

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

PAULINA ZIEMBIŃSKA TEL. 0 22 829 0256

MACIEJ PIELASZKIEWICZ TEL. 0 22 829 9034

E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 6

**Daily Letter****czwartek, 14 kwietnia 2011****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Marzec	<b>8,3%</b>	8,4%	8,3%
USA	14:30	Inflacja PPI m/m	Marzec	-	1,1%	1,6%
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 9.02	-	-	382tys.

**Wystrzał inflacji w marcu**

Roczny wskaźnik inflacji za marzec wystrzelił do poziomu 4,3% r/r z 3,6% zanotowanych w lutym. Oczekiwania analityków kształtowały się na poziomie 3,9% r/r.

Zasadniczym powodem wzrostu inflacji jest wzrost cen żywności o 2,1% w skali miesięcznej, a wśród poszczególnych kategorii ceny cukru, które odpowiedzialne są za około połowę wzrostu cen żywności (a więc „dokładają” do całego wskaźnika CPI około 0,3pp.). Podkreślamy, że jest to wzrost cen, który pomimo iż powszechnie odczuwalny nie znalazł się w statystykach Gusowskich z poprzednich miesięcy. Ceny rosły również w takich kategoriach jak paliwa (+3,1% m/m) i ubrania i odzież (+3,1% m/m). Te ostatnie to przed wszystkim wpływ słabszego złotego. Znaczny wzrost zanotowano również w kategorii hotele i restauracje i kategorii inne (0,5% i 0,7% m/m odpowiednio).

Inflacja bazowa wzrosła z 1,7% do 1,9-2,0%. W kolejnych miesiącach czeka nas stabilizacja/stopniowy wzrost inflacji. Powodem będą wyższe ceny żywności, ale i coraz wyraźniejsze wzrosty w pozostałych kategoriach. Inflacja ma szansę obniżyć się dopiero od maja/czerwca. Scenariusz ten warunkowany jednak będzie wysokością plonów i pogodą w nowym sezonie produkcji rolniczej, oraz trendami światowymi (na dzień dzisiejszy niewiele wskazuje na możliwość spadków cen, więcej przesłanek można odnaleźć za stabilizacją lub co najwyżej lokalną korektą gdyż dostosowanie podażowe są z reguły niepełne).

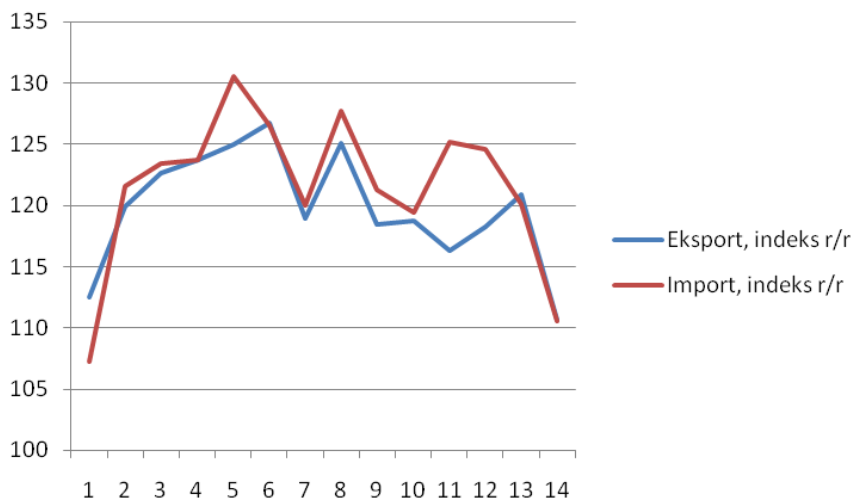
Dane to prawdziwy szok dla rynku obligacji. Krzywa rentowności przesunęła się po publikacji danych o inflacji o 10pb. Złoty w oczekiwaniu na zacieśnienie monetarne umocnił się do poziomu 3,9500 wobec euro. Oceniamy, że RPP znalazła się w bardzo trudnej sytuacji decyzyjnej. Problemem staje się destabilizacja oczekiwań inflacyjnych i wizja długotrwałego przestrzelenia przez RPP celu inflacyjnego. Spodziewamy się wielu jastrzębich komentarzy ze strony członków Rady zmierzających do gaszenia prawdziwego

pożaru i zatarcia wrażenia, że RPP rozminęła się z dotychczasowymi prognozami inflacji. Inwestorzy będą grali scenariusz podwyżki stóp w maju (być może nawet w skali 50pb, choć tego typu postępowanie spotkałoby się prawdopodobnie z dość gwałtowną reakcją rynków finansowych – inwestorzy prawdopodobnie zaczęliby grać scenariusz, że sytuacja wymknęła się RPP spod kontroli). Szanse na podwyżkę stóp już na majowym posiedzeniu po dzisiejszej publikacji wyraźnie wzrosły.

## Spadek deficytu na rachunku obrotów bieżących

W grudniu odnotowano zawężenie deficytu na rachunku obrotów bieżących do poziomu - 685mln EUR, mniej pozytywne od naszych szacunków. Dużą część błędu można wytłumaczyć jednak dość sporą rewizją ostatnich danych: tylko w lutym zrewidowano deficyt w obrotach bieżących w górę do 1334mln EUR z 930mln EUR, zaś na przestrzeni ostatnich 14 miesięcy deficyt... spadł o 234mln EUR. Znaczna rewizja danych – zapowiedziana już zresztą przez NBP – nastąpi prawdopodobnie w czerwcu. Pewną nowością jest minimalne saldo błędów i opuszczeń na poziomie około 100mln EUR (ostatnio takie poziomy widzieliśmy 3 lata temu).

Przechodząc do poszczególnych składowych rachunku obrotów bieżących zauważalne jest przede wszystkim utrzymanie relatywnie niskiego deficytu na rachunku obrotów towarowych: w lutym wyniósł on 163mln EUR zaś w styczniu odnotował 67mln EUR deficytu (wobec 600 podanych wcześniej – to prawdopodobnie ta różnica poziomów zaważyła na całej naszej prognozie rachunku obrotów bieżących). Niski deficyt należy przede wszystkim łączyć z odwróceniem efektów substytucyjnych z końca poprzedniego roku. Widoczne jest to przede wszystkim na dynamikach eksportu i importu, które – co rzadko się zdarza – „spotykają się” już 2 miesiąc z rzędu (patrz wykres dot. ostatnich 14 miesięcy). Przez najbliższe 2-3 miesiące taka tendencja może się utrzymywać.



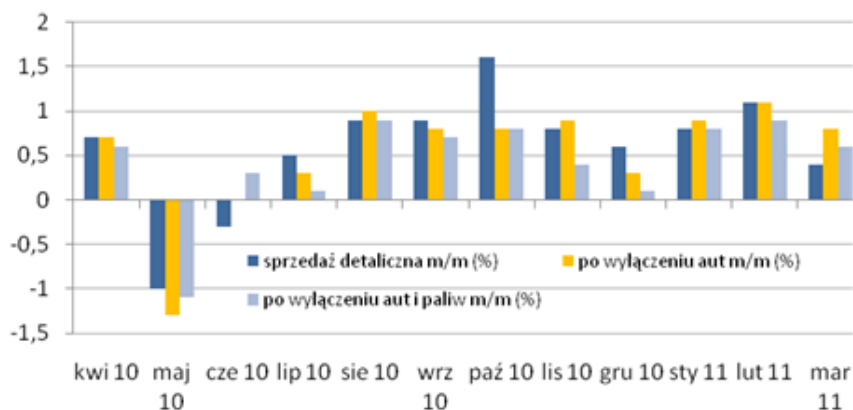
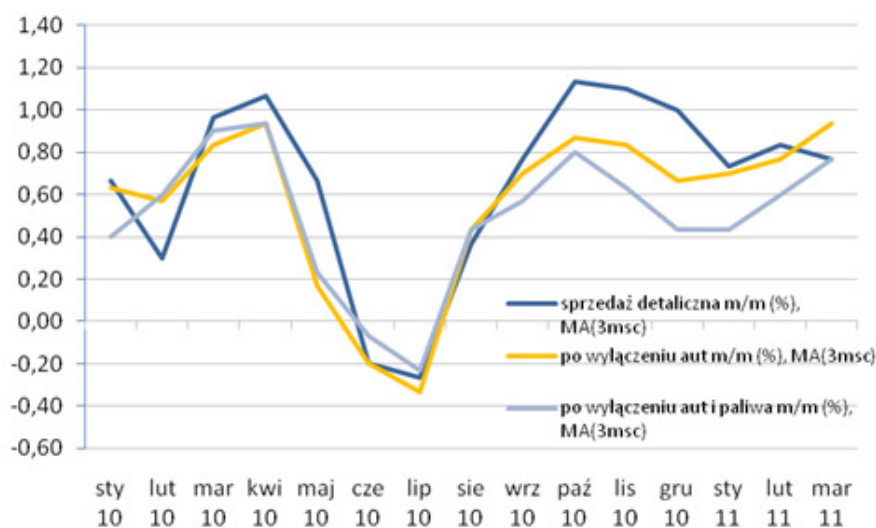
## Spadek deficytu na rachunku obrotów bieżących

Sprzedaż detaliczna w USA nieznacznie poniżej oczekiwań

Sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych wzrosła w marcu o 0,4% m/m po wzroście 1,1% m/m w lutym (po rewizji w górę o 0,1pp.) oraz wobec rynkowego

konsensusu na poziomie 0,5% m/m. Warto zwrócić uwagę, że po wyłączeniu cen samochodów, paliw oraz materiałów budowlanych dynamika sprzedaży detalicznej zarówno w lutym, jak i w marcu była identyczna jak headline. Wynikało to z zachowania przeciwwag sprzedaży materiałów budowlanych oraz samochodów, a także utrzymujących się wysokich cen paliw przekładających się na przekraczające 2% m/m dynamiki ich sprzedaży.

W styczniu i lutym nastąpił spadek sprzedaży materiałów budowlanych (odpowiednio - 2,9% m/m i -0,8% m/m) spowodowany atakiem zimy, który odbił się przy bardziej sprzyjającej pogodzie w marcu osiągając wzrost 2,2% m/m. W marcu istotnie spadła jednak sprzedaż aut i części o -1,7% m/m. Struktura wzrostów i spadków wskazuje na to, że przyrost sprzedaży dóbr bazował na wzrostach cen oraz, że konsumenci płacąc więcej za jedzenie i paliwa rezygnowali np. z zakupów w małych specjalistycznych sklepach detalicznych (-2,1% m/m), osłabła także dynamika sprzedaży związanej z hobby, sportem i ubraniami. Obserwacja trzymiesięcznej średniej dynamiki sprzedaży po wyłączeniu samochodów wskazuje na utrzymujący się trend wzrostowy, co przy trwającej poprawie danych z rynku pracy może wskazywać na stabilny, choć powolny wzrost konsumpcji prywatnej. Dane o sprzedaży wpisują się w obawy inflacyjne części członków Fed głoszących konieczność szybszej normalizacji polityki stóp procentowych w USA .



## Decyzja RPP, 11. maja

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka 25 bps	<b>20%</b>
Stopy bez zmian	<b>80%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	3.976
USD/PLN	2.742
CHF/PLN	3.057

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.444
EUR/JPY	121.140
EUR/PLN	3.960
USD/PLN	2.741
CHF/PLN	3.059

Niepokonanie (po raz kolejny już notowania nawet nie wyrównały rekordu z 1995 roku) ważnego poziomu oporu doprowadziło wczoraj, ze wsparciem nieco lepszych danych o sprzedaży detalicznej (lepszy core), a także lepszemu stanowi koniunktury z beżowej księgi (widoczna poprawa na rynku pracy, na razie jednak brak presji płacowej) do korekty na EURUSD, która dotarła do 1,44070, po czym do gry ponownie wrócili kupujący... (dziś rano startujemy z poziomów powyżej 1,4500). Dzisiejsze publikacje to przede wszystkim PPI w USA oraz tygodniowe dane z rynku pracy. Niespodzianki górą byłyby wsparciem dla dolara – dzisiejsza uwaga inwestorów może być jednak skupiona na kwestiach budżetowych i ambitnym planie Obamy odnośnie ograniczenia deficytu budżetowego do 2,5% PKB w 2015 roku (vs ponad 10% obecnie).

Złoty mocniejszy. Przy stabilnych światowych indeksach giełdowych to dane lokalne miały największy wpływ na kształtowanie się kursu złotego. Złoty umocnił się po zaskakująco wysokim odczycie inflacji za marzec (wzrost do poziomu 4,3%). Dana ta skutkowała szeregiem jastrzębich wypowiedzi członków RPP oraz wzrostem oczekiwań na zacieśnienie monetarne (obligacje wzrosły w rentowności o 10pb). W tej sytuacji perspektywy wzrostu dysparytetu stóp w Polsce względem strefy euro stały się zasadniczym czynnikiem wspierającym złotego. Złoty bezpośrednio po danych o inflacji umocnił się do poziomu 3,9510. Dziś otwarcie na poziomie zbliżonym do 3,9600.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

EURUSD w trendzie wzrostowym, jednak znów nie udało się zbliżyć wyrównać maksimum z 1995 roku. Choć nie można wykluczyć kolejnego ataku na szczyty spodziewamy się, że szanse na korektę rosną, zwłaszcza że momentum na Stochastic osłabło a długość ostatniej fali wzrostowej znacznie już przekroczyła długość poprzednich dwóch fal wzrostowych. Krótkie pozycjonowanie w USD wydaje się również przesadne. Cel na dziś to konsolidacja w okolicach 1,4480-1,4520. Korektę potwierdzi zejście poniżej 1,4284.

Wsparcie	Opór
1,4284	1,4582
1,4220	1,4535
1,4204	1,4483



Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Forsowanie 3,9500 przychodzi z trudem. Kolejne fiasko zwiększa szansę odreakowania w górę do poziomu MA14. W przypadku przełamania w dół kolejny cel to okolice 3,91/92. Dopóki notowania utrzymują się poniżej 4,02 panuje reżim aprecjacyjny złotego. Najbardziej prawdopodobny scenariusz na dziś to konsolidacja wokół górnej granicy starego range (a więc 3,96).

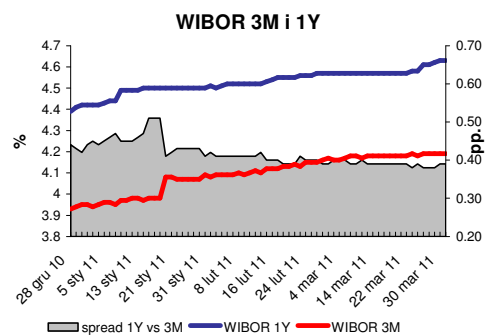
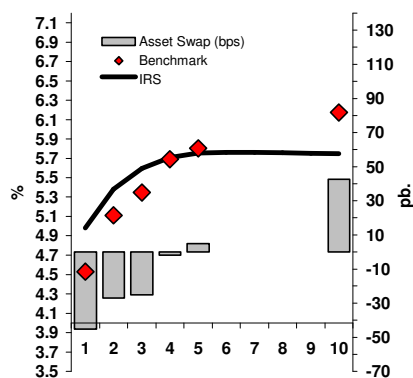
Wsparcie	Opór
3,9451	4,0500
3,9144	4,0250
3,8906	4,0000



Źródło: Reuters

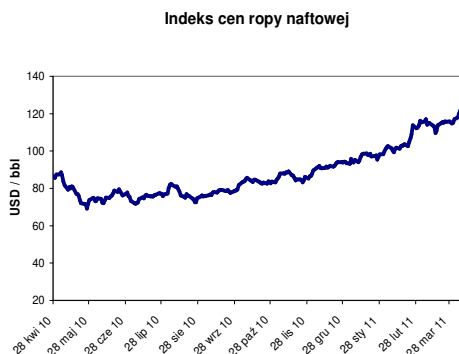
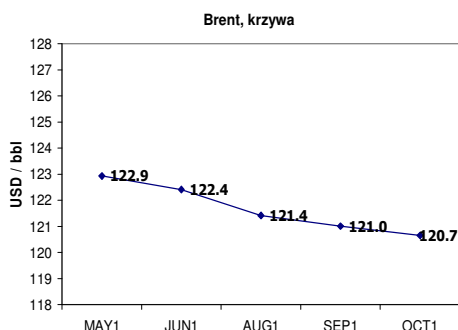
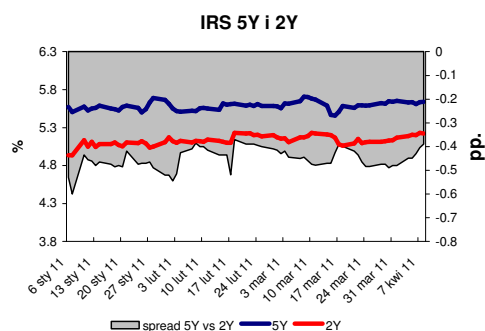
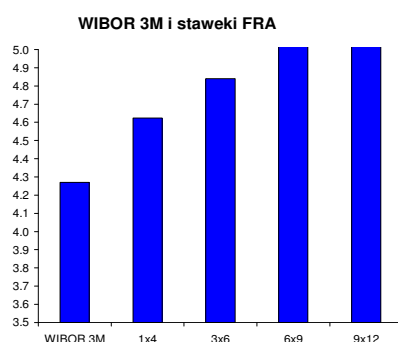
### Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4.96	5.01
2Y	5.36	5.41
3Y	5.57	5.62
4Y	5.68	5.73
5Y	5.73	5.78
6Y	5.74	5.79
7Y	5.74	5.79
8Y	5.73	5.78
9Y	5.73	5.78
10Y	5.72	5.77



depo	BID	ASK
ON	3.00	3.15
1M	3.50	3.65
3M	4.06	4.26

FRA	BID	ASK
1x2	4.33	4.38
1x4	4.56	4.62
3x6	4.81	4.84
6x9	5.13	5.16
9x12	5.31	5.37



### 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 MIĘDZYBANKOWEGO 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, 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.