



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		
23.04.2012 PONIEDZIAŁEK							
4:30	CHN	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	kwi			48.3	49.1
9:28	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	kwi		49.0	48.4	46.3
9:28	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	kwi		52.3	52.1	52.6
9:58	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	kwi		48.1	47.7	46.0
9:58	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	kwi		49.3	49.2	47.9
10:00	POL	Raport o koniunkturze NBP					
11:00	POL	Komunikat dot. deficytu i długu GG					
24.04.2012 WTOREK							
14:00	POL	Raport o koniunkturze konsumenckiej GUS					
15:00	USA	Indeks Case-Shiller cen domów r/r (%)	lut		-3.4	-3.9 (r)	-3.5
16:00	USA	Indeks zaufania konsumentów CB (pkt)	kwi		69.6	69.5 (r)	69.2
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów SAAR (tys)	mar		319	353 (r)	328
25.04.2012 ŚRODA							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	mar	10.3	10.3	13.7	10.7
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	mar	13.4	13.4	13.5	13.3
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	mar		-1.7	1.9 (r)	-4.2
18:30	USA	Decyzja FOMC (%)	kwi		0.25	0.25	0.25
26.04.2012 CZWARTEK							
11:00	EUR	Indeks ESI (pkt)	kwi		94.2	94.4	
14:00	POL	Minutes RPP	kwi				
14:00	GER	CPI m/m (%)	kwi		0.1	0.3	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	21.04.		375	386	
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	mar		1.2	-0.5	
27.04.2012 PIĄTEK							
14:30	USA	PKB annualizowany kw/kw (%)	Q1		2.5	3.0	
15:55	USA	Indeks Uni. Michigan <i>final</i> (pkt)	maj		76.0	75.7	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** O 14 opublikowane zostaną Minutes z kwietniowego posiedzenia RPP, które z jednej strony można traktować jako historyczne (w obliczu ostatnich bardzo zmiennych i determinowanych przez kolejne publikacje danych wypowiedzi członków RPP), jednak z drugiej mogą zawierać szczegóły głosowania nad podwyżką (wczoraj PAP podała, że za podwyżką głosowały w kwietniu 3 osoby) i tym samym wpłynąć na oczekiwania dot. majowej decyzji.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

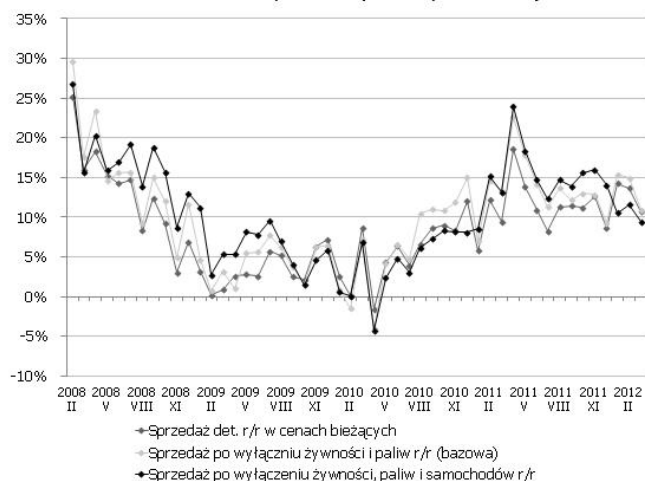
- PAP: Na kwietniowym posiedzeniu RPP głosowała wniosek o podwyżkę stóp procentowych o 25 pb, za którym opowiedziało się trzech członków Rady.
- Rezerwa Federalna postanowiła, że nie zmieni stóp procentowych, pozostawiając główną z nich w przedziale 0-0,25%. Jest to decyzja zgodna z prognozami analityków. W trakcie kwietniowego posiedzenia Rezerwy trzech jej członków opowiedziało się za podniesieniem stóp w 2012 roku, trzech w 2013, a siedmiu w 2014 roku. Amerykańscy bankierzy centralni ocenili, że wzrost gospodarczy w USA będzie pozostawał na umiarkowanym poziomie (więcej w sekcji analizy).
- Bernanke: Wciąż jesteśmy gotowi zrobić więcej, aby zapewnić kontynuację ożywienia, oraz zapewnić, że inflacja pozostanie w pobliżu naszego celu. Jesteśmy w pełni przygotowani do przeprowadzenia dodatkowych działań bilansowych jeśli będą one konieczne do realizacji naszych celów.

Decyzja RPP (9.05.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	50%	GERGB 10Y	1.716	0.003
stopy bez zmian	50%	USAGB 10Y	1.984	-0.005
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.435	-0.022
PROGNOZA BRE	podwyżka 25 bps	Dotyczy benchmarków Reuters		

Sprzedaż detaliczna - spadkowy trend zachowany

Sprzedaż detaliczna wzrosła w marcu o 10,7% r/r wobec 13,7% wzrostu odnotowanego w poprzednim miesiącu. W ujęciu miesięcznym wzrost sprzedaży wyniósł 15,7% (wobec 18,8% w analogicznym okresie poprzedniego roku) - tak więc mimo sprzyjającego układu świąt, dynamika sprzedaży pozostała relatywnie słaba i zgodna z naszymi oczekiwaniami.

Roczna dynamika sprzedaży detalicznej



Przechodząc do szczegółów, przede wszystkim spowolniła dynamika sprzedaży samochodów (z 23,6% do 11,8%), wzrosła dynamika sprzedaży odzieży (z 4,1% do 14,4% - wahania na tej kategorii nie są wiarygodnym sygnałem niczego innego poza ruchomym wzorcem sezonowym wprowadzania na rynek nowych kolekcji), utrzymała się relatywnie wysoka sprzedaż w kategorii meble, RTV, AGD (19,2% wobec 20,5%), jednak tu sprawcą jest jedynie efekt bazowy z poprzedniego roku. Po sprzedaży żywności i sprzedaży w niewyspecjalizowanych sklepach widać, że efekt Wielkanocnej sprzedaży jest relatywnie słaby (co samo w sobie świadczy o stanie konsumpcji). W ujęciu bazowym (także po wyłączeniu samochodów) sprzedaż spadła w podobnym stopniu jak całościowo, niemniej to w tej pierwszej kategorii trend spadkowy (od początku 2011 roku) jest najbardziej widoczny. Podtrzymujemy nasze tezy z poprzedniego miesiąca, że efekt podwyższenia sprzedaży w pierwszych miesiącach wyniknął z nadzwyczajnie wysokiego wzrostu wynagrodzeń, który obecnie już się znormalizował. Trend na sprzedaży i konsumpcji lepiej pokazuje ocena sytuacji finansowej gospodarstwa domowego (w kwietniu kolejny, wprawdzie niewielki, ale spadek) oraz sprzedaż hurtowa, która spada bardziej zdecydowanie. Tym samym spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach dynamika sprzedaży będzie spadać, a dynamika konsumpcji w całym roku uplasuje się na poziomie 1-2%.

Dane zostały potraktowane przez rynek jako okazja do zrealizowania części zysków po spadkach rentowności notowanych w poprzednich dniach. Złoty zareagował pozytywnie, jednak w tym przypadku czynniki lokalne można łatwo pomylić z bardziej pozytywnym sentymentem globalnym. Biorąc pod uwagę fakt, że na poprzednim posiedzeniu była już głosowana podwyżka stóp procentowych (miała troje zwolenników), ostatnie złagodzenie retoryki wielu członków RPP mogłoby być dobrym pretekstem usunięcia majowej podwyżki stóp procentowych z

oczekiwań rynkowych (obecnie rynek wycenia już tylko połowę podwyżki). Niemniej pozostaje kwestia wizerunku prezesa, który podwyżkę zapowiedział, bo w sytuacji, kiedy RPP już głosowała nad podwyżką słowa „Rada rozważy” nie oznaczają przecież, że tylko rozważy. Problematyczny, jeśli RPP rzeczywiście większą uwagę przywiązywać będzie do poziomu inflacji może okazać się ponowny wzrost inflacji za kwiecień, maj, czerwiec itd. Inflacja spadnie dopiero na jesieni.

FOMC: skala podwyżek stóp i liczba ich zwolenników w 2014 roku rosną

Wczorajszy komunikat FOMC różni się w zasadzie kosmetycznie od poprzedniego. Po pierwsze, stwierdza poprawę na rynku pracy (nie dalszą poprawę, ale po prostu poprawę - to i tak bardzo pozytywne stwierdzenie, biorąc pod uwagę ostatnią niespodziankę na NFP). Po drugie, Fed stwierdza dalsze wzrosty inwestycji i konsumpcji (tu bez zmian mimo bardzo nieprzyjemnego, marcowego raportu o zamówieniach na dobra trwałe). Po trzecie, komunikat między wierszami stwierdza pewne pozytywne sygnały z rynku nieruchomości (ale ogólnie ocena tego rynku pozostaje niezmienną). Po czwarte wreszcie, komunikat stwierdza pewne przyspieszenie inflacji w związku z wyższymi cenami ropy naftowej (jest to nic więcej ponad stwierdzenie faktu).

Część komunikatu odnosząca się bezpośrednio do przyszłości również przeszła kosmetyczne zmiany. Po pierwsze Fed spodziewa się, że wzrost „pozostanie” umiarkowany, a potem stopniowo przyspieszy (słowa o przyspieszeniu nie było w poprzednim komunikacie). Zgodnie z oczekiwaniami zaostrzone zostało stwierdzenie o napięciach na rynkach finansowych i generowanym przez nich znacznym ryzyku dla wzrostu. Niejako osłabione (choć może szukamy za bardzo drugiego dna) zostało stwierdzenie o przejściowym wpływie wzrostów cen ropy na inflację - poprzednio komunikat wyrażał się o tej kwestii niemal z pewnością, obecnie członkowie FOMC tylko tego „oczekują”.

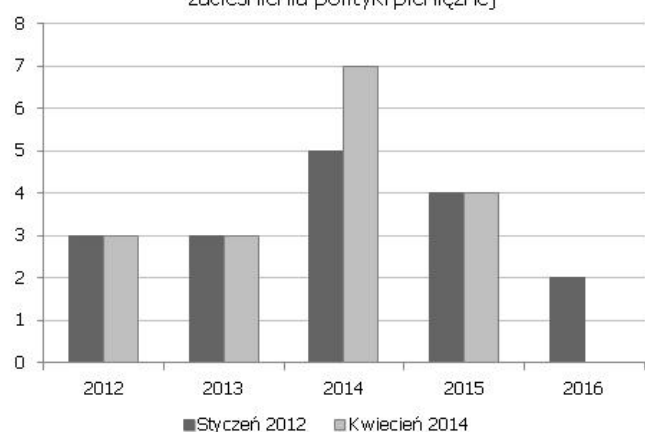
Pozostałe części komunikatu oraz rozkład głosów pozostały bez zmian. W dalszym ciągu największym jastrzębiem pozostaje Lacker (nie godzi się na zobowiązanie do niskich stóp procentowych do 2014 końca roku), a polityka zmiany duaration portfela obligacji (Operation Twist) pozostaje w mocy, tak samo jak rolowanie MBS.

Do komunikatu dołączony został zestaw prognoz członków FOMC oraz rozkład stóp procentowych odpowiednich z punktu widzenia poszczególnych członków FOMC. W porównaniu do poprzedniej rundy progностycznej prognozy stopy bezrobocia (przy założeniu odpowiedniej polityki pieniężnej) zostały przesunięte nieznacznie w dół, nieznacznie wzrosła też inflacja. W przypadku stóp procentowych zwiększyła się liczba członków wyrażających konieczność zacieśnienia polityki pieniężnej w 2014 roku kosztem 2016 roku. Z biegiem czasu oczekujemy dalszych zmian, które świadczą przede wszystkim o tym, że zobowiązanie do niskich stóp procentowych nie jest dane raz na zawsze, lecz pozostaje warunkowe względem napływających danych.

Konferencja i sesja Q&A w zasadzie nie przyniosła niczego nowego. Jak zwykle Bernanke powtarzał, że QE wciąż jest opcją, jednak w świetle komunikatu (wobec ostatnich danych ton ko-

munikatu można uznać z powodzeniem za jastrzębi) i zmian w rozkładzie preferowanych stóp procentowych, większość członków FOMC prawdopodobnie niechętnie sięgnie po guzik QE bez znacznego pogorszenia koniunktury (a przede wszystkim bez znacznego spowolnienia prognoz inflacji), a to na razie nie wydaje nam się najbardziej prawdopodobną opcją. Stąd też na razie QE jest mało prawdopodobne, nawet przy seriach gorszych danych, które - jak już wspominaliśmy - są uznawane przez Fed nie za pogorszenie koniunktury, lecz powrót do trendu... który Rezerwa zdiagnozowała wcześniej i lepiej niż rynki finansowe.

Liczba członków FOMC wyrażających konieczność zacieśnienia polityki pieniężnej





EURUSD fundamentalnie

EUR silniejsze. Wspólna waluta stopniowo do południa umacniała się. Późniejsze dane o zamówieniach na dobra trwałe w gospodarce amerykańskiej, które okazały się dużo gorsze od oczekiwań (dodatkowo poprzedni odczyt został zrewidowany w dół) przełożyły się na osłabienie kursu, jednak rynek szybko się otrząsnął. Stopy procentowe pozostały na niezmiennym poziomie (więcej w sekcji analizy). Efektem tego komunikatu było początkowe silne osłabienie kursu EUR (myślenie w kategoriach „QE or not QE”), po czym nastąpił powrót do poprzednich poziomów (mimo wszystko EURUSD pozostaje wrażliwy na perspektywę globalnego wzrostu). Dzisiaj na rynku powinno być nieco spokojniej, z ważniejszych danych z USA opublikowane zostaną cotygodniowe dane o nowo-zarejestrowanych bezrobotnych oraz kolejne dane z rynku nieruchomości. Na lepsze dane kurs powinien zareagować umocnieniem (bo przecież liczba oczekujących QE raczej spadła).

EURUSD technicznie

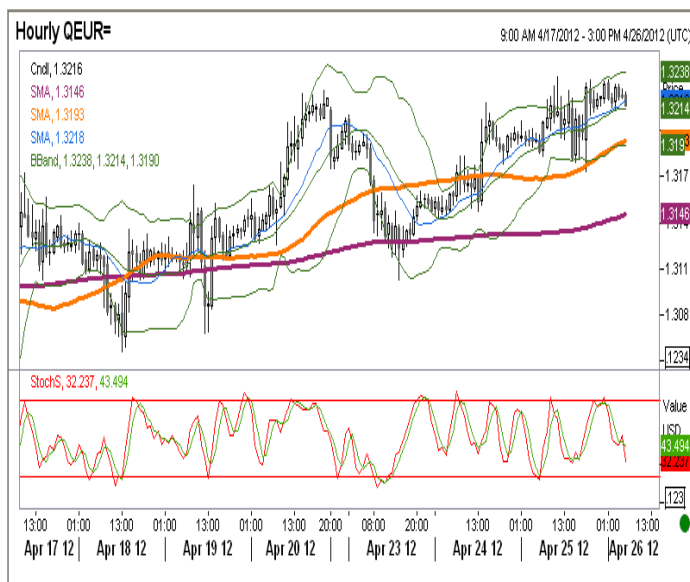
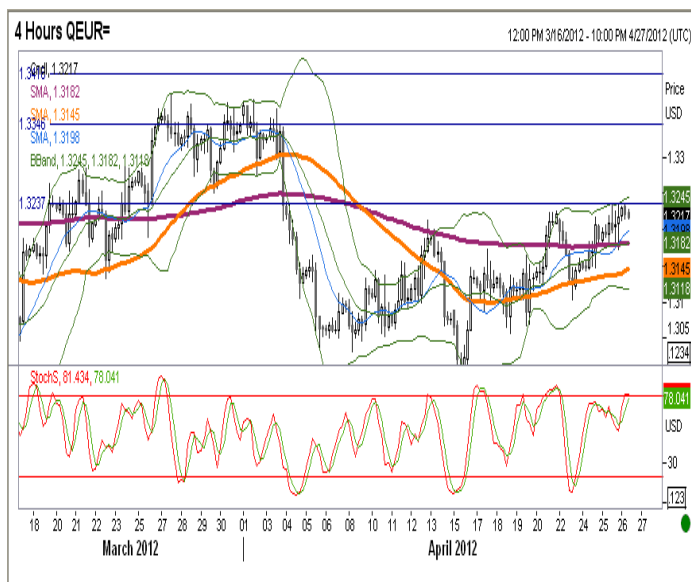
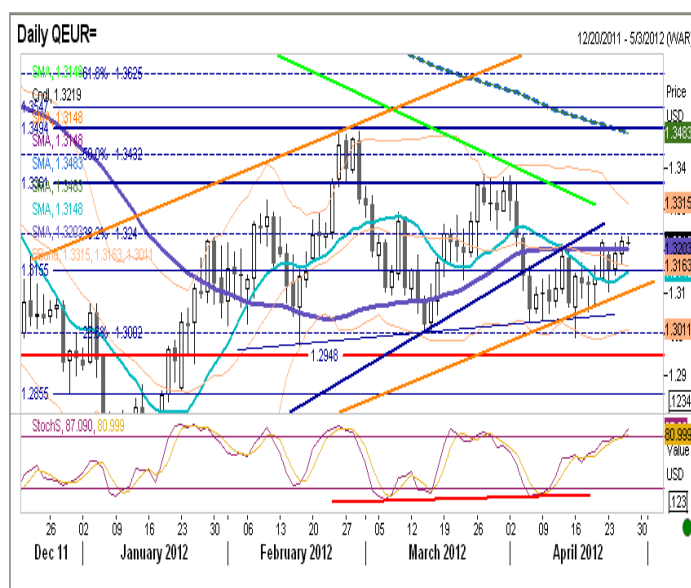
Wydaje nam się, że w dalszym ciągu bezpiecznie jest zakładać, że EURUSD znajduje się tylko i wyłącznie w range wyznaczonym przez 1,2950-1,3380 (3200 było zbyt optymistycznym założeniem). Jesteśmy neutralni, rynek jest mocno nieprzewidywalny i porusza się skokowo. Wczoraj udało się utrzymać notowania ponad MA55, jednak próby przebicia ponad poprzednie maksima skończyły się fiaskiem. 1,3180 wydaje się stanowić solidne wsparcie na 4h, uwaga jednak na spadające momentum.

Wsparcie	Opór
1,3180	1,3432
1,3155	1,3361/80
1,3100	1,3240

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

Złoty silniejszy. Dane o sprzedaży detalicznej przełożyły się na nieznaczne umocnienie krajowej waluty, natomiast z punktu widzenia RPP są one neutralne. RPP nadal ma trudny orzech do zgryzienia i prawdopodobnie spora niepewność na rynku odnośnie podwyżek stóp utrzyma się do samego momentu ogłoszenia majowej decyzji. W dalszej części sesji złoty poruszał się w ślad za parą EURUSD. Nasz model wskazuje na silne osłabienie czynnika krajowego. Wynika to z silnych ruchów na węgierskim fornicie, co jest związane prawdopodobnie z dogadaniem się Węgier z MFW. Dziś poznamy szczegóły dyskusji z ostatniego posiedzenia RPP, która raczej już nie wniesie specjalnie nic nowego. Już wiadomo, że ostatnio za podwyżką głosowało trzech członków. Złoty w najbliższym okresie pozostanie głównie pod wpływem wydarzeń i danych globalnych.

EURPLN technicznie

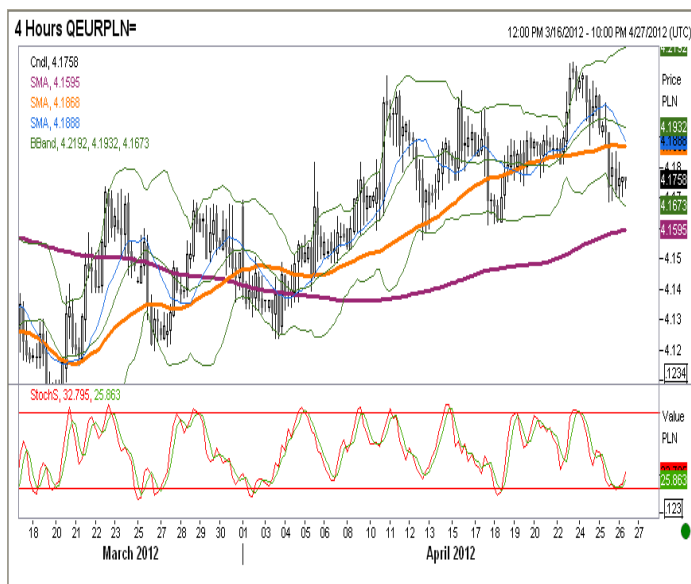
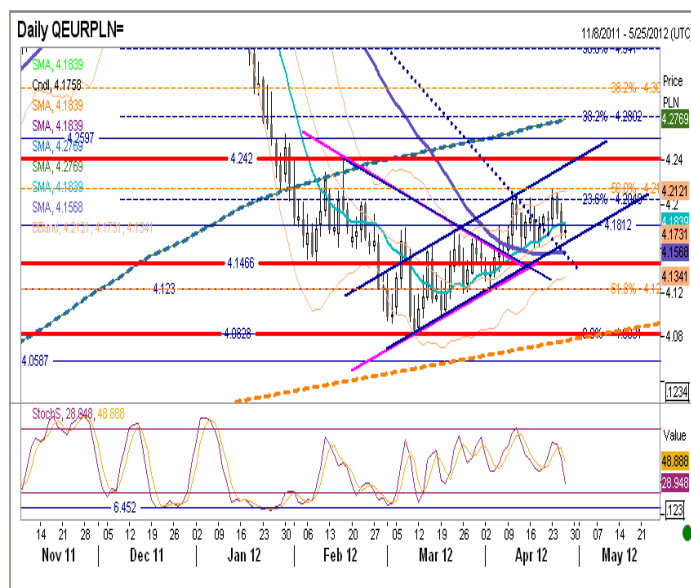
Notowania przełamały 4,1812 w dół, jednak utknęły na środkowych wstęgach Bollingera, zarówno na wykresie dziennym, jak i 4-ro godzinowym. Jeśli uda się złamać 4,1650-4,1600 (odpowiednio dolne ograniczenie kanału deprecyjnego z dziennego, MA200 z 4h), jest szansa na kontynuację ruchu w dół, zwłaszcza że oscylator na dziennym wykresie wykazuje dywergencję. Nawet jeśli to poziomy 4,14-15 będą prawdopodobnie służyć jako solidne wsparcie i w perspektywie co najmniej kilkutygodniowej - naszym zdaniem - podstawowym trendem jest deprecyjny.

Wsparcie	Opór
4,1650	4,2147
4,1600	4,2000
4,1466	4,1812

Czynnik krajowy* w EURPLN



* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniano 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	5.055	5.12
2Y	4.9	4.96
3Y	4.88	4.95
4Y	4.89	4.95
5Y	4.9	4.96
6Y	4.92	4.98
7Y	4.94	5.00
8Y	4.96	5.01
9Y	4.96	5.03
10Y	4.96	5.03

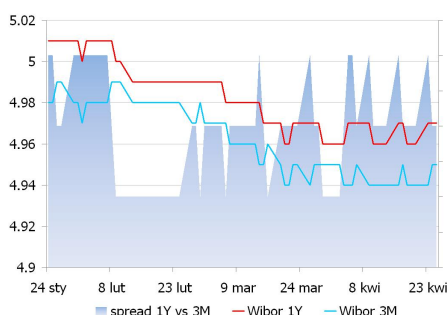
depo	BID	ASK
ON	4.0	4.2
1M	4.4	4.5
3M	4.6	4.9

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1870
USD/PLN	3.1675
CHF/PLN	3.4841

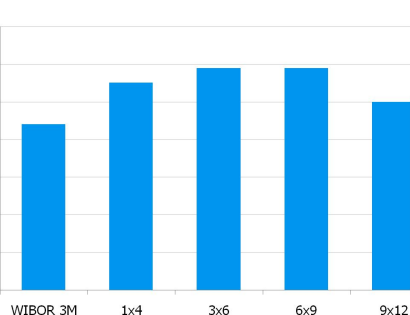
FRA	BID	ASK
1x2	4.82	4.86
1x4	4.99	5.05
3x6	5.03	5.09
6x9	5.03	5.09
9x12	4.94	5.00

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3220
EUR/JPY	107.52
EUR/PLN	4.1736
USD/PLN	3.1566
CHF/PLN	3.4729

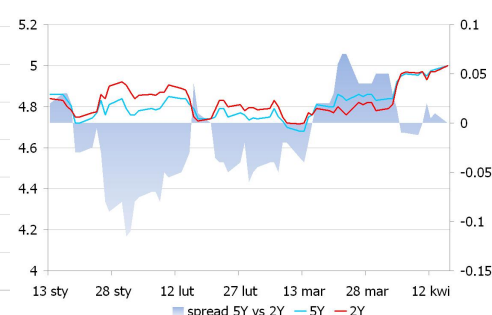
WIBOR 3M i 1Y



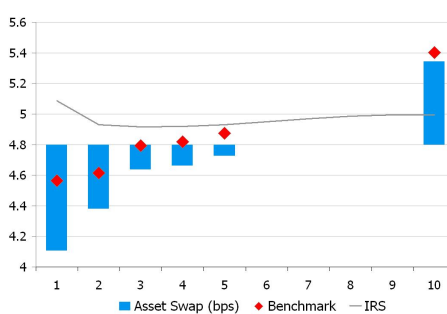
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



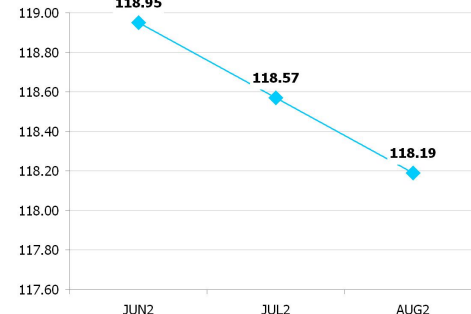
Asset swap i IRS



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 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. DYSTRYBUJCA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.