



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



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

Daily Letter

piątek, 14 marca 2008

STRON: 5

Makroekonomia

Rewizja wag w koszyku inflacji i znacznie niższa niż oczekiwano inflacja za styczeń i luty

Dane za styczeń i luty nie zmieniają naszej średniookresowej oceny procesów inflacyjnych – wzrosty cen w ujęciu miesięcznym w ostatnich miesiącach okazały się zgodne z naszymi przewidywaniami potwierdzając, że inflacja będzie w kolejnych miesiącach narastać ze względu na wzrost cen kontrolowanych

Wskaźnik roczny inflacji za luty wyniósł 4,2% (wobec 4,6% oczekiwanych). Roczny wskaźnik za styczeń skorygowany został przez GUS z 4,3% do 4,0%. Na rozminięcie się prognoz inflacji (również tych przygotowanych przez MinFin) z aktualną daną wpłynęła przede wszystkim rewizja koszyka inflacyjnego. Na podstawie badań wydatków konsumentów w 2007 roku GUS zmniejszył wagi żywności (z 26,2 do 25,7%) i kosztów użytkowania mieszkania (z 20,4 do 19,0%). Wzrósł natomiast udział kategorii popytowych (odzież i obuwie, hotele i restauracje). Rewizja może więc uwzględniać efekt dochodowy (gosp. domowe dysponujące większym dochodem w 2007 roku zwiększyły wydatki na artykuły takie jak telewizory, usługi turystyczne itd., pozostawiając na niezmiennym poziomie wydatki na żywność).

Dane za styczeń i luty nie zmieniają naszej średniookresowej oceny procesów inflacyjnych – wzrosty cen w ujęciu miesięcznym w ostatnich miesiącach okazały się zgodne z naszymi przewidywaniami potwierdzając, że inflacja będzie w kolejnych miesiącach narastać ze względu na wzrost cen kontrolowanych (w lutym ceny w kat. użytkowanie mieszkania wzrosły o 1,7% m/m) i usług (ceny w kat. restauracje i hotele i zdrowie wzrosły w lutym o 0,6% i 0,4% odpowiednio). Szacujemy, że roczny wskaźnik inflacji netto wzrósł do 2,1% r/r w styczniu. Uwzględniając średnioroczne wagi żywności podane przez GUS inflacja netto za luty mogłaby wzrosnąć nawet do 2,8-2,9%.

Prognozujemy, że w marcu roczny wskaźnik inflacji wyniesie 4,2-4,4% r/r i będzie rósł do powyżej 5% w miesiącach letnich. Co więcej, struktura wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach (wzrost cen kontrolowanych i cen usług) będzie wpływała na percepcję i oczekiwania gospodarstw domowych (wydaje się, że tzw. odczuwalna inflacja, a więc inflacja dotycząca cen towarów i usług najczęściej kupowanych przekracza obecnie poziom 6%) zwiększając ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy.

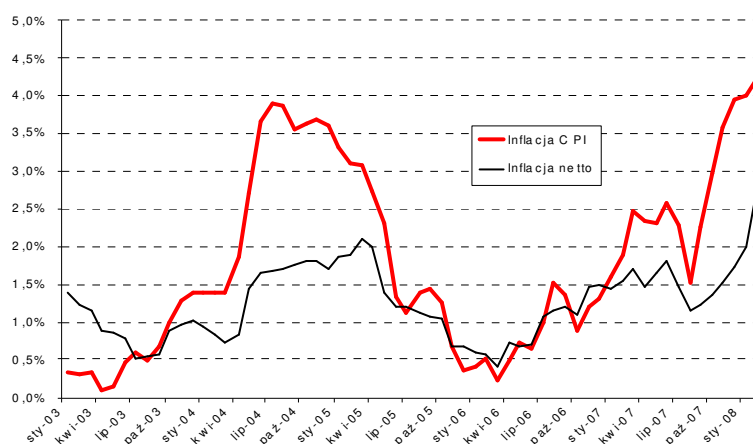
Kolejne dane publikowane w tym miesiącu (płace, sprzedaż, PPI, inflacja netto) powinny przyczynić się do ponownego wzrostu oczekiwana podwyżki stóp, w tym podwyżkę stóp w marcu. Oceniamy, że stopy wzrosną w 2008 roku do powyżej 6%.

Reakcja członków RPP na dane o inflacji

Istotnie niższa niż oczekiwano inflacja za styczeń i luty nie wpłynęła na ocenę sytuacji przez członków RPP. Zazwyczaj gołębi prof. Pietrewicz uznał, że wzrost inflacji jest nadal znaczny,

zaznaczając, że nadal spodziewa się spadku inflacji do 3,5% na koniec roku. Znacznie bardziej jastrzębie poglądy zaprezentowali Wasilewska-Trenkner, Filar i Noga. Zdaniem prof. Filara dane o inflacji nie zmieniają obrazu inflacji na kilka kwartałów w przód i tym samym perspektyw dla polityki monetarnej. Prof. Noga stwierdził, że Rada musi szybko podnieść stopy do 6%, a podwyższona inflacja może stanowić problem nawet w 2009 roku. Ponownie prof. Noga podkreślił średniookresowe zagrożenie dla inflacji związane z szybkim wzrostem płac i efektami drugiej rundy.

W porannym wywiadzie również dr Wasilewska-Trenkner nie dała się urzec niższemu rocznemu wskaźnikowi inflacji. Jej zdaniem jedna do trzech podwyżek stóp jest nie do uniknięcia.



Umiarkowany deficyt na rachunku obrotów bieżących

Poprawa salda handlu zagranicznego była równoważona znacznym deficytem po stronie dochodów wynikającym ze znacznych rozmiarów reinwestowanych zysków

W styczniu rachunek obrotów bieżących odnotował deficyt w kwocie 1 249 mln EUR, a więc nieznacznie więcej niż oczekiwaliśmy (1 140 mln EUR, konsensus 1 300 mln EUR). Poprawa w bilansie obrotów bieżących widoczna w kontekście danych z poprzedniego miesiąca (deficyt wyniósł wtedy 1 944 mln EUR) wynikała przede wszystkim z mniejszego deficytu handlowego, który spadł do 544 mln EUR (w grudniu ub. r. 1 294 mln EUR). Przyczyną tego była bardzo wysoka dynamika eksportu (22,9% r/r), która przewyższyła dynamikę importu (21,5% r/r). Dane te różnią się diametralnie (nawet o 10 pkt. proc.) od tych podanych wczoraj przez GUS, nie odbiegają natomiast od naszej wcześniejszej prognozy (eksport 20,8% r/r, import o 23,8% r/r). Zwracamy uwagę, że ze względu na różnice metodologiczne wnioskowanie o bilansie płatniczym na podstawie danych GUS o obrotach towarowych jest obciążone bardzo dużym błędem.

Poprawa salda handlu zagranicznego była równoważona znacznym deficytem po stronie dochodów (1 274 mln EUR, poprzednio 1 159 mln EUR), wynikającym ze znacznych rozmiarów reinwestowanych zysków (686 mln EUR), które równocześnie finansują deficyt na rachunku bieżącym jako inwestycje zagraniczne. Pozostałe komponenty rachunku obrotów bieżących – usługi i transfery bieżące – pozostały na stabilnych poziomach (odpowiednio 237 mln EUR i 272 mln EUR). Za dodatnie saldo transferów bieżących w styczniu odpowiedzialne były transfery prywatne i pozostałe transfery rządowe – saldo rozliczeń z UE ujemnych w rachunku bieżącym było ujemne (ok. - 250 mln EUR, razem z rachunkiem kapitałowym ok. 50 mln EUR).

Szacujemy, że relacja deficytu na rachunku bieżącym do PKB wyniosła na koniec stycznia ok.

3,9%. Utrzymujemy naszą prognozę, że w całym 2008 roku relacja ta osiągnie ok. 4,5% PKB.

Nieoczekiwany spadek sprzedaży detalicznej w USA

Sprzedaż detaliczna spadła w lutym o 0,6% w ujęciu miesięcznym (konsensus na poziomie +0,3%) a poprzedni odczyt został zrewidowany w górę do 0,4%. Duży spadek wskaźnika to przede wszystkim efekt niskiej sprzedaży samochodów – po wyłączeniu tej wyjątkowo zmiennej kategorii agregat sprzedaży spadł już tylko o 0,2%. Sprzedaż po wyłączeniu sprzedaży samochodów i materiałów budowlanych (wskaźnik używany bezpośrednio do obliczania wolumenu wydatków konsumpcyjnych) spadła o 0,2%. Oznacza to, że konsumpcja w ujęciu realnym może być w pierwszym kwartale bliska zera lub nawet ujemna. Pozostawia to roczny wzrost wydatków konsumpcyjnych w I kwartale na poziomie 0,5-1,0%, znacznie mniej niż w IV kwartale 2007.

W kontekście polityki pieniężnej niższa sprzedaż detaliczna odrodziła oczekiwania na głębsze obniżki oprocentowania – rynek znowu oczekuje 75 pb. na marcowym posiedzeniu. Naszym scenariuszem bazowym pozostaje jednak bardziej umiarkowana obniżka o 50 pb. Wydaje się, że polityka prowadzona przez Fed nieustannie odbiega od oczekiwań rynkowych, a wszelkie akcje powodują jedynie krótkotrwałe efekty. Może to oznaczać osłabienie wiarygodności banku centralnego w oczach uczestników rynku. Z tego powodu bardziej agresywna obniżka mogłaby zostać odczytana jako utrata kontroli nad sytuacją, a tego prawdopodobnie Fed będzie starał się uniknąć.

Posiedzenie RPP, 26. marca

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
3,5445	2,2741

EUR/USD 1,5630 EUR/JPY 156,70 EUR/PLN 3,5370 USD/PLN 2,2630

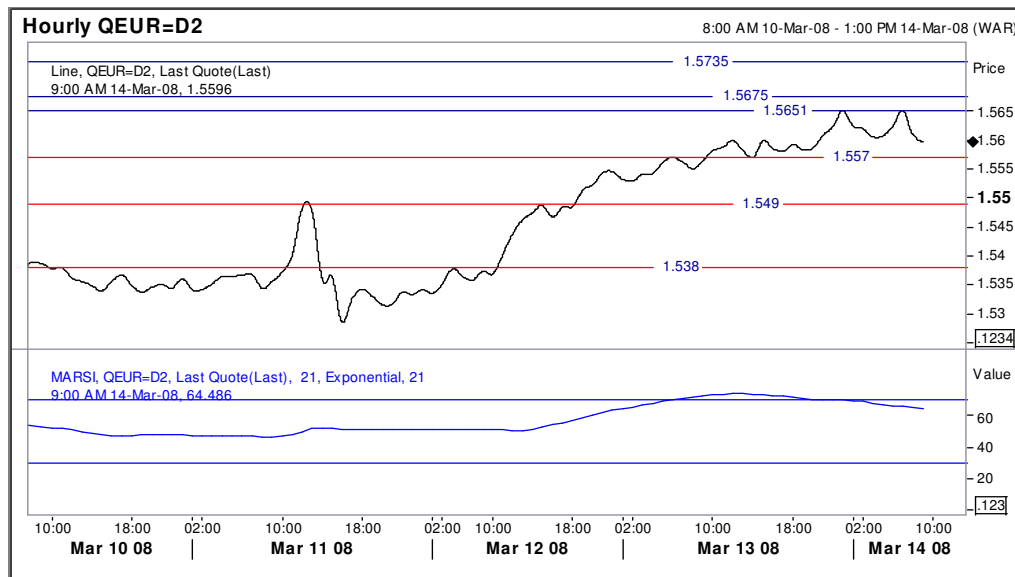
Przełamanie poziomów 1,5600/1,5630 EUR/USD uruchomiło kolejne zlecenia stop-loss, euro osiągnęło nowe maksimum (1,5651). Realizacja zysków powstrzymała dalszą wyprzedzającą USD, przed weekendem prawdopodobna wydaje się głębsza korekta (silne poziomy wsparcia ok. 1,5490 oraz 1,5380/00). Rynek uważnie będzie obserwował dane makro z USA, negatywne dla dolara informacje mogą zadecydować o kontynuacji trendu spadkowego dolara na początku przyszłego tygodnia.

Złoty osłabił się po niższych niż oczekiwano danych o inflacji. Dane te dealerzy częściowo zinterpretowali jako przeszkodę na drodze ku szybkim podwyżkom stóp procentowych. Oceniamy, że po dzisiejszych komentariach członków RPP (wszyscy wskazali, że dana inflacyjna nie zmienia ich oglądu na inflację) oczekujemy wzmocnienia złotego.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Po osiągnięciu poziomu 1,5650 prawdopodobna korekta (min. 1,5500.. idealnie 1,5400); możliwy test silnego poziomu wsparcia 1,5400/1,5380.

wsparcie	opór
1,5570	1,5735
1,5490	1,5675
1,5380	1,5650

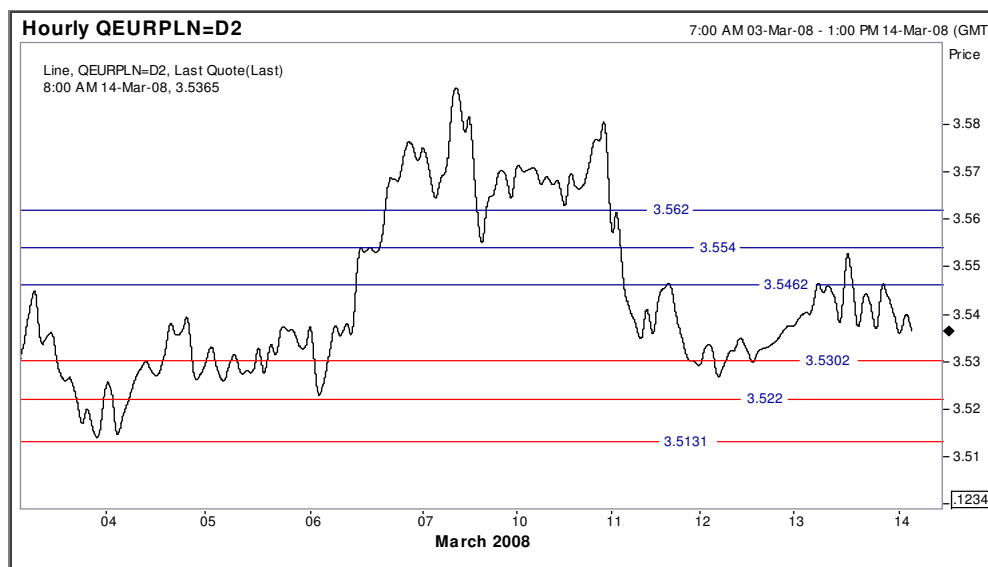


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Odbicie od poziomu oporu 3,5540/50 oraz poprawiający się sentyment wzg. rynków wschodzących sugerują dalsze umocnienie złotego - test poziomu wsparcia 3,5300; przełamanie otwiera drogę na 3,5220/3,5130..

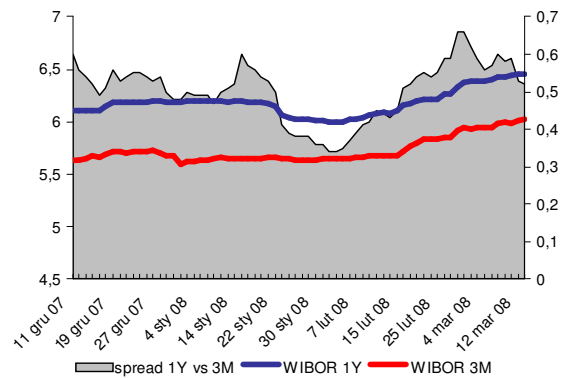
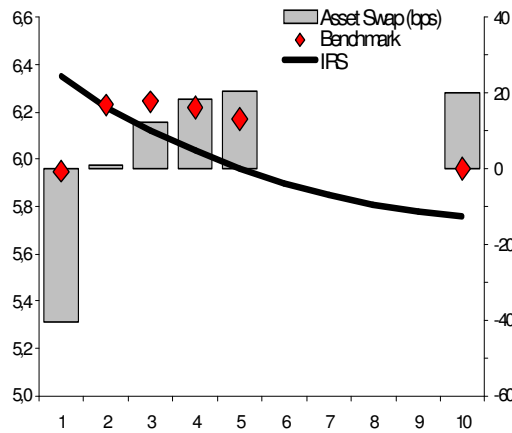
wsparcie	opór
3,5300	3,5620
3,5220	3,5540
3,5130	3,5460



Źródło: Reuters

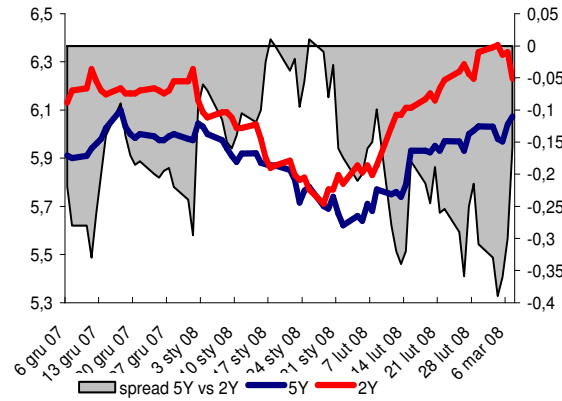
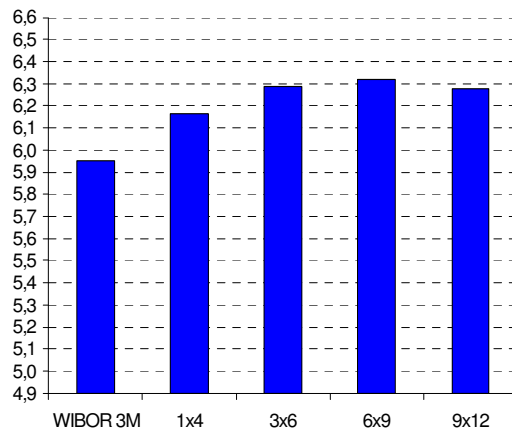
Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	6,34	6,38
2Y	6,21	6,24
3Y	6,11	6,14
4Y	6,02	6,06
5Y	5,95	5,98
6Y	5,88	5,92
7Y	5,83	5,87
8Y	5,79	5,83
9Y	5,76	5,80
10Y	5,74	5,78



depo	BID	ASK
ON	5,51	5,71
1M	5,56	5,76
3M	5,75	5,95

FRA	BID	ASK
1x2	5,80	5,87
1x4	6,12	6,17
3x6	6,24	6,29
6x9	6,27	6,32
9x12	6,23	6,28



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP r/r	luty	-	3,2%	3,2%
USA	13:30	Inflacja bazowa CPI m/m	luty	-	0,2%	0,3%
POL	14:00	Podaż pieniądza M3 m/m	luty	1,4%	1,3%	1,5%
USA	15:00	Indeks Michigan	marzec	-	71,0 pkt.	70,8 pkt.

UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE 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 UPZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRAWOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPZEDNIEGO 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 OPRAWOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŁ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.