



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	48.0
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt)	mar		43.9	43.9	44.0
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt)	mar		48.9	48.9	49.0
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt)	mar		48.6	48.6	46.8
11:00	EUR	Stopa bezrobocia	lut		12.0	12.0 (r)	12.0
14:00	GER	CPI <i>prelim</i> r/r (%)	mar		1.3	1.5	1.4
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	lut		2.9	-1.0 (r)	3.0
03.04.2013 ŚRODA							
3:45	CHN	PMI w usługach (pkt)	mar			52.1	54.3
11:00	EUR	CPI <i>prelim</i> r/r (%)	mar		1.6	1.8	1.7
14:15	USA	Wskaźnik ADP (tys.)	mar		200	237 (r)	158
16:00	USA	Wskaźnik ISM w usługach (pkt)	mar		55.8	56.0	54.4
04.04.2013 CZWARTEK							
	JAP	Decyzja BoJ (%)	kwi		0.10	0.10	0.10
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	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka globalna.** Dziś decyzja EBC - więcej czytaj w sekcji analizy.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **Moody's:** Fakt, iż Polska sfinansowała już około 60 procent tegorocznych potrzeb pożyczkowych, jest pozytywny dla ratingu kraju, biorąc pod uwagę panującą na rynkach niepewność związaną z kryzysem w strefie euro.
- **Bank Japonii** nie zmienił poziomu stóp procentowych, jednak zaskoczył rynek wejściem w „nową fazę poluzowania monetarnego”. BoJ chce osiągnąć 2% cel inflacyjny w ciągu 2 lat podwajając bazę monetarną przez nieograniczone zakupy aktywów przesunięte na długi koniec krzywej (zapadalność ma wzrosnąć z 3 do 7 lat).

Decyzja RPP (10.04.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.308	-0.013
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.806	0.000
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.881	-0.022
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

Dziś decyzja ECB

O godzinie 13:45 zostanie ogłoszona decyzja ECB w sprawie stóp procentowych, o 14:30 rozpocznie się zaś konferencja prasowa i jej przebieg również należy śledzić z uwagą. Pod wieloma względami, dzisiejsze posiedzenie i proces komunikacji jego wyników mogą być istotniejsze od poprzednich. Czy ECB obetnie dziś stopy? Raczej nie, ale kluczowa powinna dziś okazać się warstwa komunikacyjna.

Po pierwsze, z czysto ekonomicznego punktu widzenia, rozwój sytuacji w strefie euro w ostatnich miesiącach nie przebiegał zgodnie z wielokrotnie wyrażanym przekonaniem wierzuszki ECB. Wzrosty wskaźników koniunktury, na których wspierały się oczekiwania stopniowej poprawy sytuacji, odwróciły się w marcu i trudno w tej chwili zachowywać umiarkowany optymizm nawet w odniesieniu do Niemiec. ECB będzie dziś zmuszony zmierzyć się z tą przykrą niespodzianką.

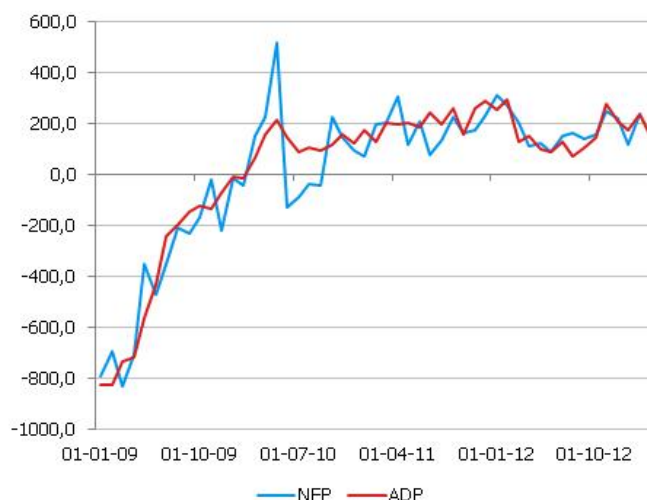
Po drugie, spadająca w strefie euro inflacja po raz kolejny rozbudza oczekiwania na obniżki stóp procentowych, a przynajmniej stawia ECB przed koniecznością odnotowania tego faktu i uzasadnienia takiej czy innej decyzji w tym kontekście. Nasze przekonanie o niskim prawdopodobieństwie obniżek stóp procentowych nie jest już tak niewzruszone, jak jeszcze miesiąc temu. Skądinąd wiadomo, że w łonie banku istnieje opozycja wobec oficjalnej linii (stopy bez zmian), reprezentowanej przez m.in. przez Draghiego, Weidemanna, Coeure. Rozczarowania ze sfery realnej i spadek inflacji najpewniej wzmocniły tę frakcję. Tym niemniej, obniżka stóp nie jest rozwiązaniem problemów strefy euro, jak wielokrotnie wskazywaliśmy. Być może zamiast zaklinania rzeczywistości pojawi się jakaś wzmianka o działaniach niestandardowych, choć raczej rozpatrujemy tę propozycję w kategoriach naszego myślenia życzeniowego.

Wreszcie, można na konferencji prasowej oczekiwać odniesień do bailout'u Cypru i postawieniu cypryjskiego sektora bankowego pod ścianą. Z punktu widzenia wiarygodności polityki ECB obrona tych decyzji przez Draghiego jest jedyną racjonalną opcją.

USA: ISM, ADP notują nieoczekiwane spadki, ryzyko w dół na NFP

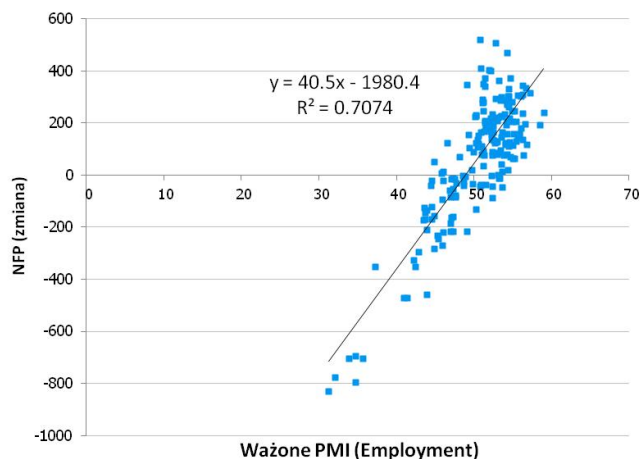
Indeks ISM dla sektora usług obniżył się w marcu do 54,4pkt. z 56,0pkt. w lutym. Odczyt - podobnie jak w przypadku sektora przemysłowego - okazał się gorszy od konsensusu. Rozbicie przedstawia się podobnie jak w przypadku sektora przemysłowego - spadki odnotowano niemal we wszystkich kategoriach, także w przypadku zatrudnienia (tu jedyna różnica: w sektorze przemysłowym ocena zatrudnienia wzrosła). W kategoriach opisowych praktycznie żaden komentarz nie jest negatywny; pojawiają się natomiast odniesienia do kiepskich warunków pogodowych. Nie sądzimy, że negatywna zmiana ISM w usługach przesądza o zmianie trendu - na razie traktujemy ją jak korektę wcześniejszych dość wysokich poziomów (po raz kolejny kłania się z dzisiejszej perspektywy chyba nadmierny optymizm notowany na przełomie roku).

Co tym razem bardziej interesuje uczestników rynku to przełożenie danych z indeksów ISM oraz ADP (odczyt okazał się sporo niższy od oczekiwań, zamiast 200 tys. wyświetliła się liczba 158 tys. - rewizja w górę poprzedniego odczytu do 237 tys., czyli praktycznie do poziomów poprzedniego odczytu NFP przyjęta została raczej chłodno) na piątkowe oficjalne dane z rynku pracy (NFP i stopa bezrobocia). Sama korelacja indeksu ADP i NFP (w obu przypadkach odnosimy się wyłącznie do sektora prywatnego) historycznie nigdy nie była doskonała, natomiast w ostatnich miesiącach wyraźnie się poprawiła, co rysuje wyraźne ryzyko w dół dla odczytu NFP (okolicie 160tys. zamiast oczekiwanych 200tys.); pozostaje pytanie ile z tej wydawałoby się oczywistej korekty jest już w cenach - ze względu na jej „oczywistość” stawiamy, że sporo.



Na problem można spojrzeć także w kontekście wskazań komponentu zatrudnienia z indeksów ISM (w analizach dokonuje się optymalizacji ważenia ex post obydwu indeksów: 20% waga trafia do przemysłu, 80% waga do sektora poza-przemysłowego). Przeważony indeks wskaźników koniunktury (od połowy 1997 roku) charakteryzuje się prawie 85% korelacją ze zmianami NFP. Każdy indeks koniunktury z osobna jest gorszy: około 63% korelacja występuje dla przemysłu, 82% dla sektora usług. „Na oko” taki sposób wnioskowania nie wygląda szczególnie zachęcająco w kontekście dopasowania do danych miesięcznych (rysunek tym razem pomijamy) w przestrzeni czasowej. Spoglądając natomiast na wykres rozrzutu relacja wygląda

całkiem nieźle. Na jej mocy można stwierdzić, że obecne poziomy indeksów koniunktury implikują zmianę zatrudnienia na poziomie +185 tys. (choć gwoździu uczciwości przyznać należy, że błąd ex ante takiej prostej prognozy jest spory).



Na koniec pozostaje jeszcze kwestia skali spadku indeksu ISM-zatrudnienie spoza sektora usług. W historii badania - przynajmniej otwarcie, niezbyt długiej jak na daną amerykańską - tylko 14% spadków tego komponentu było większych. I choć sama statystyka może straszyć, historycznie nie ma żadnej statystycznie istotnej relacji pomiędzy skalą spadku a zachowaniem NFP (zbadaliśmy lewostronny rozkład dla spadków indeksu koniunktury większych niż 1,5pkt.).

Wnioski? Okres mieszanych danych w gospodarce amerykańskiej wciąż trwa i niepokoi inwestorów (kolejne negatywne zaskoczenie już nie było tolerowane - giełdy spadły, rentowności obligacji również). Sądzymy, że kolejny rzut danych może być już nieco lepszy (stawiamy, że część z mieszanych danych wynika po prostu z ich korekcyjnego charakteru względem poprzednich odczytów). Piątkowa publikacja NFP będzie prawdopodobnie negatywną niespodzianką względem wyświetlanych obecnie przez agencje informacyjne konsensusów; reakcja rynkowa może natomiast wyglądać raczej tak, jakby gorsze dane były już zdyskontowane.



EURUSD fundamentalnie

Wczorajsze niewielkie, ale ukierunkowane na północ zmiany na EURUSD zdeterminowane były przez kolejną porcję słabszych danych z amerykańskiej gospodarki (ISM w usługach, ADP). Przez ostatni tydzień EURUSD pozostawał w wąskim range 1,275-1,287 wskazując nie tylko na powrót kalendarza makroekonomicznego z USA do gry (zaskoczenia układające się w serie zaczynają niepokoić) jako czynnika równoważącego europejskie niepewności i oddalające się w czasie ożywienie, ale także na wynikający z tego brak konsensusu odnośnie dzisiejszej decyzji EBC. Relatywnie optymistyczny scenariusz kreślony dotąd przez komunikaty EBC nie znajduje odzwierciedlenia w rzeczywistości i wzmacnia oczekiwanie na zmianę czy to retoryki czy bezprecedensową obniżkę stóp procentowych (po porannej spektakularnej decyzji Banku Japonii spekulacje wzrosną). Dziś kierunek zmian na EURUSD zdeterminuje godzina 13:45, jednak podobnie jak rynek nie zakładamy się jaki on będzie.

EURUSD technicznie

W górę. Tym razem ruch spadkowy z początku dnia zatrzymał się w okolicach 1,28, a wybiecie w górę znalazło skuteczny opór na czterogodzinowym MA55. Diagnoza o próbie uformowania range (1,2750 - 1,2880) przez EURUSD na razie nie została sfałsyfikowana. Co więcej, ponieważ sytuacja na krótszych wykresach pozostaje daleka od wykładowania (bardzo niemrawy trend wzrostowy, na razie ani śladu dywergencji), pozostajemy przy niej, choć prawdopodobnie nadszedł czas na bardziej zdecydowane ruchy na EURUSD (zmienność w ostatnich dniach jako cisza przed burzą). Od ruchu w kierunku górnego ograniczenia range wymagalibyśmy najpierw przełamania wspomnianego MA55, w przeciwnym przypadku przyglądamy się środkowi Bollingera.

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

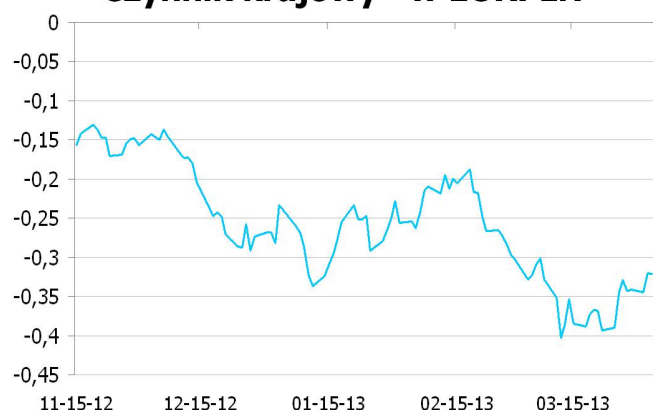
Złoty dalej słabnie prawie dobijając do poziomu oporu 4,20. Słabsze dane globalne (ostatnio nie tylko z ciągle bez powodzenia wyczekującej ożywienia strefy euro, ale także z owianego nadziejami USA) w połączeniu z ciągle niewidocznym punktem odbicia polskiej gospodarki wyznaczają kierunek zmian na EURPLN. Poranny delikatny ruch na południe spowodowało prawdopodobnie „wejście w nową fazę poluzowania monetarnego” przez Bank Japonii. Złoty dziś powinien silniej związać się z EURUSD w oczekiwaniu na decyzję EBC, jednak przy braku spektakularnego zaskoczenia większych zmian spodziewamy się dopiero po posiedzeniu polskiej RPP.

EURPLN technicznie

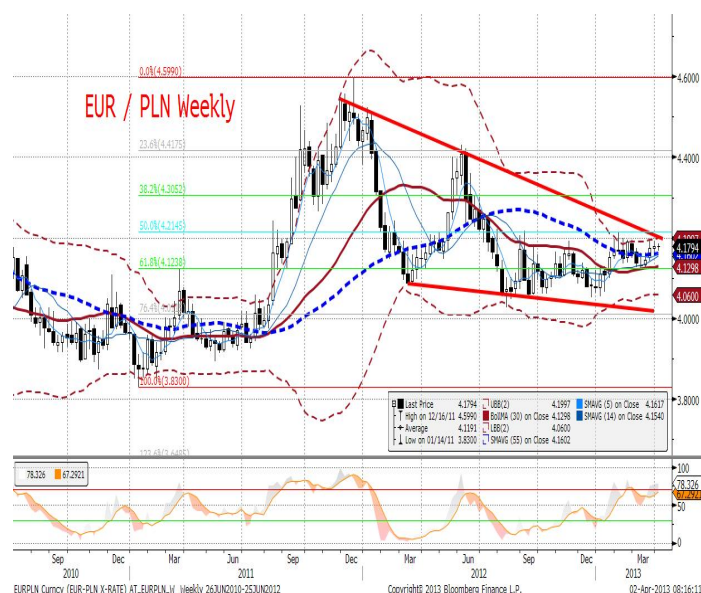
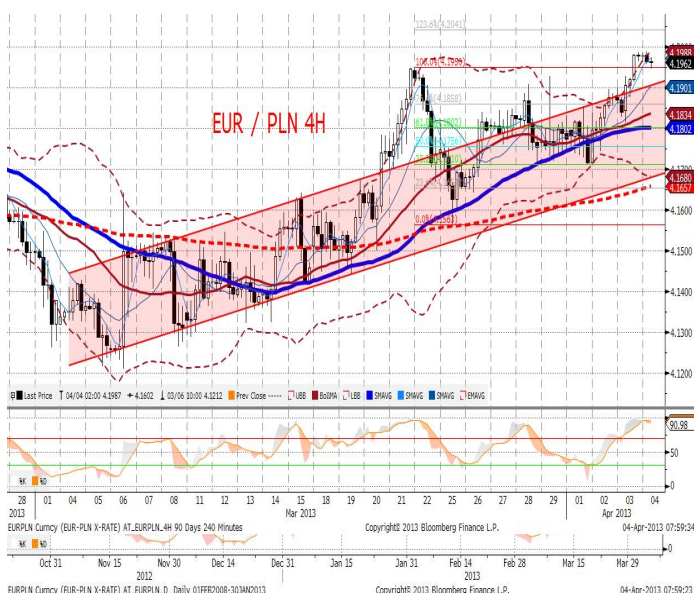
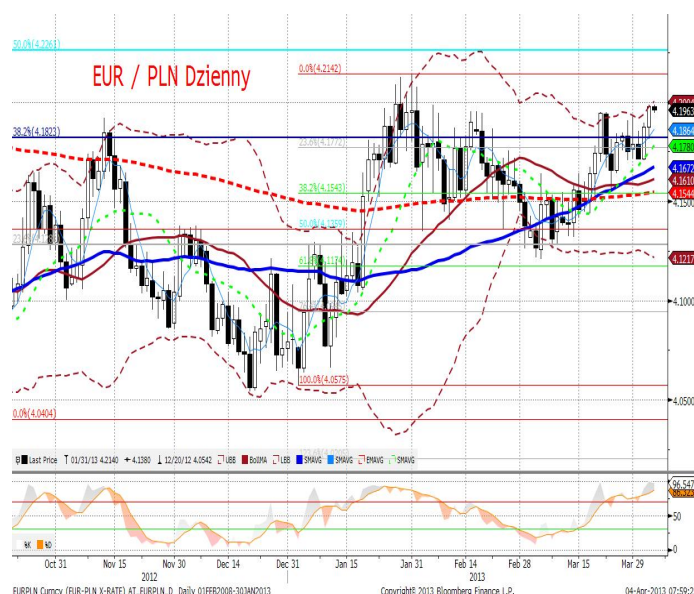
Kolejna biała świeca i mamy kolejne wyłamanie w górę z range, a co za tym idzie - nowe maksimum ostatnich dwóch miesięcy (4,186). Z kolei poranne / nocne odreagowanie przyniosło powrót w okolice górnego ograniczenia dawnego range i dzisiaj startujemy z 4,1950. Nie widać mocnych sygnałów odwrócenia trendu czy choćby korekty, nadszedł więc czas obserwacji. Wprawdzie kolejnym celem jest 4,2145 (i tutaj spodziewamy się mocnego oporu), ale zalecamy tutaj ostrożność - górne ograniczenie klina z wykresu tygodniowego jest o włos (4,1971), ale wczoraj nie doszło do trwałego przełamania. Jeżeli opór tutaj okaże się trwały, po prostu nieznacznie poszerzymy range.

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.

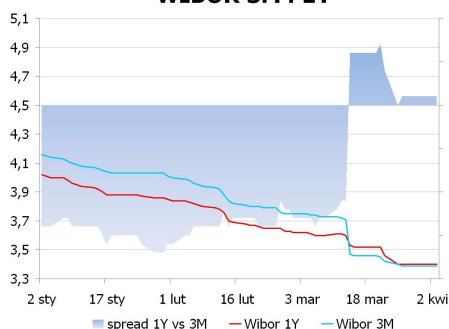




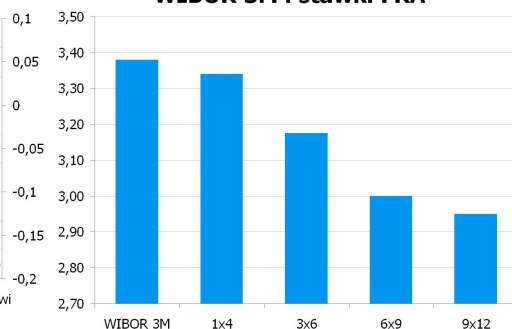
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.13	3.16	ON	3.1	3.4	EUR/PLN	4.1898
2Y	3.115	3.17	1M	3.2	3.3	USD/PLN	3.2693
3Y	3.155	3.21	3M	3.1	3.3	CHF/PLN	3.4416
4Y	3.205	3.26					
5Y	3.26	3.31					
6Y	3.315	3.38					
7Y	3.415	3.45					
8Y	3.467	3.50					
9Y	3.515	3.55					
10Y	3.555	3.61					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.32	3.37	EUR/USD	1.2849
1x4	3.28	3.34	EUR/JPY	119.52
3x6	3.12	3.18	EUR/PLN	4.1956
6x9	2.95	3.00	USD/PLN	3.2649
9x12	2.90	2.95	CHF/PLN	3.4583

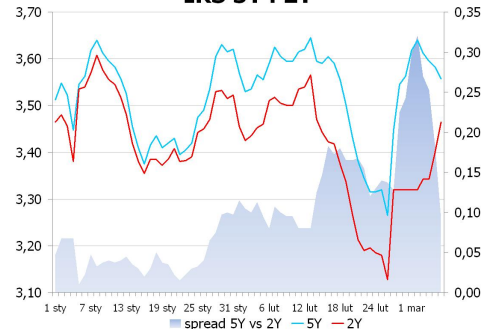
WIBOR 3M i 1Y



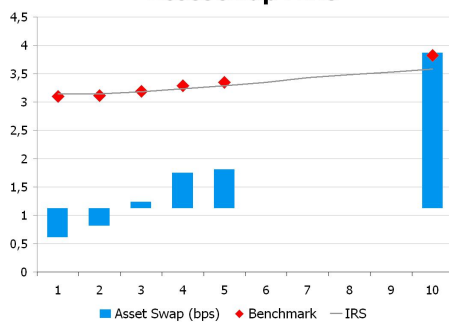
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



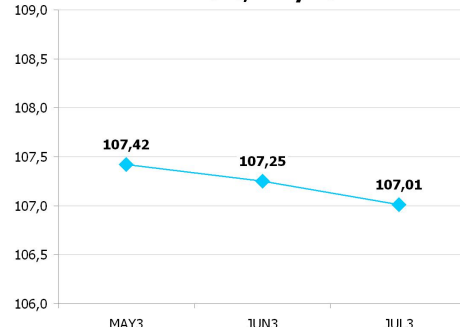
Asset swap i IRS



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 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. DYSTYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.