



ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166
MARCIN MAZUREK TEL. 829 0183
RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
E-MAIL: research@brebank.com.pl

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna w Polsce powraca do trendu

Utrzymujemy nasz pogląd o postępującej zmianie struktury wzrostu gosp., którego ciężar przesunie się w kierunku popytu konsumpcyjnego.

Dynamika roczna sprzedaży detalicznej wzrosła w styczniu do 20,9% r/r z 12,4% zanotowanych w grudniu. Tym samym potwierdziły się nasze przewidywanie o jedynie jednorazowym spadku dynamiki sprzedaży na przełomie roku spowodowanym niższą dynamiką sprzedaży żywności. Dane styczniowe wskazują na wysoki popyt w niemal wszystkich kategoriach; dwucyfrową dynamikę notuje sprzedaż dóbr trwałych (meble, AGD i RTV oraz samochody), jak i tych nietrwałego użytku (odzież i obuwie, kosmetyki). **Wysoka dynamika w tej drugiej grupie świadczyć może również o silnym wzroście dochodu w grupach konsumentów o najniższych dochodach, a więc szerokiej bazie wzrostu popytu konsumpcyjnego.** Utrzymujemy nasz pogląd o postępującej zmianie struktury wzrostu gosp., którego ciężar przesunie się w kierunku popytu konsumpcyjnego.

Tradycyjnie przy okazji publikacji danych o sprzedaży detalicznej pokusiliśmy się o analizę tendencji cenowych w koszyku sprzedaży. Roczna dynamika cen sprzedaży detalicznej wzrosła z 4,3% do 5,0% w styczniu. **Odnotowano również wzrost dynamiki cen w kategoriach „popytowych” koszyka sprzedaży (wskaźnik liczony po wyłączeniu cen paliw i żywności).** Uważamy, że tendencja ta będzie się nasilała w najbliższych miesiącach.

Dzisiejsze dane wspierają jednoznacznie oczekiwania na szybkie podwyżki stóp proc. Naszym zdaniem do kolejnej podwyżki dojdzie już na śródownym posiedzeniu RPP. Utrzymujemy pogląd, że stopy proc. wzrosną w tym roku do poziomu powyżej 6%.

Stopy procentowe na Węgrzech bez zmian

Biorąc pod uwagę fakt, że inflacja CPI oraz odpowiadająca jej miara bazowa prognozowane są w ujęciu średnim na poziomie 3,6% w 2009 roku, sprowadzenie inflacji do celu 3% wymagać będzie kontynuacji polityki dezinflacji.

Na wczorajszym posiedzeniu Narodowy Bank Węgier nie zmienił stóp procentowych, które pozostały na poziomie 7,50%. W porozumieniu z rządem uwolniony został natomiast kurs forinta (jeszcze przed głosowaniem w sprawie stóp procentowych), co w przyszłości pozwoli na większą elastyczność prowadzonej polityki monetarnej (odejście od tzw. *inconsistent trinity*, której skutki widoczne były dość wyraźnie w przypadku polityki pieniężnej prowadzonej przez Słowacki Bank Centralny w końcu 2006 roku) oraz wejście do strefy euro.

Brak zmiany oprocentowania można traktować jako odroczenie spodziewanego zacieśnienia – na posiedzeniu dyskutowano również 25 punktową podwyżkę oprocentowania (przypomnijmy, że decyzja o uwolnieniu kursu forinta została podjęta jeszcze przed głosowaniem w sprawie stóp – decydenci wzięli zatem pod uwagę bilans

kosztów i korzyści z pełnego upłynnienia waluty). Komunikat po posiedzeniu miał dość jastrzębi wydźwięk: bank centralny będzie dążył do obniżenia inflacji do celu (3,0% podczas gdy inflacja w styczniu wyniosła 7,1% r/r) w 2009 roku. Biorąc pod uwagę fakt, że inflacja CPI oraz odpowiadająca jej miara bazowa prognozowane są w ujęciu średnim na poziomie 3,6% w 2009 roku, oznacza to konieczność kontynuowania polityki dezinflacji. Wniosek ten wzmacnia także wielokrotnie podkreślany podstawowy cel banku centralnego, jakim jest stabilizacja cen.

Uważamy, że na kolejnych posiedzeniach dojdzie do zacieśnienia polityki pieniężnej – prawdopodobnie jednak oczekiwana przez nas podwyżka 50 punktowa (do której miało dojść na bieżącym posiedzeniu) zostanie rozłożona na dwa ruchy po 25 pb (w marcu i kwietniu). Dalsza ścieżka polityki pieniężnej jest w dużej mierze zdeterminowana kursem forinta – jeśli po chwilowej euforii powróci on do trendu deprecyjnego, możemy się spodziewać dalszych podwyżek oprocentowania (projekcja zakłada kurs na poziomie EUR/HUF na poziomie 256 w 2008 roku – wszelkie osłabienie waluty ponad ten poziom zmienia prognozowane ścieżki inflacji i sprawia, że okres dezinflacji może się przedłużyć).

Sprzedaż domów w USA wciąż spada

Sprzedaż domów na rynku wtórnym spadła do rocznego poziomu 4,89 mln – na uwagę zasługuje fakt, że tempo spadku uległo niewielkiemu wyhamowaniu. Co więcej, po raz pierwszy od 11 miesięcy wzrosła (m/m) sprzedaż domów jednorodzinnych. Niemniej jednak dalszego obniżenia doznały ceny domów; wzrosły także zapasy lokali niesprzedanych – obecnie sytuują się one na poziomie 10,3 miesięcznej sprzedaży.

Dane wskazują, że kupujący wciąż czekają na dalsze obniżenie cen, które może zrekompensować niedogodności związane z uzyskaniem odpowiedniego finansowania hipotecznego. **Kolejne słabe dane z rynku nieruchomości nie wydają się wywierać wpływu na rynek – obniżenie aktywności zostało już w dużej mierze zdyskontowane; bardziej żywiołowa reakcja możliwa jest raczej w odpowiedzi na pozytywne niespodzianki płynące z tego segmentu rynku – jest duża szansa, że zaczną się one pojawiać już pod koniec 2008 roku.** Do tej pory polityka Fed oraz uwaga inwestorów skupiona będzie na innych danych ze sfery realnej oraz wskaźnikach cenowych – już dziś poznamy ceny producentów, a na piątek przewidziana jest publikacja danych o inflacji PCE.

Posiedzenie RPP, 27. lutego

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	100%
Stopy bez zmian	0%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5630	2,4049

EUR/USD 1,4815 EUR/JPY 159,85 EUR/PLN 3,5320 USD/PLN 2,3840

Poprawa nastrojów na Wall St. (oraz konsolidacja poniżej poziomu oporu 1,4830/50)

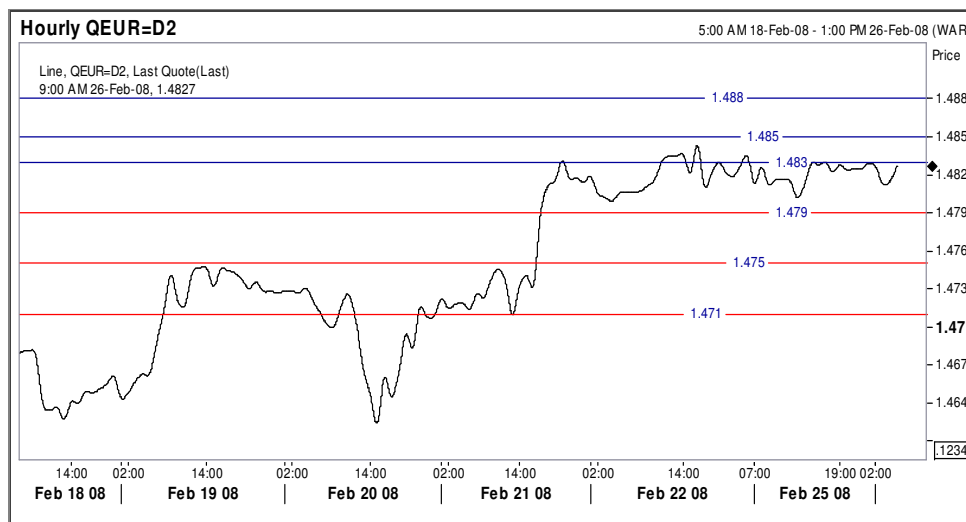
EUR/USD) wspierają umocnienie dolara w krótkim terminie, o ile publikacja danych makro z USA nie przyniesie rozczarowania prawdopodobna wydaje się korekta EUR/USD (pierwszym celem jest 1,4730/10). Dodatkowo do osłabienia euro może się przyczynić realizacja zysków na długich pozycjach EUR/JPY.

Decyzja RPP wydaje się już zdyskontowana (+25 pb) jednakże popyt na PLN po technicznym przełamaniu wsparcia 3,5600/3,5550 oraz 3,5450 pozwolił złotemu osiągnąć rekordowy historycznie poziom 3,5250/80 EUR/PLN.. Jeśli realizacja zysków zostanie powstrzymana ok. 3,5450/3,5540 to w krótkim terminie można spodziewać się testu silnego poziomu wsparcia 3,50 EUR/PLN. Ewentualna korekta EUR/USD może również zachęcić inwestorów do realizowania zysków na krótkich pozycjach USD/PLN..

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kluczowe dla notowań EUR/USD wydają się losy EUR/JPY.. korekta jena oznacza prawdopodobny test poziomu wsparcia 1,4790 EUR/USD (możliwe zlecenia s/l poniżej 1,4780/60). Ewentualna korekta EUR/USD powinna zostać powstrzymana na poziomie wsparcia 1,4730/10 (umożliwiając kontynuację trendu wzrostowego w średnim terminie).

wsparcie	opór
1,4790	1,4880
1,4750	1,4850
1,4710	1,4830



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Przełamanie poziomów wsparcia 3,5550/3,5450 przyspieszyło umocnienie złotego, po okresie konsolidacji w paśmie 3,5250-3,5450 możliwa kontynuacja trendu (z celem na poziomie 3,50). Silniejsza korekta wymaga przełamania oporu 3,5540/60.

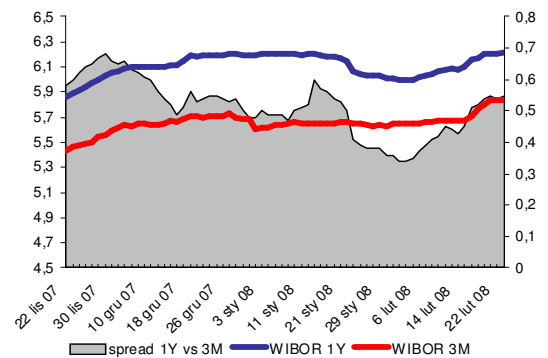
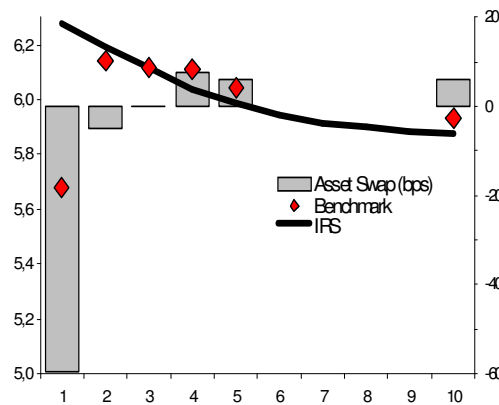
wsparcie	opór
3,5300	3,5600
3,5150	3,5540
3,5000	3,5450



Źródło: Reuters

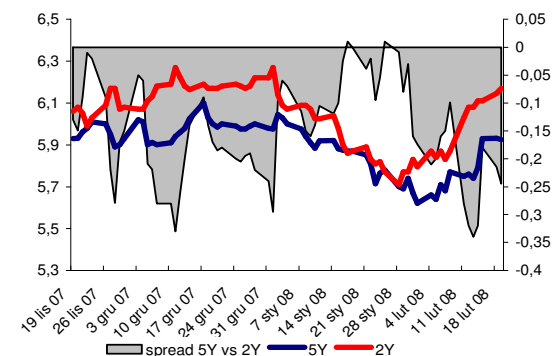
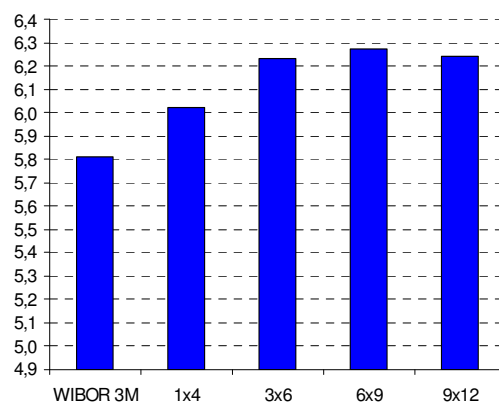
Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	6,25	6,31
2Y	6,17	6,21
3Y	6,10	6,13
4Y	6,02	6,05
5Y	5,97	6,00
6Y	5,93	5,96
7Y	5,90	5,93
8Y	5,88	5,93
9Y	5,86	5,91
10Y	5,85	5,90



depo	BID	ASK
ON	5,22	5,42
1M	5,36	5,56
3M	5,61	5,81

FRA	BID	ASK
1x2	5,70	5,77
1x4	5,96	6,02
3x6	6,20	6,23
6x9	6,21	6,27
9x12	6,18	6,24



UWAGA!

NINIEJSZE 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 UPRZĘDZIEGO 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. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEJEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZĘDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.