



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	41.3
9:55	GER	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	mar		51.6	51.6	50.9
10:00	EUR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt)	mar		46.5	46.5	46.4
10:00	EUR	PMI composite <i>final</i> (pkt)	mar		46.5	46.5	46.5
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	kwi		0.50	0.50	0.50
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	kwi		0.75	0.75	0.75
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	30.03		353	357	385
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.** W południe podane zostaną dane o niemieckich zamówieniach w przemyśle - po ostatnich fatalnych danych za styczeń oczekiwania ustawione są na odbicie. Otwartym pozostaje pytanie jak istotny wpływ na przemysł będzie miała wyjątkowo mroźna pogoda w miesiącach luty-kwiecień. Spora uwaga skupi się dziś także na danych z amerykańskiego rynku pracy, szczególnie po ostatnich negatywnych zaskoczeniach zarówno opublikowanymi w środę wskaźnikami ADP i składową zatrudnienia indeksu ISM, jak i wczorajszą (bliższą już 400 tys. niż 350 tys.) liczbą nowo zarejestrowanych bezrobotnych. Nasze szacunki po tych danych (więcej czytaj we wczorajszym Raporcie Dziennym) wskazują na NFP rzędu 180 tys.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka: Wejście Polski do systemu ERM2, poprzedzającego przyjęcie euro, mogłoby być dla polskiej gospodarki niebezpieczne. Może więc warto ubiegać się o zwolnienie z tego obowiązku. Rada Polityki Pieniężnej nie pracuje nad obniżeniem celu inflacyjnego.
- W czwartek ECB poinformował, że nie zmienił stóp procentowych, pozostawiając główną z nich na poziomie 0,75 procent (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Draghi: ECB rozważa zarówno standardowe, jak i niestandardowe działania w ramach polityki pieniężnej. Nastawienie ECB w polityce pieniężnej pozostanie akomodacyjne tak długo, jak to będzie potrzebne. EBC oczekuje ożywienia gospodarczego w strefie euro w drugiej połowie 2013 r., możliwe jest jednak, że kondycja gospodarki okaże się słabsza od obecnych oczekiwań.

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	1.278	-0.011
USAGB 10Y	1.769	0.008
POLGB 10Y	3.920	-0.053
Dotyczy benchmarków Reuters		



ECB: coraz bliżej polityki Fed, BoE oraz BoJ

Wynik posiedzenia ECB był zgodny z oczekiwaniami (przynajmniej niektórymi - część graczy po cichu liczyła na obniżkę stóp procentowych). Jak zwykle zdecydowanie ciekawsza była konferencja po posiedzeniu. Z elementów nowych okazało się, że ECB będzie bardzo, bardzo uważnie monitorował nadchodzące dane (*monitor very, very closely*), polityka akomodacyjna będzie utrzymana tak długo jak będzie trzeba, a ECB nie zawaha się użyć zarówno narzędzi standardowych, jak i niestandardowych. Decyzja wsparła bezpieczne obligacje (Francja na nowych minimach rentowności), dolewając oliwy do ognia wznieconego wcześniej decyzją BoJ. Reakcja EURUSD była schizofreniczna - najpierw odnotowaliśmy znaczące spadki, później gwałtowne umocnienie. Wydaje nam się jednak, że przyszło ono ze względu na słabość dolara, a nie moc wspólnej waluty. Sezon na bezpieczne obligacje wciąż w pełni, na czym powinien skorzystać także polski dług (możliwość obniżek stóp przez ECB to w oczach uczestników rynku także możliwość cięć ze strony RPP, potencjalnie bez zakłócania dysparytetu stóp pomiędzy EUR i PLN).

Na konferencji dało się wyczuć pewną niechęć do obniżek stóp procentowych, a przynajmniej niechęć do stosowania tego narzędzia w pierwszej kolejności. Jak wielokrotnie podkreślał Draghi oraz wielu członków Zarządu ECB, jest to mało selektywne narzędzie, a selektywność jest obecnie w europejskiej polityce pieniężnej niezbędna. Oznacza to naszym zdaniem, że 1) o ile tylko sytuacja gospodarcza w strefie euro nie będzie się poprawiać i o ile nie zostanie dokonany postęp w projektowaniu nowych narzędzi niestandardowych, ECB nie zawaha się użyć standardowych instrumentów w postaci obniżki stóp procentowych, 2) ECB zaczyna udzielać forward guidance w postaci (przynajmniej to - praktycznie bezwarunkowego) zobowiązania w wydaniu zbliżonym do tego stosowanego w wczesnych etapach zmiany komunikacji FOMC.

Co było przyczyną bardziej gołębiego komunikatu? Przede wszystkim oddalająca się wizja poprawy koniunktury w strefie euro, która cały czas nie chce się zrealizować. ECB co prawda trwa przy swojej prognozie odbicia w drugiej połowie roku, jednak jest ona obciążona ryzykiem w dół. Przypomnijmy, że stała niesprawdzalność przepowiedni prezesa to poważna rysa komunikacyjna i coś z tym fantem będzie należało w końcu zrobić. Jednocześnie istnieje duże ryzyko niewypełnienia mandatu inflacyjnego w postaci zbyt niskiej inflacji (przypomnijmy, że ostatnie projekcje znajdują się znacznie poniżej około 2% „celu inflacyjnego” na 2014 rok) - ten element został obłożony ryzykiem symetrycznym. Wnioski z analizy monetarnej w całości potwierdziły i prognozę łagodnej inflacji, i słabą aktywność gospodarczą.

W czasie konferencji przewijało się sporo stwierdzeń odnośnie policy mix w całej strefie euro. W szczególności Draghi zachwalał OMT i efekty, które zostały dzięki niemu osiągnięte. Jednocześnie wskazywał jednak, że w gruncie rzeczy ECB zrobił już dużo (dostarczenie nieograniczonej płynności bankom), a pozostałe działania naprawcze leżą w rękach rządów i pozostałych aktorów sceny gospodarczej (zmniejszenie niepewności, awersji do ryzyka, dokapitalizowanie sektora bankowego, stworzenie spójnego paneuropejskiego systemu nadzoru). Pojawiło się także sporo stwierdzeń z poprzedniego już stosowanego arsenału prezesa: nieodwracalność „projektu euro”, determinacja polityczna do utrzymania strefy euro razem (prezent specjalny

dla czytelników Zero Hedge). Choć stwierdzenia te padły w odpowiedzi na konkretne pytanie, ubiegłoroczne „believe me, it will be enough” kończyły się opracowaniem i ogłoszeniem nowych programów niestandardowych. Wygląda na to, że tak może być i tym razem. Ze względu jednak na odmienną specyfikę finansowania sektora prywatnego w strefie euro (nie przez rynek kapitałowy, ale właśnie przez sektor bankowy), QE w wydaniu amerykańskim, japońskim, czy brytyjskim nie ma sensu. Wartość tkwi natomiast w selektywnych narzędziach wspierających aktywność kredytową sektora bankowego (w szczególności SMEs). Sęk jednak w tym, że de facto programy umożliwiające paczkowanie kredytów dla przedsiębiorstw i ich zamianę w środki ECB już są aktywne, niestety nie funkcjonują tam, gdzie powinny, a więc na peryferiach. Uważamy, że ten aspekt problemu jest właśnie atakowany przez ECB - na kolejnym posiedzeniu dowiemy się co zostało obmyślane.

Stany Zjednoczone: czy wzrost liczby bezrobotnych jest powodem do niepokoju?

Wczorajsze dane na temat liczby nowych bezrobotnych przyniosły dużą negatywną niespodziankę i duży wzrost: o 28 tysięcy w porównaniu do poprzedniego tygodnia i o 51 tysięcy w stosunku do minimum z początku miesiąca. O ile wzrost liczby bezrobotnych jako taki nie powinien stanowić zaskoczenia i jest zgodny z serią negatywnych niespodzianek (ADP, ISM w przemyśle i usługach), o których pisaliśmy, o tyle jego skala może być przesadzona.

Po pierwsze, na przyrost liczby bezrobotnych wpływ mogła mieć Wielkanoc i związane z nią dni wolne. Efekt tutaj jest podwójny. Po pierwsze, wskazuje się na tymczasowe zwolnienia pracowników (np. nauczycieli) w związku ze spring break. Po drugie, ze względu na ruchomość święta, jakość i dokładność dostosowań sezonowych nie jest tutaj stuprocentowa i może nie odzwierciedlać faktycznych zmian na rynku pracy.

Po drugie, wczorajszy raport nie opierał się na pełnej próbce i jako że dwa stany nie dostarczyły bieżących danych, zostały one zastąpione szacunkami. Należy tutaj jednak uczciwie zauważyć, że ten efekt mógł działać w dwie strony. Wspominaliśmy o tym przy okazji styczniowych anomalii.

Szybki rzut oka na dane historyczne wskazuje, że liczba bezrobotnych często rośnie wbrew aktualnemu trendowi w okolicy Wielkanocy (działo się tak w poprzednich latach) i, w ogólności, wiosną. Skala około wielkanocnego wzrostu była w poprzednich latach podobna (2012: 10 tys., 2011: 47 tys., 2010: 21 tys.) do zeszłotygodniowej, dlatego ten pojedynczy odczyt nie jest sam w sobie powodem do paniki. Warto obserwować dane z kolejnych tygodni.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD wybił się z trendu bocznego wzrastając w czwartek po południu powyżej 1,29. Wczorajszy punkt kulminacyjny dnia w postaci decyzji i konferencji EBC został częściowo przyćmiony kolejnym słabym odczytem z amerykańskiego rynku pracy (liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych coraz bardziej zbliża się do 400 tys). Podczas gdy EBC praktycznie nie zaskoczył (zmiana nastawienia przy europejskiej gospodarce pogrążonej w recesji nikogo chyba nie zaskakuje - więcej czytaj w sekcji analizy), to coraz większa seria negatywnych zaskoczeń zza oceanu wydaje się przelewać szalę i coraz silniej osłabiać dolara. Po dzisiejszych danych (niemieckie zamówienia w przemyśle i amerykański rynek pracy) nikt nie spodziewa się pozytywnych zaskoczeń, zatem oczekujemy pozostania EURUSD blisko wczoraj osiągniętego poziomu z niezaniechanym ryzykiem przebicia najbliższego oporu 1,2960 przy wyjątkowo słabych danych o NFP.

EURUSD technicznie

Zajęcie długiej pozycji w okolicach 1,2750 okazało się strzałem w dziesiątkę: kto tak postąpił i nie przestraszył się wahnięcia do 1,2746 (rekomendowaliśmy S/L na 1,2740), ten zarobił wcale przyzwoicie. Dynamiczny wzrost wywindował EURUSD powyżej dziennej MA200 i po raz pierwszy od przeszło tygodnia startujemy z powyżej 1,29. Oscylator na dziennym się rozpęda i kuszącym byłoby wyznaczyć kolejne cele dla wzrostów: 1,2960 (środek Bollingera), 1,3 (względny psychologiczny) i 1,3110 (FIBO 38,2%) jako ostateczną granicę oczekiwanej od tygodnia korekty. Tym niemniej, notowania na 4H są już mocno wykupione. Jeszcze nie nadszedł czas na zamykanie pozycji, ale dobrze byłoby ustawić stop loss na 1,2893.

Wsparcie	Opór
1,2893/2900	1,3110
1,2840	1,3000
1,2750	1,2945

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

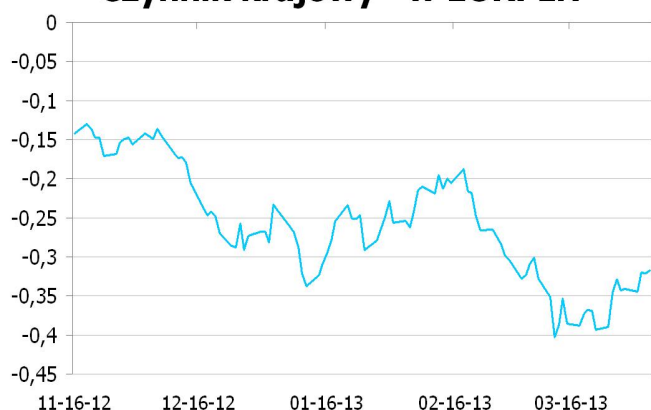
Złoty podobnie jak pozostałe waluty regionu umocnił się w czwartek względem euro. Trudno jednak wskazać bezpośrednią przyczynę tych zmian (poza Węgrami, gdzie silny ruch EURHUF na południe wywołała informacja o nowym programie pożyczek dla MSP m.in. do współfinansowania projektów unijnych, „funding for lending” niczym w Wielkiej Brytanii). W pewnym stopniu waluty CEE wspierane są przez decyzje banków centralnych (BoJ, EBC) i dzięki nietypowej korelacji z EURUSD także przez słabsze dane z USA. Dziś gra się ponownie toczy o dane globalne (niemieckie zamówienia w przemyśle, amerykański rynek pracy), jednak obecnie złoty nie reaguje na nie zbyt gwałtownie. Do środy (posiedzenie RPP) EURPLN pozostanie zapewne w przedziale 4,17-4,20.

EURPLN technicznie

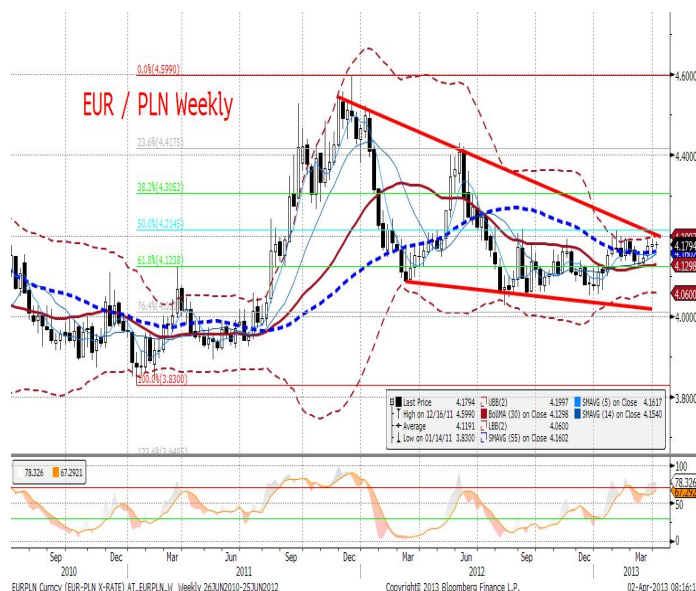
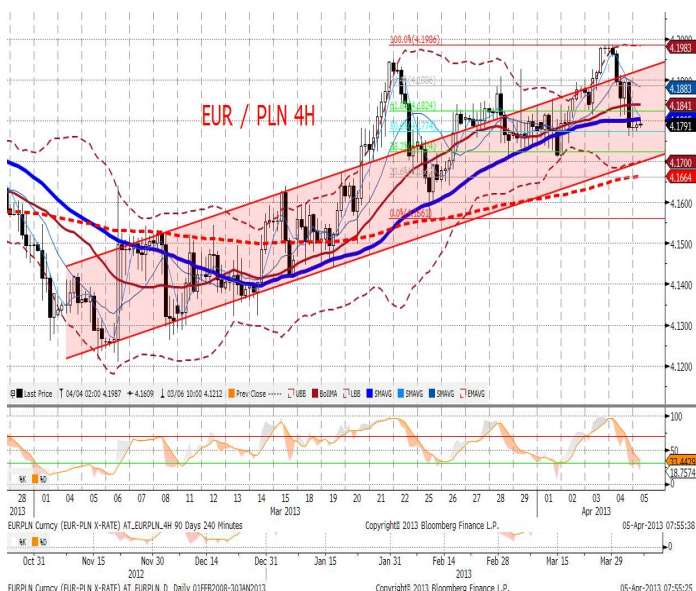
Zgodnie z naszymi obawami, okolice 4,1971 okazały się być skutecznym oporem, a EURPLN w sposób zdecydowany powrócił do dawnego range, które teraz poszerzamy do [4,1212 (4,1360) - 4,1823 (4,1986)]. Skuteczne wsparcie znalazło się na dziennym FIBO 23,6% (4,1772). Przestrzeń do dalszych spadków jest całkiem spora, ale brakuje silnego sygnału, który by to potwierdzał. Udany atak na FIBO powinien otworzyć drogę do silniejszych wsparć (kluczowy wydaje się splot FIBO i MA200 na 4,1545). W przeciwnym przypadku obserwujemy zmagania kursu z czterogodzinową MA55 (4,1804 - na razie z powodzeniem opiera się wzrostom).

Wsparcie	Opór
4,1700	4,2145
4,1600	4,1950/71
4,1545	4,1800/04

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.

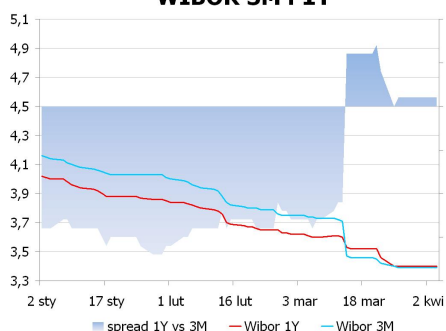




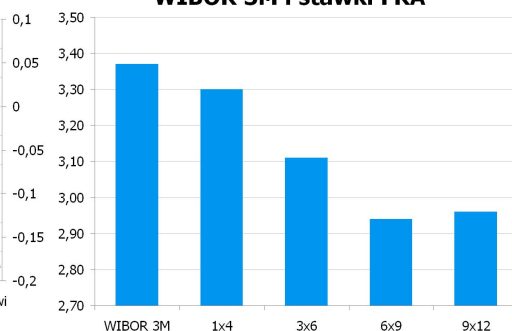
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.08	3.11	ON	3.1	3.4	EUR/PLN	4.1898
2Y	3.0801	3.13	1M	3.2	3.3	USD/PLN	3.2750
3Y	3.1251	3.18	3M	3.1	3.3	CHF/PLN	3.4457
4Y	3.1751	3.23					
5Y	3.225	3.28					
6Y	3.29	3.35					
7Y	3.35	3.41					
8Y	3.41	3.47					
9Y	3.465	3.53					
10Y	3.51	3.56					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.30	3.35	EUR/USD	1.2934
1x4	3.25	3.30	EUR/JPY	124.61
3x6	3.06	3.11	EUR/PLN	4.1763
6x9	2.89	2.94	USD/PLN	3.2297
9x12	2.93	2.96	CHF/PLN	3.4338

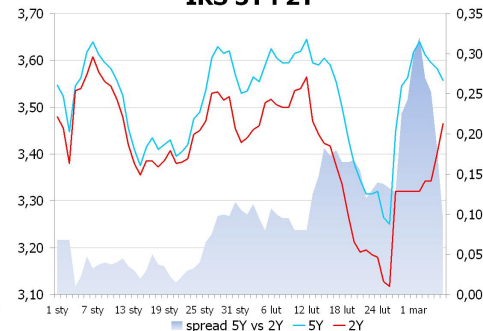
WIBOR 3M i 1Y



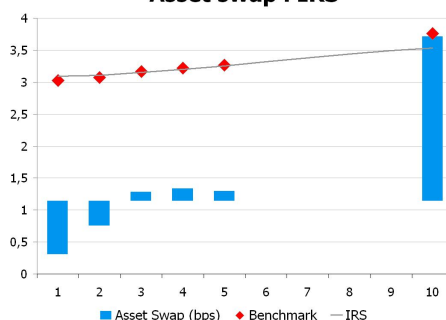
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



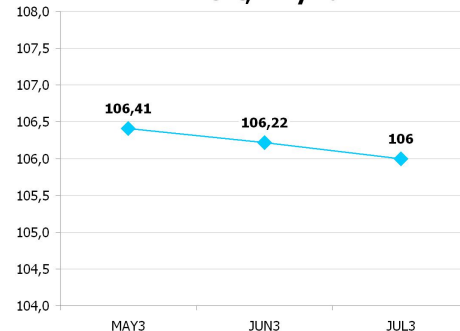
Asset swap i IRS



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