



JACEK KOTŁOWSKI TEL. 829 0183  
ERNEST PYTLARCZYK TEL. 829 0166  
ARTUR ULBRICH TEL. 829 1207  
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188  
E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 5

## Daily Letter

poniedziałek, 26 marca 2007

### Makroekonomia

#### W tym tygodniu ...

- Dziś decyzja Węgierskiego Banku Centralnego. Nie oczekujemy zmiany poziomu stóp.
- **We wtorek rozpoczyna się dwudniowe posiedzenie RPP. Decyzja zostanie ogłoszona w środę. Oczekujemy jastrzębiego komunikatu i zapowiedzi podwyżek stóp procentowych. Podwyżka stóp oczekiwana w kwietniu.**
- We wtorek decyzje o poziomie stóp ogłosi również Słowacki Bank Centralny. Oczekujemy obniżki stóp procentowych.
- W środę GUS opublikuje dane o koniunkturze konsumenckiej. Szczególną uwagę należy zwrócić na wskaźniki wyprzedzające, mające potwierdzić trwałość ożywienia gosp. i boomu konsumpcyjnego.
- W czwartek MF zorganizuje przetarg zamiany.
- Również w czwartek decyzja Banku Centralnego Czech. Nie oczekujemy zmiany poziomu stóp procentowych.

#### Dane o sprzedaży wskazują na boom konsumpcyjny

*Wzrost sprzedaży detalicznej najwyższy od czasu boomu przedakcesyjnego*

Sprzedaż detaliczna wzrosła w lutym o 17,5% r/r (miesiąc temu zanotowano 16,5% wzrost sprzedaży). Wzrost sprzedaży okazał się wyższy niż nasza prognoza 16,3%. Należy podkreślić, że wyłączając fazę dezinflacji, tak wysokie wzrosty sprzedaży notowano tylko w okresie boomu przedakcesyjnego w 2004 roku. Zwiększenie rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej zaobserwowano w zdecydowanej większości kategorii. Jedynie spadek dynamiki w kategorii meble, AGD i RTV z 40 do 27,4% jest nieco kontraintuicyjny.

W ujęciu realnym sprzedaż detaliczna wzrosła w lutym o 16,9%. Oznacza to, że drugi miesiąc z rzędu rosną ceny sprzedaży. **Ceny sprzedaży są naszym zdaniem dobrym przybliżeniem popytowej części koszyka, a ich wzrost świadczy o (jak na razie umiarkowanym) wzroście presji popytowej na ceny.**

*Wzrost konsumpcji w I kw. może przekroczyć 6%*

Podsumowując, dane o sprzedaży świadczą, że weszliśmy w fazę boomu konsumpcyjnego. Oczekujemy, na co zresztą wskazują najnowsze (opublikowane wczoraj) dane o koniunkturze w handlu detalicznym, że wysokie dynamiki sprzedaży detalicznej utrzymają się w najbliższych miesiącach a dynamika konsumpcji za I kw. 2007 przekroczy nawet 6% r/r.

Naszym zdaniem **świadomość tak silnego wzrostu popytu konsumpcyjnego znacznie zwiększa prawdopodobieństwo, że RPP zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych w kwietniu** (w marcu jest to naszym zdaniem mniej prawdopodobne głównie ze względu na to, że Rada czekać będzie na publikację najnowszej projekcji inflacyjnej). Uzasadnieniem dla takiego wyprzedzającego ruchu (pamiętajmy, że inflacja nadal pozostanie poniżej środka celu a efekty wysokiej bazy spowodują jej znaczny spadek w kwietniu i lipcu) jest naszym zdaniem znaczne przesunięcie się ryzyk w kierunku wysokiej,

związanej ze wzrostem popytu, presji inflacyjnej, a więc wyższej inflacji w perspektywie 6-12 miesięcy.

## Nadal silne spadki bezrobocia

*Wzrost zatrudnienia krajowego pozwala na utrzymanie wysokiego tempa spadku bezrobocia pomimo słabnącej emigracji zarobkowej*

Stopa bezrobocia na koniec lutego spadła do 14,9% (15,1% w styczniu) - ponownie poniżej wstępnych szacunków MPiPS. **Skala spadku bezrobocia w lutym ponownie jest wyższa niż we wcześniejszych latach.** Liczba bezrobotnych w lutym z reguły pozostawała niezmienną, tym razem spadła o 35 tys. – w wyniku niższego napływu nowych bezrobotnych do urzędów pracy. Dynamiczne spadki stopy bezrobocia są w zgodzie z przyspieszającym wzrostem zatrudnienia krajowego – ten czynnik przejmuje naszym zdaniem rolę słabnącej emigracji zarobkowej, dzięki czemu tempo spadku bezrobocia pozostaje wysokie. Sądzymy, że w marcu stopa bezrobocia może spaść do 14,5-14,6%. W II kw. może zostać przekroczony poziom 14% a na koniec roku możliwy jest spadek poniżej 13%. **Dynamiczne zmiany na rynku pracy w najbliższych miesiącach powinny też doprowadzić do wzrostu dynamiki wynagrodzeń powyżej obserwowanego obecnie tempa ok. 6,5%.**

## Systematyczne wzrosty inflacji bazowej

W piątek NBP podał dane o inflacji bazowej za styczeń i luty. Wskaźniki skalkulowane zostały na podstawie zrewidowanego koszyka CPI. W porównaniu z grudniem 2006 wszystkie miary inflacji bazowej wzrosły. Inflacja bazowa „netto” wyniosła w styczniu 1,5%, w lutym zaś wzrosła do 1,6% r/r. Przypomnijmy, że w grudniu 2006 inflacja bazowa „netto” wyniosła 1,6%. Największy wzrost zanotowano w przypadku wskaźnika inflacji liczonego po wyłączeniu cen kontrolowanych. W lutym wzrósł on do 1,8% r/r z 1,2% zanotowanych w grudniu.

Naszym zdaniem trend wzrostowy inflacji bazowej odzwierciedlający rosnącą presję inflacyjną byłby kontynuowany również w nadchodzących miesiącach, gdyby nie silne efekty bazowe. Już w kwietniu fakt szesnastorocznej podwyżki cen gazu zawyży bazę i spowoduje spadek rocznego wskaźnika inflacji netto do 1,4%.

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8764	2,9108

Dzisiejsze poziomy otwarcia EUR/USD 1,3270 EUR/JPY 156,40 EUR/PLN 3,8700 USD/PLN 2,9170 (-20,7% wzg. koszyka).

*Niespodziewanie korzystne dane dot. gospodarki USA (rynek nieruchomości) zachęciły inwestorów do realizacji zysków na krótkich pozycjach w dolarze; przełamanie poziomów wsparcia 1,3300 a następnie 1,3270 uruchomiły zlecenia stop-loss, w efekcie kurs EUR/USD zniżył się do poziomu 1,3259. Dolar odrobił równocześnie wcześniejsze straty wobec jena, osiągając poziom 118,00/10. Zamykanie pozycji japońskich firm oraz instytucji finansowych przed końcem roku finansowego (31 marca) sprzyjało ograniczeniu zmienności na jenie (przy utrzymującym się silnym poziomie wsparcia 117,40/50 USD/JPY). Złoty nie zareagował na publikację danych dot. sprzedaży detalicznej oraz inflacji, wspierających wcześniejsze jastrzębie komentarze ze strony RPP; perspektywa podwyżki stóp proc. została już częściowo zdyskontowana przez rynek, kurs EUR/PLN utrzymywał się w paśmie 3,8670-3,8770 przy umiarkowanym wolumenie transakcji (silny poziom wsparcia 3,8550/3,8600 pozostał niezagrożony).*

Poprawa sentymentu wobec rynków wschodzących oraz potwierdzające się przewidywania o „miękkim” lądowaniu gospodarki USA sprzyjają ponownej próbie przełamania poziomu wsparcia 3,8550/3,8600 EUR/PLN w trakcie bieżącego tygodnia, ponowna wyprzedaż EUR/SKK (możliwa „próba sił” z bankiem centralnym Słowacji) może dostarczyć pretekstu, solidne dane makro z Polski oraz perspektywa wzrostu stóp proc. wspierają trend aprecjacyjny w dłuższym terminie. Przełamanie poziomu 3,8550 EUR/PLN otwiera drogę na 3,8350/3,8400 (z celem na poziomie 3,81/3,80). Poprawa nastrojów wobec USD po publikacji danych makro oraz kolejne zlecenia stop-loss sugerują kontynuację trendu tj. test poziomów wsparcia 1,3200 / 13170 EUR/USD w krótkim terminie, decydujące dla dalszego umocnienia dolara okażą się kolejne dane makro ( o ile potwierdzą oczekiwania inwestorów wzg. gospodarki USA).

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kontynuacja trendu powinna przynieść test poziomów wsparcia ok. 1,3200/1,3190 (ewentualnie 1,3170) jednakże dalsze umocnienie dolara będzie uzależnione od publikacji danych makro z USA (szczególnie po ostatnim, łagodnym w tonie komunikacie Fed).

wsparcie	opór
1,3250	1,3340
1,3230	1,3310
1,3200/90	1,3290



Źródło: Reuters

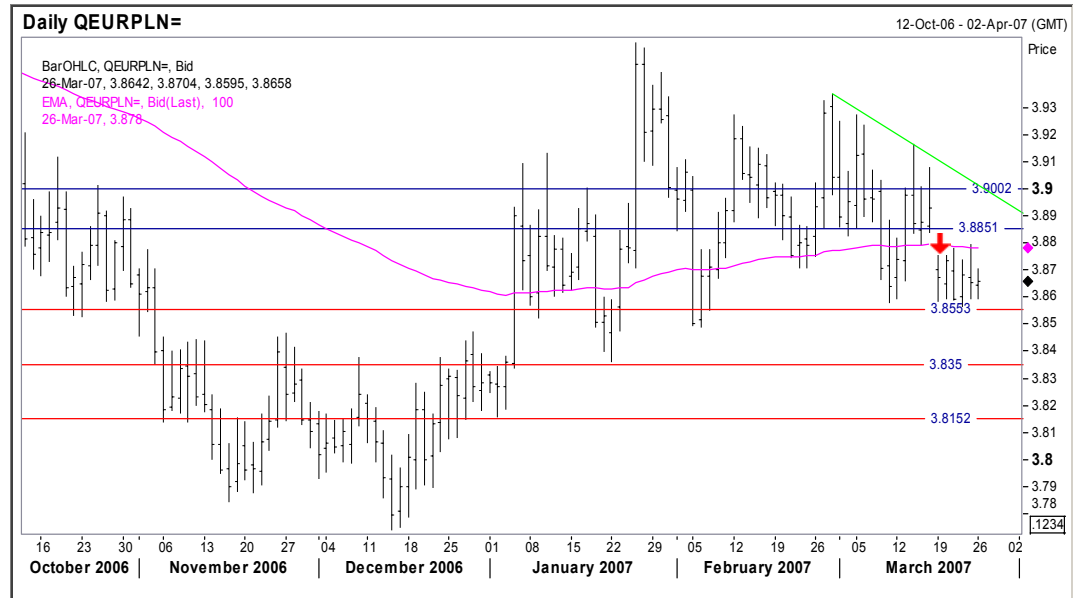
### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,8689	3,8706
ATM	BID	ASK
1 W	6,00	7,00
1 M	6,25	7,25
2 M	6,25	7,25
3 M	6,25	7,25
6 M	6,35	7,05
1 Y	6,35	7,05
DELTA = 25		
1 M	1 Y	
RR	1,30	1,42
Fly	0,30	0,40

Aktualna konsolidacja w paśmie 3,86-3,88 stwarza miejsce dla dalszego umocnienia złotego w średnim / dłuższym terminie, przełamanie silnego wsparcia 3,8600/3,8550 EUR/PLN będzie sygnałem do dalszej wyprzedży euro; celem bezpośrednim jest 3,8350/3,8400 (a następnie 3,8150/3,8000 w średnim terminie).

wsparcie	opór
3,8550/00	3,9150
3,8350	3,90
3,8150/00	3,8800/50

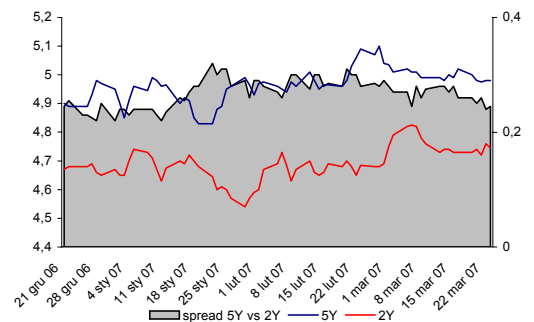
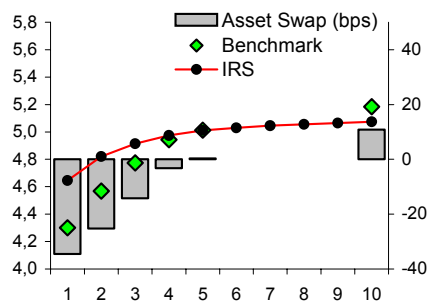
USDPLN		
SPOT	2,9122	2,9172
ATM	BID	ASK
1 W	8,00	9,00
1 M	8,00	9,00
2 M	8,00	9,00
3 M	8,00	9,00
6 M	8,15	8,85
1 Y	8,15	8,85
DELTA = 25		
1 M	1 Y	
RR	1,30	1,35
Fly	0,40	0,65



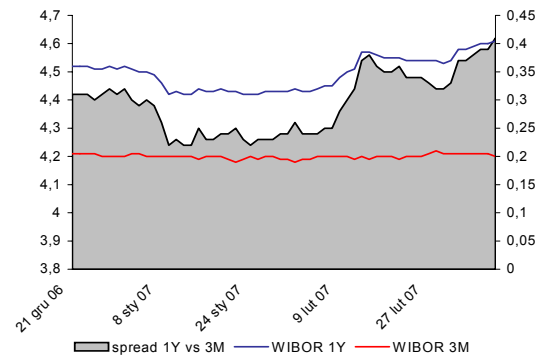
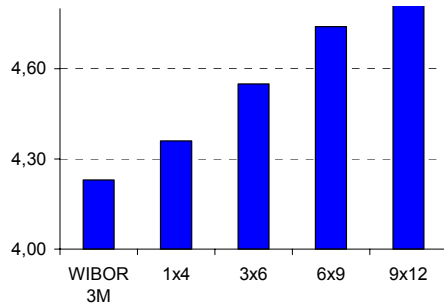
Źródło: Reuters

### Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,60	4,70
2Y	4,77	4,87
3Y	4,87	4,97
4Y	4,93	5,03
5Y	4,96	5,06
6Y	4,98	5,08
7Y	5,00	5,10
8Y	5,01	5,11
9Y	5,02	5,12
10Y	5,03	5,13



depo	BID	ASK
ON	3,92	4,10
1M	3,99	4,12
3M	4,03	4,23
FRA	BID	ASK
1x2	4,17	4,22
1x4	4,30	4,36
3x6	4,49	4,55
6x9	4,68	4,74
9x12	4,77	4,83



**Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych poniedziałek, 26 marca 2007**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
Węgry	14:00	Decyzja baku centralnego	-	-	8,0%	8,0%
USA	15:00	Sprzedaż nowych domów	luty	-	985 tys.	937 tys.

**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. BANK NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SKUTKI DECYZJI PODJĘTYCH NA PODSTAWIE POWYŻSZEGO OPRACOWANIA I ZAWARTYCH W NIM TREŚCI. KWOTOWANIA ZAWARTE W DOKUMENCIE SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY, NIE SĄ ZATEM OFERTĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY WYMIENIONYCH W NIM INSTRUMENTÓW ANI TEŻ PROPOZYCJĄ DOKONANIA JAKIEJKOLWIEK INWESTYCJI. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIA ZGODĄ AUTORÓW.*