



ERNEST PYTLARCZYK TEL. 829 0166  
RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207  
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188  
E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 4

**Daily Letter****czwartek, 13 września 2007**

## Makroekonomia

### W lipcu deficyt na rachunku obrotów bieżących najwyższy od 2004 roku

*Zasadniczym powodem wzrostu deficytu C/A jest pogorszenie bilansu handlowego*

W lipcu zanotowano 1,3 mld EUR deficyt na rachunku obrotów bieżących (około 3,3% w odniesieniu do PKB). Konsensus prognoz wynosił około 1,1 mld, nasza prognoza 1,25 mld eur. Zasadniczym powodem wzrostu deficytu C/A jest pogorszenie bilansu handlowego do 1,278 mld zł (przypomnijmy, że w poprzednich miesiącach wzrost deficytu C/A związany był z pogorszeniem salda dochodów, patrz wypłata dywidend inwestorom zagr. i niższymi wpływami z UE). Na pogorszenie bilansu handlowego złożyły się bardzo wysoka dynamika importu 24,3% r/r i dynamika eksportu na poziomie 15,8% r/r. Naszym zdaniem ta tendencja, przyspieszanie importu i pogarszanie deficytu handlowego, utrzyma się w najbliższych kwartałach. Wpływać na to będzie szybki wzrost popytu wewnętrznego; duża importochłonność boomu inwestycyjnego oraz coraz szybciej rosnąca konsumpcja droższych importowanych towarów. To ostatnie zjawisko jest dość typowe dla krajów rozwijających się z szybko rosnącymi dochodami ludności. Uważamy jednocześnie, że dynamiki eksportu powinny utrzymać się na, obiektywnie rzecz biorąc, wysokich poziomach 12-16% r/r.

**Szacujemy, że na koniec roku deficyt C/A wzrośnie powyżej 4% PKB i pogorszy się do powyżej 5% w roku 2008, co może ograniczać aprecjacyjne tendencje złotego. Spodziewamy się również, że wraz z rosnącym deficytem na rachunku obrotów bieżących dana ta będzie coraz uważniej monitorowana przez RPP.**

Po kilku słabszych miesiącach zaobserwowano w lipcu ponownie wysoki napływ inwestycji bezpośrednich (1,1 mld EUR).

### Dziś dane o inflacji za sierpień. Prof. Filar z RPP antycypuje okresowy spadek inflacji

*Pomimo, jak oceniamy, obniżenia się inflacji CPI do 1,8% inflacja netto wzrośnie w sierpniu do 1,6%*

O 14.00 GUS opublikuje dane o sierpniowej inflacji. Szacujemy, że w sierpniu roczny wskaźnik inflacji spadł do 1,8% z 2,3% zanotowanych w lipcu (prognoza MinFin 1,9%). Naszym zdaniem spadek ten ma charakter przejściowy i wynika przede wszystkim z wysokiej bazy na cenach żywności w 2006 roku oraz dość niskich cen warzyw w 2007 roku (-0,6% m/m). Inflacja netto wzrośnie jednak do 1,6% r/r z 1,5% zanotowanych w lipcu. W kolejnych miesiącach będziemy już obserwować silniejsze wzrosty inflacji oraz wyższą dynamikę cen żywności, co będzie zgodne z trendem w regionie oraz UE. Inflacja naszym zdaniem powróci w okolice środka celu inflacyjnego w październiku, zaś na koniec roku przekroczy 3%.

Prof. Filar z RPP (wywiad w TVN 24 i artykuł w GW) wskazuje, że Rada antycypuje przejściowy spadek inflacji i z punktu widzenia prowadzenia polityki pieniężnej rosnący trend na inflacji netto może być powodem do zmartwień. Filar podkreśla również, że odchylenia od

środku celu w górę mogą mieć jedynie krótkotrwały charakter i RPP na trwały wzrost inflacji powinna reagować zacieśnieniem polityki monetarnej. Wskazuje on również na istotność najbliższej projekcji inflacyjnej NBP dla przyszłych decyzji RPP.

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7736	2,7233

EUR/USD 1,3890 EUR/JPY 158,60 EUR/PLN 3,7725 USD/PLN 2,7160 (-24,15% wzg. koszyka).

*Komentarze Sekretarza Skarbu USA Paulson'a, że obecny kryzys na rynkach finansowych potrwa dłużej niż te, których rynki doświadczyły w trakcie poprzednich dwu dekad przyczyniły się do (dalszego) pogorszenia nastrojów wobec dolara. Kurs EUR/USD zwyżkował podczas sesji azjatyckiej do poziomu 1,3880.. korekta na początku sesji europejskiej okazała się ograniczona (1,3840). Dane makro ze strefy euro nie wpłynęły znacząco na notowania euro (produkcja przemysłowa +0,6% m/m), trwająca spekulacja nt. początku cyklu obniżek stóp proc. w USA decydowała o stopniowej wyprzedaży USD. W drugiej połowie dnia kurs EUR/USD przełamał poprzednie maksimum osiągając na początku sesji nowojorskiej poziom 1,3901! Po rezygnacji premiera Japonii Abe japońska waluta traciła na wartości, przy znacznej zmienności na rynku.. Przełamanie poziomów oporu 157,30/50 EUR/JPY podczas sesji europejskiej uruchomiło zlecenia stop-loss, w efekcie pod koniec dnia euro zwyżkowało do poziomu 158,80 (równocześnie USD/JPY osiągnął poziom 114,35). Osłabienie funta po wystąpieniu gubernatora BoE King'a okazało się ograniczone – kurs GBP/USD zniżkowało do poziomu 2,0290.. w większym stopniu funt tracił na wartości wobec euro (0,6844). Rynki wschodzące oraz waluty „carry” skorzystały na osłabieniu jena, jednakże poranne umocnienie złotego zostało powstrzymane na poziomie 3,7705 EUR/PLN; realizacja zysków na krótkich pozycjach w euro oraz zlecenia importerów sprawiły, że kurs euro wzrósł w połowie dnia do poziomu 3,7820 (USD/PLN odp. 2,7250). Rynek negatywnie odebrał informację o wzroście deficytu C/A (-1,3 mld EUR), przy zrównoważonym rynku druga połowa dnia przyniosła konsolidację w wąskim paśmie wahań 3,7760-3,7810 EUR/PLN.*

Wyprzedaż dolara podczas sesji nowojorskiej pozwoliła euro umocnić się do poziomu 1,3914.. Kontynuacja trendu oznacza test poziomu oporu 1,3940/50; dalsze umocnienie euro w krótkim terminie wydaje się ograniczone realizacją zysków (przed posiedzeniem Fed). Przed weekendem prawdopodobna wydaje się korekta (z celem ok. 1,3770/50). Wobec likwidacji długich pozycji w EUR/PLN prawdopodobny wydaje się test poziomów wsparcia 3,7600/3,7450 ..jakkolwiek impulsu do dalszego umocnienia może dostarczyć dopiero – ewentualny – gołębi komunikat Fed.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Nadal możliwy wydaje się test poziomu oporu 1,3940/50.. jednakże wczorajsza realizacja zysków po osiągnięciu 1,3915 sygnalizuje rosnące prawdopodobieństwo korekty (z celem ok. 1,3770/50).

wsparcie	opór
1,3850	1,3980
1,3820	1,3950
1,3770	1,3915



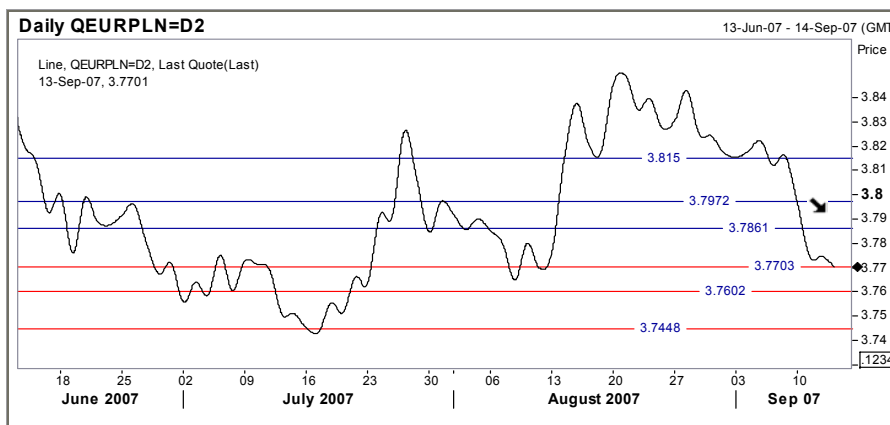
Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,7710	3,7741
ATM	BID	ASK
1 W	5,20	6,20
1 M	5,25	6,25
2 M	5,30	6,30
3 M	5,30	6,30
6 M	5,45	6,15
1 Y	5,40	6,10
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,00	0,00
Fly	0,30	0,38

Kontynuacja trendu oznacza test poziomów wsparcia 3,7600/3,7450; ewentualna korekta powinna być ograniczona do poziomu oporu 3,7860/3,7900.

wsparcie	opór
3,7700	3,8150
3,7600	3,7970
3,7450	3,7860

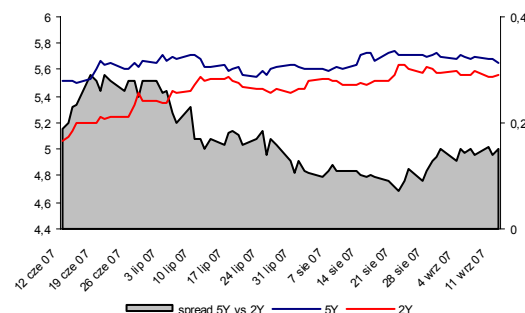
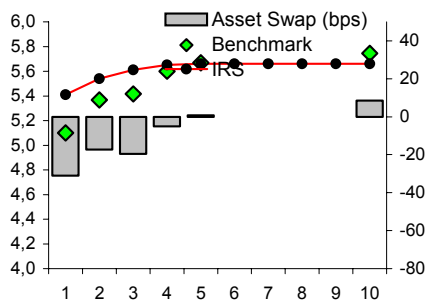


Źródło: Reuters

USDPLN		
SPOT	2,7120	2,7150
ATM	BID	ASK
1 W	7,50	8,50
1 M	7,65	8,65
2 M	7,65	8,65
3 M	7,60	8,60
6 M	7,75	8,45
1 Y	7,75	8,45
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,30	1,30
Fly	0,30	0,35

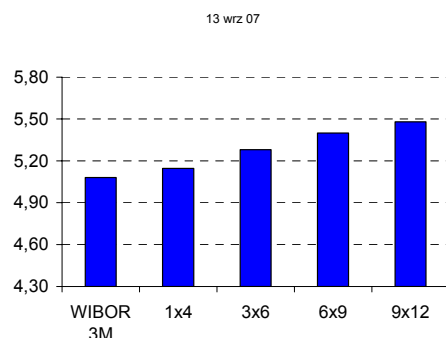
## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,36	5,46
2Y	5,49	5,59
3Y	5,56	5,66
4Y	5,60	5,70
5Y	5,61	5,71
6Y	5,61	5,71
7Y	5,61	5,71
8Y	5,61	5,71
9Y	5,61	5,71
10Y	5,61	5,71



depo	BID	ASK
ON	4,69	4,89
1M	4,78	4,98
3M	4,88	5,08

FRA	BID	ASK
1x2	4,96	5,03
1x4	5,10	5,15
3x6	5,23	5,28
6x9	5,35	5,40
9x12	5,43	5,48



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych czwartek, 13 września 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
Polska	14:00	Inflacja	sierpień	<b>1,8%</b>	1,9%	2,3% r/r
USA	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	-	-	330 tys.	318 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 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.