



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

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 526 70 34
artur.pluska@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		
26.03.2012 PONIEDZIAŁEK							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lut	9.0	9.8	14.3	13.7
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	lut	13.6	13.5	13.2	13.5
11:00	GER	Indeks Ifo (pkt)	mar		109.6	109.7 (r)	109.8
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	lut		1.0	2.0	-0.5
27.03.2012 WTOREK							
9:00	GER	Zaufanie konsumentów GfK (pkt)	kwi		6.1	6.0	5.9
14:00	HUN	Decyzja MNB (%)	kwi		7.00	7.00	7.00
15:00	USA	Indeks cen domów Case Shiller (%)	sty		-3.8	-4.0	-3.8
16:00	USA	Zaufanie konsumentów Cboard (pkt)	mar		70.0	71.6 (r)	70.2
28.03.2012 ŚRODA							
	GER	CPI flash m/m (%)	mar		0.3	0.7	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	lut		2.9	-3.7	
29.03.2012 CZWARTEK							
11:00	EUR	Koniunktura ESI (pkt)	mar		94.5	94.4	
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt)	mar		-19.0	-19.0	
13:00	CZK	Decyzja CNB (%)	kwi		0.75	0.75	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	24.03.		350	348	
14:30	USA	PKB final kw/kw (%)	Q4'11		3.0	3.0	
30.03.2012 PIĄTEK							
1:50	JPN	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut			1.9	
8:45	EUR	Inflacja HICP flash r/r (%)	mar		2.5	2.7	
14:00	POL	Oczekiwanie inflacyjne r/r (%)	mar	4.6		4.6	
14:00	POL	Rachunek CA (mld EUR)	Q411			-4.7	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	lut		0.4	0.3	
14:30	USA	Wydatki konsumpcyjne m/m (%)	lut		0.6	0.2	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	mar		63.0	64.0	
15:55	USA	Zaufanie konsumentów UMichigan (pkt)	mar		74.8	74.3	
	EUR	Spotkanie eurogrupy					

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Z danych o sporej sile rażenia poznamy zamówienia na dobra trwałe w gospodarce USA. Rynek spodziewa się dużo lepszego odczytu niż przed miesiącem. Odczyt ten powinien wskazać, że spadek zamówień był jednorazową korektą w trendzie wzrostowym prawdopodobnie wygenerowaną przez najbardziej zmienne kategorie (zamówienia w przemyśle lotniczym) oraz efekt przesunięcia zamówień celem skorzystania z ulgi podatkowej, która wygasła z końcem zeszłego roku.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka: Prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych jest wyższe niż prawdopodobieństwo obniżki. (...) Ostatnie dane to także bardzo przyzwoite tempo wzrostu sprzedaży, to także jednak bardzo wysoka inflacja, jak na nasze normy, także ten obraz jest niełatwy, niejednoznaczny i w dalszym ciągu usprawiedliwia takie podejście Rady do kwestii stóp proc. (...) Na pewno udało nam się nie dopuścić do tego, aby inflacja importowana rozlała się po gospodarce. Można spojrzeć na inflację bazową, która jest jednak znacznie niższa. Wyższa, niż byśmy chcieli, ale znacznie niższa niż ta inflacja CPI. Gospodarka lekko zwalnia, natomiast na pewno nie tak bardzo, jak niektórzy się obawiali.
- „Planu prywatyzacji na lata 2012-2013”: Przychody z prywatyzacji w latach 2012-2013 powinny wynieść około 15 mld zł.
- Makuch (EBC): Obecnie nie ma powodów, aby uruchomić kolejną transzę 3-letnich kredytów z EBC.

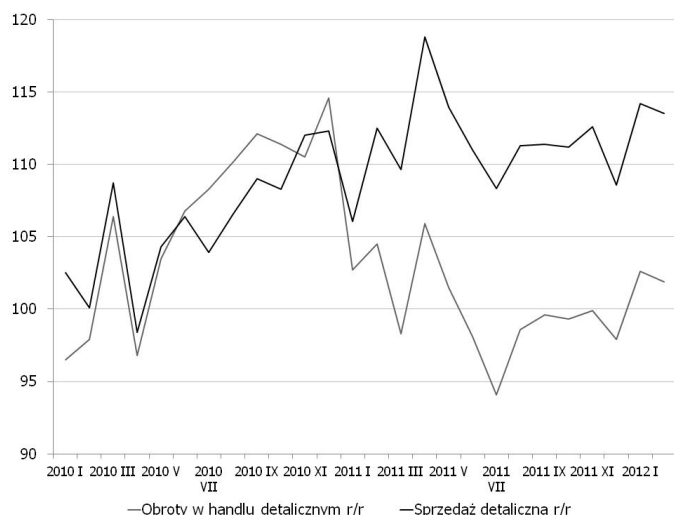
Decyzja RPP (4.04.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.913	-0.009
USAGB 10Y	2.191	0.000
POLGB 10Y	5.527	-0.004
Dotyczy benchmarków Reuters		

Kilka spostrzeżeń odnośnie sprzedaży detalicznej

Ostatnia publikacja sprzedaży detalicznej okazała się sporą niespodzianką dla uczestników rynku. Naszą hipotezą tłumaczącą siłę sprzedaży detalicznej jest obserwowana obecnie wysoka dynamika nietrwałej części dochodu konsumentów (bieżące płace). Wysoka dynamika płac nie przystająca do faktycznych ocen sytuacji ekonomicznej gospodarki nie wpływa pozytywnie na optymizm konsumentów (w tym oczekiwane zmiany sytuacji finansowej gospodarstwa domowego), gdyż uznawana jest za przejściową. Jako że krańcowa skłonność do konsumpcji nawet z nietrwałej części bieżącego dochodu jest dodatnia, znajduje to odbicie w obecnie wyższych wydatkach. Uważamy jednak, że proces ten nie może trwać długo i trend na konsumpcji indywidualnej (ale także sprzedaży) jest spadkowy, zgodnie z kierunkiem negatywnego przeszacowania oczekiwanego dochodu trwałego.

Obok prób wyjaśnienia faktycznie wysokich dynamik sprzedaży detalicznej w mediach równolegle funkcjonuje drugi nurt, który sugeruje, że rzeczywistość jest opisywana lepiej przez obroty w handlu detalicznym, które obejmują całą zbiorowość statystyczną (łącznie z małymi sklepami). Faktycznie 1,9% wzrost tej kategorii w ujęciu rocznym być może "tłumaczy" dynamikę konsumpcji (czyli okolice 2% w ujęciu rocznym, odnotowane w IV kwartale w statystyce rachunków narodowych). Skala tego wytłumaczenia to jednak tylko czysto przypadkowa zbieżność liczb.



Obydwa agregaty sprzedaży prezentujemy na wykresie. Po pierwsze widać, że o ile zmieniały się bardzo podobnie jeszcze w 2010 roku, to podążyły odmiennymi ścieżkami na początku 2011 roku (dokładnie w styczniu). Co ciekawe jednak, korelacja zmian obydwu agregatów w ujęciu rocznym została zachowana. Ważny jest w tym momencie fakt, że nagłe wyhamowanie obrotów w handlu detalicznym nie miało żadnego wpływu na konsumpcję podawaną w ramach rachunków narodowych (pomiędzy IV kwartałem 2010 roku i I kwartałem 2011 roku konsumpcja prywatna spowolniła tylko o 0.3pp., a więc w granicach błędu statystycznego) - nagły spadek obrotów w handlu detalicznym nie odzwierciedla zatem zachowania gospodarki. Co więcej, późniejsze hamowanie konsumpcji indywidualnej również nie zbiegło się z narastaniem rozbieżności pomiędzy dynamikami sprzedaży detalicznej i obrotów w handlu detalicznym,

czego moglibyśmy się spodziewać gdyby faktycznie obroty prezentowały „lepiej” zachowanie sfery realnej. Można sugerować, że rozbieżności między obrotami w handlu detalicznym i sprzedażą detaliczną są związane z jakąś zmianą metodologiczną - jakaś część sprzedaży przestała być pokrywana przez ten wskaźnik i tak już zostało. Co więcej, w nocie metodologicznej możemy przeczytać, że obroty w handlu detalicznym nie obejmują sprzedaży samochodów - twierdzenie o pokrywaniu całej zbiorowości handlowej lansowanej w prasie jest zatem również błędne. Od razu odnieśliśmy się do nasuwającego się pytania, czy przypadkiem zmiany w dynamice sprzedaży samochodów nie odpowiadają za zauważone rozbieżności. Biorąc pod uwagę, że pojazdy samochodowe mają 10% wagę w koszyku sprzedaży, 12-15 punktowa (trwała) rozbieżność pomiędzy agregatami utrzymująca się w 2011 roku wymagałaby, aby dynamika sprzedaży samochodów różniła się in plus od dynamiki sprzedaży detalicznej o 120-150pp, tymczasem jest średnio o 5pp. niższa.

EURUSD fundamentalnie

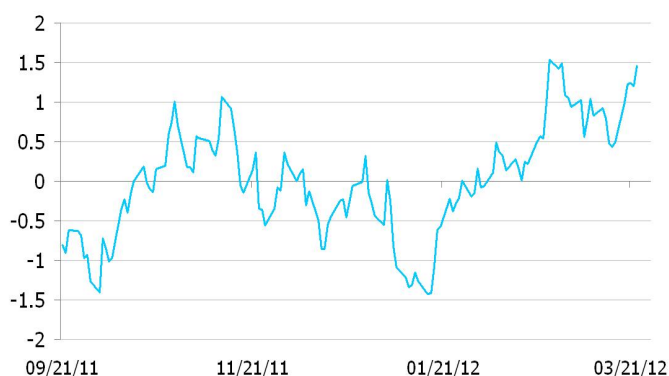
EURUSD relatywnie stabilny. Nie opublikowano żadnych nowych danych, które stanowiłyby duże zaskoczenie (zarówno zaufanie konsumentów C. Board jak i Case-Shiller okazały się bardzo podobne do konsensusów rynkowych). Także komentarze Dudley'a (No QE"), jakkolwiek zaskakujące - nie wpłynęły na notowania EURUSD, inaczej niż intuicyjnie (nawet biorąc pod uwagę efekt końca miesiąca) zareagował rynek obligacji, gdzie rentowności spadły. Dziś inwestorzy będą oczekiwać na publikację zamówień na dobra trwałe (14:30).

EURUSD technicznie

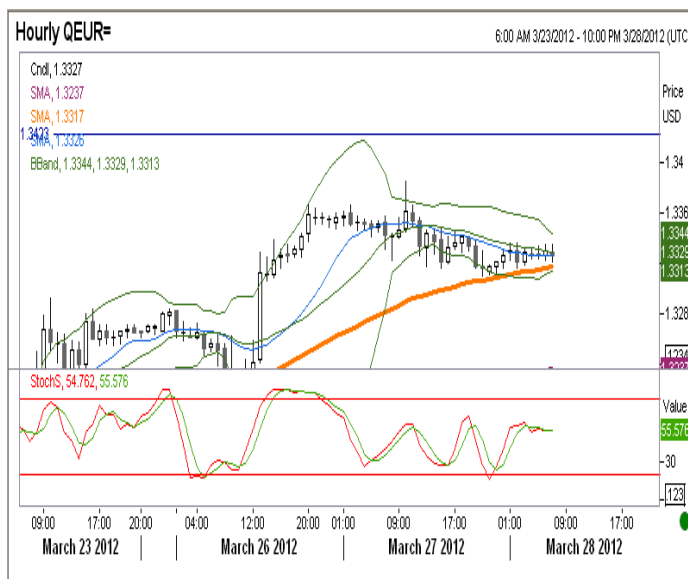
Brak wyraźnego zdecydowania. Na bazie dziennej kurs nie zerodował skutecznie poziomu silnego oporu - 1,3361; na wykresie 4h powyżej średnich i MA55 przecięła MA200. Oscylator na dziennym w strefie wykupienia, a na 4h został wygenerowany sygnał kupna, ale należy powstrzymać się na razie od zajmowania pozycji. Niezdecydowanie jednak jeszcze troszkę potrwa, zatem warto poczekać na wyklarowanie się sytuacji na bazie dziennej.

Wsparcie	Opór
1,3283	1,3432
1,3155	1,3390
1,3000	1,3361

**Wycena EURUSD wzg.
dysparytetu stóp na 2Y IRS**



* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnia 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 dywanet.





EURPLN fundamentalnie

EURPLN osłabił się wczoraj do ponad 4,14 praktycznie bez większego ruchu na EURUSD. Wydaje nam się, że można to wiązać przede wszystkim z komentarzami M. Belki, którymi rynek był wczoraj wprost zasypywany od samego rana (najpierw wywiad w DGP, następnie fragmenty wypowiedzi w Radiu Pin, jeszcze nieco później wywiad na Bloombergu). W wypowiedziach dało się wyczuć pewien element gradacji - każda późniejsza była bardziej gołębia. Można odnieść wrażenie, że w RPP ukształtował się pewnego rodzaju konsensus przeciw szybkim podwyżkom stóp procentowych. Stąd też złoty „oddął” cały zysk wygenerowany po lepszych danych o sprzedaży oraz słynnych już zastanawiających (przede wszystkim ekonomicznie) wypowiedziach Hausnera. Dziś do gry powrócą czynniki globalne i ruchy na EURUSD.

EURPLN technicznie

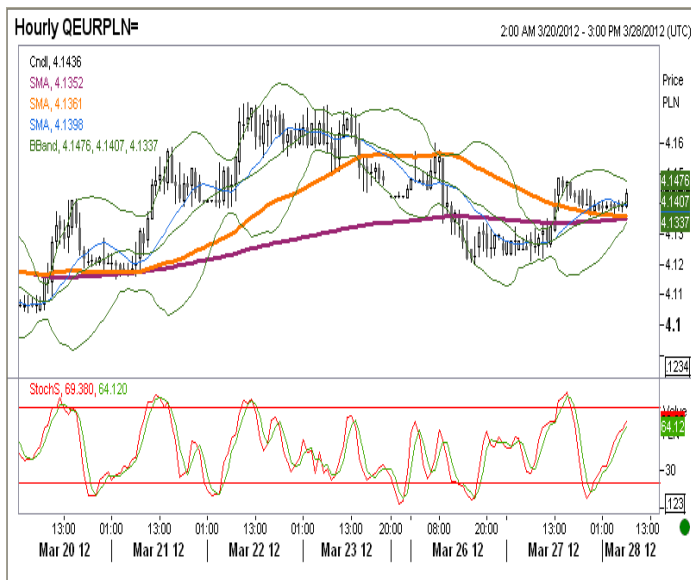
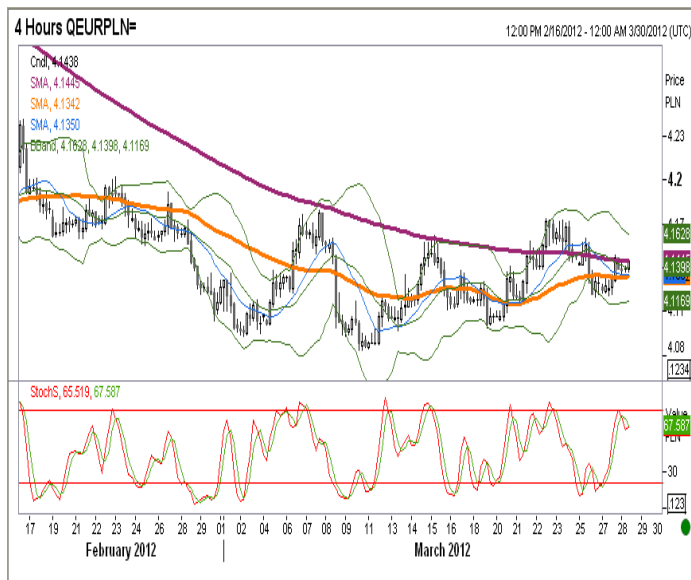
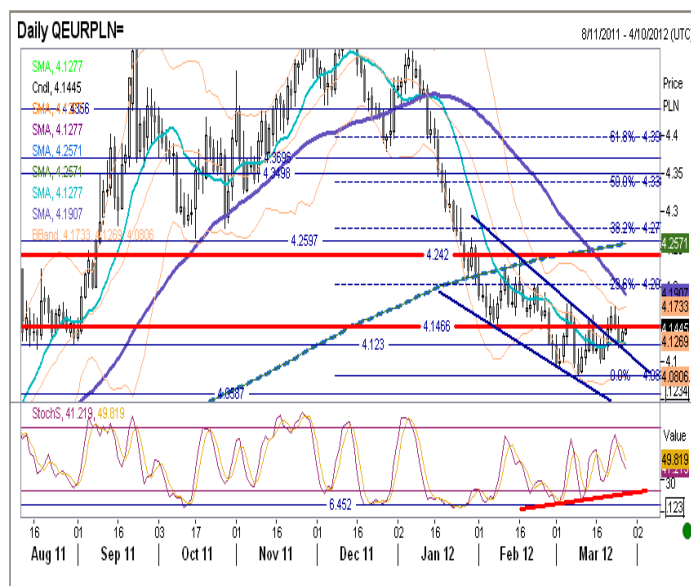
Na bazie dziennej od początku miesiąca złoty porusza się w range'u 4,08-4,18 i wybił się z wcześniej zarysowanego klina. Odbił się od MA14 i teraz jest nieco poniżej ważnego oporu. Na krótszej perspektywie (4h) kurs wbił się ponownie pomiędzy MA55 i MA200. Złoty może jeszcze raz przeprowadzić atak na MA14 i próbować powrócić do klina. Jeśli średnia okaże się skuteczną zaporą wówczas można liczyć się z wybiem kursu do góry. Przy takim scenariuszu cel dla złotego to 4,2034, choć dość silny opór pewnie napotka na linii 4,1725-35 (poziom MA55 na tygodniowym).

Wsparcie	Opór
4,1230	4,2034
4,0831	4,1735
4,0587	4,1466

Czynnik krajowy* w EURPLN



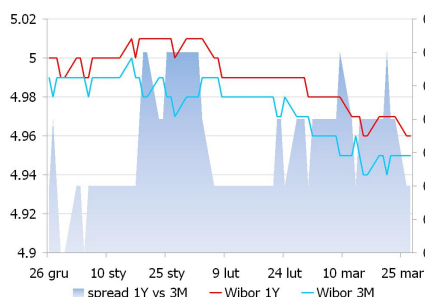
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



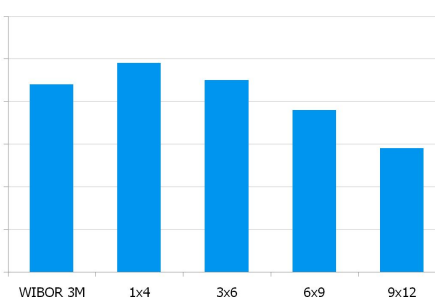


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.9506	4.99	ON	4.2	4.7	EUR/PLN	4.1300
2Y	4.81	4.87	1M	4.3	4.7	USD/PLN	3.0939
3Y	4.79	4.84	3M	4.4	4.9	CHF/PLN	3.4236
4Y	4.82	4.88					
5Y	4.85	4.91	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.88	4.95	1x2	4.72	4.76	EUR/USD	1.3316
7Y	4.91	4.97	1x4	4.93	4.99	EUR/JPY	110.79
8Y	4.92	4.99	3x6	4.92	4.95	EUR/PLN	4.1377
9Y	4.93	4.99	6x9	4.85	4.88	USD/PLN	3.1062
10Y	4.93	4.99	9x12	4.76	4.79	CHF/PLN	3.4330

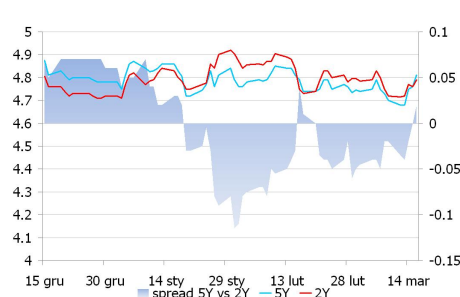
WIBOR 3M i 1Y



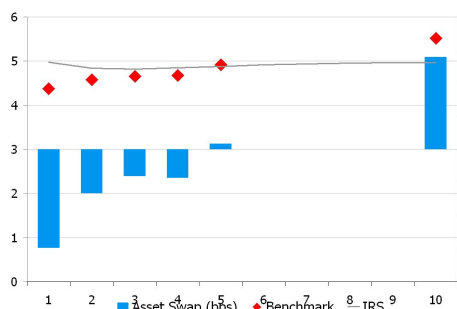
WIBOR 3M i stawki FRA



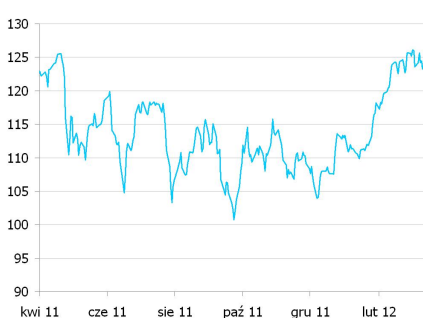
IRS 5Y i 2Y



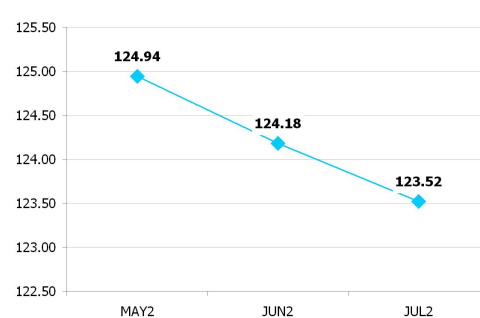
Asset swap i IRS



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 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 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.