. rdr.
• GUS: Oceny koniunktury w przemyśle wzrosły w marcu do poziomu minus 6 wobec minus 8 w lutym.
• Strefa euro: Indeks Ifo, obrazujący nastroje wśród przedsiębiorców niemieckich, spadł w marcu 2013 r. do 106,7 pkt. ze 107,4 pkt. w poprzednim miesiącu.
• Ministrowie finansów strefy euro uzgodnili w nocy z niedzieli na poniedziałek warunki programu pomocy dla zagrożonego bankructwem Cypru. Przewiduje on likwidację jednego z największych banków, Laiki, ze stratami udziałowców i właścicieli dużych depozytów.
• Data ponownego otwarcia cypryjskich banków na razie nieznana.

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	1.342	-0.002
USAGB 10Y	1.948	0.031
POLGB 10Y	3.984	0.000

Dotyczy benchmarków Reuters

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

W górę po lepszych od oczekiwań odczytach dynamiki płac i stopy bezrobocia, podczas gdy negatywna niespodzianka w sprzedaży detalicznej okazała się zbyt mała, by wpłynąć na kierunek ruchu indeksu. Brak istotnych publikacji danych w tym tygodniu sprawia, że indeks pozostanie bez zmian.

STREFA EURO

Zgodnie z przewidywaniami, seria publikacji indeksów koniunktury w strefie euro przyniosła praktycznie same negatywne niespodzianki - łącznie na tyle znaczące, by zanegować cały miesiąc mozolnych wzrostów europejskiego indeksu zaskoczeń. Ten tydzień nie obfituje w publikacje makro (z ważniejszych - wskaźnik ESI, podaż pieniądza M3) - indeks ma szanse odetchnąć po turbulentym tygodniu, a jego wzrost byłby (o ironio) zaskoczeniem.

USA

Nieznacznie w górę dzięki silniejszemu od oczekiwań wzrostowi indeksu Philly Fed, trend wzrostowy jest więc nienaruszony. Ten tydzień obfituje w publikacje, m.in. dot. zamówień na dobra trwałe, rynku nieruchomości (ciąg dalszy, choć zeszły tydzień nie przyniósł tu niespodzianek), a dobre momentum amerykańskiej gospodarki każe obstawiać kontynuację trendu wzrostowego 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.

Sprzedaż detaliczna znowu niższa niż przed rokiem – odpowiedzialne paliwa (ale to nie jest efekt cenowy!)

Sprzedaż detaliczna spadła w lutym o 0,8% r/r wobec wzrostu o 3,1% w styczniu. Pozytywne efekty statystyczne z ubiegłego miesiąca poszły w niepamięć, podobnie jak przesłanki pozytywnego wpływu opóźnionych wypłat dla rolników w tym roku. W lutym – podobnie jak w 2009 roku, kiedy identyczny był także rozkład dni roboczych (-1 r/r, -2 m/m) – jedynie dwie kategorie sprzedaży zanotowały wzrost m/m (żywność jedynie o 0,2% oraz najbardziej zmienna kategoria pozostałe). Opublikowane równolegle badania koniunktury konsumenckiej GUS wskazują, że po korekcie w lutym marzec ponownie przyniósł pogorszenie sentymentu i gorsze oceny przyszłej sytuacji finansowej, które historycznie są dobrym prognostykiem konsumpcji prywatnej.

Duży wpływ na spadek sprzedaży miał znaczny spadek paliw (-5,2% m/m) – obniżył headline o 1,4pp.; pozostałej sprzedaży w sklepach niewyspecjalizowanych (-4,6% m/m) oraz samochodów (-2,6% m/m) - ze względu na skalę bazy (i generalnie skalę ruchów pomiędzy styczniem a lutym) z poprzedniego roku właśnie ta kategoria była najtrudniejsza do prognozowania. W tym miejscu widzimy konieczność zwrócenia uwagi czytelników na jeden istotny fakt. Spadek cen paliw był nie tylko fenomenem nominalnym, ale także realnym. Oznacza to, że w tym przypadku ta kategoria odzwierciedla cykliczne własności gospodarki (słaby popyt), a nie tylko efekty cenowe. Ma to oczywiście duże znaczenie dla mimo wszystko negatywnej interpretacji całego agregatu.

Wspomniany układ kategorii powoduje, że sprzedaż bazowa po wyłączeniu różnych kombinacji kategorii: żywność, paliwa i samochody nieznacznie wzrosła w lutym – w granicach 0,3-1,0% r/r. W ujęciu realnym sprzedaż bazowa po wyłączeniu żywności i paliw wzrosła o 0,8% r/r. Spadek sprzedaży realnej wynikał zatem głównie z zachowania kategorii paliw (-5,7% r/r) oraz żywności (-0,8% r/r).

Opublikowane dane (i sprzedaż i dane o optymizmie konsumentów) wskazują wyraźnie, że znaczące przyspieszenie konsumpcji w I kwartale nie zmaterializuje się (presja na wzrost oszczędności jest silna, co widać po zmianach depozytów). Tym samym dynamika PKB w I kwartale 2013 roku będzie znacząco niższa niż ta odnotowana pod koniec ubiegłego roku (nasze bieżące szacunki wskazują, że co najmniej o połowę). Oznacza to, że luka popytowa w polskiej gospodarce powiększa się, zaś ostre spadki inflacji de facto zacieśniają politykę pieniężną (rosnące realne stopy procentowe). Postawmy sprawę jasno – w takich okolicznościach RPP może sobie spokojnie pozwolić na obniżki stóp procentowych. Jeśli dodamy do tego fakt, że cykliczna konieczność odbudowy stopy oszczędności czyni poziom realnej stopy procentowej nieistotnym dla skłonności do oszczędzania, może to przekonać RPP do dalszego dostosowania polityki pieniężnej, nawet przed lipcową projekcją inflacji i PKB. Z rynkowego punktu widzenia publikacja nie wywołała większych skutków ani na rynku stopy procentowej (2 punktowy range na rentownościach), ani na rynku walutowym.

Stagnacja ocen koniunktury w Niemczech w marcu

Piątkowe dane instytutu Ifo wpisały się z trend marcowego osłabienia koniunktury w Niemczech i całej strefie euro – podobnie jak wcześniejsze wskazania indeksów ZEW oraz PMI. Takie będące dużym zaskoczeniem spadki mogą być jednorazową korektą niedopasowanych do sytuacji realnej wcześniejszych wzrostów – szczególnie wydaje się to prawdopodobne dla danych niemieckich. Z pewnością pewien udział w osłabieniu szczególnie składowych oczekiwań miał wzrost niepewności wywołany sytuacją polityczną we Włoszech oraz ostatnimi wydarzeniami na Cyprze. Równolegle jednak regularne ostatnio wzrosty indeksów koniunktury (i oczekiwania na kontynuację tego trendu) przestały być zbieżne ze zmianami w realnej gospodarce – wystarczy spojrzeć na ciągle ujemne dynamiki produkcji przemysłowej w Niemczech.

Szczegółowe dane dot. Ifo wskazują zarówno na pogorszenie sytuacji bieżącej (spadek indeksu z 110,2 do 109,9 pkt), jak i oczekiwań (spadek z 104,6 do 103,6 pkt). Sektorowo gorsze były oceny w przemyśle, sprzedaży hurtowej oraz usługach. Lepiej radzi sobie sektor detaliczny oraz budowlany (choć w tym ostatnim spadły oczekiwania), co może wskazywać na relatywnie dobrą kondycję popytu wewnętrznego. Jednak przy obecnej sytuacji w strefie euro, pojawiających się nowych napięciach politycznych i nierozwiązanych problemach strukturalnych nawet wsparcie ze strony budzących się do życia Azji i Ameryki będzie ograniczone. Z danych o koniunkturze wynika, że w Niemczech ożywienie postępuje wolniej niż oczekiwano i realistyczne scenariusze mówią obecnie o stagnacji w I kw.

EURUSD fundamentalnie

EURUSD w górę, najpierw po wstępnych informacjach na temat kształtu nowego pakietu pomocowego dla Cypru, a następnie po ogłoszeniu (w nocy z niedzieli na poniedziałek) finalnego porozumienia. Co wiadomo? Pomysł opodatkowania wszystkich depozytów został zastąpiony restrukturyzacją sektora bankowego i obietnicą konsulidacji fiskalnej, reform strukturalnych i prywatyzacji (cynicznie zauważymy, że zestaw ten dobrze znamy...). Koszty pozyskania wkładu własnego poniosą akcjonariusze i właściciele nieubezpieczonych depozytów w banku Laiki. Porozumienie nie wymaga akceptacji parlamentu. Nie wiadomo, kiedy zostaną otwarte cypryjskie banki i jakie będą konsekwencje, zarówno ich otwarcia, jak i dalszego zamknięcia. W piątek marszu EURUSD na północ nie powstrzymały ani rozczarowujące dane z Niemiec (wskaźnik IFO wskazuje raczej na stagnację niż na ożywienie - więcej w sekcji analizy), ani dramatycznie niska spłata LTRO (liczona w mln EUR). W tym tygodniu, wobec niewielkiej liczby publikacji danych makro w strefie euro, rytm na EURUSD będą wyznaczały amerykańskie dane (zamówienia na dobra trwałe, ciąg dalszy rynku nieruchomości).

EURUSD technicznie

Na wykresie tygodniowym nieśmiałe wzrosty (niepotwierdzone oscylatorem); odbicie w górę od MA200 mało przekonujące. Na dziennym z kolei jest (predykcyjnie) znacznie lepiej. Notowania wybiły się w górę z kanału deprecjacyjnego, oscylator też nabrał wigoru. Można pokusić się o wyznaczenie celu na 1,3238 (wsparcie 1,3000). Na 4h notowania przebiły się przez MA55, sformowała się flaga, szansa na kontynuację ruchu w górę jest znaczna.

Wsparcie	Opór
1,3000	1,3238
1,2962	1,3200
1,2844	1,3141

* 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 złoty nie zareagował na słabsze dane o sprzedaży detalicznej (o szczegółach publikacji czytaj w sekcji analizy) i w przeciwieństwie do stabilnych walut regionu pozostawał w dużej korelacji ze zmianami na EURUSD (stąd być może zaskakujące umocnienie czynnika krajowego w wycenie EURPLN). Przy bardzo spokojnym tygodniu (publikacje jedynie oczekiwań inflacyjnych i kwartalnego bilansu płatniczego) złoty pozostanie pod wpływem czynników globalnych. Ustalenie kompromisu na Cyprze (narzucone przez trojkę uwarunkowanie dalszej pomocy finansowej od zebrania 5,8 mld euro zostało osiągnięte przez oprocentowanie depozytów powyżej 100 tys. euro i bez konieczności zgody cypryjskiego parlamentu) kierunkuje zmiany EURPLN na południe, zaś tydzień przedświąteczny powinien osłabić zmienność.

EURPLN technicznie

Na wykresie tygodniowym notowania zawróciły (spory wąs na świecy) odbijajać się do górnej granicy wstęgi Bollingera. Górne ograniczenie klina pozostaje nienaruszone. Na dziennym prawie bearish (PLN bullish) reversal, z ładną (czarną) kontynuacją od początku handlu. Piątkowy ruch w zasadzie falsyfikuje nasze nieśmiałe tezy jakoby ruch wzrostowy z końca 2012 roku był kontynuowowany (4,2142 nawet nie było testowane). Notowania po prostu poszerzyły range, który teraz wygląda mniej więcej tak: 4,1212 (4,1360) - 4,1950. Czas na ruch w dół.

Wsparcie	Opór
4,1823	4,2261
4,1772	4,2142
4,1543	4,1950

* 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	3.17	3.20
2Y	3.1275	3.18
3Y	3.1651	3.22
4Y	3.215	3.27
5Y	3.265	3.32
6Y	3.345	3.40
7Y	3.415	3.45
8Y	3.467	3.50
9Y	3.515	3.55
10Y	3.5349	3.58

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

FRA	BID	ASK
1x2	3.32	3.37
1x4	3.26	3.31
3x6	3.14	3.19
6x9	3.05	3.08
9x12	2.93	2.96

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1860
USD/PLN	3.2361
CHF/PLN	3.4257

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2971
EUR/JPY	122.23
EUR/PLN	4.1690
USD/PLN	3.2099
CHF/PLN	3.4074

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.