

**BRE BANK SA**NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA  
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW

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

STRON: 7



## Daily Letter

**poniedziałek, 21 stycznia 2008**

### Kalendarium danych

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

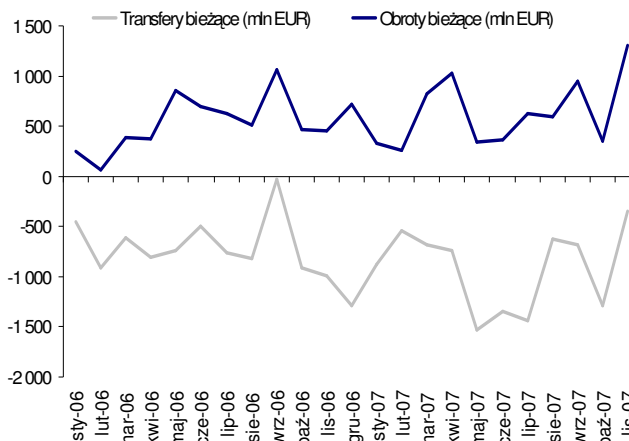
PONIEDZIAŁEK 21.01	
14:00	<b>(HUN) Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego;</b> konsensus <b>7,5%</b> , poprzednio <b>7,5%</b>
WTOREK 22.01	
14:00	<b>(POL) Inflacja netto r/r [grudzień];</b> prognoza BRE <b>1,7% r/r</b> ; konsensus <b>1,6%</b> , poprzednio <b>1,5%</b> <i>Wskaźnik przyspieszył w grudniu z uwagi na wzrosty cen usług związanych ze zdrowiem, utrzymaniem mieszkania oraz kategorii „hotele i restauracje”. Spodziewamy się, że inflacja bazowa może przekroczyć w styczniu 2%, po czym w lutym dojdzie do kolejnego wzrostu z uwagi na podwyżki cen energii zatwierdzone przez URE.</i>
ŚRODA 23.01	
10:00	<b>(EMU) PMI [styczeń];</b> konsensus <b>52,8 pkt.</b> , poprzednio <b>53,3 pkt.</b> <i>Niższy odczyt może być tylko potwierdzeniem „gołębich” postaw niektórych członków Rady Gubernatorów EBC. Uważamy, że kolejny ruch na stopach procentowych (mimo z reguły „jastrzębich” komentarzy J-C. Tricheta) będzie obniżką, której spodziewamy się około połowy roku.</i>
11:00	<b>(EMU) Zamówienia w przemyśle [listopad];</b> konsensus <b>9,1% r/r</b> , poprzednio <b>10,9% r/r</b>
14:00	<b>(POL) GUS, Koniunktura w przemyśle, budownictwie i handlu [styczeń]</b>
CZWARTEK 24.01	
10:00	<b>(POL) Sprzedaż detaliczna [grudzień];</b> prognoza BRE <b>21,8% r/r</b> , konsensus <b>20,3% r/r</b> , poprzednio <b>19,2% r/r</b> <i>Wysokie ceny paliw i żywności podbijają odczyt wskaźnika w ujęciu bieżącym. W grudniowych zakupach ujawni się duży wpływ wysokiej dynamiki funduszu płac i kredytów konsumpcyjnych. Możemy się spodziewać dużego popytu na dobra trwałego użytku.</i>
11:00	<b>(GER) Indeks IFO [styczeń];</b> konsensus <b>102,5 pkt.</b> , poprzednio <b>103,0 pkt.</b>
14:30	<b>(POL) Nowo zarejestrowani bezrobotni [tydz. do 18.01]</b>
16:00	<b>(USA) Home sales [grudzień];</b> konsensus <b>4,95 mln</b> , poprzednio <b>5,0 mln</b>
PIĄTEK 25.01	
BRAK ISTOTNYCH DANYCH	

## Makroekonomia

### Niespodziewana poprawa na rachunku obrotów bieżących

**W listopadzie ub.r. deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do 351 mln EUR (w październiku – 1289 mln EUR).** To zdecydowanie powyżej konsensusu, który kształtował się na poziomie 950 mln EUR. Przyczyną tak znacznej poprawy salda obrotów bieżących był napływ transferów bieżących, w tym prywatnych, które w listopadzie przekroczyły 1300 mln EUR. Transfery z UE w ujęciu rachunku obrotów bieżących wyniosły (po odjęciu składki) tylko ok. 380 mln EUR. Pozostałe pozycje salda kształtowały się zgodnie z oczekiwaniami. Eksport wzrósł o 12,3% r/r (nasza prognoza 12,2% r/r, konsensus 12,7% r/r), a import o 14,1% r/r (nasza prognoza 13,8% r/r, konsensus 15,8% r/r). W rezultacie deficyt obrotów handlowych sięgnął 793 mln EUR. Saldo dochodów kształtowało się na poziomie zbliżonym do poprzednich miesięcy (minus -1137 mln EUR), a saldo usług odpowiednio na poziomie 276 mln EUR. Oznacza to, że w listopadzie relacja deficytu obrotów bieżących do PKB wyniosła 3,9% i za cały rok 2007 może osiągnąć 4,0% PKB.

*Oczekujemy powolnego zwiększenia deficytu bilansu handlowego, jednak na ograniczenie deficytu C/A wpływać będą transfery z UE oraz mniejsza skala ekspatriacji dywidend.*



Oczekujemy, że deficyt handlowy będzie zwiększał się w roku bieżącym w związku ze wzrostem popytu wewnętrznego. Na ograniczenie deficytu na rachunku obrotów bieżących mogą wpłynąć jednak transfery z Unii Europejskiej oraz mniejsza skala ekspatriacji dywidend, która w ostatnim roku przyczyniała się do pogorszenia salda dochodów. Przyczyną tego będą słabsze wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw. **W rezultacie na koniec 2008 roku deficyt na rachunku obrotów bieżących może nie przekroczyć 6% PKB.**

### Niski wzrost produkcji przemysłowej i cen producenta w grudniu

W grudniu produkcja sprzedana przemysłu wzrosła „jedynie” o 6,2% r/r (w listopadzie zanotowano dynamikę 8,5% r/r, konsensus prognoz na grudzień był zbliżony do 8,6% r/r).

**Tym razem na niższą dynamikę produkcji przemysłowej złożył się przede wszystkim spadek dynamiki w przetwórstwie przemysłowym (z 8,7% r/r zanotowanych w listopadzie do 5,7% r/r w grudniu). Produkcja w sekcjach górnictwo i zaopatrzenie w energię, gaz i wodę kształtowała się zgodnie z oczekiwaniami.**

Grudniowa dana może być niepokojąca, gdyż w większości sekcji przetwórstwa przemysłowego dynamika zbliżyła się do zera, nie potwierdziły się również szacunki Samaru co do znacznego wzrostu produkcji samochodów (bardzo wysoka dynamika utrzymała się natomiast w sekcji produkcja maszyn i urządzeń oraz produkcja sprzętu telekomunikacyjnego i RTV).

*Zasadniczą implikacją dzisiejszej danej będzie pojawianie się nowych pytań co do kondycji strony podażowej polskiej gospodarki oraz przejściowe ograniczenie oczekiwań na bardziej agresywne podwyżki stóp.*

Ceny producenta zachowały się zgodnie z naszymi oczekiwaniami, wzrost o 2,5% r/r, przy niższym niż miesiąc temu wzroście cen w przetwórstwie przemysłowym (2,2% wobec 2,4% r/r, spadek 0,6% m/m). **Ograniczeniu wzrostu cen produkcji przemysłowej sprzyjał silny złoty oraz spadki cen podstawowych surowców.**

Zasadniczą implikacją dzisiejszej danej będzie pojawianie się nowych pytań co do kondycji strony podaźowej polskiej gospodarki. **Oczekujemy, że przez najbliższe tygodnie mogą być promowane coraz to nowsze hipotezy tłumaczące ten spadek (jedna z nich to spadek zamówień eksportowych, na co wskazywały dane PMI, urlopy przedświąteczne itd.), a nawet rewizje prognoz wzrostu. Nie uważamy, że dzisiejsze dane zmniejszają szansę na podwyżkę stóp w styczniu.** Nie oczekiwaliśmy jednak komentarzy członków RPP, które pozwolą na zwiększenie oczekiwań co do skali dalszych podwyżek (rzeczywiście pojawiły się komentarze skierowane w drugą stronę – patrz komentarze członków RPP).

## Komentarze członków RPP

*Istotne czynniki ryzyka wymienione przez A. Wojtynę mogą sprzyjać zajęciu postawy wait-and-see przez łagodniejszych członków Rady. Niemniej jednak uznajemy styczniową podwyżkę za przesądzoną.*

Dane za grudzień skłaniają M. Pietrewicza do zajęcia postawy wait-and-see. Członek Rady uważa, że liczby podane przez GUS (niższa dynamika produkcji, wynagrodzeń oraz stosunkowo niskie ceny producentów) mogą sugerować zmniejszenie aktywności polskiej gospodarki i możliwość ograniczenia inflacji. **Z tego powodu sugeruje, aby z decyzją o wysokości stóp procentowych poczekać do lutowej projekcji inflacji.**

**A. Wojtyna zaskakująco stwierdził, że sprowadzenie inflacji do celu może wymagać tylko 1-2 podwyżek stóp procentowych. Wypowiedź nie powinna być raczej odczytywana jest jednak łagodna, gdyż prognoza obciążona jest dużą niepewnością** dotyczącą czynników globalnych (spowolnienie w USA oraz jego wpływ na tempo wzrostu strefy euro) i lokalnych (kwestia możliwości utrzymania niższych wynagrodzeń, zahamowania oczekiwań inflacyjnych oraz trwałości aprecjacji złotego, którego przydatność w walce z inflacją może być mocno ograniczana ze względu na dużą zmienność kursu). Mimo możliwości mniejszej skali podwyżek, członek RPP wciąż obawia się wzrostu inflacji netto (o której przydatności jako miary procesów inflacyjnych w bieżącej fazie cyklu koniunkturalnego wypowiadał się już wcześniej). Wydaje się, że niższa dynamika produkcji przemysłowej nie jest dla A. Wojtyny sygnałem korzystnym, gdyż wskazuje na spowolnienie tempa wydajności pracy i narastanie inflacji ze strony kosztowej. W tej sytuacji znowu powraca problem oczekiwań płacowych – znajdują się one pod wpływem dokonanych podwyżek oraz oczekiwanej przyszłej skali zacieśnienia.

Obydwie wypowiedzi wpisują się w nasz scenariusz zakładający chwilowe oddalenie oczekiwań na podwyżki procentowe o wyższej skali. **Istotne czynniki ryzyka (wymienione przez A. Wojtynę) wskazują, że czeka nas okres (kilka tygodni) wyczekiwania na nowe dane ze sfery realnej (zwłaszcza strony podaźowej) i być może przejściowa korekta oczekiwań co do skali zacieśnienia – sprzyjać temu będą oczekiwania co do obniżki stóp w strefie euro już latem 2008. Po tym przejściowym okresie spodziewamy się powrotu tematu rosnącej inflacji netto, rosnącej nierównowagi na rachunku obrotów bieżących i presji popytowej (patrz spodziewane wysokie wzrosty konsumpcji).**

## MinFin o budżecie i deficycie sektora finansów publicznych

Jak powiedziała w piątek wiceminister finansów K. Zajdel-Kurowska, **deficyt sektora finansów publicznych (rząd plus samorządy) w 2007 r. osiągnął 2,5-2,8% PKB (co oznacza wg naszych obliczeń kwotę ok. 29-32 mld zł), a więc spadł poniżej prognozy 3% PKB założonego w programie konwergencji z ub. r.** Ostateczne wyniki opublikowane zostaną przez MinFin, gdy znane będą dane dla samorządów.

*Zapowiedzi K. Zajdel-Kurowskiej oznaczają silną redukcję deficytu budżetowego w ciągu najbliższych lat, niemniej jednak kierownictwo MinFin jest podzielone co do możliwości realizacji tego dość ambitnego planu.*

Tymczasem wiceminister finansów E. Suchocka-Roguska poinformowała, że deficyt budżetu państwa w 2008 roku może spaść do 24 mld zł, a więc o 3 mld zł w stosunku do planu na ten rok. Stanie się tak, jeśli rzeczywiste wydatki budżetu państwa na koniec roku okażą się tak jak dotychczas o 1-2% niższe niż zakładano w ustawie. Różnica wynikać ma z wydatków, które „z różnych powodów nie zostają zrealizowane”, jak powiedziała E. Suchocka-Roguska. Jej zdaniem zrównoważenie budżetu przed 2015 rokiem nie będzie jednak możliwe ze względu na deficyt Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, który z powodu ubytków w dochodach (chodzi tu m.in. o obniżkę składki rentowej) będzie musiał być dofinansowany z budżetu centralnego.

Nie jest to zupełnie spójne z zapowiedzią wiceminister Zajdel-Kurowskiej, która chce, by w ostatnim roku kadencji parlamentu, a więc w 2011, budżet miał nadwyżkę, co pozwoliłoby na zredukowanie deficytu sektora finansów publicznych do 1% PKB. Cel ten jest elementem programu nowego rządu. Stosownie do tego, w najnowszej aktualizacji programu konwergencji relacja deficytu sektora do PKB ma zostać obniżona w stosunku do ostatniej aktualizacji (3,0% w 2008, 2,8% w 2009, 2,5% w 2010), tak by w nowym planie deficyt sektora do PKB kształtował się na koniec 2011 roku właśnie na poziomie 1%.

Zapowiedzi K. Zajdel-Kurowskiej oznaczają silną redukcję deficytu budżetowego w ciągu najbliższych lat, co będzie sprzyjać dalszemu umocnieniu złotego. Niemniej, jak widać z zestawienia wypowiedzi K. Zajdel-Kurowskiej i E. Suchockiej-Roguskiej, kierownictwo MinFin jest podzielone co do możliwości realizacji tego dość ambitnego planu.

### Posiedzenie RPP, 30. stycznia

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

### Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,6250	2,4782

EUR/USD 1,4540 EUR/JPY 155,15 EUR/PLN 3,6350 USD/PLN 2,5000

*Wyprzedaż na Wall St. nie zaszkodziła dolarowi – rynek koncentruje uwagę na zbliżającym się posiedzeniu Fed oraz perspektywie zdecydowanej obniżki stóp w USA, a zmiana oczekiwań wzg. ECB (po gołęmbim w tonie wystąpieniu Marsch'a) sprzyja korekcie EUR/USD. Po piątkowej konsolidacji EUR/USD w paśmie 1,4610-60 euro ponownie traciło na wartości (także wobec JPY, CHF); przełamanie 1,4590/80 uruchomiło kolejne zlecenia stop-loss, w efekcie dolar umocnił się do poziomu 1,4525. Kontynuacja trendu w trakcie tygodnia może oznaczać test poziomów wsparcia 1,4465/1,4425 EUR/USD.*

*Wraz z postępującym umocnieniem dolara oraz jena złoty tracił na wartości – poranne otwarcie powyżej (oporu) 3,6320 EUR/PLN jest techn. sygnałem do dalszej wyprzedaży; nastroje na rynkach bazowych zadecydują o skali obecnej korekty. Kolejnym silnym poziomem oporu EUR/PLN jest 3,6480.*

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Po silnej wyprzedazy euro (1,4525) prawdopodobna realizacja zysków na krótkich pozycjach EUR/USD (oraz EUR/JPY, EUR/CHF). Jeśli jednak korekta zatrzyma się na poziomach oporu 1,4585/00 to kwestią czasu będzie test wsparcia 1,4525/05..

wsparcie	opór
1,4615	1,4765
1,4590	1,4730
1,4560	1,4690



Źródło: Reuter

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Oslabienie złotego jest pochodną silnej korekty dolara oraz jena, konsolidacja bądź korekta EUR/USD powinna zatem ograniczyć dalsze osłabienie PLN, natomiast ewentualne przełamanie wsparcia 1,4525 EUR/USD oznacza perspektywę głębszej wyprzedazy PLN; dzienne zamknięcie EUR/PLN powyżej 3,6320 jest negatywnym sygnałem techn.

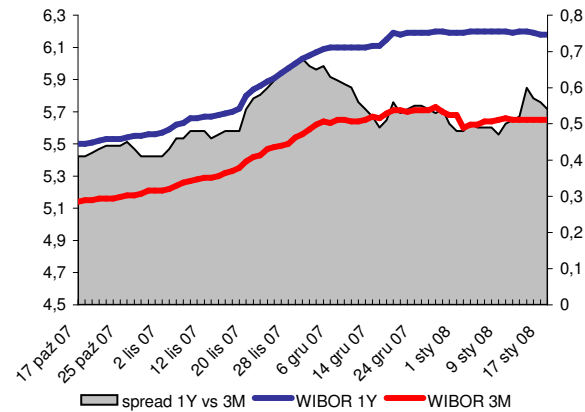
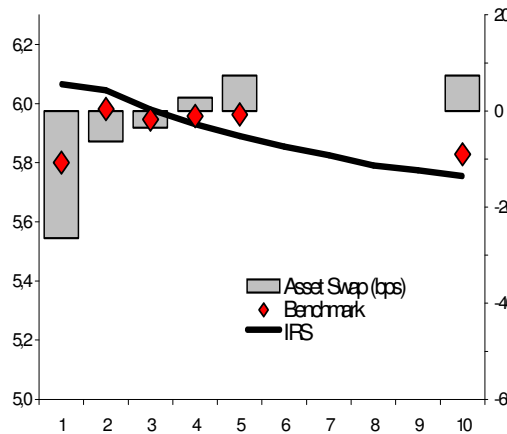
wsparcie	opór
3,6250	3,6550
3,6145	3,6480
3,6050	3,6320



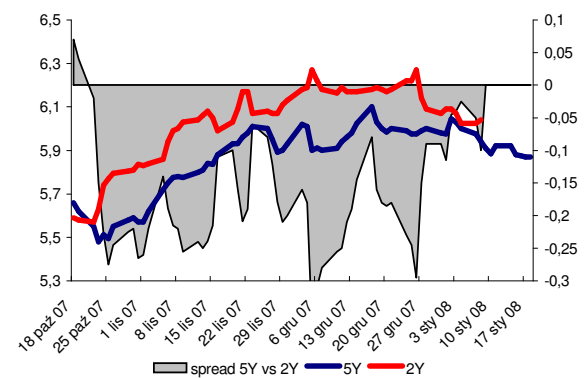
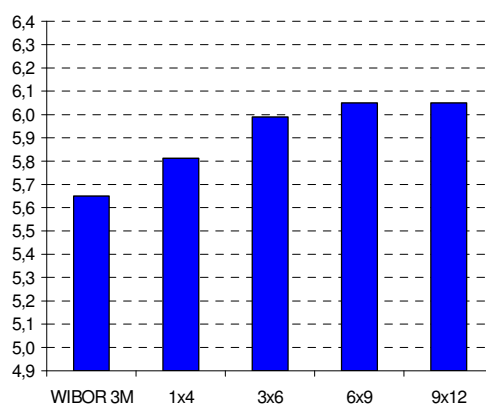
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	6,04	6,10
2Y	6,02	6,08
3Y	5,95	6,01
4Y	5,90	5,96
5Y	5,86	5,92
6Y	5,83	5,89
7Y	5,80	5,86
8Y	5,77	5,81
9Y	5,75	5,81
10Y	5,73	5,79



depo	BID	ASK
ON	4,94	5,14
1M	5,20	5,37
3M	5,40	5,65
FRA	BID	ASK
1x2	5,48	5,53
1x4	5,76	5,81
3x6	5,94	5,99
6x9	6,00	6,05
9x12	6,00	6,05



## **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 UPREDZIEGOWIADOMIENIA. 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 POPRZEDNIEGO 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 UPREDZINIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.