



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](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 6

**Daily Letter**

**czwartek, 27 marca 2008**

## Makroekonomia

### RPP podwyższyła stopę bazową do 5,75%

Zgodnie z oczekiwaniami na wczorajszym posiedzeniu RPP podwyższyła stopy procentowe o 25 pb (trzeci miesiąc z rzędu). Komunikat po posiedzeniu Rady po raz kolejny wskazywał na ryzyko utrzymania się podwyższonej inflacji w najbliższym okresie, czego przyczynami miałyby być przede wszystkim szoki podażowe (paliwo, żywność) oraz wzrost cen kontrolowanych. Rada, pomimo wyraźnego odniesienia w komunikacie do pogorszenia perspektyw dla strefy euro i gospodarki USA, wskazała na wysokie, przekraczające potencjał, tempo wzrostu PKB w I poł. bieżącego roku. **Jak wnosimy po wypowiedziach członków RPP na konferencji po posiedzeniu, właśnie dobre dane ze sfery realnej (produkcja, sprzedaż, zatrudnienie) i częściowe potwierdzenie tezy o tzw. *decoupling* pomogły pozbyć się Radzie dylematów związanych z szybkim zacieśnieniem polityki monetarnej.** Dodatkowo, wskazując na dane o sprzedaży detalicznej, prof. Wojtyła odniósł się do kwestii znacznego wzrostu popytu konsumpcyjnego w najbliższych miesiącach, co może dodatkowo przyczynić się do wzrostu presji inflacyjnej.

Na wzrost presji inflacyjnej będzie zdaniem RPP oddziaływać wysoki wzrost płac oraz podwyższone oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. **W trakcie konferencji prof. Wojtyła do powyższych czynników dodał kwestię znacznego wzrostu tzw. inflacji odczuwalnej.**

Rada tradycyjnie już wymieniła czynniki mogące ograniczyć wzrost inflacji (globalizacja, dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw). **Prof. Wojtyła zdystansował się również od obaw części Rady o wzrost dysparytetu stóp i wynikającą z tego aprecjację polskiej waluty.** Jego zdaniem aprecjacja złotego jest jednym z kanałów oddziaływania polityki monetarnej i jest czynnikiem korzystnym dla stabilizacji cen.

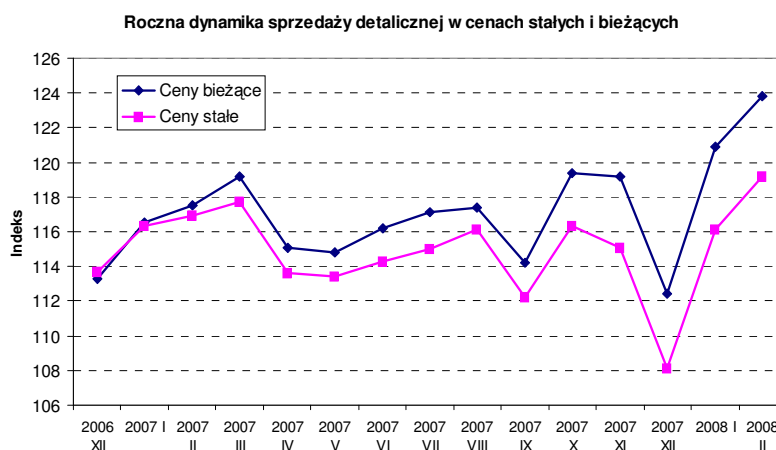
Nowym elementem, który pojawił się w komunikacie po raz pierwszy od października 2007 było stwierdzenie, że dokonane już podwyżki stóp będą oddziaływać w stronę obniżenia inflacji. **Stwierdzenie to, w połączeniu z wczorajszymi komentarzami najbardziej jastrzębiego członka RPP, D. Filara o konieczności podwyżek stóp do poziomu 6% świadczą mogą, że stopy znalazły się już bardzo blisko górnego poziomu akceptowalnego obecnie przez RPP.**

Naszym zdaniem RPP zdecyduje się na kolejną szybką podwyżkę stóp, prawdopodobnie już w kwietniu (głównie ze względu na dane z rynku pracy). Z punktu widzenia RPP taka strategia zmniejsza ryzyko konieczności podwyżek stóp w sytuacji zrealizowania się niższego

wzrostu gospodarczego (część RPP spowolnienie w drugiej połowie roku wskazuje jako swój bazowy scenariusz). **Oceniamy, że po ewentualnej kwietniowej podwyżce RPP zdecyduje się na obserwację stanu gospodarki i wpływu już dokonanych podwyżek stóp. Ta faza może trwać co najmniej do czerwca (publikacja nowej projekcji inflacyjnej, dane o PKB za I kwartał). Uważamy, że istotny wpływ na decyzje RPP, jak i oczekiwania rynku będzie miał fakt wzrostu inflacji do powyżej 5% wczesną jesienią oraz utrzymujący się dwucyfrowy wzrost płac (uniemożliwi to przepowiadane przez rynki zakończenie cyklu podwyżek).** Podtrzymujemy swoją ocenę, że w 2008 roku stopa bazowa wzrośnie znacząco powyżej 6%.

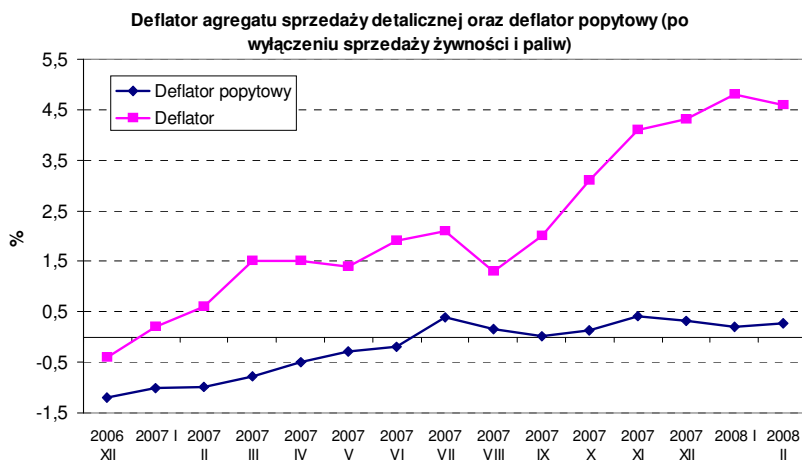
## Dynamika sprzedaży detalicznej najwyższa od 2003 roku

Dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła w lutym do 23,8% r/r z 20,9% zanotowanych w styczniu. Dana okazała się tym samym nieco lepsza niż oczekiwali analitycy. Na tak wysoką dynamikę sprzedaży detalicznej złożyły się przede wszystkim bardzo wysokie wzrosty w sprzedaży w takich kategoriach jak meble AGD i RTV (34% r/r), odzież i obuwanie (33,1%). Znacznie wzrosła również dynamika w kategorii pozostałe (z 10,6% do 21,5% r/r), która to stanowi ponad 20% koszyka sprzedaży i obejmuje, między innymi, markety budowlane. **Fakt, że wzrosty sprzedaży wystąpiły w kategoriach obejmujących dobra trwałe może świadczyć o wysokim optymizmie konsumentów i dobrej ocenie perspektyw wzrostu gospodarczego, a pośrednio dobrym klimacie inwestycyjnym.**



Po serii danych miesięcznych obejmujących styczeń i luty 2008, oceniamy, że gospodarka w pierwszym kwartale tego roku rozwijała się w tempie zbliżonym do 6% (podobnie jak w IV kw. 2007 roku). Oczekujemy natomiast silniejszego niż w 2007 roku wzrostu popytu konsumpcyjnego.

Przy okazji publikacji danych o sprzedaży detalicznej ekstrahowaliśmy serię odpowiednich deflatorów (sprzedaż w ujęciu realnym wzrosła o 19,2% r/r). Wzrosty cen w popytowych kategoriach koszyka (po wyłączeniu cen paliw i żywności) są nadal bardzo umiarkowane (patrz wykres poniżej), co świadczy o tym, że wzrost inflacji to nadal w przeważającej mierze efekt deregulacji cen kontrolowanych i wzrostu cen żywności i paliw. **Biorąc jednak pod uwagę zmieniającą się percepcję gosp. domowych (inflacja odczuwalna może być zbliżona do 6%/r/r) wzrosty cen kontrolowanych mogą generować silniejsze oczekiwania płacowe, (krótkookresowo) wyższy popyt konsumpcyjny i w konsekwencji dogodne warunki do dodatkowego wzrostu cen detalistów**



## Deregulacji ciąg dalszy

Od maja zdrożeje energia elektryczna dla odbiorców indywidualnych korzystających z usług firmy Vattenfall. Ceny samej energii wzrosną o 14,9%, co przy niezmiennych kosztach przesyłu daje łączną podwyżkę rachunków o 8%. Wnioski do URE o podwyżki stóp złożyły Enea, EnergiaPro Gigawat (9%) oraz Energa (5,3%). W najbliższym czasie wnioski do URE złoży także PGE. Od 1 marca wzrosły ceny energii elektrycznej dla niektórych odbiorców instytucjonalnych (nie wymaga to zatwierdzenia URE) Stoen i Vattenfall; 1 kwietnia cenniki podwyższy także EnergaPro. Kolejne podwyżki będą powodowały stały wzrost inflacji bazowej i cen producentów.

## Obniżki oprocentowania w strefie euro oddalają się

**Opublikowane wczoraj dane ze sfery realnej gospodarki ostudziły oczekiwania na szybkie obniżki stóp procentowych w Eurolandzie.** Wbrew oczekiwaniom rynkowym, indeks IFO opisujący stan gospodarki niemieckiej wzrósł do 104,8 pkt. w marcu z poziomu 104,1 pkt. odnotowanego w lutym. Skok indeksu wynika przede wszystkim z wyższych ocen sytuacji bieżącej, jednak indeks oczekiwań również odnotował niewielki wzrost. Podobną niespodziankę sprawił styczniowy odczyt nowych zamówień w przemyśle: wzrosły one o 2% w ujęciu miesięcznym, podczas gdy konsensus rynkowy usytuowany był na poziomie 0,2%. **Największe wzrosty odnotowano w przypadku maszyn i urządzeń oraz transportu. Zakupy tego typu dóbr inwestycyjnych sugerują, że zlecniodawcy spodziewają się utrzymania popytu i akceptowalnego poziomu zysku.**

Dobre dane realne zostały dodatkowo wsparte wypowiedzią J-C. Tricheta. Wskazał on, że obecnie podstawowym zadaniem banku centralnego jest stabilizacja oczekiwań inflacyjnych i płacowych. Istnieje duże ryzyko przyspieszenia cen w sektorze usług i z tego powodu obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni. **Do obniżek oprocentowania może zatem dojść dopiero w drugiej połowie roku, choć jest to uwarunkowane znacznym pogorszeniem się perspektyw wzrostu gospodarczego, co w obecnej chwili wciąż nie jest przesądzone.**

## Słabe dane z USA

**Przeciwnie do danych dla strefy euro, wczorajsze publikacje dla Stanów Zjednoczonych zaskoczyły wyłącznie negatywnie.** Po raz kolejny w tym roku spadły zamówienia na dobra trwałe a sprzedaż nowych domów ukształtowała się na poziomie najniższym od 13 lat. Są to złe wiadomości przede wszystkim dla sektora przemysłowego, który w ostatnich miesiącach wyraźnie stracił impet. Choć eksport radzi sobie coraz lepiej, słaby dolar nie wspiera odczytów przetwórstwa przemysłowego. Należy się zatem liczyć z dalszymi spadkami zatrudnienia i konsumpcji. Do czasu wprowadzenia w życie pakietu fiskalnego dynamika PKB będzie pozostawać na poziomie bliskim zera. **Uważamy, że w tej sytuacji dojdzie co najmniej do jeszcze jednej obniżki stóp procentowych a najnowsze prognozy dotyczące wzrostu gospodarczego i inflacji mogą wyznaczać prawdopodobnie koniec cyklu obniżek w II połowie roku.**

### Posiedzenie RPP, 30. kwietnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	20%
Stopy bez zmian	80%
Obniżka o 25 bps	0%

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5346	2,2489

EUR/USD 1,5790 EUR/JPY 156,35 EUR/PLN 3,5290 USD/PLN 2,2350

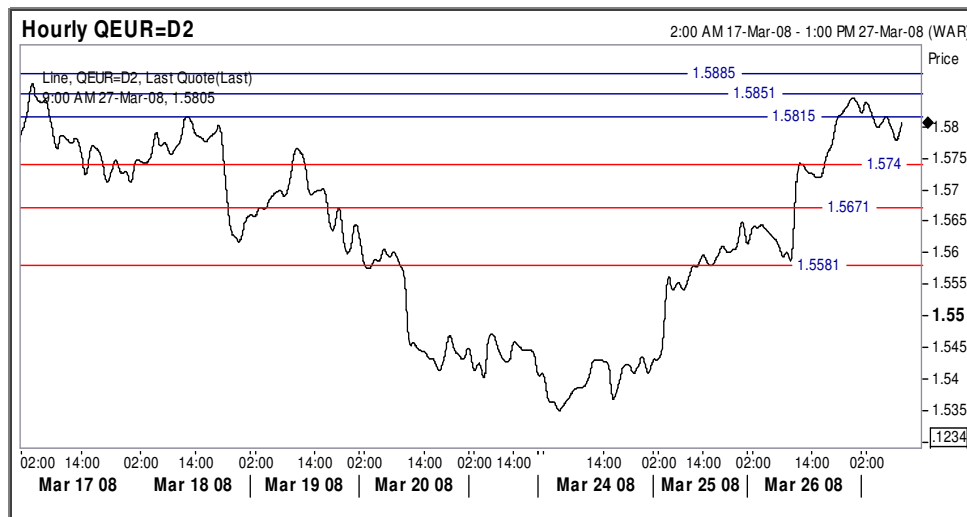
*Negatywne oczekiwania wobec amerykańskiej gospodarki zdecydowały o wzroście EUR/USD do poziomu 1,5858.. konsolidacja powyżej 1,5740/60 sugerują kontynuację trendu wzrostowego euro (celem jest obecnie 1,60). Aprecjacje wspólnej waluty wspiera stabilna polityka ECB (brak „zapowiedzi” obniżek stóp).*

*Złoty osłabił się wobec euro po serii bardzo dobrych danych z EMU (wyższy wskaźnik Ifo i dane o zamówieniach dóbr trwałych). Dane ze strefy euro na początku sesji zneutralizowały tym samym wzrost oczekiwań na podwozi stóp po publikacji krajowych danych o sprzedaży detalicznej. W dalszej części sesji (już po decyzji RPP o podwyżce stóp) złoty umocnił się do 3,524. Umocnienie złotego może być jednak ograniczone w przypadku wzrostu globalnej awersji do ryzyka.*

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja powyżej 1,5740/60 przed ponowną próbą przełamania oporu 1,5850 (ewentualnie 1,5885).. Kluczowe dane makro z USA w trakcie najbliższych sesji.

wsparcie	opór
1,5740	1,5885
1,5670	1,5850
1,5580	1,5815



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Konsolidacja w paśmie 3,5270-3,5365.. możliwe osłabienie złotego (oraz regionu) w przypadku pogorszenia sentymentu na rynkach bazowych. Silne poziomy oporu ok. 3,5550/3,5665.

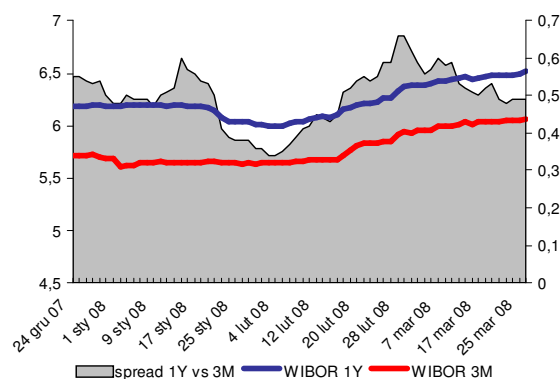
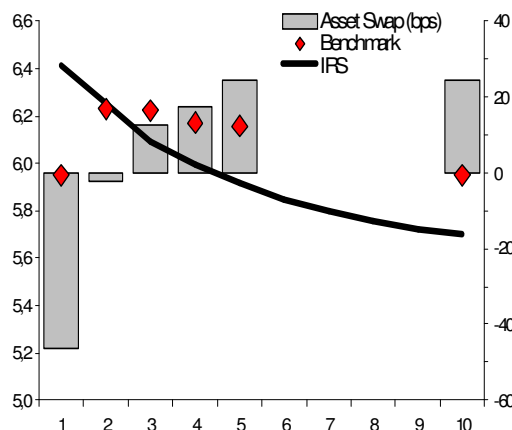
wsparcie	opór
3,5270	3,5665
3,5220	3,5475
3,5130	3,5365



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

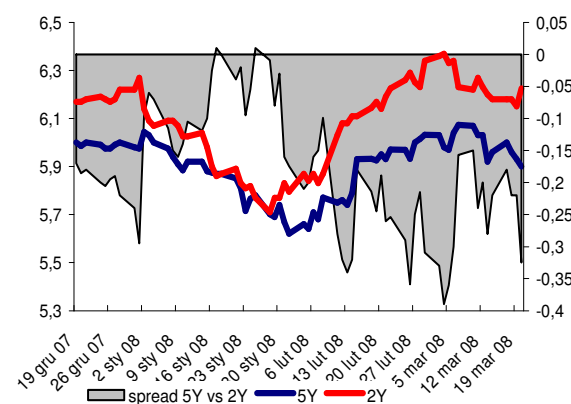
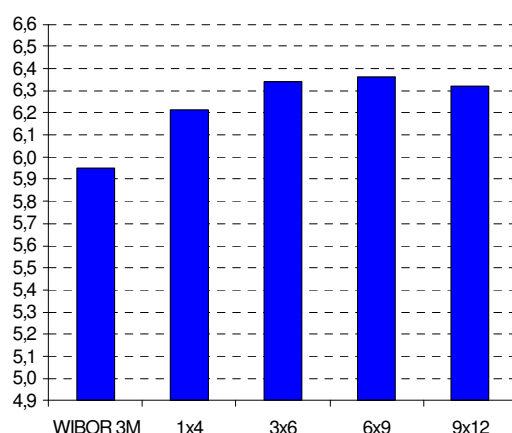
IFS	BID	ASK
1Y	6,39	6,45
2Y	6,23	6,28
3Y	6,07	6,12
4Y	5,97	6,02
5Y	5,89	5,94
6Y	5,83	5,88
7Y	5,78	5,83
8Y	5,74	5,79
9Y	5,70	5,75
10Y	5,68	5,73



depo	BID	ASK
ON	5,60	5,85
1M	5,62	5,87
3M	5,75	5,95

FRA	BID	ASK
1x2	5,89	5,96
1x4	6,16	6,21
3x6	6,32	6,34
6x9	6,30	6,36
9x12	6,26	6,32



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
USA	13:30	PKB <i>final</i> (t/r)	IV kw.	-	0,6%	0,6% p
USA	13:30	Nowo zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 21.03	-	-	-

## 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 UPZEDNIEGO 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 ZAMKNIĘCIĄ 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 OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓLPRACOWNIKÓW, 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 UPZEDNIAJĄCĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.