



ERNEST PYTLARCZYK 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, 21 grudnia 2007**

STRON: 5

Makroekonomia

Deficyt budżetu 2008 na poziomie 27,09%

Sejm zatwierdził budżet na przyszły rok we wcześniejszym zapowiadanej formie.

Na wczorajszym posiedzeniu Sejm przyjął budżet na kolejny rok. **Wydatki mają wynieść 308,89 mld zł, natomiast dochody 281,80 mld; planowany deficyt to 27,09 mld zł** (w poprzedniej ustawie deficyt wynosił 28,6 mld zł, a różnica wynika wyłącznie z niższego poziomu obecnie zatwierdzonych wydatków). Oszczędności w uchwalonym budżecie wyniosły 3,4 mld zł, jednak wywiązanie się z obietnic podwyżek dla nauczycieli pociągnęło konieczność wygosparowania 1,85 mld zwiększonych wydatków na poczet tej grupy zawodowej. Warto zwrócić uwagę na założenia ustawy: niską inflację na poziomie 2,3% w ujęciu średniorocznym oraz stopę referencyjną na średnim poziomie 5,2%. Uważamy, że średnioroczne tempo wzrostu cen w nadchodzącym roku będzie znacznie wyższe i wyniesie 4,1% - będzie to stanowiło solidny bufor dla dochodów budżetu. Z drugiej strony dość niska stopa referencyjna zaniża koszty obsługi długu publicznego, które mogą być faktycznie wyższe od zakładanych (w ujęciu nominalnym). **Ustawa trafi teraz do Senatu, skąd z poprawkami wróci do Sejmu a następnie zostanie do 25. stycznia skierowana do podpisu prezydenta (ma on 7 dni na jej podpisanie).**

Wypowiedzi członków RPP

H. Wasilewska-Trenkner uważa, że inflacja CPI powróci do celu w połowie 2008, co stoi w sprzeczności z naszymi szacunkami. M. Noga obawia się wzrostu inflacji „netto” do 2,5% w III kwartale 2008 z uwagi na efekty drugiej rundy.

H. Wasilewska-Trenkner powiedziała w wywiadzie, że inflacja CPI może zbliżyć się do celu (2,5%) połowie 2008 roku (co naszym zdaniem jest bardzo mało prawdopodobne). Stoi to niejako w sprzeczności z jej wypowiedzią odnośnie prawdopodobieństwa, że stopa procentowa na koniec roku 2008 będzie bliżej 7 niż 6%; być może członkini RPP uznaje spadek inflacji wyłącznie za tymczasowy. **Prawdopodobieństwo styczniowej podwyżki jest jednak bardzo wysokie.**

M. Noga widzi z kolei niebezpieczeństwo wzrostu inflacji „netto” powyżej 2,5% w III kwartale 2008 roku w związku z wystąpieniem efektów drugiej rundy. W grudniu bieżącego roku inflacja może sięgnąć 3,9% i utrzymać się na poziomie 4% lub więcej w pierwszych miesiącach nadchodzącego roku. Członek RPP spodziewa się jeszcze 2-3 podwyżek stóp procentowych. **Pierwsza mogłaby wystąpić w styczniu, druga w marcu – zgodnie z dotychczasowym 2-miesięcznym cyklem zacieśnienia monetarnego.** Kolejna podwyżka będzie uwarunkowana oceną „skuteczności” poprzednio dokonanych. W tej sytuacji możemy się jej spodziewać prawdopodobnie wraz z nową projekcją, czyli w czerwcu.

Utrzymujemy nasze stanowisko, że RPP dokona kolejnej podwyżki w styczniu. Kolejny ruch byłby możliwy już w lutym (RPP będzie wtedy znała wysoki odczyt CPI za styczeń, wzmocniony dodatkowo przez podwyżki cen energii elektrycznej). Z uwagi jednak na fakt, że miesiąc wcześniej lub później nie stanowi dla Rady żadnej różnicy (czego doświadczyliśmy

już w październiku oraz w grudniu), do podwyżki może równie dobrze dojść w marcu, zgodnie z 2-miesięcznym cyklem działania.

Dziś dane o sprzedaży detalicznej oraz inflacja bazowa

Dynamika sprzedaży detalicznej bliska 20% dzięki wysokiej koniunkturze konsumenckiej oraz wysokim wzrostom cen obrazowanym przez CPI.

Inflacja „netto” w górę do 1,5%. Spodziewamy się dalszych, stopniowych wzrostów z uwagi na efekty bazowe i czynniki fundamentalne.

Dziś o godzinie 10:00 opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w listopadzie. Oczekujemy dynamiki na poziomie 19,7% r/r (zbliżonej od odnotowanej w poprzednim miesiącu, kiedy sprzedaż osiągnęła rekordowe 19,4%). **U podstaw szybkiego wzrostu konsumpcji leży przede wszystkim wzrost dochodów rozporządzalnych konsumentów (rekordowy wzrost płac w listopadzie na poziomie 12,0%) stymulowany dodatkowo przez pożyczki z różnego rodzaju instytucji finansowych**, które w okresie przedświątecznym stają się bardzo aktywne. Część ze wzrostu sprzedaży w cenach bieżących można przypisać cenom żywności, które utrzymują wysoką roczną dynamikę oraz cenom paliw, które jeszcze w listopadzie kształtowały się na wysokim poziomie. Poza tymi czynnikami ważne wydają się aspekty sezonowe związane z oddawaniem do użytku nowych mieszkań, które stwarzają dodatkowy popyt na artykuły RTV, AGD oraz meble. **W obliczu rekordowo wysokiej koniunktury konsumenckiej nie należy się spodziewać wyhamowania rocznej dynamiki sprzedaży w grudniu. Jeśli szacunkowe dane o planowanych wydatkach się potwierdzą, możemy mieć do czynienia z pierwszym w tym roku, ponad 20-procentowym tempem wzrostu.**

O godzinie 14:00 NBP opublikuje dane o inflacji bazowej „netto”. **Spodziewamy się wzrostu tej miary inflacji do 1,5% r/r z 1,4% odnotowanych w poprzednim miesiącu.** U podstaw powolnego wzrostu inflacji netto leżą podwyższone koszty użytkowania mieszkania (usługi związane z konserwacją mieszkania, paliwa płynne oraz ceny wody) oraz wzrosty w kategorii „hotele i restauracje” (stymulowane głównie przez rosnące ceny żywności oraz czynniki powodujące wzrost cen użytkowania lokali). Godnym odnotowania jest fakt, że niektóre ceny towarów z kategorii *tradeables* (głównie odzież i obuwie) spadają coraz wolniej. Jest to związane z powolnym obniżaniem cenowej konkurencyjności towarów z krajów o taniej sile roboczej i w najbliższym czasie możemy zaobserwować w tych kategoriach lekkie wzrosty (silne jak w żadnej innej grupie towarów jest w tym przypadku oddziaływanie kursu złotego). **Oczekujemy powolnego wzrostu inflacji „netto” z powodu efektów bazowych oraz czynników fundamentalnych wynikających z rosnących kosztów przedsiębiorstw.**

Rewizja PKB w USA bez większych zmian

PKB w III kwartale wzrósł o 4,9% w ujęciu rocznym. Dziś publikacja ważnych danych o inflacji PCE.

Zrewidowany wczoraj odczyt PKB za III kwartał wyniósł tyle samo, co przedstawiony w oparciu o poprzednie szacunki (4,9% r/r), przy kosmetycznych zmianach niektórych komponentów (szczególnie istotny wydaje się wzrost deflatora PCE do 1,8%). **W IV kwartale należy się spodziewać znacznego obniżenia dynamiki wzrostu produktu krajowego, mimo dobrych danych o sprzedaży detalicznej w listopadzie.** Głównym powodem mogą być mniejsze niż w ubiegłym roku planowane wydatki świąteczne, które deklarowane są w ankietach konsumentów już trzeci tydzień z rzędu. Wygląda na to, że efekt majątkowy płynący z sektora nieruchomości oraz zmniejszona płynność sektora finansowego (nakładająca również na konsumentów większe ograniczenia płynności) zaczynają coraz wyraźniej się ujawniać. Zagrożenia dla wzrostu gospodarczego oraz niepewność związana z wpływem kryzysu na rynkach finansowych na sferę realną były głównym powodem dotychczasowych obniżek stóp procentowych dokonanych przez Fed. Ostatni odczyt inflacji CPI ujawnił istotną przeciwwagę dla zagrożeń dla wzrostu – wysokie

tempo wzrostu cen (na razie głównie miary niebazowe), które może stymulować oczekiwania inflacyjne. **Dziś poznamy inflację PCE („ulubioną” miarę inflacji Fed), która prawdopodobnie potwierdzi rosnące napięcia inflacyjne. Nie wydają się one jednak w obecnym momencie najważniejsze, gdyż perspektywa silnego ograniczenia popytu krajowego będzie również zmniejszała presję inflacyjną w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.**

Posiedzenie RPP, 30. stycznia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)
Podwyżka o 50 bps	20%
Podwyżka o 25 bps	80%
Stopy bez zmian	0%
Obniżka o 25 bps	0%

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,6230	2,5242

EUR/USD 1,4370 EUR/JPY 162,35 EUR/PLN 3,6180 USD/PLN 2,5180

Czwartkowa sesja przyniosła widoczne umocnienie jena oraz wyprzedz funta. Awersja do ryzyka zyskała na sile po publikacji wyników finansowych Bear Stearns-a, inwestorzy zareagowali redukcją pozycji „carry” oraz realizacją zysków na krótkich pozycjach w jenie. Publikacja gołębiego w tonie sprawozdania Banku Anglii wsparła oczekiwania na kolejną obniżkę stóp w UK, w efekcie kurs GBP/USD zniżył się do poziomu 1,9825 (zlecenia s/l). Polowanie na stop-losy w również przyczyniło się do aprecjacji dolara wobec euro, kurs EUR/USD zniżył się do poziomu 1,4310. Pogłoski o zleceniach kupna euro ze strony banków centralnych skłoniły inwestorów do realizacji zysków, pod koniec sesji europejskiej notowania EUR/USD ustabilizowały się ok. 1,4345.. Niska płynność oraz ograniczanie pozycji przed końcem roku decydują o znacznej zmienności na rynku, ewentualne przełamanie oporu 1,4370/90 EUR/USD na początku dzisiejszej sesji otwiera drogę na 1,4420/50.

Złoty pozostaje w paśmie wahań 3,61-3,6230 przy niskim wolumenie transakcji, wyklarowanie trendu może nastąpić dopiero na początku przyszłego roku; poziom oporu 3,6300/20 powinien ograniczyć ewent. osłabienie złotego, silny poziom wsparcia znajduje się ok. 3,6075/50.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Silne odbicie od poziomu wsparcia 1,4300/10; trwałe przełamanie oporu 1,4370/90 oznacza test poziomów 1,4420/50 (ewent. 1,4490).

wsparcie	opór
1,4350	1,4490
1,4310	1,4450
1,4290	1,4420



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,6166	3,6196
ATM	BID	ASK
1 W	6,90	7,90
1 M	6,30	7,30
2 M	6,10	7,10
3 M	6,10	7,10
6 M	5,95	6,65
1 Y	5,55	6,25
DELTA=25		
	1 M	1 Y
RR	0,35	0,60
Fly	0,30	0,40

Niska płynność na rynku ogranicza wahania kursu złotego, prawdopodobna dalsza konsolidacja na obecnym poziomie (3,61-6230).

wsparcie	opór
3,6070	3,6480
3,5950	3,6320
3,5880	3,6220

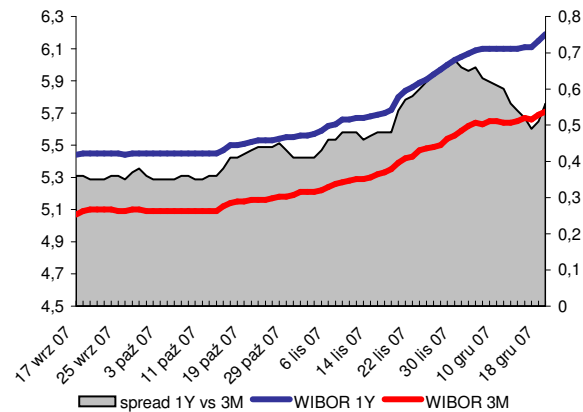
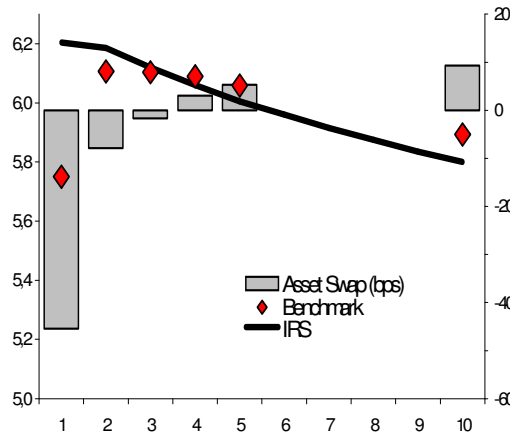
USDPLN		
SPOT	2,5127	2,5142
ATM	BID	ASK
1 W	11,50	12,50
1 M	11,00	12,00
2 M	10,50	11,50
3 M	9,80	10,80
6 M	9,25	9,95
1 Y	9,05	9,75
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,70	0,75
Fly	0,30	0,35



Źródło: Reuters

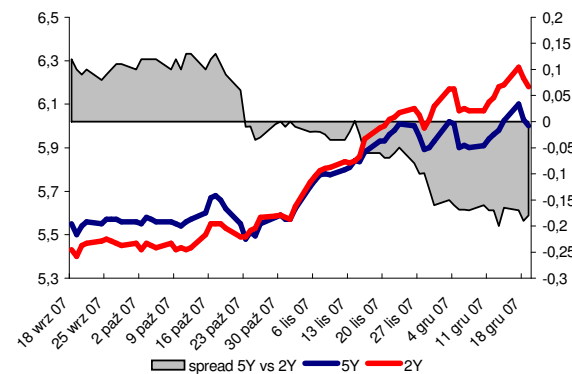
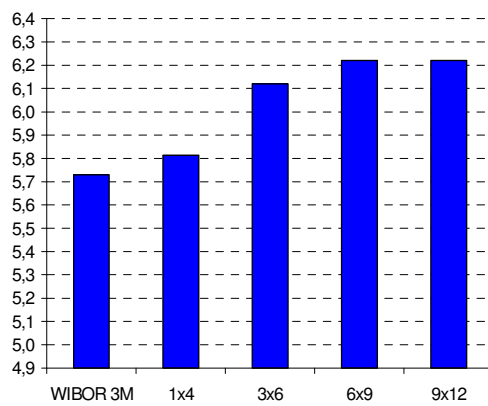
Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	6,19	6,22
2Y	6,16	6,22
3Y	6,09	6,15
4Y	6,03	6,09
5Y	5,98	6,04
6Y	5,93	5,99
7Y	5,89	5,95
8Y	5,85	5,91
9Y	5,81	5,87
10Y	5,77	5,83



depo	BID	ASK
ON	4,50	5,00
1M	5,45	5,65
3M	5,53	5,73

FRA	BID	ASK
1x2	5,54	5,61
1x4	5,76	5,81
3x6	6,07	6,12
6x9	6,17	6,22
9x12	6,17	6,22



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
POL	10:00	Sprzedż detaliczna r/r	listopad	19,7%	19,1%	19,4%
POL	14:00	Inflacja bazowa „netto” r/r	listopad	1,5%	1,5%	1,4%
USA	14:30	Inflacja bazowa PCE m/m	listopad	-	0,2%	0,2%

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 UPZEDNIAJĄCĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.