



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.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		
01.04.2013 PONIEDZIAŁEK							
3:45	CHN	PMI w przemyśle (pkt)	mar		51.6	50.4	51.6
16:00	USA	Wskaźnik ISM w przemyśle (pkt)	mar		54.0	54.2	51.3
02.04.2013 WTOREK							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt)	mar	48.4	48.7	48.9	
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt)	mar		43.9	43.9	
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt)	mar		48.9	48.9	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt)	mar		48.6	48.6	
11:00	EUR	Stopa bezrobocia	lut		12.0	11.9	
14:00	GER	CPI <i>prelim</i> r/r (%)	mar		1.3	1.5	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	lut		2.9	-2.0	
03.04.2013 ŚRODA							
3:45	CHN	PMI w usługach (pkt)	mar			52.1	
11:00	EUR	CPI <i>prelim</i> r/r (%)	mar		1.6	1.8	
14:15	USA	Wskaźnik ADP (tys.)	mar		200	198	
16:00	USA	Wskaźnik ISM w usługach (pkt)	mar		55.8	56.0	
04.04.2013 CZWARTEK							
9:50	FRA	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	mar		41.9	41.9	
9:55	GER	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	mar		51.6	51.6	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	mar		46.5	46.5	
10:00	EUR	PMI composite <i>final</i> (pkt)	mar		46.5	46.5	
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	kwi		0.50	0.50	
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	kwi		0.75	0.75	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	30.03				
05.04.2013 PIĄTEK							
9:00	HUN	Produkcja przemysłowa <i>prelim</i> r/r (%)	lut			-1.4	
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lut		-0.4	1.2	
12:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	lut		1.1	-2.5 (r)	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	lut		-44.6	-44.4	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.)	mar		195	236	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	mar		7.7	7.7	

W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** W tym tygodniu czeka nas jedynie publikacja wskaźnika PMI za marzec. W naszej opinii tym razem bilans czynników wpływających na jego poziom kształtował się negatywnie (negatywne niespodzianki w Niemczech, stagnacja w polskim przemyśle sygnalizowana przez ostatni odczyt prod. przemysłowej i badania koniunktury GUS, niekorzystne warunki pogodowe), dlatego oczekujemy nieznacznego spadku indeksu.
- **Gospodarka globalna.** Kalendarz bogaty w publikacje po obydwu stronach Oceanu. W strefie euro zaczynamy od finalnych odczytów wskaźników PMI w przemyśle (tu raczej nie będzie niespodzianek), ale istotniejsze będą dane o bezrobociu (jak co miesiąc, w górę o 0,1 p. proc.), inflacji (kontynuacja spadków) i sprzedaży detalicznej (nieznaczne odreagowanie wzrostów z poprzedniego miesiąca). *Last but not least*, w piątek opublikowane zostaną dane nt. zamówień w niemieckim przemyśle - powszechnie oczekuje się, że poprzedni, fatalny odczyt zostanie przynajmniej częściowo zniwelowany. W Stanach Zjednoczonych kluczowe będą piątkowe dane z rynku pracy - tu można spodziewać się kolejnego solidnego raportu, choć ponowny spadek stopy bezrobocia byłby zaskoczeniem dla rynku, działającym jak zacieśnienie polityki pieniężnej. To również tydzień banków centralnych - decyzje podejmą: BoE, BoJ i ECB. W żadnym z tych przypadków nie można spodziewać się zmiany stóp procentowych, ale interesujące będą ew. komentarze i decyzje dotyczące innych instrumentów polityki pieniężnej. W przypadku ECB można zapewne spodziewać się poruszenia tematu Cypru, choć ostatnie gorsze dane, jak również spadająca inflacja, mogą budzić na nowo oczekiwania na obniżki stóp procentowych (które uważamy za wysoce nieprawdopodobne).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Kotecki: Latem inflacja może wyhamować do poziomu 0,6 procent.
- W marcu 2013 roku oczekiwania inflacyjne spadły. Osoby prywatne sądzą, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy średnia stopa inflacji osiągnie poziom 1,6 procent.
- Schaeuble zapewnił, że oszczędności na kontach w bankach strefy euro są bezpieczne, a Cypr to przypadek wyjątkowy i nie można go traktować jako szablonu dla przyszłych planów ratunkowych.

Decyzja RPP (10.04.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.000	0.000
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.837	-0.009
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	0.000	0.000

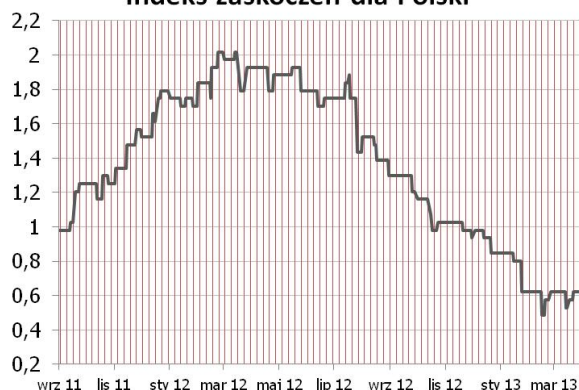
PROGNOZA BRE

bez zmian

Dotyczy benchmarków Reuters

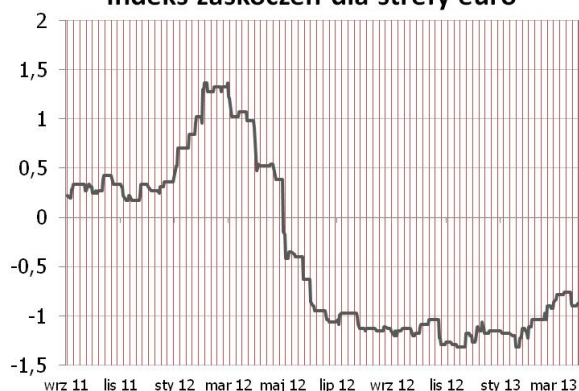
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


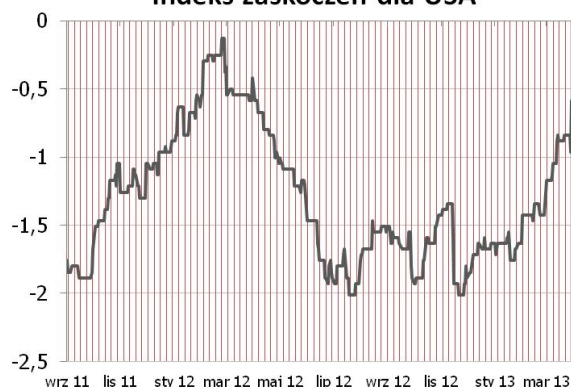
Bez zmian (brak publikacji). W tym tygodniu jedynie PMI w przemyśle - ze względu na splot negatywnych czynników oddziałujących na percepcję koniunktury gospodarczej przez przedsiębiorców w marcu, uważamy negatywną niespodziankę za prawdopodobną.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Po ubogim w publikacje tygodniu indeks lekko w górę dzięki lepszej od oczekiwań sprzedaży detalicznej w Niemczech. Ten tydzień ma szansę ponownie poruszyć indeksem, nie tylko ze względu na finalne odczyty PMI, ale przede wszystkim z uwagi na dane ze sfery realnej (zamówienia w niemieckim przemyśle, inflacja, bezrobocie i sprzedaż detaliczna w strefie euro).

USA

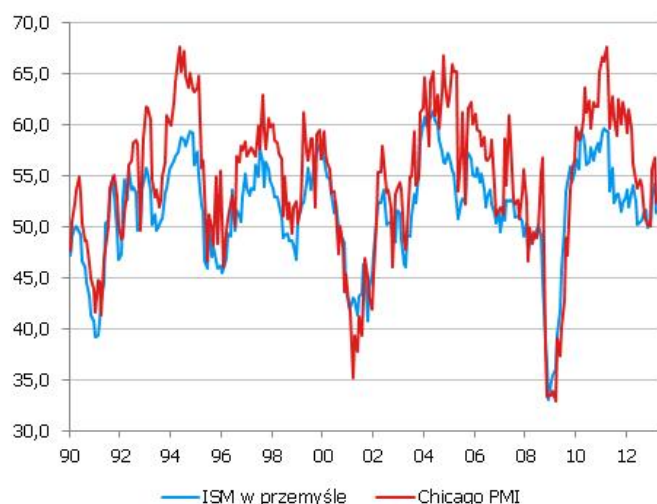
Indeks zaskoczeń dla USA


Seria negatywnych niespodzianek (nowozarejestrowani bezrobotni, "bazowe" zamówienia na dobra trwałe, Chicago PMI, trzeci szacunek konsumpcji prywatnej w IV kwartale poprzedniego roku) została z nawiązką przykryta przez finalny (sic!) odczyt wskaźnika koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan. Nasza wizja gospodarki amerykańskiej pozostaje pozytywna, ale oczekiwana przez nas konsolidacja indeksu zaskoczeń ma przyczyny zarówno cykliczne i techniczne, jak i fundamentalne (sekwestracja).

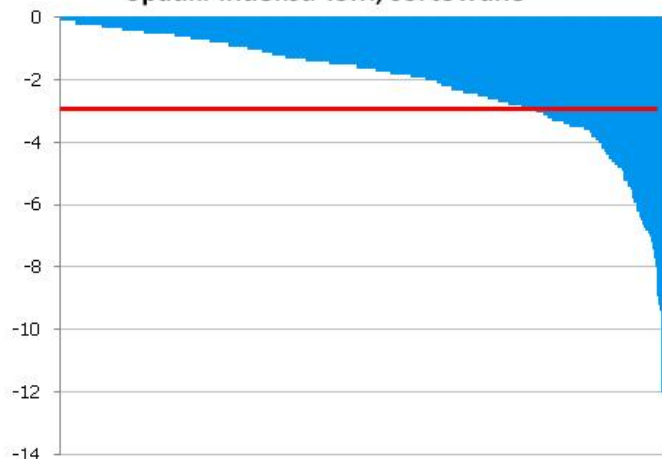
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną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

USA: Spadek ISM w przemyśle

Okazało się, że spadek Chciago PMI był proroczy dla indeksu dla całej gospodarki. ISM w przemyśle spadł w marcu o 2,9pkt. do 51,3pkt. Na razie jeszcze indeks dla całej gospodarki znajduje się powyżej poziomów, które uznaliśmy za dolny punkt zwrotny cyklu, choć trzeba przyznać, że tąpnięcie jest dość duże w skali (tylko 21% spadków obserwowanych historycznie było większych).



Spadki indeksu ISM, sortowane



Nowe zamówienia obniżyły się o 6,4pkt. do 51,4pkt., produkcja spadła z 57,6pkt. do 52,2pkt. W odróżnieniu od nieco niespójnych danych z okręgu Chicago, w całej gospodarce spadki dynamiki zamówień i produkcji zbiegły się z udrożnieniem kanałów dostaw (szybsze dostawy). Jasnym punktem raportu jest zatrudnienie, które po raz kolejny wzrosło do 54,2pkt. Podobnie jak w przypadku indeksu z Chicago odpowiedzi respondentów są dość optymistyczne; odczuwalny sekwester pojawia się w przypadku przemysłu medycznego oraz transportu, dotkniętego mniejszymi wydatkami na obronę narodową. Na tym etapie naprawdę trudno jest stwierdzić, jak duża część obniżenia się indeksu obrazuje pogorszenie sentymentu i oczekiwań (Europa, straszący sekwester), a jaka faktycznego zmniejszenia się dynamiki gospodarki (np. wynikająca ze zmniejszenia dynamiki popytu z Azji).

Spoglądając na liczby można stwierdzić, że z perspektywy wydatków rządowych sekwester jest na razie tylko groźnią wyglądającym hasłem, natomiast jego skutki dla gospodarki rekompensowane są przez inne zaakceptowane nieco wcześniej programy rządowe. Cięcia wydatków powinny rozpocząć się na przełomie marca i kwietnia (niektóre jednostki budżetowe, czy samorządowe rozpoczęły dostosowania nieco wcześniej, antycypując brak zgody pomiędzy demokratami i republikanami). Cały czas jednak w gospodarce działa program odbudowy po huraganie Sandy (łącznie zaplanowano 50mld USD wydatków, z czego około 10mld USD zostało faktycznie wydane). Dodatkowo, przegłosowana ostatnio poprawka umożliwiająca kontynuację pracy administracji oraz umożliwiająca jej finansowanie (tak zwane continuing resolution) zezwoliła na większą elastyczność w cięciach wydatków przez poszczególne resorty (możliwość przesuwania w czasie); co więcej, poprawka ta przemyśliła dodatkowe wydatki na obronę narodową (baseline operations and maintenance account) w wysokości około 10mld USD.

Podtrzymujemy nasze piątkowe stwierdzenie, że nadchodzi czas mieszanych danych, w których zmiany sentymentu będą się mieszać z oczekiwaniami na cięcia wydatków federalnych i stanowych (meandry amerykańskiej polityki fiskalnej są koncepcyjnie trudne nawet dla operujących w tej gospodarce podmiotów gospodarczych) oraz efektami zmniejszenia dynamiki popytu w Azji. Ostatnie wydarzenia sprawiają, że w USA zmieni się prawdopodobnie kształt ścieżki ożywienia. Choć będzie ono kontynuowane (tu się nic nie zmienia), pierwsza połowa roku z odczuwaną bieżącą „czkawką” zostanie wygładzona przesuwaniem cięć w wydatkach rządowych na drugą połowę roku. W konsekwencji druga połowa roku będzie pewnie mniej dynamiczna. Podtrzymujemy, że przy obecnych wycenach scenariusz ten jest w dużej mierze dyskontowany przez rynki finansowe.



EURUSD fundamentalnie

Ostatnia sesja w marcu przebiegła na EURUSD bardzo spokojnie, dopiero poniedziałkowe słabsze dane z oceanu o koniunkturze w przemyśle (indeks ISM) przesunęły notowania powyżej 1,285. W tym tygodniu do centrum uwagi powróci kalendarz wydarzeń makroekonomicznych (z Europy indeksy koniunktury, dane o zamówieniach w przemyśle Niemiec oraz przede wszystkim decyzja EBC, z USA przede wszystkim rynek pracy) oraz włoskie pomysły na mniejszościowy rząd techniczny. Nawet nieznaczne ostudzenie oczekiwań przy ostatnich mieszanych danych z USA nie powinno przeważać ciągle bardzo słabych danych europejskich i wysokiej niepewności politycznej determinujących powrót fazy risk-off. Ostatnie lekkie odreagowanie EURUSD nie wróży zatem zakończenia trendu spadkowego.

EURUSD technicznie

Tydzień zamknął się poniżej MA55. Wsparcie powinno stawiać Fibo na 1,2727. Przekonywujących dowodów na odwrócenie trendu spadkowego na razie brak (celo Fibo, potem dolny Bollinger 1,2643, potem 1,2500). Z perspektywy dziennej notowania próbują się wyrwać z kanału spadkowego, nawet oscylator nieco odbił. Dno wygląda na „uklepane”, ale takie dna już widzieliśmy w tym trendzie spadkowym. Jeśli notowania skutecznie powalczą z MA200 (1,2889), ruch w górę ma szansę nabrać wigoru. Niestety na 4h momentym wzrostowe prawdopodobnie wyczerpało się zanim przekroczona została MA55. Zamykamy pozycję z niewielkim zyskiem (60 pipsów) i czekamy na rozwój wydarzeń. Niewykluczone, że notowania teraz utworzą range 1,2750-1,2880.

Wsparcie	Opór
1,2750	1,3000
1,2643	1,2945
1,2500	1,2889

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

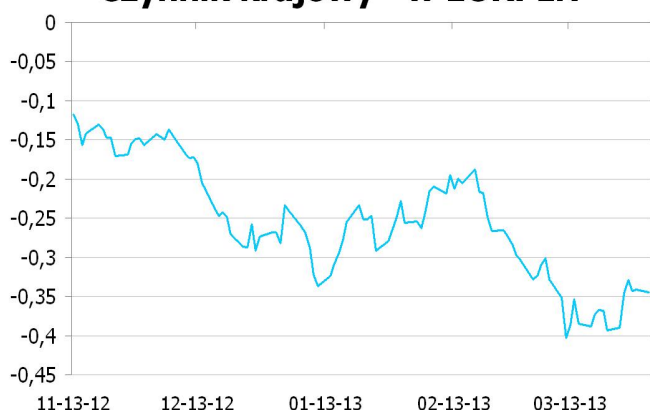
Od południa w piątek przez okres świąteczny EURPLN pozostawał w przedziale 4,17-4,18 ze sporymi wahaniami intraday przy niskiej płynności rynku. Pomimo wcześniejszej sporej korelacji z EURUSD złoty nie zareagował na poniedziałkowe umocnienie euro - część tego ruchu może przynieść dopiero dzisiejszy powrót inwestorów do gry. Uważamy jednak, że w tym tygodniu sentyment globalny utrzyma EURPLN w trendzie bocznym (dziś jedynie publikacja PMI - oczekujemy spadku, jednak złoty rzadko reaguje na tę publikację), zaś większe zmiany będą miały szansę przynieść posiedzenie RPP 9-10 kwietnia oraz publikacje danych za marzec (słabszych, choćby ze względu na czynniki pogodowe).

EURPLN technicznie

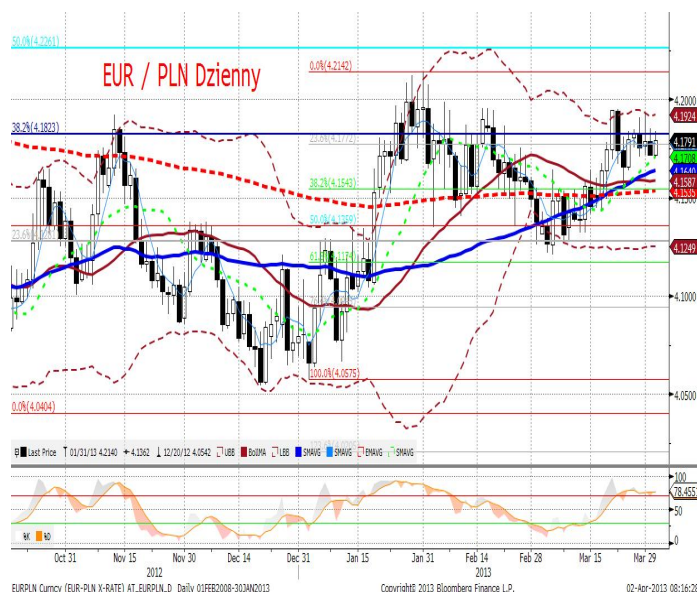
Na wykresie tygodniowym notowania pozostają nadal powyżej MA55; górne ograniczenie klina już blisko, bo 4,1971, oscylator znów się rozpędza (w górę). Przekroczenie 4,1971 otwiera drogę nawet do 4,3025 - najpierw jednak pokonane musi zostać 4,2145, co już niejednokrotnie było bardzo trudne. Dzienny wygląda nadal jak poszerzony range [4,1212 (4,1360) - 4,1823 (4,1950)]. Na 4h jest dywergencja, a więc należy raczej przygotować się na krótkoterminowy ruch w górę. Uwaga na poziomy z wykresu tygodniowego, zwłaszcza 4,2145 - tam znajduje się prawdopodobnie wiele zleceń S/L.

Wsparcie	Opór
4,1800	4,2145
4,1700	4,1950/71
4,1600	4,1823

Czynnik krajowy* w EURPLN



* Wykres przedstawia resztę 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.

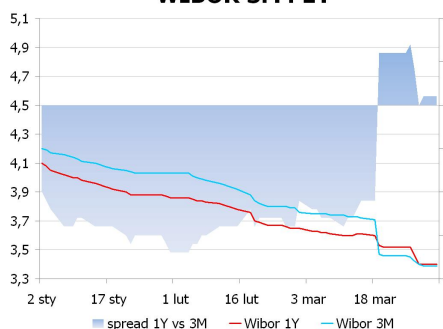




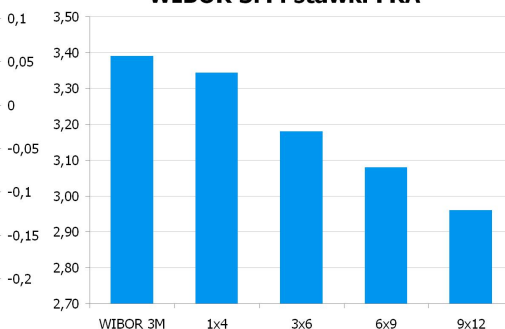
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.15	3.18	ON	3.1	3.4	EUR/PLN	4.1774
2Y	3.14	3.19	1M	3.2	3.3	USD/PLN	3.2590
3Y	3.1751	3.23	3M	2.9	3.3	CHF/PLN	3.4323
4Y	3.225	3.28					
5Y	3.275	3.33					
6Y	3.325	3.39					
7Y	3.415	3.45					
8Y	3.467	3.50					
9Y	3.515	3.55					
10Y	3.56	3.61					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.32	3.37	EUR/USD	1.2845
1x4	3.28	3.34	EUR/JPY	119.76
3x6	3.12	3.18	EUR/PLN	4.1680
6x9	3.05	3.08	USD/PLN	3.2457
9x12	2.93	2.96	CHF/PLN	3.4277

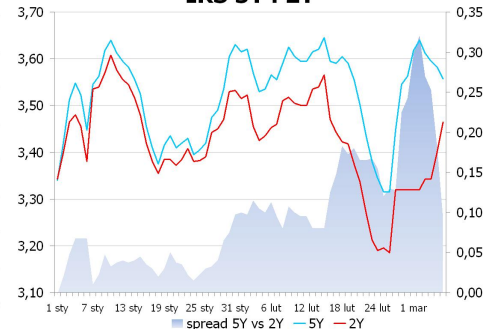
WIBOR 3M i 1Y



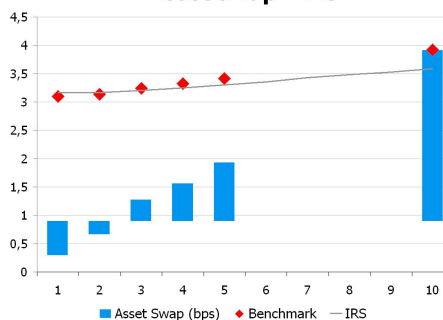
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



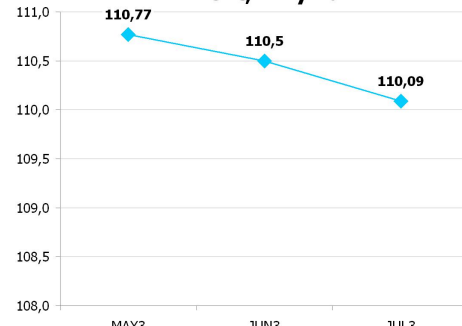
Asset swap i IRS



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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.