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		Poprzednio	Odczyt
				BRE	konsensus		
15.04.2013 PONIEDZIAŁEK							
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar		10.1		8.9
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q1		8.0	7.9	7.7
14:00	POL	CPI r/r (%)	mar	1.0	1.1	1.3	1.0
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	lut	-1201	-1507	-1688 (r)	-854
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	lut	12280	11901	12153 (r)	12090
14:00	POL	Import (mln EUR)	lut	12000	12105	12161 (r)	11488
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	mar			61.0 (r)	68.6
16.04.2013 WTOREK							
11:00	EUR	CPI r/r (%)	mar		1.7	1.7	1.7
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	kwi		40.0	48.5	36.3
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	kwi		11.0	13.6	9.2
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	mar	1.0	1.0	1.1	1.0
14:30	USA	CPI r/r (%)	mar		1.7	2.0	1.5
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	mar		930	968 (r)	1036
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów SAAR (tys.)	mar		945	939 (r)	902
14:30	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.2	1.1 (r)	0.4
14:30	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	mar		78.4	78.3 (r)	78.5
17.04.2013 ŚRODA							
10:00	POL	Raport NBP o stanie koniunktury w I kw.	Q1				
14:00	POL	Płace r/r (%)	mar	1.8	2.8	4.0	1.6
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	mar	-0.9	-0.9	-0.8	-0.9
20:00	USA	Beżowa księga					
18.04.2013 CZWARTEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar	-2.5	-2.5	-2.1	
14:00	POL	PPI r/r (%)	mar	-0.6	-0.5	-0.4	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	13.04		347	346	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	kwi		3.0	2.0	
16:00	USA	Indeks koniunktury CB (%)	mar		0.1	0.5	
19.04.2013 PIĄTEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś opublikowane zostaną comiesięczne dane z sektora przemysłowego. Nasza prognoza, wskazująca na pogłębienie spadków produkcji przemysłowej w ujęciu rocznym, wiąże się z efektem dni roboczych oraz niekorzystnym oddziaływaniem warunków pogodowych. Deflacja cen producenckich jest kontynuowana, czemu sprzyjały w poprzednim miesiącu spadki cen surowców.
• **Gospodarka globalna.** Tydzień publikacji za oceanem kończymy danymi o koniunkturze (indeksy Philly Fed i CB) oraz cotygodniowymi danymi z rynku pracy - przy ostatnich negatywnych zaskoczeniach są to jednak wskaźniki o relatywnie małej sile rażenia.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Bratkowski: Jeżeli najbliższe dane będą nadal pokazywały słabość polskiej gospodarki, to będzie to podstawą do obniżki stóp procentowych w maju o 50 punktów bazowych.
• Nie ma powodów, ani potrzeby, aby obniżać stopy procentowe.
• NBP: Pierwszy kwartał 2013 roku był nadal dla polskich firm słaby, a ich zdaniem w drugim kwartale koniunktura może się jeszcze nieznacznie pogorszyć. Sytuacja może się poprawić dopiero w drugim półroczu (więcej czytaj w sekcji analizy).

Decyzja RPP (8.05.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	80%
obniżka 25 bps	20%
PROGNOZA BRE	**bez zmian**

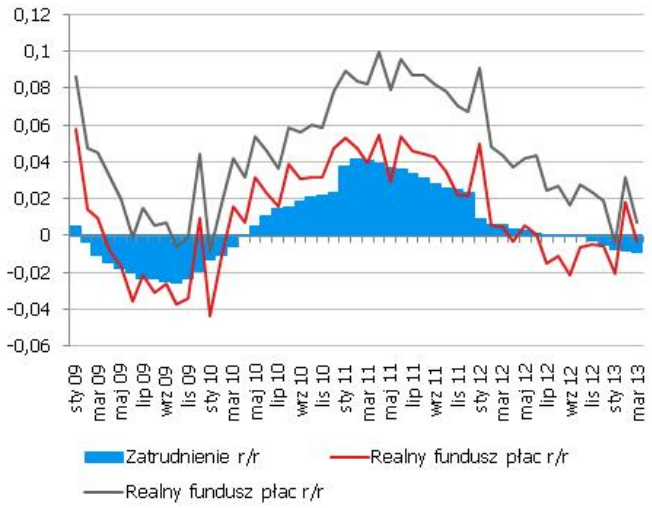
Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.273	0.003
USAGB 10Y	1.695	-0.015
POLGB 10Y	3.515	-0.062

Dotyczy benchmarków Reuters

Słaby rynek pracy. Oczywista przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w marcu o 0,9% w ujęciu rocznym (zgodnie z konsensusem rynkowym i naszą prognozą), po spadku o 0,8% w poprzednim miesiącu. W ujęciu absolutnym spadek zatrudnienia wyniósł 9 tys. osób (pomiędzy lutym a marcem jest więc nieco lepiej niż w 2009 roku). Głębszy niż sezonowy spadek zatrudnienia należy wiązać przede wszystkim ze wciąż słabą koniunkturą (ostatnie badania NBP pokazują, że wprawdzie strategią dominującą wśród przedsiębiorstw nie są już zwolnienia w obliczu dalszego spowolnienia gospodarczego, to jednak prognozy zatrudnienia pozostają pesymistyczne) oraz warunkami pogodowymi, które w marcu wyjątkowo nie dopisały, a może być to czynnik bardzo istotny. O kompozycji spadków zatrudnienia będziemy się wypowiedzieć wraz z publikacją BS (razem z danymi o sprzedaży detalicznej). Podsumowując, lawiny zwolnień nie ma, jednak sytuacja na rynku pracy uparcie nie poprawia się co tylko wspiera prognozy niskiego popytu oparte na dyscyplinie płacowej przedsiębiorstw oraz konieczności cyklicznej odbudowy stopy oszczędności.

Płace wzrosły jedynie o 1,6%, zgodnie z naszą prognozą (1,8%) i wyraźnie poniżej konsensusu (2,8% wg ankiety Parkietu). Jak zwykle, do czasu publikacji Biuletynu Statystycznego trudno ocenić, co przyczyniło się do tak znaczącego obniżenia dynamiki płac. Naszym zdaniem, jest to łączny efekt słabych wyników przetwórstwa i budownictwa (niekorzystne warunki pogodowe i niekorzystna różnica dni roboczych), a także możliwego braku premii w sektorze telekomunikacyjnym (ten szereg charakteryzuje się dużą nieregularnością). Przesuwanie premii w górnictwie i energetyce (wysoka dynamika płac w tych sektorach w poprzednim miesiącu) też zapewne kontrybuowało tutaj negatywnie. Pozostająca od dłuższego czasu w okolicach 2,0% dynamika płac nominalnych jest najbardziej jaskrawym dowodem na brak istotnej presji płacowej w gospodarce. Jest również potwierdzeniem sygnałów płynących z badań koniunktury - wczorajszy raport NBP nt. koniunktury w I kwartale i perspektyw na kolejny kwartał jasno wskazuje, że przedsiębiorstwa nie tylko w coraz mniejszym stopniu planują podwyższanie płac pracowników, ale też nie zamierzają wykorzystywać płac jako środka przyciągania pracowników. Na rynku pracodawcy przestrzeń dla wzrostu płac jest niewielka.



Pomijając lutową anomalię, która wynikała z nietypowych efektów bazowych, jest to siedemnasty z kolei miesiąc z bliską zera lub ujemną dynamiką płac realnych. Wobec umiarkowanych spadków zatrudnienia oznacza to, że w marcu nominalny fundusz płac wzrósł o zaledwie 0,7%, a w ujęciu realnym spadł o 0,3%. Baza dochodowa dla konsumpcji jest utrzymywana wyłącznie dzięki świadczeniom społecznym i emerytalnym, które - w przeciwieństwie do płac - nie reagują na słabość koniunktury.

Reakcja rynkowa była niewielka. Stawki na krzywej obniżyły się o 1-2pb. Nie sądzimy, że dane o rynku pracy będą katalizatorem zmian poglądów w łonie RPP. Natomiast taki potencjał ma wcześniej opublikowany raport o koniunkturze NBP, który jest istotnym elementem oceny stanu koniunktury (wielokrotnie pokazały to zapisy z dyskusji po posiedzeniach). Odbicia gospodarczego nie ma, inflacja spada (nie przez efekty bazowe lecz przez silny proces dezinflacji). Są to warunki dogodne do wznowienia cyklu obniżek stóp procentowych. Już w maju możemy się spodziewać zapowiedzi zmian w polityce pieniężnej (ryzyko obniżki też jest niezerowe, choć niskie - Rada mogłaby się uwikłać w kolejny problem komunikacyjny), a czerwiec jest dogodnym momentem na rozpoczęcie kolejnego mini-cyklu. 50 punktowa obniżka w marcu kupiła czas na obserwację gospodarki. Uważamy, że być może proces ten trwał zbyt długo i RPP będzie musiała nieco nadgonić - stąd też wznowienie obniżek od 50pb jest bardzo prawdopodobne. Uważamy, że RPP jest w stanie obniżyć stopy jeszcze o 50-75pb.

Raport o koniunkturze NBP: słabość popytu wewnętrznego, brak ożywienia

W dniu wczorajszym opublikowana została najnowsza (za I kwartał i z prognozami na II kwartał) „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury...", przygotowywana przez NBP w cyklu kwartalnym. Wbrew oczekiwaniom formułowanym przez niektórych obserwatorów gospodarki jeszcze parę miesięcy temu, I kwartał nie przyniósł poprawy koniunktury, a najbardziej pozytywną informacją płynącą z badania jest brak bardziej negatywnych sygnałów. W naszej opinii zarówno ocena stanu bieżącego, jak i prognozy formułowane na kolejne 3 miesiące wskazują na stabilizację sytuacji przedsiębiorstw na niskim poziomie. Zamiast referować treść raportu, pozwolimy sobie na zwrócenie uwagi Czytelników na kilka cech charakterystycznych bieżącej fazy cyklu i przedsiębiorstw w ogólności.

Po pierwsze, poszerza się ryft pomiędzy eksporterami i nieeksporterami. O ile w przypadku pierwszej z tych grup od wielu kwartałów nie obserwujemy znaczącego pogorszenia ocen sytuacji gospodarczej i jej prognoz na najbliższy okres, o tyle przedsiębiorstwa kierujące swoje towary na rynek krajowy są niezmiennie coraz bardziej pesymistyczne. Co więcej, I kwartał b.r. był pierwszym od pewnego czasu, w którym wzrósł wskaźnik umów eksportowych oraz wskaźniki prognostyczne dotyczącego eksportu. Wydaje się więc, że ożywienie w gospodarce światowej, jakkolwiek iluzoryczne i rachityczne, zdołało znaleźć przełożenie przynajmniej na ocenę sytuacji przedsiębiorstw, choć niekoniecznie jest to widoczne w twardych danych ekonomicznych. W perspektywie średnioterminowej można zauważyć systematyczny wzrost roli eksportu w życiu gospodarczym - od roku rośnie zarówno udział eksportu w przychodach przedsiębiorstw, jak i odsetek eksporterów w badanej próbie. Z jednej strony, potwierdza to relatywną słabość

popytu wewnętrznego w stosunku do zewnętrznego, a z drugiej - wzmożoną chęć poszukiwania nowych rynków zbytu przez przedsiębiorstwa, które nie mogą już osiągnąć efektów skali na rynku krajowym.

Jednym z „wielkich pytań" na 2013 rok jest to dotyczące skali osłabienia inwestycji przedsiębiorstw. Przede wszystkim należy zauważyć, że do takowego w I kwartale już doszło, a perspektywy są niezbyt korzystne - plany inwestycyjne znacząco rozszerzają tylko największe przedsiębiorstwa, a i te zamierzają zainwestować mniej (co do wartości, choć nie liczby projektów) niż w analogicznych okresach poprzedniego roku. Główną przyczyną zamrażania i odkładania planów inwestycyjnych na później jest niepewność dotycząca przyszłej koniunktury, a nie niedostateczny popyt lub brak środków, czy też wysoki koszt kredytu bankowego. Oznacza to, równocześnie, że ten motor wzrostu powinien być raczej niewrażliwy na poluzowanie monetarne w ostatnich miesiącach. Inwestycje, jak struktura barier implikuje, wzrosną w momencie, gdy pozytywne tendencje w gospodarce utrwalą się.

Wreszcie, raport potwierdza naszą diagnozę relatywnie dobrej kondycji finansowej polskich przedsiębiorstw. Są one płynne i ostrożne w zarządzaniu swoimi finansami, a marże w większości sektorów w dalszym ciągu pozostają na dobrych, pozytywnych poziomach. Równocześnie, trwa odwrót przedsiębiorstw od finansowania via sektor bankowy - odsetek przedsiębiorstw finansujących działalność ze środków własnych jest na rekordowo wysokim poziomie. Wynika to zapewne po części z gorszych perspektyw i mniejszej skali planów inwestycyjnych, ale również z obniżonej dostępności kredytu (zwłaszcza dla niektórych sektorów - patrz budownictwo).

Reasumując, próżno w ocenach bieżącej sytuacji wypatrywać ożywienia. Wszelkie dostępne informacje wskazują, że koniunktura w gospodarce stabilizuje się na niskich poziomach. Czy w drugiej połowie roku nadejdzie ożywienie? Póki co, przedsiębiorcy w to wierzą.

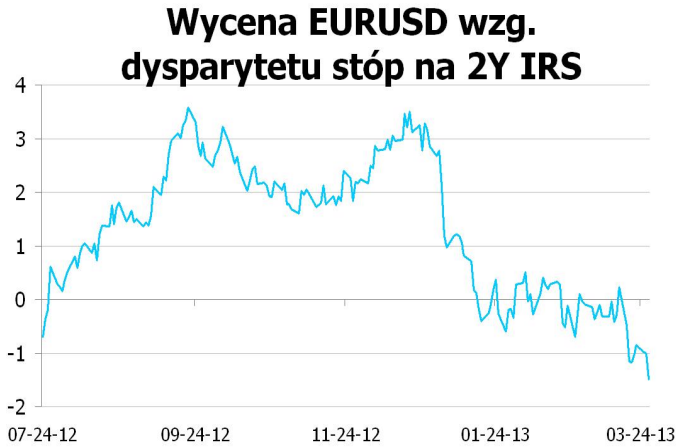
EURUSD fundamentalnie

EURUSD przeżył wczoraj jednodniowy atak serca i osłabił się prawie z poziomu około 1,3200 do 1,3000 (intraday), a dzień zakończył niewiele wyżej (okolice 1,3050). Jest to największe osłabienie od czerwca 2011 roku. Powody były naszym zdaniem dwa: 1) nagły wzrost awersji do ryzyka i niechęć do ryzykownych aktywów ogółem (trudno tu wskazać przyczynę) połączona ze spadkami cen surowców i zmniejszeniem obaw o inflację (ważny element dla drugiego powodu), 2) komentarze ze strony ECB (Weidmann), że ECB nie zawaha się obniżyć stóp procentowych, jeśli dane będą to uzasadniać; jest to wyraźne złagodzenie tonu jednego z bardziej jastrzębich członków ECB. Dziś ważne dla EUR mogą być już dane o sprzedaży detalicznej w Wielkiej Brytanii (9:30), tygodniowe dane z rynku pracy USA oraz Philly Fed.

EURUSD technicznie

Drugi S/L w ciągu dwóch dni (tym razem na -90 pipsów; łączny zysk z pozycji to obecnie +250 pipsów). Zmienność na EURUSD ostatnio wyjątkowo dopisuje i nie chcemy stać się jej ofiarą, stąd na razie poozstajemy postronnymi obserwatorami. Na dziennym nie udało się powrócić do kanału...kurs mocno się skorygował i wygląda tak jakby (z naciskiem na jakby) grawitacja miała o sobie dać wkrótce znać jeszcze silniej. Na 4h notowania wyglądają trochę jak groteskowa głowa z ramionami (na dodatek z wadą postawy i asymetrią ramion). Gdyby notowania zawróciły na obecnym poziomie, wygenerowałaby się pozytywna dywergencja. Jeśli jednak przełamią linię ramion (nieco poniżej 1,30), możemy szybko zobaczyć 1,28.

Wsparcie	Opór
1,3000	1,3313
1,2970	1,3203
1,2921	1,3073



* 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.

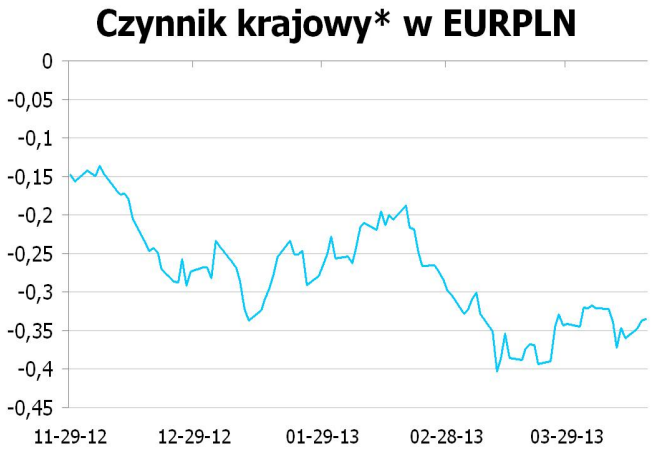
EURPLN fundamentalnie

Na wczorajsze osłabienie złotego wpłynął przede wszystkim słaby sentyment globalny (patrz zmiany na EURUSD). Trudno mówić o bezpośrednim wpływie wczorajszych słabych danych z rynku pracy czy raportu o koniunkturze NBP (szczegóły czytaj w sekcji analizy) - niespektakularne negatywne zaskoczenia wpisują się w powszechny negatywny obraz polskiej gospodarki. Uważamy jednak, że czara oczekiwań na kolejne obniżki stóp procentowych będzie się powoli przepełniać. Dziś swoje kilka kropel dołożą dane z sektora przemysłowego. Nasza prognoza plasuje się w konsensusie, zatem nie oczekujemy istotnych zmian na EURPLN (przebicie poziomu 4,12 uważamy za możliwe tylko przy naprawdę negatywnym zaskoczeniu, co przy medianie prognoz na poziomie -2,5% wydaje się mało prawdopodobne).

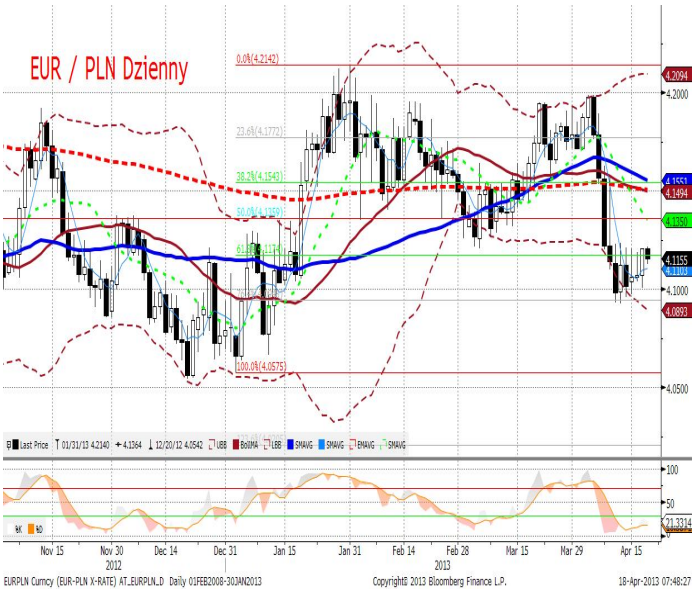
EURPLN technicznie

4,1174 zostało przełamane na bazie close a ciągłe wyprzedanie na oscylatorze sugeruje, że przestrzeń do ruchu w górę jest znaczna. O ile ryzyko wybicia w górę rośnie, póki co nowy mini-range pozostaje bez zmian 4,09-4,12. Przed wyraźnie kierunkową pozycją podtrzymuje nas wykres 4h. Na nim właśnie notowania dotarły do MA55 przy dość wysokim poziomie oscylatora. Sytuację należy potraktować jako rozwojową. Fiasko na tych poziomach sprowadzi notowania prawodopodobnie w dół range (minimum 4,0931), zaś przełamanie średniej odnowi zainteresowanie sekwencją Fibo 4,1334-4,1458-4,1583. Neutralnie.

Wsparcie	Opór
4,0931	4,1436
4,0700	4,1334
4,0575	4,1180



* 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.



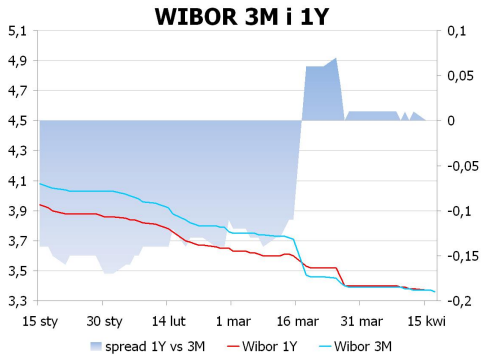
IRS	BID	ASK
1Y	2.95	2.99
2Y	2.905	2.96
3Y	2.925	2.98
4Y	2.9601	3.01
5Y	3.005	3.06
6Y	3.055	3.12
7Y	3.115	3.18
8Y	3.17	3.23
9Y	3.22	3.28
10Y	3.265	3.32

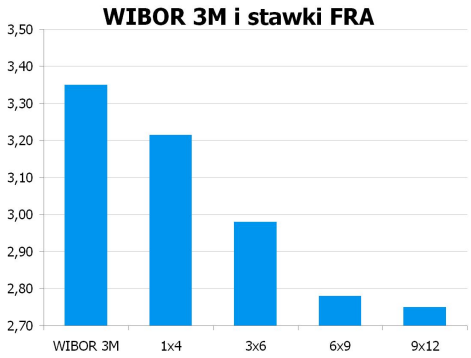
depo	BID	ASK
ON	3.0	3.3
1M	3.0	3.3
3M	3.0	3.2

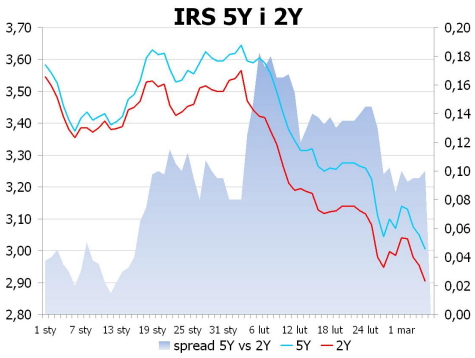
FRA	BID	ASK
1x2	3.17	3.22
1x4	3.15	3.21
3x6	2.93	2.98
6x9	2.72	2.78
9x12	2.69	2.75

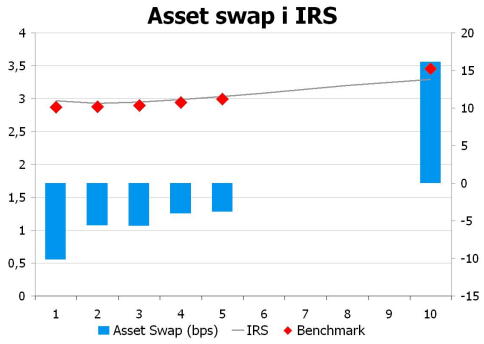
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1097
USD/PLN	3.1159
CHF/PLN	3.3815

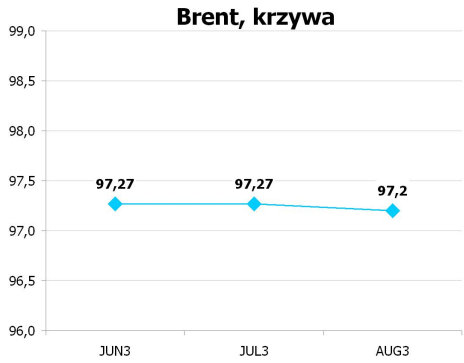
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3029
EUR/JPY	127.83
EUR/PLN	4.1181
USD/PLN	3.1570
CHF/PLN	3.3873











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.