



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		
08.04.2013 PONIEDZIAŁEK							
10:30	EUR	Indeks koniunktury Sentix (pkt)	kwi		-12.8	-10.6	
12:00	GER	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lut		-0.9	-1.3	
09.04.2013 WTOREK							
3:00	CHN	CPI r/r (%)	mar		2.5	3.2	
8:00	GER	Eksport m/m (%)	lut		-0.3	1.3	
8:00	GER	Import m/m (%)	lut		-0.1	3.3	
9:00	CZK	CPI r/r (%)	mar		1.7	1.7	
10.04.2013 ŚRODA							
		Decyzja RPP (%)	kwi	3.25	3.25	3.25	
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	20.03.				
11.04.2013 CZWARTEK							
8:00	GER	CPI r/r final (%)	mar		1.4	1.4 (p)	
9:00	HUN	CPI r/r (%)	mar		2.5	2.8	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	6.04.		360	385	
12.04.2013 PIĄTEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lut		-2.5	-1.3	
14:00	POL	M3 r/r (%)	mar	6.0	5.8	5.6	
14:30	USA	PPI m/m (%)	mar		0.1	0.7	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	mar		0.0	1.1	
15:55	USA	Indeks kon. konsumentów Uni. Michigan (pkt)	kwi		78.3	78.6	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** We wtorek rozpocznie się dwudniowe posiedzenie RPP. Uważamy, że RPP nie zmieni stóp na kwietniowym posiedzeniu i utrzyma nastawienie „wait and see”. W komunikacie pojawi się najpewniej stwierdzenie o monitorowaniu napływających informacji i uzależnieniu decyzji właśnie od nadchodzących danych, które w marcu nie dały podstaw do budowania optymistycznego scenariusza. Jednak na kwietniowym posiedzeniu gołębi członkowie na chwilę wstrzymają się z forsowaniem dalszych obniżek i jest duża szansa, że żaden wniosek nie będzie głosowany. Pytanie jak długo będzie trwać ta powściągliwość? Już kolejne odczyty danych za marzec mogą skutkować bardziej gołębimi komentarzami Rady. W kwietniu powinniśmy zobaczyć i niższą inflację (zbliżoną do 1% r/r) i niską dynamikę płac (poniżej 2% r/r). Marcowe dane ze sfery realnej (kontynuacja spadków produkcji przemysłowej, budowlanej i sprzedaży detalicznej) powinny również ostatecznie potwierdzić obniżenie rocznej dynamiki PKB w I kw. względem tej z IV kw., co będzie już jawnym odchyleniem ścieżki wzrostu w dół od projekcji NBP (wg. NBP IV kw. 2012 był dnem cyklu). W scenariuszu odchylenia inflacji i PKB w dół od ścieżki projekcji NBP zasadniczo rośnie ryzyko wznowienia cyklu poluzowania.

W piątek NBP poda dane o podaży pieniądza M3. Oczekiwana przez nas wyższa stopa wzrostu wynika z kontynuacji odbudowy stopy oszczędności w postaci sporego wzrostu depozytów detalicznych (powyżej 8% r/r) oraz niskiej bazy na depozytach korporacyjnych (+0,6pp.).

• **Gospodarka globalna.** Z danych globalnych uwaga skupi się na europejskim sektorze przemysłowym (w poniedziałek niemiecki, w piątek cała strefa euro). Po piątkowych solidnych wzrostach nowych zamówień z niemieckiego przemysłu oczekiwania na produkcję są także spore (+0,5% m/m) - taki odczyt pozwoliłby na wzrost rządu 0,2% w całym I kw. Pomimo tego oczekiwania na wyższy odczyt w całej strefie euro mogą jednak okazać się zawyżone (szczególnie, że bazują także na lepszych danych francuskich). W piątek na dokładkę dane o sprzedaży detalicznej z USA i indeks koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan (nie przywiązujemy się jednak do tego wstępnego odczytu - ostatnio zaskoczenia wstępnym i finalnym odczytem są silne, ale w przeciwnych kierunkach).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Zamówienia w przemyśle Niemiec wzrosły w lutym o 2,3 procent w ujęciu miesiąc do miesiąca wobec spadku o 1,6 procent w styczniu po korekcie.
- Liczba miejsc pracy w USA poza rolnictwem wzrosła w marcu o 88000 wobec wzrostu o 268000 po korekcie miesiąc wcześniej (więcej czytaj w sekcji analizy).

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	1.249	0.006
USAGB 10Y	1.701	-0.007
POLGB 10Y	3.793	0.028
Dotyczy benchmarków Reuters		

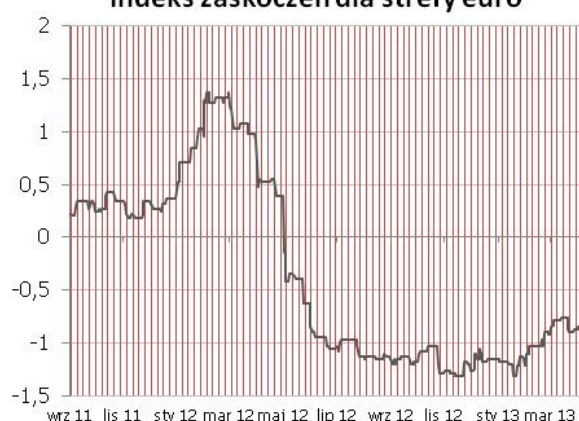
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski

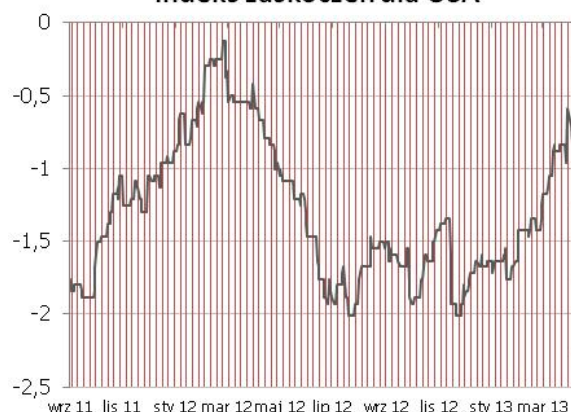

Indeks PMI zaskoczył negatywnie, jednak niewystarczająco silnie, aby wpłynąć na indeks zaskoczeń. Rozbicie danych daje jednak same negatywne informacje (więcej czytaj w naszym Raporcie Dziennym z 3.04.2013) i choć nie przywiązujemy się za bardzo do średniej jakości wskazań samego PMI, to można oczekiwać, że pozostałe marcowe dane (publikacje w kolejnym tygodniu 15-19.04.) przesuną indeks zaskoczeń niżej.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Delikatny wzrost indeksu zaskoczeń wynika z nieznacznie (o 0,2pkt) wyższego finalnego odczytu indeksu PMI z sektora przemysłowego - zmiana ta jednak zrównoważyła wcześniejszy spadek spowodowany wstępnym odczytem tej zmiennej i nie sądzimy, aby dawała sygnał do większych wzrostów indeksu zaskoczeń. W rozpoczynającym się tygodniu opublikowane zostaną dane z sektora przemysłowego - oczekiwania ustawione są dość optymistycznie.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


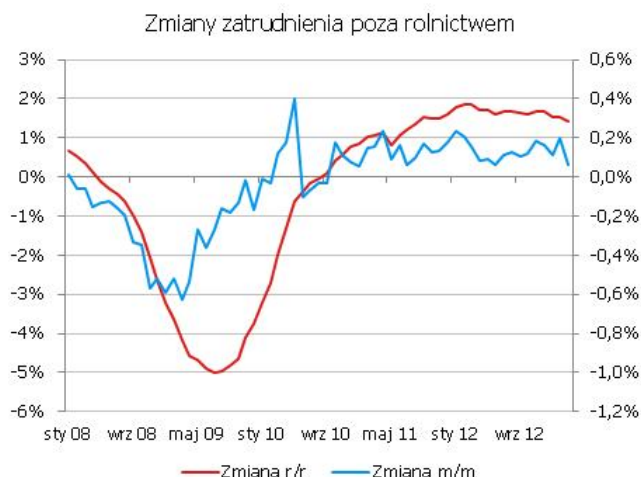
Po spektakularnym wzroście indeksu zaskoczeń wywołanym wzrostem indeksu koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan miniony tydzień przyniósł korektę opartą na znacznie istotniejszych danych - indeksach koniunktury ISM i przede wszystkim z rynku pracy - więcej czytaj w dzisiejszym komentarzu analitycznym. Negatywne zaskoczenia danymi amerykańskimi stają się coraz częstsze - w tym tygodniu w piątek dane konsumenckie mogą wpisać się w ten trend.

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 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.

Rozczarowujący raport z amerykańskiego rynku pracy

Wzrost liczby miejsc pracy poza rolnictwem wyniósł w marcu zaledwie 88 tys. osób, stanowczo poniżej konsensusu rynkowego (nominalnie +200 tys., faktycznie zapewne ok. 150-160 tys.) i słabiej od poprzedniego odczytu (+268 tys. po rewizjach).

Równocześnie, spadła stopa bezrobocia (do 7,6%) i szerokie miary bezrobocia, co jednak z całą pewnością można przypisać spadkowi aktywności zawodowej (o 0,2 p. proc.). Zatrudnienie mierzone razem ze stopą bezrobocia (Current Population Survey) spadło tym razem o ponad 200 tys. osób - nie warto jednak wyciągać zbyt daleko idących wniosków, jako że w przeszłości podobne (lub większe) spadki m/m zdarzały się nawet równocześnie z dobrymi danymi NFP. Tutaj dużo lepsze dopasowanie otrzymuje się porównując zmiany r/r zatrudnienia wg obydwu serii.



Sektorowa struktura zmiany zatrudnienia nie potwierdza hipotezy, jakoby słaba kreacja miejsc pracy w marcu była efektem cięć budżetowych w ramach sekwestracji. Największe spadki odnotowano w sklepach budowlanych (-10 tys.) i odzieżowych (-15 tys.) oraz transporcie ciężarowym (-7 tys.) przy bardzo nijakim wyniku przemysłu (-3 tys.). W sektorze publicznym warte odnotowania są w zasadzie tylko głębokie cięcia w US Postal Service (-12 tys.). Taki układ wskazywałby raczej na „zacięcie się” prywatnej maszyny niż na hamulec fiskalny ze strony rządu.

Kilka okoliczności łagodzi negatywny wydźwięk marcowego raportu z rynku pracy. Po pierwsze, dane za poprzednie dwa miesiące zostały zrewidowane w górę łącznie o 61 tys., w skutek czego przyrost liczby zatrudnionych w stosunku do stanu wiedzy obserwatorów na godz. 14:29 jest faktycznie większy niż same 88 tys. mogłoby wskazywać (i w tym sensie wygładzanie miesięcznych wzrostów zatrudnienia, np. półroczną średnią, ma sens). Po drugie, o 0,1 wzrosła średnia liczba przepracowanych godzin - pomimo słabszego przyrostu liczby zatrudnionych nakład pracy w gospodarce amerykańskiej faktycznie wzrósł (i to jest raczej pozytywne zaskoczenie). Po trzecie, nieodgadniony pozostaje wpływ pogody na lutową (nadmierzająco łagodna zima) i marcową (niekorzystne warunki pogodowe) sytuację na rynku pracy. Częściowym potwierdzeniem tej ostatniej hipotezy mogłyby być analogiczne dane kanadyjskie (-50 tys. w marcu

wobec +50 w lutym, korelacja w ostatnich latach rzędu 0,5).

Pomimo kilku promyków nadziei, jest to duże rozczarowanie, choć nie należy go rozpatrywać w kategoriach różnicy między faktycznym odczytem, a konsensusami z głównych platform informacyjnych (w przypadku tak uważnie obserwowanych danych, faktyczny konsensus jest kształtowany przez istotne statystycznie predyktory, jak np. wskaźniki ISM). Jak zwykle, z ostateczną oceną należałoby wstrzymać się do przyszłych rewizji, ale ostatnia seria danych wzmocniła spekulacje na temat kolejnego wiosennego soft patch w amerykańskiej gospodarce (przynajmniej otwarcie, że to już trzeci raz rzędu). Co więcej, spadek stopy bezrobocia tym razem raczej nie jest postrzegany jako krok na drodze do zacieśnienia monetarnego - rynki, inspirowane m.in. przez gołębie wypowiedzi członków Fed, wydają się internalizować to, że warunkiem dla wycofania luzowania monetarnego jest wszechstronna poprawa na rynku pracy. W tym zakresie obserwować większą liczbę zmiennych rynku pracy (od payrolli, przez JOLTS, a skończywszy na wzroście wynagrodzeń). Ex post okazało się, że także i tym razem to Bernanke a nie rynki finansowe miał rację wskazując na rozbieżność danych z rynku pracy z innymi danymi z gospodarki (już w styczniu/lutym) twardo stojąc na stanowisku kontynuacji ultraekspansywnej polityki monetarnej.



EURUSD fundamentalnie

Ryzyko bardzo słabych payrolli ziściło się w piątek (więcej czytaj w sekcji analizy), co pozwoliło EURUSD przebić poziom 1,30. Wsparciem były też lepsze dane z niemieckiego przemysłu (dziś kolejna porcja w postaci produkcji przemysłowej). Na razie kierunek zmian EURUSD wyznaczają słabe amerykańskie dane (które potwierdzają gospodarze oceny Fed), lepsze niemieckie na razie traktowane są z dystansem - trudno się temu dziwić, gdyż de facto nadganiają wcześniejsze oczekiwania po nieproporcjonalnych wzrostach indeksów koniunktury. Co więcej wiemy już, że same Niemcy nie wesprą euro szczególnie przy ciągłych wahaniach niepewności politycznej - tu uwaga skupi się w najbliższym czasie ponownie na Włoszech (w czwartek i piątek planowane są kolejne negocjacje ws. utworzenia rządu koalicyjnego). Druga połowa tygodnia z kolejnymi publikacjami z USA (w środę minutes, w piątek dane konsumenckie) ma zatem szansę skierować EURUSD dalej na północ.

EURUSD technicznie

Na tygodniowym mało zabrakło do bullish reversal. Notowania są ponad MA55 i zbieżają w stronę 1,3150 (Fibo), wcześniej będą musiały się uporać z 1,3050; jeśli nie nastąpi nagle śmierć notowań w tych okolicach, mamy nadzieję na odwrócenie trendu spadkowego. Na dziennym notowania powyżej środka wstęgi B. 1,2984 Fibo było erodowane, oscylator w końcu odwrócił się wyraźnie w górę. Cel najbliższy z dziennego pokrywa się z tygodniowym (1,3150). Co do wsparcia obstawiamy nadal MA200 (1,2897 - tam też znajduje się preferowany przez nas S/L). Na 4h trend wzrostowy wydaje się niezagrożony - notowania wydzignęły się ponad MA200 i tam pewnie chwilowo skonsolidują dopóki oscylator znów nie nabierze nieco wiatru w żagle (czytaj: dopóki nie pojawi się znów przestrzeń do jego wzrostu).

Wsparcie	Opór
1,2959	1,3110
1,2894	1,3040
1,2750	1,2984

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

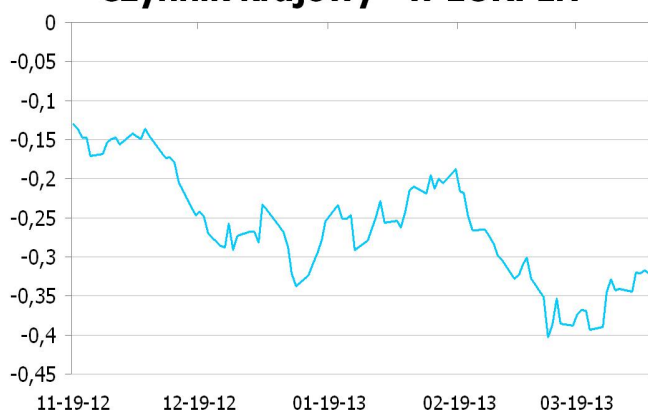
Całą piątkową sesję EURPLN kierował się na południe, ruch ten przyspieszył w godzinach popołudniowych w ślad za umacniającym się EURUSD po bardzo słabych danych z amerykańskiego rynku pracy (więcej czytaj w sekcji analizy). Wśród walut regionu reakcja złotego była najsilniejsza. Dziś otwarcie w okolicy 4,155. W minionym tygodniu złoty był beneficjentem z jednej strony działań banków centralnych (BoJ, EBC) oraz danych makroekonomicznych z USA - negatywne niespodzianki układające się w serie dają podstawy do zwątpienia w szybkie ożywienie za oceanem i zmianę nastawienia Fed. Do środowego posiedzenia RPP EURPLN jest raczej ukierunkowany na dalszy ruch na południe (sepszy sentyment plus brak istotnych wydarzeń lokalnych i globalnych). Trudno powiedzieć na co czeka rynek w kontekście posiedzenia RPP i tym samym posiedzenie może okazać się *non-event*.

EURPLN technicznie

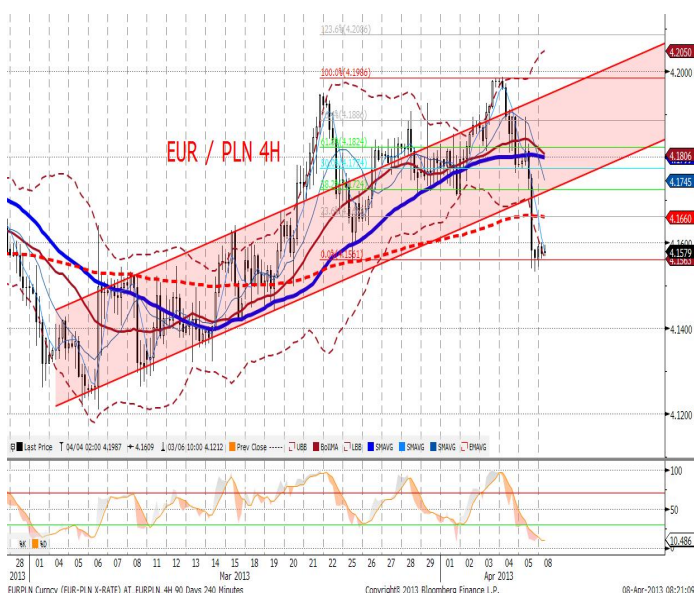
No i wracamy do range [4,1212 (4,1360) - 4,1823 (4,1986)], tym bardziej, że notowania odbiły się na wykresie tygodniowym od górnego ograniczenia klina. Na dziennym piątek skończył się kolejną, solidną czarną świecą i notowania dojrzały do MA200. Nie wydaje nam się, że nadeszła pora na konsolidację (oscylator ma sporą przestrzeń do spadków), stąd celujemy w dolny odcinek range. Na 4h niedźwiedzia flaga mówi sama za siebie, prawdopodobieństwo spadków jest przeważające; korekty powinny się zamknąć na 4,1660.

Wsparcie	Opór
4,1543	4,1987
4,1360	4,1772
4,1212	4,1660/67

Czynnik krajowy* w EURPLN



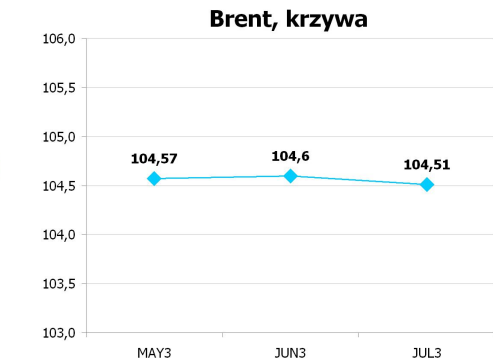
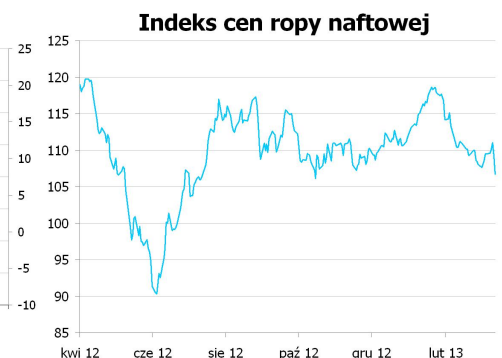
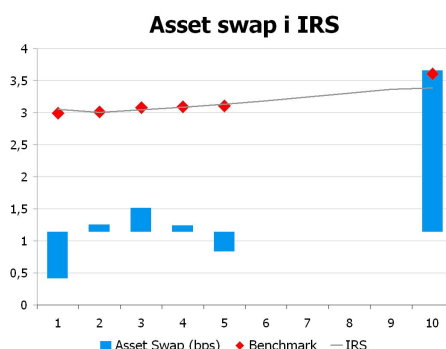
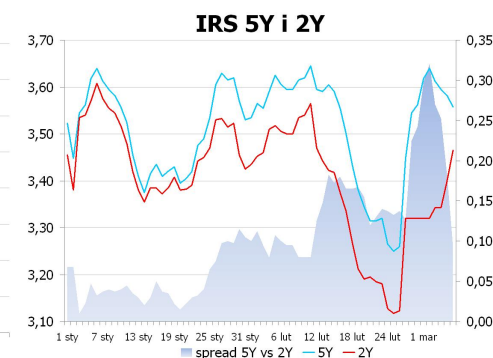
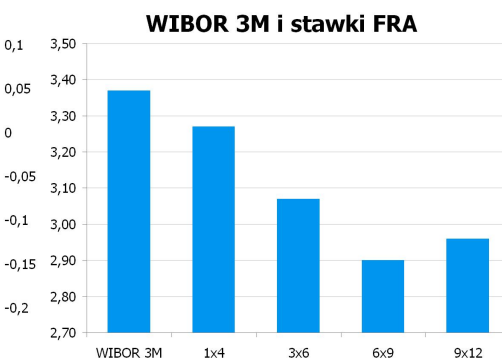
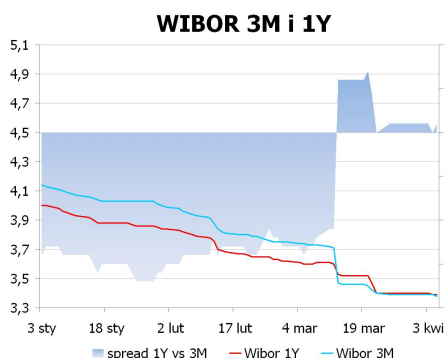
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.04	3.07	ON	3.1	3.4	EUR/PLN	4.1820
2Y	2.98	3.03	1M	3.1	3.4	USD/PLN	3.2358
3Y	3.02	3.07	3M	3.0	3.4	CHF/PLN	3.4389
4Y	3.06	3.11					
5Y	3.1101	3.16					
6Y	3.165	3.22					
7Y	3.22	3.27					
8Y	3.285	3.34					
9Y	3.345	3.40					
10Y	3.365	3.42					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.25	3.30	EUR/USD	1.2973
1x4	3.22	3.27	EUR/JPY	127.12
3x6	3.02	3.07	EUR/PLN	4.1515
6x9	2.85	2.90	USD/PLN	3.1992
9x12	2.93	2.96	CHF/PLN	3.4210



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 MIĘDZYPANKOWEGO 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.