



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)

## Makroekonomia

### Kumulacja danych makro z polskiej gospodarki

*Wysokie wzrosty cen wygenerowane zostały w kategoriach wchodzących do wskaźnika inflacji bazowej.*

#### **Marcowa inflacja zgodnie z oczekiwaniami na poziomie 4,1% r/r**

Zgodnie z oczekiwaniami analityków roczny wskaźnik inflacji obniżył się w marcu do 4,1% z 4,2% zanotowanych w lutym. W ujęciu miesięcznym ceny konsumenta wzrosły o 0,4%. Marcowe wzrosty cen generowane były przede wszystkim przez podwyżki cen w kategorii użytkowanie mieszkania (0,3% m/m), zdrowie (0,4% m/m), restauracje i hotele (0,6% m/m) oraz obuwanie i odzież (1% m/m), czyli kategorie wchodzące w skład wskaźnika inflacji netto. **Oceniamy, że wiele z tych wzrostów można wiązać ze wtórnymi efektami podwyżek cen energii i szoków podaźowych (żywność, paliwa).** Naszą uwagę zwrócił również wysoki wzrost cen w kategorii obuwanie i odzież, który nastąpił pomimo wzmocnienia złotego. Uważamy, że wzrost ten (niezgodny zresztą ze wzorcem sezonowym w tej kategorii) może wiązać się z przełożeniem wyższych kosztów pracy w handlu detalicznym na konsumenta. Szacujemy że roczny wskaźnik inflacji netto wzrósł w marcu do 2,6-2,7% z 2,5% zanotowanych w lutym. **Oceniamy, że wzrosty inflacji netto będą kontynuowane również w kolejnych miesiącach, do czego walenie przyłożą się podwyżki cen gazu i energii elektrycznej, a w drugiej połowie roku wskaźnik ten przekroczy poziom 4% r/r.**

#### **Nieco niższa dynamika płac, zatrudnienie w trendzie**

*Dynamika płac ciągle powyżej poziomu 6,5% wskazywanego przez RPP jako bezpieczne tempo wzrostu wynagrodzeń*

Dynamika płac na poziomie 10,2% r/r okazała się niższa od naszej prognozy 11,6% i niższa od konsensusu rynkowego (11,1%), niemniej jednak wciąż istotnie przekracza granicę 6,5% uznawaną przez niektórych członków RPP za bezpieczną. Odczyt został prawdopodobnie zakłócony przez premie wypłacone przez pomniejszych przedsiębiorstwa. Uważamy, że dynamika płac w przetwórstwie przemysłowym utrzymała się na poziomie powyżej 10%, co jest oznaką utrzymującej się presji kosztowej w przedsiębiorstwach (której symptomy są widoczne w zmniejszającym się wolumenie depozytów). Więcej informacji dostarczą jednak dopiero dokładne dane, które będą znane wraz z publikacją Biuletynu Statystycznego pod koniec miesiąca.

Mimo szybko rosnących wynagrodzeń, przedsiębiorstwa w dalszym ciągu zwiększają zatrudnienie wychodząc naprzeciw dużej bazie popytowej. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło zgodnie z naszymi oczekiwaniami o 5,8% r/r i nieco poniżej konsensusu rynkowego (5,9% r/r). Wskaźniki koniunktury i stosunkowo nieduże wykorzystanie mocy wytwórczych nie wskazują na razie, że tempo wzrostu zatrudnienia ulegnie w najbliższych miesiącach znacznemu wyhamowaniu.

*Uwagą zwraca wzrost importu, który w takiej skali nie był notowany od kwietnia 2004 r., gdy Polska wchodziła do UE. Wskazuje on na silny popyt konsumpcyjny oraz wysoką dynamikę nakładów inwestycyjnych w całym I kw.*

### **Rekordowe obroty w handlu zagranicznym**

W lutym br. deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrósł do 1324 mln EUR (w styczniu po rewizji 1105 mln EUR). Przyczyną wzrostu deficytu było pogorszenie się salda obrotów towarowych (do 933 mln EUR), które wynikało z rekordowo wysokiej dynamiki importu (33,2% r/r), przekraczającej również bardzo wysoką dynamikę eksportu (28,7% r/r). W kierunku wyższego deficytu oddziaływało również niższe saldo usług (spadek z 200 mln EUR po re-wizji w styczniu do 90 mln EUR w lutym br.). Znaczna zmiana tej pozycji salda może wynikać ze zmian w metodologii bilansu płatniczego, wprowadzonych przez NBP od tego miesiąca. W szczególności zmiana dotyczy sposobu szacowania dochodów z pracy Polaków za granicą, co spowodowało zdecydowaną poprawę salda dochodów – z minus 930 mln po rewizji w styczniu do minus 767 mln EUR. Saldo transferów bieżących (286 mln EUR) okazało się najmniejszą niespodzianką w kontekście ostatnich danych – Polska zanotowała nieznaczny deficyt w rozliczeniach z UE w ujęciu rachunku bieżącym i umiarkowaną nadwyżkę w pozostałych transferach.

Dane za luty br. nie zmieniają naszego poglądu, że do końca bieżącego roku relacja salda rachunku bieżącego do PKB nie powinna przekroczyć 4,5% (szacujemy, że w lutym było to ok. 3,9%). Uwagą zwraca natomiast wzrost importu, który w takiej skali nie był notowany od kwietnia 2004 r., gdy Polska wchodziła do UE. Wskazuje on na silny popyt konsumpcyjny oraz wysoką dynamikę nakładów inwestycyjnych w całym I kw. Razem z danymi o eksporcie, który od kilku miesięcy zdecydowanie przyspieszył (mimo silnego złotego), potwierdzają lepszy od wcześniejszych oczekiwań stan sfery realnej naszej gospodarki.

### **Członkowie RPP w reakcji na dane**

Wczorajsze dane oceniamy jako dość propodwyżkowe (znaczny wzrost inflacji netto, dwucyfrowa dynamika płac, szybko rosnąca dynamika importu). Doczekały się one komentarzy ze strony decydentów RPP.

*Nasz scenariusz tym różni się od konsensusu rynkowego przede wszystkim tym, że wobec uporczywego charakteru wzrostu inflacji nie widzimy szans na szybkie obniżki stóp.*

Wczorajsza wypowiedź J. Czekaja sugeruje, że podejmowane przez niego decyzje są w dużym stopniu oparte na funkcjonowaniu sfery realnej gospodarki i tempie wzrostu PKB. Członek RPP szuka obecnie potwierdzenia scenariusza wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w danych ze sfery realnej, które mogą dać zielone światło dla podwyżki stóp w kwietniu. M. Noga pozbawiony jest w obecnej chwili tego typu dylematów. Jego zdaniem do podwyżki oprocentowania powinno dojść w kwietniu a dalsze postępowanie RPP będzie determinowane przez wskazania czerwcowej projekcji inflacyjnej. W chwili obecnej M. Noga zaniepokojony jest dalszym szybkim wzrostem płac (który rodzi niebezpieczeństwo wystąpienia efektów drugiej rundy), jednak obecnie widzi możliwość jeszcze jednej (po kwietniu) podwyżki oprocentowania.

W dalszym ciągu podtrzymujemy nasz scenariusz szybkich podwyżek oprocentowania na początku roku. Z tego powodu spodziewamy się zacieśnienia polityki pieniężnej już w kwietniu (dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej nie powinny wpłynąć na szacunki wzrostu gospodarczego). W kolejnych miesiącach RPP będzie uważnie obserwowała dane bieżące i wskazania czerwcowej projekcji inflacyjnej. W chwili obecnej obserwujemy powolne „rozlewanie” się podwyżek cen kontrolowanych na powiązane kategorie koszyka – pojawiają się zatem efekty wtórne deregulacji, której końca nie należy się spodziewać w najbliższym czasie. Co więcej, w miarę upływu czasu mogą stać się coraz bardziej widoczne

objawy presji kosztowej. Uwzględnienie tych relacji w projekcji inflacyjnej (przy założeniu skali spowolnienia zaprezentowanej w poprzednim wydaniu *Raportu o inflacji*) może prowadzić do utrzymania wysokiej inflacji w horyzoncie oddziaływania Rady. Jeśli natomiast sama projekcja nie okaże się wystarczająco przekonująca, większa wola Rady do działania pojawi się wraz z szybko rosnącymi odczytami inflacji bazowej, które pojawią się późnym latem. Nasz scenariusz tym różni się od konsensusu rynkowego przede wszystkim tym, że wobec uporczywego charakteru wzrostu inflacji nie widzimy szans na szybkie obniżki stóp.

## Mocny wzrost cen producentów w USA

Ceny producentów wzrosły w marcu o 6,9% r/r (powyżej oczekiwań rynkowych na poziomie 6,4%) natomiast indeks po wyłączeniu cen żywności i paliw ukształtował się zgodnie z przewidywaniami na poziomie 2,7% r/r. W najbliższym okresie można prawdopodobnie oczekiwać lekkich wzrostów miar bazowych z uwagi na wtórne efekty rosnących cen energii. Odmienne niż w przypadku efektów w obrębie cen producentów (wspomniane wzrosty miar bazowych, możliwe do wystąpienia z uwagi na stosunkowo silny popyt zagraniczny), mechanizm propagacji wyższych cen produkcji na ceny płacone przez konsumenta wydaje się obecnie ograniczany przez bariery popytowe spowodowane wyjątkowo niskim optymizmem konsumentów. **Z tego powodu oczekujemy, że na kwietniowym posiedzeniu Fed po raz kolejny obniży stopy procentowe o 50 pb. Jeśli pojawią się sygnały polepszenia optymizmu konsumentów, będzie to prawdopodobnie ostatnia obniżka w cyklu (zwłaszcza, że kolejne posiedzenie FOMC ustalone jest według harmonogramu dopiero na 25. czerwca).**

## Gwałtowny spadek indeksu ZEW w Niemczech

Indeks ZEW (czyli komponent dotyczący wyłącznie oczekiwań) obniżył się znacznie do poziomu -40,7 pkt. i znajduje się obecnie znacznie poniżej historycznej średniej. Oczekiwania analityków i inwestorów instytucjonalnych pozostawały pod wpływem wysokiej inflacji, która może stanowić dodatkowy hamulec dla (obecnie obniżającej się) konsumpcji. Analitycy obawiają się również spadku aktywności w niemieckim przemyśle przetwórczym, który do tej pory funkcjonuje najlepiej wśród krajów strefy euro ale może być ograniczany przez spadający wolumen nowych zamówień. **Uważamy, że mocny spadek indeksu ZEW nie znajdzie potwierdzenia w indeksie IFO, który obrazuje sentyment przedsiębiorców.**

### Posiedzenie RPP, 30. kwietnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	60%
Stopy bez zmian	40%
Obniżka o 25 bps	0%

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,4118	2,1500

EUR/USD 1,5835 EUR/JPY 160,94 EUR/PLN 3,4040 USD/PLN 2,1473

Dane o wysokich wzrostach cen producenta i pewne wygaszenie oczekiwań na agresywne obniżki stóp i wzrosty amerykańskiej giełdy (dobre wyniki regionalnych banków i prognozy zysków Intela) uchroniły amerykańską walutę przed stratami wobec euro. Para walutowa EUR/USD powróciła do poziomów poniżej 1,58, przy istotnym wzroście zainteresowania amerykańskimi aktywami wśród inwestorów zagranicznych. Dziś kumulacja danych z gospodarki USA, inflacja, produkcja przemysłowa i raport o stanie gospodarki (beżowa księga). Dane te pozwolą na pełniejszą ocenę stanu gospodarki i przybliżą rozstrzygnięcie dylematu – mamy recesję, czy jeszcze nie do końca.

Obroniony poziom 3,4000 na EUR/PLN. Wczorajsze dane bez większego wpływu na złotego. Większe zmiany na złotym po danych ze sfery realnej w czwartek (produkcja przemysłowa). Wszystkie waluty regionu w konsolidacji. Ryzyko wzmocnienia złotego w związku z poprawą nastrojów na rynku długu.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Range trading w przedziale 1,575-1,585. Dopiero przełamanie poziomu 1,55 może spowodować odwrócenie tendencji na amerykańskiej walucie.

wsparcie	opór
1,5740	1,5848
1,5690	1,5870
1,5540	1,5900



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Złoty w średniokresowym trendzie aprecjacyjnym. Kolejny dzień w którym prawdopodobne jest testowanie psychologicznego poziomu 3,40.

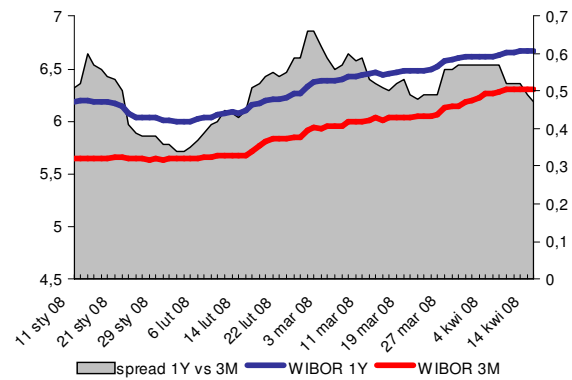
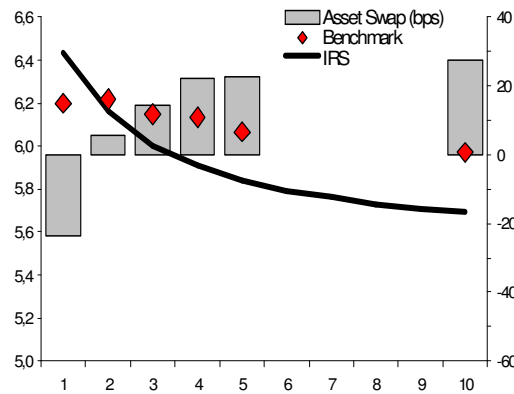
wsparcie	opór
3,4000	3,5300
3,3700	3,5000
3,3000	3,4400



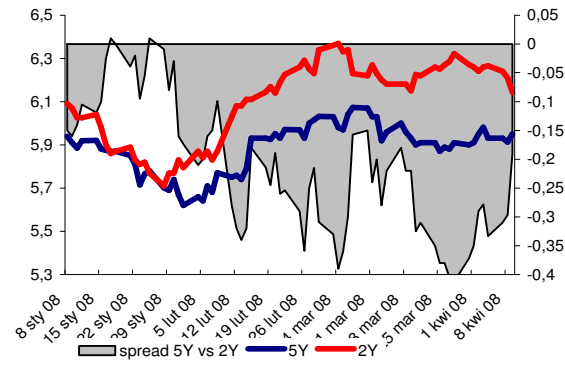
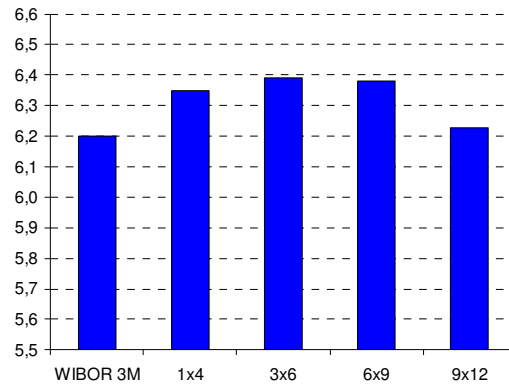
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,41	6,47
2Y	6,14	6,18
3Y	5,98	6,02
4Y	5,89	5,93
5Y	5,82	5,87
6Y	5,77	5,82
7Y	5,74	5,79
8Y	5,71	5,76
9Y	5,69	5,74
10Y	5,67	5,72



depo	BID	ASK
ON	5,83	6,03
1M	5,93	6,13
3M	6,10	6,20
FRA	BID	ASK
1x2	6,20	6,26
1x4	6,32	6,35
3x6	6,34	6,39
6x9	6,33	6,38
9x12	6,18	6,23



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP <i>final</i> (r/r)	Marzec	-	3,5%	3,5% (p)
USA	14:30	Inflacja CPI (m/m)	Marzec	-	0,3%	0,0%
USA	14:30	Housing starts	Marzec	-	1,03 mln	1,07 mln
USA	14:30	Building Permits	Marzec	-	0,97 mln	0,98 mln
USA	15:15	Produkcja przemysłowa (m/m)	Marzec	-	-0,1%	-0,5%
USA	15:15	Wykorzystanie mocy wytwórczych	Marzec	-	80,3%	80,9%
USA	20:00	Beżowa Księga	-	-	-	-

## 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 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 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. DYSTRYBUCCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.