


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

Daily Letter

czwartek, 28 kwietnia 2011

STRON: 7

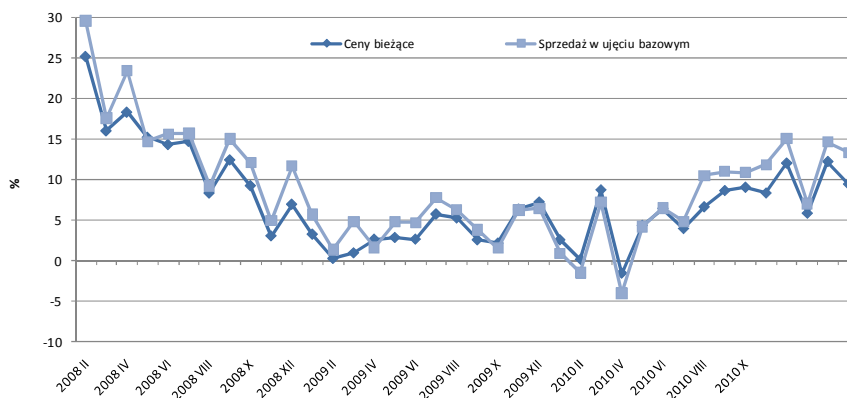
Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	PKB, wyniki wstępne SAAR	I kw.	-	1,8%	3,1%
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. 23.04	-	-	403tys.
USA	16:00	Pending home sales m/m	Marzec	-	1,5%	2,1%

Bardzo wysoka dynamika sprzedaży detalicznej w marcu, rosną deflatory sprzedaży

Sprzedaż detaliczna w marcu wzrosła o 9,4% w ujęciu rocznym, powyżej konsensusu (7,2%) i naszej prognozy (1,5% - obstawialiśmy tylko i wyłącznie jednorazowe spowolnienie z uwagi efekty bazowe na żywności oraz meblach, RTV i AGD – co ciekawe, wystąpiły one tylko w niewielkim stopniu – patrz wywód poniżej). Sprzedaż po wyłączeniu żywności, paliw i samochodów – choć nieznacznie osłabła – to pozostała w wyraźnym wzrostowym trendzie (patrz wykres). Spowolnienie w sprzedaży detalicznej (czy też w dalszej kolejności – konsumpcji prywatnej), to na razie wyłącznie mit. Perspektywy dla sprzedaży detalicznej ze względu na poprawę sytuacji na rynku pracy (wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia) pozostają dobre. W kolejnych miesiącach oczekujemy dynamiki sprzedaży na poziomach zbliżonych do 10% r/r.

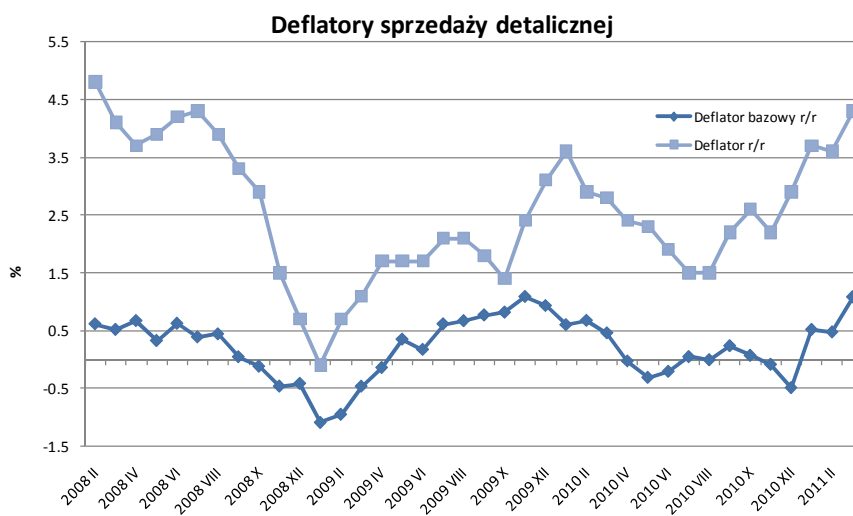
Roczna dynamika sprzedaży detalicznej



Patrząc na poszczególne kategorie sprzedaży detalicznej na pierwszy plan wysuwa się dynamika sprzedaży samochodów, gdzie w porównaniu do poprzedniego miesiąca

sprzedaż wzrosła aż o 32,5% (!). Podobnie spektakularne – biorąc pod uwagę sezonowo stabilny (czytaj podyktowany terminem występowaniu Świąt Wielkanocnych) wzorec – wydają się wzrosty sprzedaży wygenerowane na żywności (+14,3% m/m...), sprzedaży w niewyspecjalizowanych sklepach (+15,6% m/m), prasy i książek (trudno uwierzyć w nagły wzrost czytelnictwa Polaków, porównanie dynamiki realnej i nominalnej sugeruje również, że nie jest to opóźniony wzrost związany z VATem), czy kategorii pozostałe (+26,8% m/m). Kompozycja sprzedaży stwarza poważny problem prognostyczny na następny miesiąc...szczególnie odnośnie kategorii pozostałe, która wygenerowała połowę wzrostu sprzedaży w ujęciu rocznym!

Ciekawie przedstawia się sytuacja cenowa w sprzedaży detalicznej. Deflator całego agregatu sprzedaży wyraźnie przyspieszył do 4,3%, zaś w ujęciu bazowym podwoił się do 1,1% r/r. Obydwa deflatory można uznać (na wykresie) za przejawiające wyraźną tendencję wzrostową.



Dane nie wpłynęły na notowania EURPLN, rentowności krótkich IRS podniosły się o 2pb. Odnośnie majowo-czerwcowego problemu decyzyjnego RPP nie zmieniamy zdania. Mimo sprzyjającej aprecjacji EURPLN postawie MF, podwyżka w maju byłaby uwiarygodnieniem samej RPP, a także wzmocnieniem strategii (nie możemy oprzeć się wrażeniu, że jest to właśnie początek nowego podejścia do inflacji) oparcia polityki pieniężnej (w warunkach szoków podaźowych) na aprecjacji złotego. Choć taki sposób myślenia nie do końca może odpowiadać wszystkim członkom RPP, dane o sprzedaży (choć struktura wydaje się dość przypadkowa, ale deflatory wyraźnie rosną) powinny wspierać pogląd o możliwości wzrostu presji inflacyjnej w średnim terminie, a więc także przełamywać niechęć niektórych członków RPP do podwyżek. Na decyzje o poziomie stóp w maju mogą wpłynąć publikowane na koniec miesiąca dane o oczekiwaniach inflacyjnych. Bez tego czynnika skłaniałibyśmy się raczej do stwierdzenia, że może być to „rzut monetą”.

Decyzja FOMC bez niespodzianek, gołębie wystąpienie Bernanke

Decyzja FOMC nie była oczywiście niespodzianką. Ton komunikatu również nie przedstawiał niespodzianek – ocena sfery realnej nie nabrała istotnych rumieńców (obecne są wciąż te same czynniki ryzyka) a inflacja w dalszym ciągu została uznana za przejściową; w średnim okresie FOMC oczekuje powrotu gospodarki na ścieżkę wzrostu

w kontekście stabilności cen. Komunikat był neutralny nie bez przyczyny – ciężar komunikacji z rynkiem został zrzucony na pierwsze w historii publiczne wystąpienie prezesa Fed po posiedzeniu. Język używany na wystąpieniu był mniej techniczny niż tradycyjny sposób komunikacji Bernanke choćby z kongresmenami – w czasie wystąpienia prezes dał jasno do zrozumienia, że jest to zabieg celowy, służący poprawie komunikacji FOMC ze zwykłym obywatelem (kolejne działania z tego zakresu przygotowywane są w zespole kierowanym przez Janet Yellen). Co bardzo ważne, wystąpienie prezesa miało z założeniu odzwierciedlać pogląd zbliżony do konsensusu w FOMC.

Przechodząc do meritum wystąpienia, ogólny jego ton, a także formułowane odpowiedzi na pojawiające się pytania potwierdzają wciąż łagodne stanowisko FOMC. Potwierdzają je też prognozy wzrostu gospodarczego (niższa ścieżka centralna w 2011 roku niż podczas poprzedniej rundy progностycznej), inflacji (przejściowo tylko podwyższona ścieżka w 2011 roku, kosmetycznie wyższa w 2012 i 2013 roku) a także stopy bezrobocia (ścieżka jest co prawda nieco niższa niż zaprezentowana w styczniu, jednak bezrobocie nie spada poniżej 7% w 2013 roku). Długookresowe średnie tempa wzrostu wymienionych zmiennych zostały ustalone na odpowiednio (średki przedziałów): 2,65% (PKB), 5,4% (stopa bezrobocia), 1,85% (inflacja).

Podczas konferencji Bernanke niejednokrotnie podkreślił, że podstawową determinantą polityki pieniężnej jest rynek pracy i prędkość, z jaką wraca on w kierunku równowagi (jest to podstawowy wyznacznik wykorzystania mocy wytwórczych w rozumieniu FOMC) przy czym zmiany w ocenie będą komunikowane na bieżąco (Bernanke zastrzegł jednak, że FOMC potrzebuje czasu na utwierdzenie się, że zmiany są trwałe). Poza tym, prezes zwrócił uwagę, że obecna stopa bezrobocia (nawet w średnim terminie) plasuje się znacznie powyżej „długookresowej” stopy bezrobocia, co potwierdza tylko nadal gołębie nastroje w FOMC (przynajmniej w zarządzie – tradycją już jest, że prezesi banków regionalnych prezentują bardziej jastrzębie poglądy).

Odnosnie programu zakupu aktywów prezes zapowiedział, że zostaną zakończone do czerwca tego roku – tak jak zaplanowano; podkreślił przy tym, że dwa zrealizowane programy zakupów aktywów były skuteczne. Prezes podkreślił, że FOMC prezentuje tak zwane „stock view” odnośnie oddziaływania QE na gospodarkę – dla gospodarki liczy się więc nie tyle strumień zakupów, co wielkość bilansu FOMC, a ta pozostanie po czerwcu stała z uwagi na reinwestowanie środków pochodzących z zapadających papierów. Prezes podkreślił, że w tym kontekście pierwsze próby odchodzenia od wyjątkowo luźnej polityki pieniężnej będą polegać na zaprzestaniu rolowania papierów – dojdzie do tego „w najbliższym czasie” (dokładnie nie sprecyzowanym, był to chyba jeden z najbardziej jastrzębich akcentów całego wystąpienia).

Stabilny konsensus w gronie FOMC (nawet najwięksi jastrzębie nie wysuwają się przed szereg) sugeruje, że z komunikacją nawet najdrobniejszych zmian w polityce pieniężnej FOMC poczeka co najmniej do czerwca, kiedy oficjalnie zakończony zostanie program zakupowy (pustka w komunikacie musi zostać czymś wypełniona, stąd też oczekujemy nowych propozycji właśnie wtedy). Na podwyżki stóp procentowych będzie trzeba jednak poczekać do 2012 roku. Tylko w przypadku destabilizacji oczekiwań inflacyjnych (FOMC analizuje nie tylko oczekiwaną inflację z TIPS, ale także z ankiet wskaźników optymizmu

Uniwersytetu Michigan) FOMC byłby skłonny zaryzykować wcześniejsze podwyżki stóp procentowych w kontekście wysokiej stopy bezrobocia oraz zbliżającej się kontrakcji fiskalnej (choć na razie o jej skutki dla sfery realnej Bernanke jest spokojny).

Decyzja RPP, 11. maja

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka 25 bps	90%
Stopy bez zmian	10%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	3.942
USD/PLN	2.684
CHF/PLN	3.070

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.478
EUR/JPY	121.510
EUR/PLN	3.924
USD/PLN	2.658
CHF/PLN	3.031

EURUSD na nowych maksimach po decyzji FOMC (1,4881) i wystąpieniu Bernanke (patrz sekcja analizy). Dziś oczekiwanie przede wszystkim na wyniki wstępne PKB w USA. Choć konsensus jest ustawiony na poziomie 1,8% istnieje ryzyko niższego odczytu; być może zdyskontowane już przez inwestorów z uwagi na obniżenie tegorocznej ścieżki PKB przez FOMC. Duża niespodzianka w dół może oznaczać zachętę do ataku na maksima z 2009 roku, czyli okolice 1,50-51. Brak zaskoczenia (oraz być może przypadkowo lepsze dane z rynku pracy – po wczorajszej konferencji Bernanke jest jasne, że to klucz do podwyżek stóp procentowych) może katalizować pewną korektę (EURUSD pędzie już bez zadyszki przez 5 figur...).

Złoty mocniejszy. Złoty umocnił się wczoraj pod wpływem komentarzy wiceministra finansów, lepszych danych o sprzedaży detalicznej i w dalszej części dnia pod wpływem umocnienia euro wobec dolara. Na złotego pozytywny wpływ miały gołębie komentarze szefa Fed i utrzymanie łagodnej polityki monetarnej w USA. Cały czas polska waluta pozostaje również pod wpływem zapowiedzi sprzedaży środków z UE przez Ministerstwo Finansów. Dziś otwarcie na poziomie 3,9276 i perspektywa dalszego umocnienia złotego.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Silny trend wzrostowy. Wybicie klina w górę na Stochastic potwierdza siłę kupujących. Choć w krótkim okresie nie można wykluczyć korekty (pozycjonowanie wydaje się jeszcze bardziej ekstremalne...) pierwszym celem jest 1,5058 a następnie węzeł górnej linii kanału trendu oraz szczytu z 2009 roku (1,5145).

Wsparcie	Opór
1,4845	1,5292
1,4720	1,5145
1,4705	1,5058

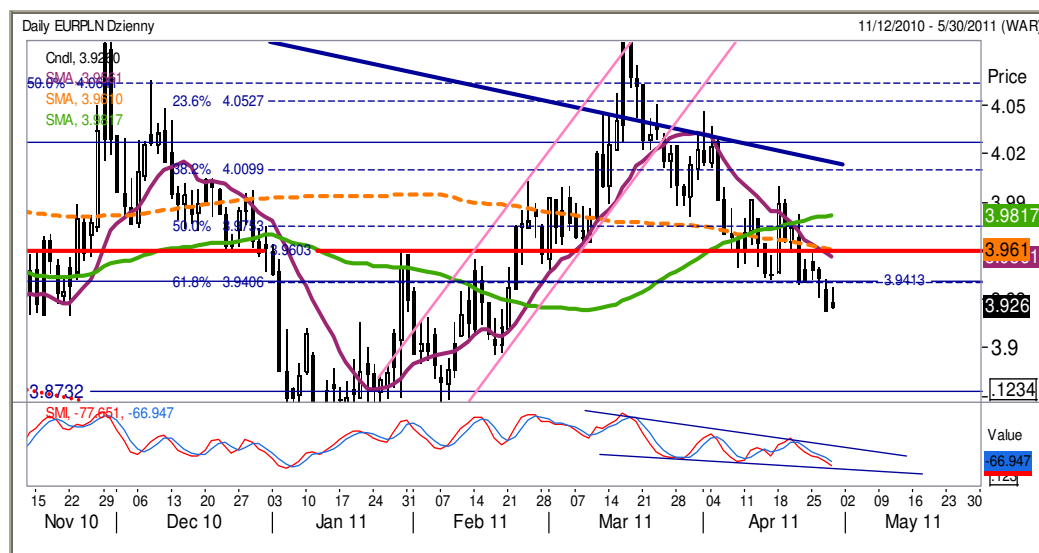


Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Złoty w trendzie aprecjacyjnym, na drodze do 3,90. Stochastic ma jeszcze daleko do dolnego ograniczenia formującego się klina. Warto także zwrócić uwagę na pozytywne dla złotego przecięcie się krótszych średnich.

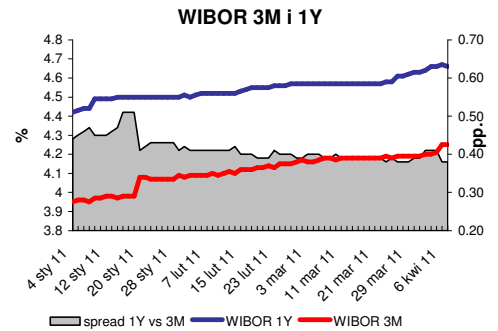
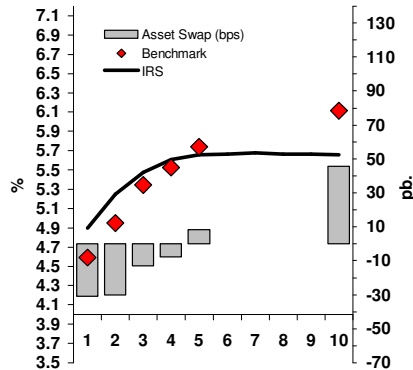
Wsparcie	Opór
3,9158	3,96/97
3,9000	3,9600
3,8732	3,9413



Źródło: Reuters

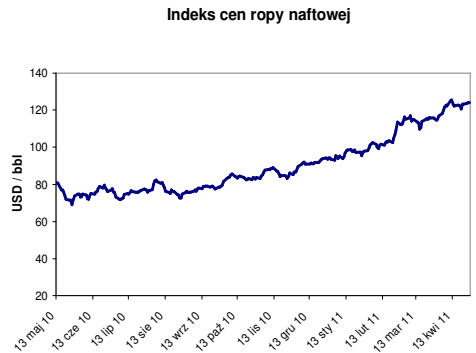
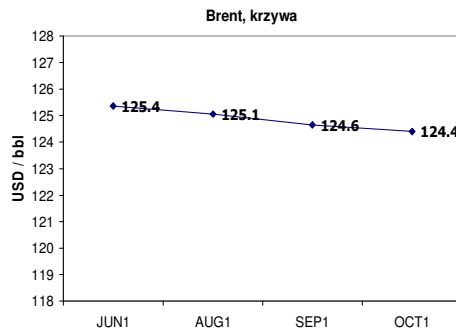
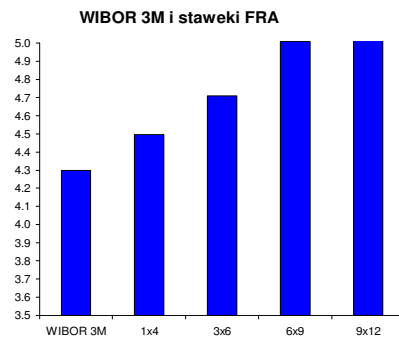
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4.88	4.93
2Y	5.22	5.27
3Y	5.45	5.50
4Y	5.58	5.63
5Y	5.63	5.68
6Y	5.64	5.69
7Y	5.65	5.70
8Y	5.64	5.69
9Y	5.64	5.69
10Y	5.63	5.68



depo	BID	ASK
ON	3.60	3.90
1M	3.60	3.75
3M	4.09	4.29

FRA	BID	ASK
1x2	4.23	4.28
1x4	4.44	4.50
3x6	4.68	4.71
6x9	4.98	5.01
9x12	5.17	5.22



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.