



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA  
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



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](mailto:research@brebank.com.pl)

**Daily Letter**

STRON: 5

**piątek, 30 listopada 2007**

## Makroekonomia

### Wypowiedzi członków RPP po posiedzeniu c.d.

*Wypowiedzi członków RPP nie zmieniają naszej ścieżki stóp procentowych, prof. Sławiński przynajmniej, że obawy o aprecjację złotego były przesadzone.*

Do grona komentatorów listopadowej decyzji dołączyli wczoraj profesorowie Filar, Sławiński, Noga i Czekaj. Filar wskazał na jastrzębi charakter komunikatu (chyba w reakcji na zbyt gołębią interpretację konferencji po posiedzeniu Rady) i zasugerował, że cykl podwyżek będzie kontynuowany. Jego zdaniem decyzja o podwyżce jest jednak bardziej prawdopodobna w styczniu niż w grudniu. Noga widzi stopy procentowe na końcu cyklu podwyżek na poziomie 5,75. Oczekuje jednej podwyżki do lutego, potem zdaje się na wskazania nowej projekcji inflacyjnej. Tu od razu zaznaczamy, że wskazania te, biorąc pod uwagę niesłabnący wzrost płac, nie mogą być optymistyczne. Czekaj nie wyklucza podwyżki w grudniu, widzi konieczność dalszego zacieśnienia monetarnego, daleki jest jednak od określenia skali przyszłych podwyżek. Wczoraj agencje informacyjne cytowały również wypowiedź prof. Sławińskiego na temat kursu. Sławiński ocenił kurs złotego jako stabilny. Stwierdził: "Trochę przesadzamy z tą aprecjacją złotego", co w kontekście październikowej decyzji (minutes wskazują, że obawa przed aprecjacją była jednym z czynników, które zadecydowały o braku podwyżki w październiku) oznacza pewnego rodzaju przyznanie się do mimo wszystko niezbyt trafnej oceny sytuacji oraz wyłączenie tego argumentu przy okazji podejmowania kolejnych decyzji o stopach.

**Nadal uważamy, że wynik grudniowego głosowania analitycy będą musieli nie tyle przewidzieć, co zgadnąć (ciągle istotnym czynnikiem jest przyzwyczajenie członków RPP do odmiennego/wyjatkowego traktowania posiedzenia w grudniu). Dane o inflacji (nasza prognoza 3,5%), płacach i produkcji zwiększać będą oczekiwania na rychłe podwyżki stóp.**

### Szybki wzrost PKB USA w III kwartale nie oddalił obaw o spowolnienie

*Mimo świetnych wyników III kwartału oczekiwane jest nadejście spowolnienia gospodarczego.*

Według najnowszych danych PKB w III kwartale przyszedł w USA o 4,9% r/r (wobec konsensusu na poziomie 4,8%). To najwyższe tempo wzrostu w tym kwartale od 2003 roku. W chwili obecnej odczyt za III kwartał jest daną historyczną; warto jednak odnotować fakt, że w III kwartale problemy na rynku nieruchomości były niewiele mniejsze niż teraz (ceny domów spadały od początku 2006 roku a w sierpniu doszło do eskalacji kryzysu na rynku *subprime*). Poważna różnica tkwi jednak w oczekiwaniach – jeszcze wtedy niewiele osób spodziewało się, że kryzys może mieć duży wpływ na całą sferę realną gospodarki. **Obniżenie nastrojów znajduje obecnie odbicie we wskaźnikach zaufania konsumentów. Z tego powodu można się spodziewać ograniczenia konsumpcji, która w III kwartale przyrosła o 2,7% r/r.** Wysoki odczyt całego produktu krajowego zagwarantował przyrost zapasów (32,9% r/r) oraz duża dynamika eksportu (18,9% r/r). W przypadku popytu inwestycyjnego, zgodnie z oczekiwaniami duży spadek aktywności

*Ben Bernanke wskazał kierunek na stopach – w grudniu najprawdopodobniej dojdzie do kolejnej obniżki. Jej konieczność potwierdzą nadchodzące dane ze sfery realnej.*

zanotowano w sektorze mieszkaniowym, podczas gdy inwestycje nie związane z wznoszeniem budynków mieszkalnych nie doznały uszczerbku. **W kolejnych kwartałach będziemy mieć prawdopodobnie do czynienia z obniżeniem tempa wzrostu PKB oraz znaczną zmianę jego struktury: osłabienie konsumpcji przyniesie dalsze przyrosty zapasów a słaby dolar będzie stymulował szybki przyrost eksportu. W chwili obecnej niewiadomą pozostają inwestycje przedsiębiorstw – wobec pogorszenia perspektyw dla prywatnych wydatków konsumpcyjnych Amerykanów, firmy nie są zmuszone do rozbudowy aparatu produkcyjnego.** Mogłoby się wydawać, że rolę popytowej lokomotywy przejmie eksport, jednak jego przyrosty musiałyby być bardzo duże z uwagi na dość niewielki odsetek amerykańskiego PKB tworzony w ten właśnie sposób (około 15%).

Ostatnia wypowiedź Bena Bernanke wskazuje, że obawia się on znacznego spowolnienia wzrostu produktu w IV kwartale. **Drogę do dalszych obniżek otwiera stwierdzenie, że odnowienie kryzysu na rynkach finansowych częściowo zniweczyło skutki ostatnich obniżek.** Przed podjęciem decyzji dnia 11. grudnia wyjątkowo ważne będą dane z rynku pracy, których publikacja spodziewana jest na następny tydzień. Konsensus rynkowy przewiduje podwyższenie stopy bezrobocia do 4,8%. Wydaje się, że w obliczu rosnącej niepewności odnośnie wzrostu gospodarczego dzisiejsze dane o inflacji PCE będą nieco mniej istotne od szeregu publikacji dotyczących sfery realnej z następnego tygodnia.

## **Realizacja deficytu po listopadzie prawdopodobnie na poziomie 20-21% planu**

Na koniec roku deficyt sięgnie najprawdopodobniej 20-23 mld zł, czyli maksymalnie do 76% zaplanowanej kwoty. Duża niepewność panuje w stosunku do sfery dochodowej, natomiast większość wydatków zostanie prawdopodobnie zrealizowana (tak przynajmniej deklarują dysponenty). **Zwiększenia wydatków możemy się również spodziewać ze względu na rozpoczynające się w grudniu dopłaty bezpośrednie. Wykonanie deficytu może być zwiększone przez nadspodziewanie szybka dostawę samolotów F-16 (z uwagi na metodę memoriałową stosowaną w rachunkowości budżetowej) oraz wydatki niewygasające (w kwocie około 2 mld zł).**

## **Posiedzenie RPP, 19. grudnia**

<b>Decyzja RPP</b>	<b>Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)</b>
Podwyżka o 25 bps	<b>40%</b>
Stopy bez zmian	<b>60%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

## **Rynek walutowy**

<b>Fixing NBP</b>	
<b>EUR/PLN</b>	<b>USD/PLN</b>
3,6445	2,4720

EUR/USD 1,4735 EUR/JPY 162,70 EUR/PLN 3,6330 USD/PLN 2,4660

*Spokojna sesja amerykańska. Dolarowi pomagały z jednej strony opinie o możliwym odwróceniu trendu deprecyjnego, z drugiej strony, co ciekawe również utrzymujące się oczekiwania na bardziej agresywne obniżki stóp (50 pb) wspierały giełdy, co okazało się również istotnie wspierać amerykańską walutę. W czasie sesji japońskiej następowało*

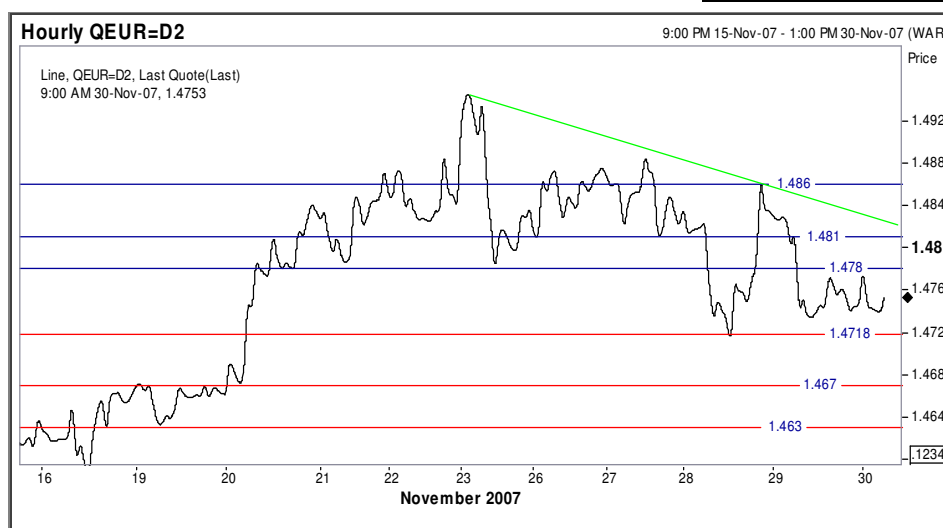
osłabienie jena wobec koszyka walut w tym do euro (efekty tego widzieliśmy również na złotym), co należy wiązać ze spadkiem globalnej awersji do ryzyka i wzrostami/stabilizacją indeksów giełdowych.

Na złotym podobnie jak na pozostałych walutach regionu dominowały bardzo dobre nastroje. Zasadniczym powodem aprecjacji był globalny spadek awersji do ryzyka oraz podwyżka stóp w Czechach jak również oczekiwania na kolejne podwyżki stóp w Polsce. Dziś pewien wpływ na złotego mogą mieć dane o PKB. Dobre dane zapewne umocnią złotego. Decydujący dla walut emerging markets powinien jednak okazać się kurs EUR/JPY i globalne nastawienie do ryzyka.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Po okresie konsolidacji w paśmie 1,4730-80 prawdopodobny test poziomów wsparcia 1,4720/1,4670. Powyżej 1,4810 możliwe zlecenia stop-loss.

wsparcie	opór
1,4718	1,4860
1,4670	1,4810
1,4630	1,4780



Źródło: Reuter

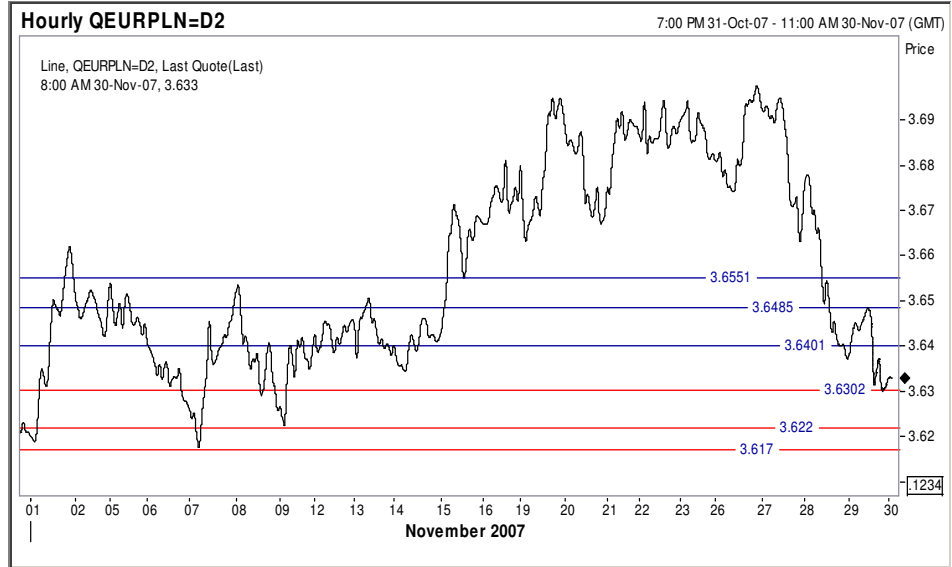
### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

	EURPLN	
SPOT	3,6318	3,6348
ATM	BID	ASK
1 W	8,00	9,00
1 M	6,75	7,75
2 M	6,30	7,30
3 M	6,00	7,00
6 M	5,65	6,35
1 Y	5,50	6,20
	DELTA=25	
	1 M	1 Y
FR	0,50	0,65
Fly	0,30	0,40

Kontynuacja trendu oznacza test poziomów wsparcia 3,6220 oraz 3,6170; w drugiej połowie dnia realizacja zysków może przeważać – korekta powinna być ograniczona do poziomu 3,6450/85.

wsparcie	opór
3,6300	3,6550
3,6220	3,6485
3,6170	3,6400

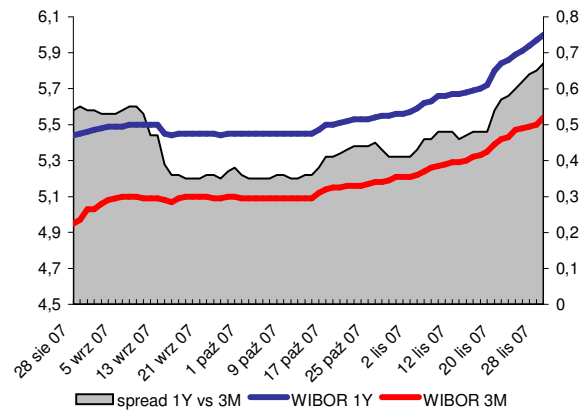
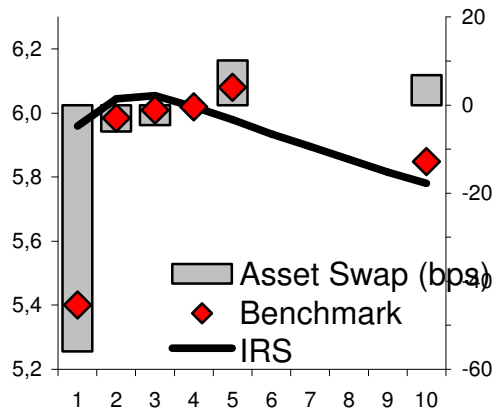
USDPLN		
SPOT	2,4615	2,4630
ATM	BID	ASK
1 W	12,00	13,00
1 M	10,75	11,75
2 M	10,20	11,20
3 M	10,00	11,00
6 M	9,45	10,15
1 Y	9,15	9,85
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,60	0,75
Fly	0,30	0,35



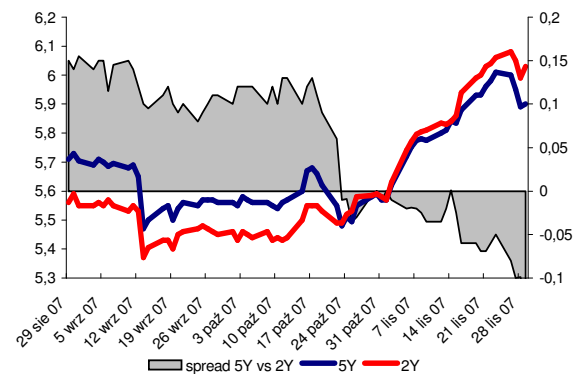
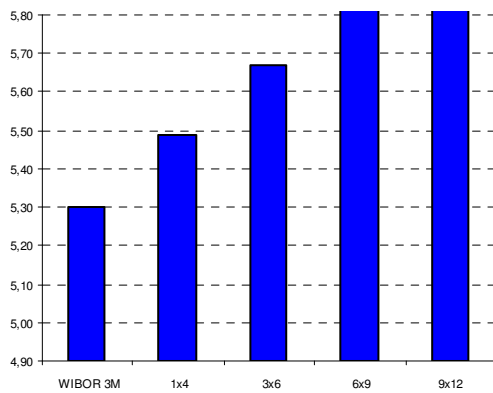
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,95	6,06
2Y	6,00	6,11
3Y	5,98	6,08
4Y	5,93	6,03
5Y	5,87	5,98
6Y	5,82	5,92
7Y	5,76	5,87
8Y	5,72	5,82
9Y	5,68	5,78
10Y	5,63	5,74



depo	BID	ASK
ON	5,00	5,30
1M	5,21	5,40
3M	5,36	5,55
FRA	BID	ASK
1x2	5,43	5,50
1x4	5,64	5,70
3x6	5,82	5,87
6x9	5,96	6,00
9x12	6,01	6,05



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	10:00	PKB r/r	III kw.	<b>5,8%</b>	5,8%	6,4%
EMU	11:00	HICP (flash) r/r	listopad	-	2,8%	2,6%
EMU	11:00	PKB kw/kw	III kw.	-	0,7%	0,7%
USA	14:30	Inflacja bazowa PCE r/r	październik	-	1,8%	1,8%
USA	15:45	Chicago PMI	listopad	-	50,2 pkt.	49,7 pkt.

**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 PISEMNAJĄ ZGODĄ AUTORÓW.*