



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

Daily Letter**środa, 13 lutego 2008**

STRON: 5

Makroekonomia

Gwałtowny wzrost deficytu na rachunku bieżącym

Opublikowane dotychczas dane pozwalają ocenić, że deficyt na rachunku bieżącym w 2007 roku osiągnął poziom 3,8% PKB.

W grudniu 2007 deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrósł do 1944 mln EUR (w listopadzie po korekcie 120 mln EUR), a więc zdecydowanie silniej, niż oczekiwała tego większość analityków (konsensus 1140 mln EUR). **Przyczyną wysokiego deficytu w obrotach z zagranicą był powrót do trendu salda transferów bieżących** (272 mln EUR wobec 1303 mln EUR w listopadzie), które odpowiadały za niespodziewaną poprawę salda rachunku bieżącego w listopadzie. Zgodnie z naszymi przewidywaniami, **saldo transferów z Unią Europejską w ujęciu transferów bieżących było ujemne i wyniosło minus 288 mln EUR**. Szacujemy, że znacznie spadło też (o ok. 500 mln EUR) saldo pozostałych transferów, w tym prywatnych.

Do silniejszego pogłębienia się deficytu na rachunku bieżącym przyczynił się także wyższy deficyt w obrotach handlowych, który według danych NBP osiągnął minus 1294 mln EUR (o ok. 150 mln EUR więcej niż oczekiwaliśmy). Stało się tak za sprawą bardzo wysokich, nienotowanych w ostatnich miesiącach, dynamik eksportu (20,0% r/r) i importu (21,2% r/r). Jak przyznaje NBP w komentarzu do danych, dynamiki te musiały zostać oszacowane, ponieważ GUS nie opublikował danych o obrotach za granicą za gruzdzień ub. r. Nie są to więc dane ostateczne. **Uważamy, że nie są one spójne z innymi danymi makro za gruzdzień, które wskazywały na niezbyt wysoką dynamikę aktywności gospodarczej, i przy okazji publikacji przez NBP danych za styczeń (w połowie przyszłego miesiąca) zostaną zrewidowane.**

Pozostałe komponenty rachunku bieżącego – saldo usług oraz dochodów – pozostawały zgodnie z naszymi oczekiwaniami umiarkowanie stabilne, zamykając się odpowiednio nadwyżką w kwocie 237 mln EUR i deficytem w kwocie 1159 mln EUR. Saldo dochodów zostało dodatkowo zaburzone przez wypłatę dywidendy przez Fiata pod koniec grudnia (ok. 100 mln EUR).

Opublikowane dotychczas dane pozwalają ocenić, że deficyt na rachunku bieżącym w 2007 roku osiągnął poziom 3,8% PKB. Publikacja danych nie wywołała praktycznie żadnej reakcji na rynku stopy procentowej – panuje powszechne oczekiwanie na dane ze sfery realnej (wynagrodzenia i produkcję przemysłową) oraz inflację.

Dane Samar o sprzedaży samochodów

Instytut Samar podał, że w styczniu sprzedaż samochodów wzrosła w ujęciu rocznym o 24,6% oraz 6% w ujęciu miesięcznym. Duży wzrost wynika z agresywnie prowadzonej kampanii promocyjnej na rzecz kupowania aut z poprzedniego roku. **Opublikowana liczba nie skłania nas do korekty danych o sprzedaży detalicznej;** jeśli dane Samar się potwierdzą i w styczniu zaobserwujemy realny wzrost sprzedaży samochodów w ujęciu miesięcznym, to efekt bazowy na wskaźniku rocznym, nawet w przeliczeniu na ceny bieżące, powinien być znaczny. W dalszym ciągu utrzymujemy, że w styczniu sprzedaż liczona w cenach bieżących podniosła się w stosunku rocznym o 18,5%, po nieoczekiwanym spadku dynamiki do 12,4% w grudniu ubiegłego roku.

M. Noga z RPP: 2 podwyżki wystarczą do stabilizacji inflacji w pobliżu celu; A.Śławiński: skala podwyżek stóp jest kwestią otwartą

Wczorajsza wypowiedź M. Nogi wskazuje, że nie zmienił on swych preferencji odnośnie wysokości stóp procentowych – 5,75% to gwarancja powrotu inflacji do celu. Uważa on jednak, że do podwyżek powinno dojść szybko – powinny mieć one charakter działań wyprzedzających. **Brak zwłoki w podwyżkach motywowany jest prawdopodobnie wysokim poziomem inflacji bazowej, której członek RPP spodziewa się pod koniec roku (przypomnijmy – ostatnio sugerował, że może być to nawet 3,7%) oraz oceny dynamiki wzrostu gospodarczego w 2008 roku – zdaniem M. Nogi prognozowane 5-5,5% to bardzo dobry wynik.**

Podobnego tempa wzrostu gospodarczego spodziewa się A. Śławiński. **Jego zdaniem polityka pieniężna może być dalej zaostrzana, jednak wiele zależy od prognoz** – wydaje się, że w tym przypadku fundamentalne znaczenie będzie miała projekcja inflacyjna. Uważamy, że podwyżka w lutym jest bardzo mało prawdopodobna (nawet w sytuacji, gdy projekcja będzie silnie pro-podwyżkowa, czego – nawiasem mówiąc – raczej się nie spodziewamy). **Zaledwie miesięczna przerwa w stosunku do styczniowego ruchu oraz nieciągłość w danych (Rada będzie znała projekcję bez faktycznego poziomu inflacji bazowej w styczniu i lutym, która pozwoliłaby ocenić skalę wpływu podwyżek cen kontrolowanych i siłę presji inflacyjnej) wskazuje, że do podwyżki może dojść najwcześniej w marcu.** W tej sytuacji wydaje się, że projekcja inflacyjna (która do tej pory nie jest jeszcze znana) będzie służyć wyłącznie do określenia łącznej skali podwyżek.

Stabilizacja indeksu ZEW

Przeciwie do oczekiwań analityków, indeks ZEW (który dotyczy tylko i wyłącznie oczekiwań) ustabilizował się w lutym na nieco wyższym poziomie -39,5 pkt. Nie oznacza to jednak, że w najbliższej perspektywie sytuacja w gospodarce niemieckiej ulegnie widocznej poprawie. Dotychczas obserwowaliśmy wyłącznie znaczne spadki indeksu oczekiwań – obecnie znacznej obniżki doznał także indeks bieżący (spadek o 22,9 pkt. do 33,7 pkt.) – antycypowane pogorszenie warunków gospodarowania stało się faktem. **Stabilizacja indeksu oczekiwań wskazuje jednak, że gospodarka niemiecka przetrwa bieżące problemy (głównie natury finansowej) i ponownie zacznie rozwijać się szybciej w perspektywie końca bieżącego roku.** Scenariuszem bazowym pozostaje tempo wzrostu największej gospodarki Eurolandu na poziomie 1,6% w całym 2008 roku.

Posiedzenie RPP, 27. lutego

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)
Podwyżka o 25 bps	0%
Stopy bez zmian	100%
Obniżka o 25 bps	0%

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,6120	2,4895

EUR/USD 1,4570 EUR/JPY 156,00 EUR/PLN 3,6085 USD/PLN 2,4770

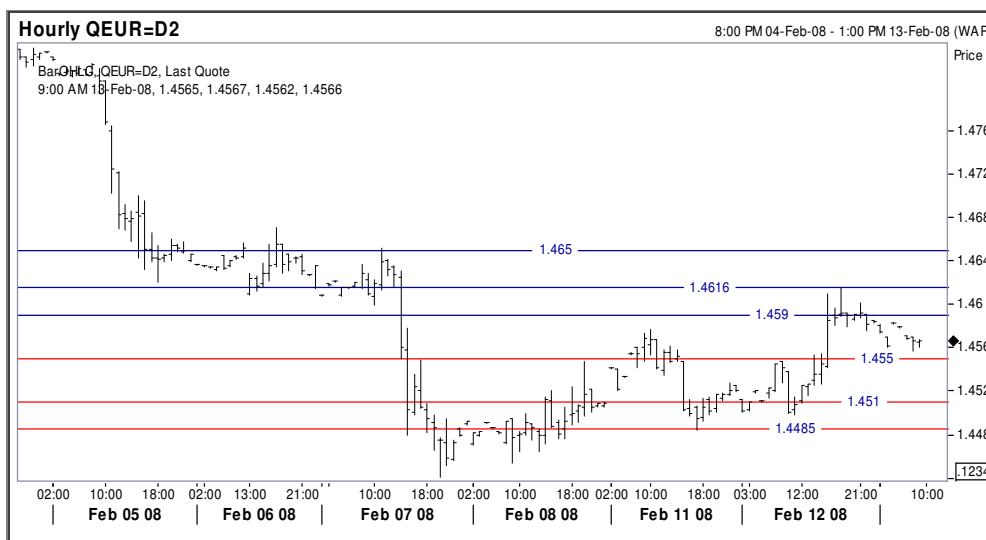
Znaczne wzrosty na giełdach po ofercie złożonej przez W. Buffeta (odkupienie części zobowiązań, tych najmniej zagrożonych, od ubezpieczycieli emisji obligacji) przełożyły się na spadek awersji do ryzyka i umocnienie amerykańskiej waluty – kurs EUR/USD spadł z 1,46 do 1,4560. Sesja dalekowschodnia obyla się bez większych fajerwerków – kursy większości walut utrzymywały się w wąskich przedziałach ustanowionych na zamknięciu sesji amerykańskiej. Znaczne zlecenia sprzedaży powyżej 1,4600 oraz realizacja zysków na długich pozycjach w EUR przed publikacją danych makro z USA oraz wystąpieniem Trichet'a sugerują test poziomów wsparcia 1,4550/1,4510 EUR/USD. Poniżej 1,4550 oraz 1,4500 możliwe zlecenia stop-loss.

Spadek awersji do ryzyka oraz zmiany na EUR/USD nie wpłynęły na zmiany kursu złotego wobec euro – złoty pozostawał w wąskim przedziale wokół 3,6050 wobec europejskiej waluty. Po okresie konsolidacji (3,60-3,6140 EUR/PLN) można oczekiwać umocnienia złotego (test poziomów wsparcia 3,5935 / 3,5850). Na ewentualnym umocnieniu złotego może ważyć kurs forinta i pozostałych walut regionu.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Korekta po „zaliczeniu” poziomu 1,4616 oznacza prawdopodobny test wsparcia 1,4550 (ewent. 1,4510/00); przełamanie otwiera drogę na 1,4485/50.

wsparcie	opór
1,4550	1,4650
1,4510	1,4616
1,4485	1,4590



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Konsolidacja w paśmie 3,60-3,6140 przed ponownym testem poziomów wsparcia (3,5935/3,5850), wzrost euro powyżej 3,62 neguje ten scenariusz.

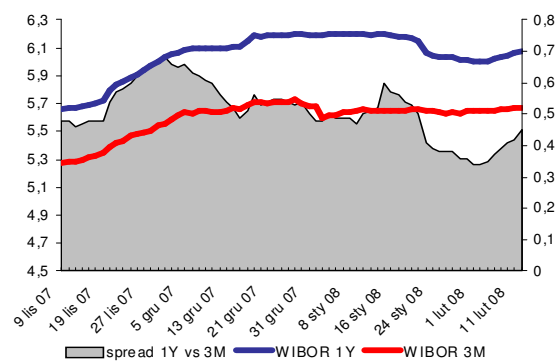
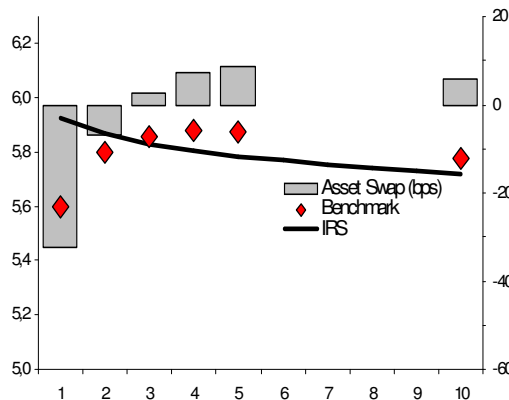
wsparcie	opór
3,6000	3,6400
3,5935	3,6285
3,5850	3,6140



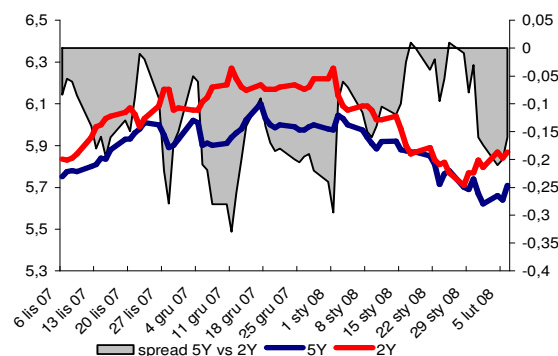
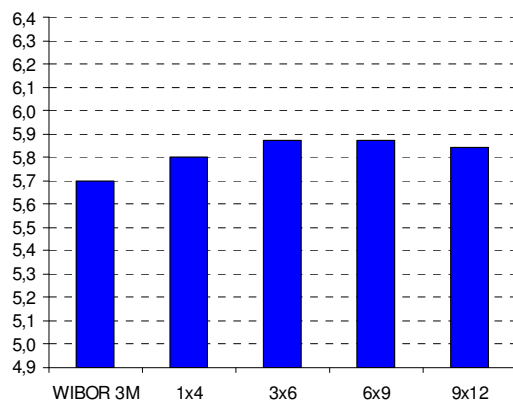
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	5,91	5,95
2Y	5,85	5,89
3Y	5,81	5,85
4Y	5,79	5,83
5Y	5,77	5,81
6Y	5,75	5,79
7Y	5,74	5,78
8Y	5,72	5,76
9Y	5,71	5,75
10Y	5,70	5,74



depo	BID	ASK
ON	5,20	5,40
1M	5,30	5,50
3M	5,50	5,70
FRA	BID	ASK
1x2	5,56	5,61
1x4	5,75	5,80
3x6	5,82	5,87
6x9	5,82	5,87
9x12	5,78	5,84



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
EMU	11:00	Produkcja przemysłowa r/r	grudzień	-	2,3%	2,6%
USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	styczeń	-	-0,2%	-0,4%

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 UPRIEDNIEGO 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 POPRIEDNIEGO 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 UPRIEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.