



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)

# Daily Letter

środa, 23 kwietnia 2008

STRON: 5

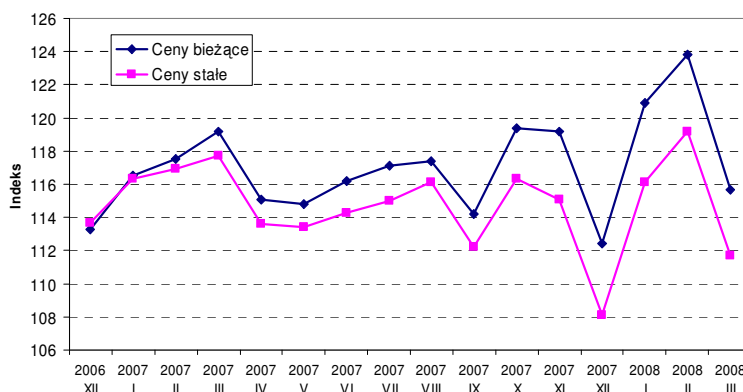
## Makroekonomia

### Sprzedaż detaliczna poniżej oczekiwań

*czynniki fundamentalne  
 (w tym duży wzrost  
 funduszu płac i  
 utrzymujące się dobre  
 wskaźniki koniunktury)  
 przemawiają za wysoką  
 sprzedażą detaliczną w  
 okolicach 15-18%*

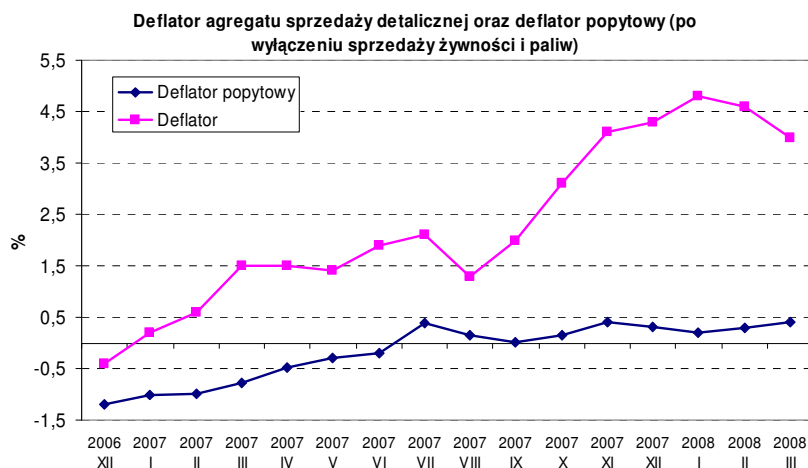
Dynamika sprzedaży detalicznej spadła w marcu do 15,7% r/r z 23,8% zanotowanych w lutym. Dana okazała się tym samym znacznie gorsza od konsensusu rynkowego (21,0% r/r). W pewnym stopniu niższą dynamikę w bieżącym miesiącu można tłumaczyć prawdopodobnie różnicą liczby dni roboczych oraz faktem, że sklepy wielkopowierzchniowe były zamknięte w okresie świątecznym (otwarte były wyłącznie stacje benzynowe oraz apteki a także firmy jednoosobowe, które nie zatrudniają dodatkowych pracowników). Znalazło to odzwierciedlenie w rozbiściu wskaźnika; w górę wystrzeliła sprzedaż detaliczna w niewyspecjalizowanych sklepach (+38,1% r/r) natomiast spadki dynamiki odnotowano we wszystkich pozostałych kategoriach (w tym tylko nieznaczny w grupie „farmaceutyki i kosmetyki”, a tego typu sklepy mogły pozostawać zgodnie z prawem otwarte). Zaznaczmy w tym miejscu, że relatywnie mało „ucierpiała” sprzedaż dóbr trwałego użytku – głównie „mebli, RTV i AGD” gdzie tempo wzrostu po-zostało na wysokim poziomie 26,1% r/r. W tym wypadku obniżenie dynamiki w kategorii „sprzedaż samochodów, motocykli i części” należy uznać za efekt zakończenia wyprzedaży aut z poprzedniego rocznika). Wśród pozostałych kategorii uwagę zwraca bardzo niskie tempo wzrostu w kategorii „prasa i książki”, które nieoczekiwanie obniżyło się do 9,5% r/r, podczas gdy w ciągu ostatnich miesięcy utrzymywało się na stabilnym poziomie bliskim 25-28%.

Roczna dynamika sprzedaży detalicznej w cenach stałych i bieżących



Dynamika sprzedaży po wyłączeniu żywności i paliw wyniosła 18,6% r/r, a więc blisko wartości 21% notowanej w ostatnich 12 miesiącach i zawyżonych przez odczyty ze stycznia i lutego. Dane nie wydają się jednoznacznie potwierdzać, że nastąpiła strukturalna zmiana w konsumpcji prywatnej (podobny efekt obserwowaliśmy w grudniu – ustawa o zakazie

sprzedaży w święta już obowiązywała – po czym ponownie dynamiki sprzedaży detalicznej wspięły się na wysokie poziomy), lecz mamy do czynienia z powrotem do trendu po wyjątkowo wysokich wzrostach zaobserwowanych w styczniu i lutym. **W dalszym ciągu czynniki fundamentalne (w tym duży wzrost funduszu płac i utrzymujące się dobre wskaźniki koniunktury) przemawiają za wysoką sprzedażą detaliczną w okolicach 15-18%.** Będzie to jednocześnie wpływać na strukturę wzrostu PKB, która w coraz większym stopniu będzie przesuwana w stronę konsumpcji prywatnej. Utrzymujemy naszą prognozę, że dynamika PKB w I kwartale wyniesie 6,0% r/r.



Deflator sprzedaży detalicznej wyniósł 4,0% (sprzedaż wzrosła realnie o 11,7% r/r) a więc uległ obniżeniu w stosunku do poprzedniego miesiąca, kiedy odnotowano 4,6%. Tendencja wydaje się spójna z obserwowaną dla inflacji CPI. Z tego powodu spodziewamy się, że deflator sprzedaży powróci do wzrostowego trendu w najbliższych miesiącach. Deflator dla kategorii popytowych ponownie wzrósł w marcu i wyniósł 0,4%, po 0,3% odnotowanych w lutym i spodziewamy się jego dalszego wzrostu.

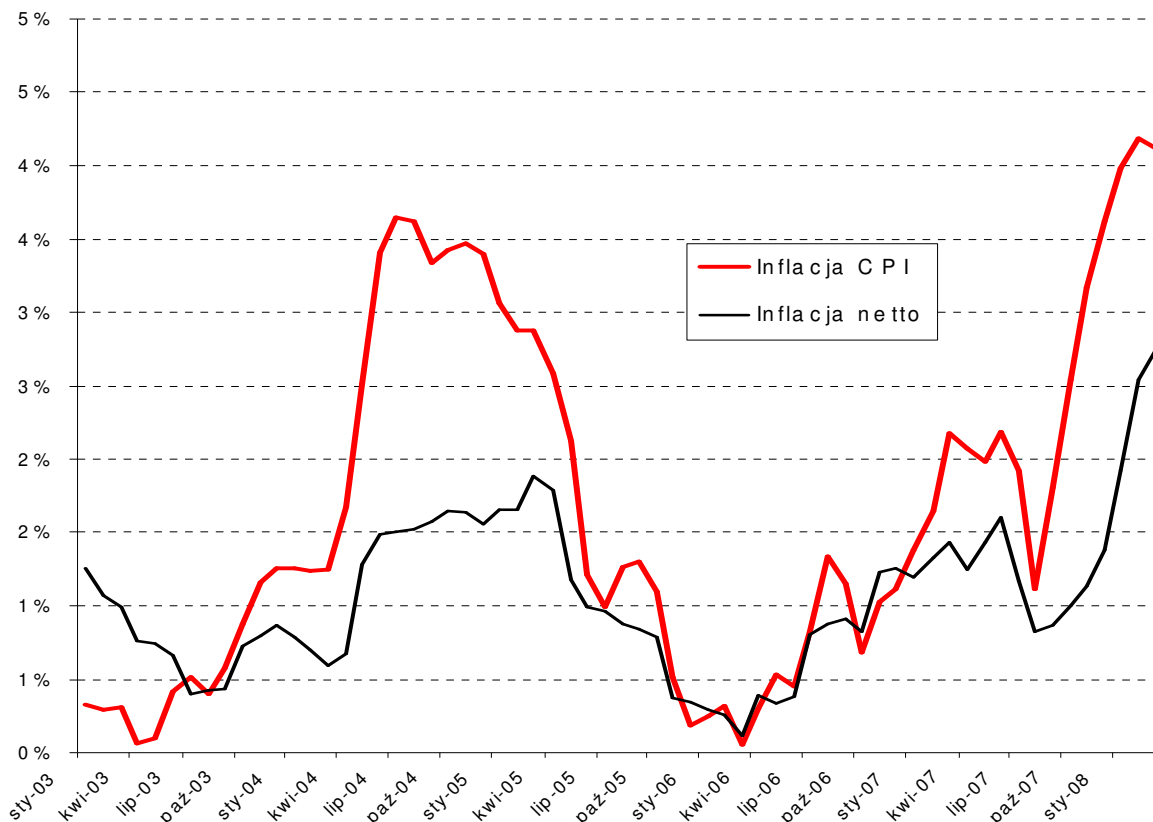
## Inflacja bazowa „netto” wzrasta do 2,7% r/r

*Podwyżki cen kontrolowanych zaczynają być coraz bardziej widoczne w pozostałych elementach koszyka*

Odczyt inflacji bazowej „netto” okazał się zgodny z naszymi szacunkami i konsensusem rynkowym potwierdzając tym samym zagrożenia intensyfikacji presji popytowej. W obecnym odczycie same ceny kontrolowane miały umiarkowany wpływ na wskaźnik CPI (inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych wyniosła 3,8% po wzroście równym 3,7% odnotowanym miesiąc wcześniej; w ujęciu miesięcznym, ceny kontrolowane nie miały żadnego znaczenia dla inflacji). **Pozostałe miary bazowe, które rosną w ślad za CPI pokazują, że podwyżki cen kontrolowanych zaczynają być coraz bardziej widoczne w pozostałych elementach koszyka** (efekt jest najbardziej widoczny w przypadku inflacji bazowej „netto”, której odczyty w ujęciu miesięcznym plasują się blisko odczytów inflacji liczonej z pełnego koszyka).

Uważamy, że efekty przenoszenia wyższych cen energii na pozostałe elementy koszyka będą w nadchodzących miesiącach coraz bardziej widoczne. **Przerzucanie cen na konsumenta będzie katalizowane przez utrzymujący się popyt konsumpcyjny** będący pochodną wysokiego tempa wzrostu płac i szybko rosnącej dynamiki kredytów. Uważamy, że ze względu na wzrosty inflacji odczuwanej (która prawdopodobnie znajduje się na poziomie około 6% w ujęciu rocznym) rośnie prawdopodobieństwo wystąpienia efektów drugiej rundy. Oczekujemy, że inflacja bazowa „netto” będzie w najbliższych miesiącach

systematycznie rosnać i osiągnie poziom 2,8-2,9% w kwietniu a na koniec roku może przekroczyć 4%. Będzie to argumentem na rzecz dalszych podwyżek stóp mimo nadchodzących oznak spowolnienia gospodarczego.



## Członkowie RPP o kwietniowej decyzji: Wojtyna przeciw przerwaniu cyklu, słabsze dane o produkcji i sprzedaży silnymi argumentami przeciw podwyżce dla Czekaja

Agencje informacyjne przytoczyły wczoraj dwa skrajnie różne w swej wymowie wywiady z członkami RPP.

Prof. Czekaj jest wyraźnie zaniepokojony niższymi danymi ze sfery realnej. Skłania się do przeczekania zarówno z wnioskami, jak i z kolejną podwyżką stóp. Jego zdaniem wzmocnienie złotego może mieć coraz silniejszy wpływ na kondycję przedsiębiorstw i może prowadzić do obniżenia wzrostu gospodarczego. Czekaj uważa, że RPP powinna przy podejmowaniu decyzji zwracać baczną uwagę na kurs złotego. Cały wywiad utrzymany jest w wyjątkowo „gołębi” tonie. Czekaj odnosi się również do wzrostu płac podnoszonego przez niego dotychczas jako największe zagrożenie dla inflacji. Tym razem uważa, że niższy wzrost i powrót emigrantów pozwolą wyhamować wzrost płac. Wywiad spuentowany jest stwierdzeniami, że RPP ma obecnie niewielki wpływ na inflację, a wpływ dokonanych do tej pory podwyżek zaczyna być widoczny we wskaźnikach makro. Czekaj podkreśla jednak, że nie podejmuje się określenia dokładnej ścieżki stóp, jak również przepowiedzenia zakończenia cyklu podwyżek.

Diametralnie różne przesłanie ma wywiad z prof. Wojtyną. Jego zdaniem nieuzasadnione byłoby odwołanie kolejnej podwyżki stóp, gdyż decyzja taka mogłaby nie być optymalna z punktu widzenia komunikacji z rynkami oraz kształtowania oczekiwań inflacyjnych. RPP osiągnęłaby silniejszy przekaz podnosząc stopy w kwietniu. Wojtyna podkreśla, że właśnie

oczekiwania inflacyjne i kwestia ich zwiększania są obecnie najbardziej niepokojącymi czynnikami. W tym kontekście wskazuje również na to, że szczyt inflacji dopiero zostanie zanotowany, a RPP musi się do tego odpowiednio przygotować.

Członek RPP podkreśla, że polska gospodarka rozwija się w szybkim tempie, a miesięczne dane mogą nie w pełni potwierdzać trend procesów gospodarczych. Jego zdaniem rośnie rola wskaźników koniunktury (ich pogłębiona analiza będzie z pewnością przedmiotem dyskusji na posiedzeniu RPP) dla określenia właściwego trendu procesów gospodarczych.

Zliczając potencjalne głosy za podwyżką, po wczorajszych wywiadach mamy coraz większe wątpliwości, czy możemy wliczyć również głos prof. Czeka (pomimo gołębiej retoryki prof. Czeka). Czeka podkreślał swoją niepewność co do oceny pewnych zjawisk). Takie same wątpliwości dotyczą innego umiarkowanego członka RPP prof. Sławińskiego. Fakt większej determinacji po stronie jastrzębi w obronie tezy o konieczności podwyżek (wywiady z Noga, Wojtyną, Filarem i Wasilewską-Trenkner były znacznie bardziej jednoznaczne w swej wymowie) świadczyć może o zażartej dyskusji na najbliższym posiedzeniu. Istotnym argumentem, naszym zdaniem, będzie również ponowne zaostrożenie retoryki ECB (patrz tekst poniżej) i coraz powszechniej przyjmowane przesvědzeni o uporczywości wzrostu inflacji. Szanse na podwyżkę są obecnie jak 50/50 (no może z małym plusikiem).

## Nastroje w EBC coraz bardziej jastrzębie

*EBC może być zmuszony do podnoszenia stóp w celu obrony celu inflacyjnego*

Obóz jastrzębich członków EBC nieoczekiwanie powiększył się o C. Foyer i Y. Mersch – w udzielonych wywiadach uznali oni wczoraj, że **EBC może być zmuszony do podnoszenia stóp w celu obrony celu inflacyjnego**. Dotychczasowe prognozy Europejskiego Banku Centralnego wskazują, że inflacja w 2008 wyniesie 2,9% średniorocznie, natomiast w 2009 spadnie do 2,1% (cel inflacyjny ustalony jest na poziomie „nieco poniżej 2%”). **Obawy o wystąpienie efektów drugiej rundy sprawiają, że prognozy te mogą być w najbliższej publikacji podwyższone.**

Wydaje się, że dylemat pomiędzy inflacją a wzrostem rozstrzygnął się na razie w stronę tego pierwszego wskaźnika i można oczekiwać przedłużonego okresu wysokich stóp procentowych. Scenariusz podwyżek stóp raczej nie wchodzi w rachubę z uwagi na prawdopodobieństwo docierania coraz to nowych sygnałów spowolnienia gospodarczego (na dziś planowana jest publikacja wstępnych szacunków wskaźników PMI). Warto zauważyć, że przed podobnymi dylematami stoi obecnie RPP. Porównując jednak skalę problemów inflacyjnych (płynących głównie z rynku pracy oraz deregulacji, która zwiększa odczuwaną inflację), zagrożenia wzrostu gospodarczego oraz stosunkowo małą podatność na efekty kryzysu kredytowego, dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej wydaje się bardziej uzasadnione. **W tym kontekście niechęć EBC do obniżania stóp staje się argumentem za bardziej zdecydowanym działaniem w Polsce: z jednej strony daje to zmniejszenie obawy o dysparytet stóp, z drugiej natomiast dochodzi kolejny duży bank centralny z Europy, który postępuje inaczej niż Fed.**

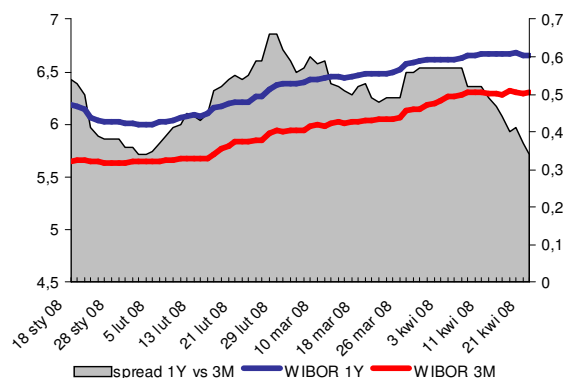
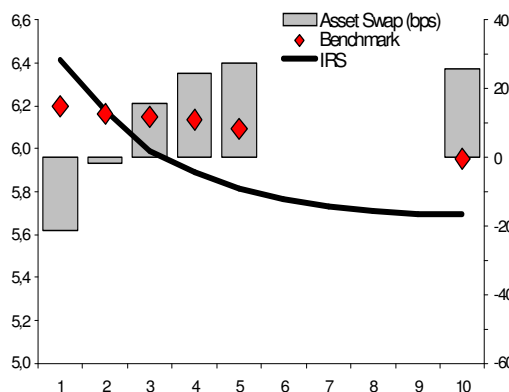
## Posiedzenie RPP, 30. kwietnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	50%
Stopy bez zmian	50%
Obniżka o 25 bps	0%

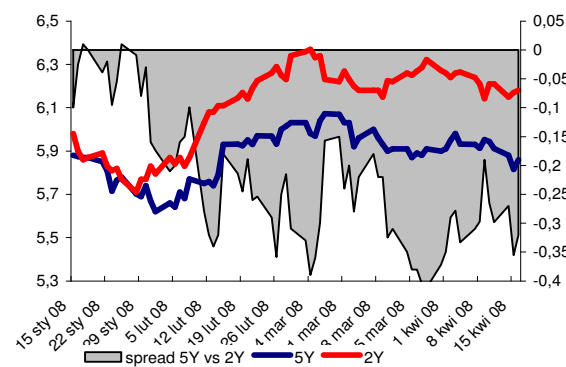
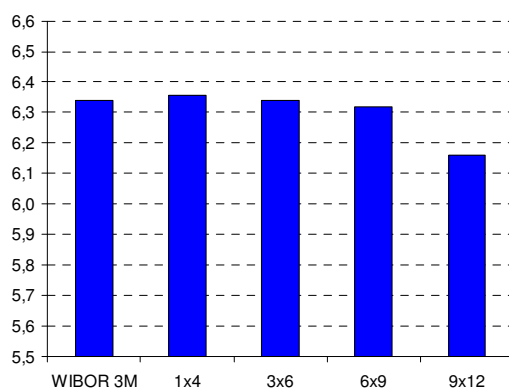
\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,39	6,43
2Y	6,16	6,20
3Y	5,97	6,01
4Y	5,87	5,91
5Y	5,80	5,84
6Y	5,75	5,79
7Y	5,71	5,75
8Y	5,69	5,73
9Y	5,68	5,72
10Y	5,68	5,72



depo	BID	ASK
ON	5,77	5,97
1M	5,91	6,11
3M	6,14	6,34
FRA	BID	ASK
1x2	6,09	6,16
1x4	6,31	6,36
3x6	6,29	6,34
6x9	6,27	6,32
9x12	6,11	6,16



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
HUN	9:00	Sprzedż detaliczna r/r	luty	-	-	-3,0%
EUR	10:00	PMI w przemyśle	kwiecień	-	51,7 pkt.	52,0 pkt.
EUR	10:00	PMI w usługach	kwiecień	-	51,4 pkt.	51,6 pkt.

### 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 JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIAJĄ ZGODĄ AUTORÓW.