



## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

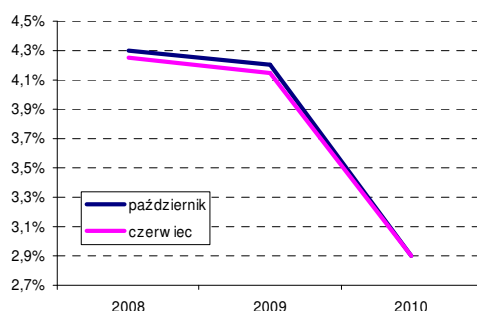
KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	HICP <i>flash</i> r/r	Październik	-	3,1%	3,6%
USA	13:30	Inflacja PCE m/m	Wrzesień	-	0,1%	0,2%
USA	14:45	Chicago PMI	Październik	-	49,4 pkt.	56,7 pkt.
USA	14:55	Zaufanie kons. U. Mich	Październik	-	58,0 pkt.	57,5 pkt.

## Makroekonomia

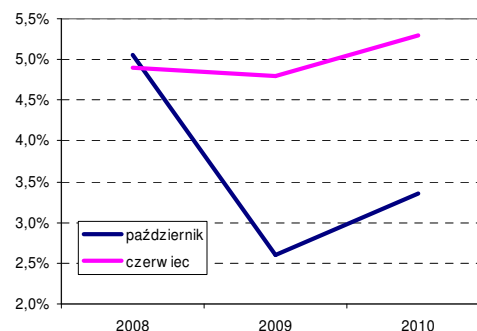
### Projekcja inflacji NBP: konserwatywne założenia i ryzyka w stronę niższej ścieżki inflacji

Ścieżka centralna najnowszej projekcji inflacyjnej (po uwzględnieniu ryzyk, czyli *de facto* przedstawiająca stan rzeczy na 16 października) okazała się niemal identyczna do tej zaprezentowanej w czerwcu, natomiast ścieżka wzrostu PKB uplasowała się zdecydowanie niżej w latach 2009-2010 (patrz wykresy poniżej). **Warto zaznaczyć, że ścieżka inflacji bez uwzględnienia ryzyk uplasowała się powyżej (!) ścieżki z czerwca.**

Projekcja inflacji: ścieżka centralna



Projekcja PKB: ścieżka centralna



Wśród założeń do projekcji **w dół skorygowano tempo wzrostu PKB za granicą, praktycznie bez zmian pozostał natomiast deflator wartości dodanej**, który stabilizuje się na około 2% w dłuższym horyzoncie projekcji (biorąc pod uwagę silne tendencje deflacyjne w gospodarkach wchodzących w skład koszyka „zagranica” można uznać ten poziom za dość konserwatywny). **Wielkim zmianom nie uległa ścieżka wzrostu indeksu cen surowców energetycznych** (co wydaje się dość podejrzane, zwłaszcza że od okresu sporządzenia ostatniej projekcji nastąpił bardzo duży spadek cen ropy naftowej, za którym podążą także pozostałe surowce energetyczne – w tym

prawdopodobnie węgiel, który stanowi główny element koszyka). **Podwyższeniu uległ natomiast indeks cen surowców rolnych** – biorąc pod uwagę globalne tendencje recesyjne oraz procesy podażowe uruchomione w czasie ostatnich wzrostów cen, ścieżka ta również wydaje się bardzo konserwatywna.

**Przechodząc do wyników projekcji, surowa ścieżka modelu nie różni się od wyliczonej przez nas na podstawie funkcji IRF modelu NECMOD.** Za podwyższenie ścieżki inflacji na krótkim końcu odpowiedzialne są poprawki eksperckie, oparte głównie na cenach żywności i energii. **Przechodząc do kompozycji PKB, dość nietypowy wydaje się przebieg ścieżki spożycia indywidualnego oraz eksportu netto.** Pierwszy z agregatów reaguje z bardzo dużym opóźnieniem na spowolnienie gospodarcze – istotny spadek dynamiki pojawia się dopiero pod koniec 2009 roku (problemy z kredytem na mieszkaniową ograniczają wyładzenie konsumpcji i stymulować szybszy wzrost stopy oszczędności – patrz wskaźniki koniunktury konsumenckiej). Drugi z kolei wydaje się nad wyraz optymistyczny: kontrybucja eksportu netto rośnie z uwagi na obniżenie importu konsumpcyjnego i zaopatrzeniowego (istotne efekty związane ze spowolnieniem eksportu, które wskazują nieustannie wskaźniki koniunktury, zostały prawdopodobnie nie do końca wyeksponowane).

**Uważamy, że faktyczna ścieżka inflacji będzie niższa od zaprezentowanej w oficjalnej projekcji NBP a schodzenie do celu inflacyjnego może być szybsze. Przyczynić się będą do tego globalne tendencje na rynkach surowców energetycznych i rolnych a także procesy dezinflacyjne uruchomione przez spowolnienie gospodarcze** (w tym większy spadek spożycia indywidualnego w 2009 roku i większe wyhamowanie presji popytowej). Co do przyszłych decyzji RPP, podstawowe znaczenie mają nadchodzące dane ze sfery realnej (nasze prognozy wskazują na obniżenie październikowych odczytów produkcji, sprzedaży i płac). Jeśli w najbliższym czasie zmienność na rynku FX powróci do „normalnych” poziomów, może nastąpić przejście RPP od reżimu awersji do ryzyka do reżimu dezinflacyjnego – tym samym nie wykluczamy obniżki stóp już w listopadzie (choć na razie przypisujemy jej co najwyżej 50% prawdopodobieństwo).

*Jeśli w najbliższym czasie zmienność na rynku FX powróci do „normalnych” poziomów, może nastąpić przejście RPP od reżimu awersji do ryzyka do reżimu dezinflacyjnego – tym samym nie wykluczamy obniżki stóp już w listopadzie (choć na razie przypisujemy jej co najwyżej 50% prawdopodobieństwo).*

## **USA: Spadek PKB w III kw. 2008**

Amerykański PKB spadł o annualizowane 0,3% w III kw. wobec 2,8% wzrostu zanotowanego w II kw. 2008. Wynik okazał się jednak nieco lepszy od oczekiwań (konsensus prognoz -0,5%). Złożyły się na to przede wszystkim wzrost zapasów i wyższe zamówienia w przemyśle zbrojeniowym (wydatki rządowe ogółem wzrosły o 5,8%). **Rozczarowała natomiast dynamika konsumpcji (spadek o 3,1%). Ujemne dynamiki konsumpcji, na co już wskazują miesięczne dane, będą towarzyszyć gospodarce amerykańskiej również w IV kw. Zwróćmy uwagę, że dodatnia dynamika konsumpcji z II kw. była zawyżona przez bodziec fiskalny (słynny *tax rebates*).**

W III kw. gwałtownie obniżył się popyt inwestycyjny (inwestycje niemieszkaniowe spadły o 1%, inwestycje mieszkaniowe tapnęły o 19%). **Zgodnie z oczekiwaniami mocniejszy dolar oraz kurczący się popyt w Europie wpłynęły na ograniczenie dynamiki amerykańskiego eksportu i spadek kontrybucji eksportu netto z 2,9 do 1,0 pkt proc.**

Dane o indeksach koniunktury, ograniczenie dostępu do finansowania dla amerykańskich firm i postępujące spowolnienie gospodarki globalnej wskazują na spadek amerykańskiego PKB w nadchodzących kwartałach. Spodziewamy się 2% spadku PKB w IV kw. 2008 i I kw. 2009. „Odblokowanie” rynku *commercial papers*, które m.in. za sprawą programów Fed powinno nastąpić na przełomie 2008/2009 może zacząć stymulować gospodarkę

*„Odblokowanie” rynku commercial papers, które m.in. za sprawą programów Fed powinno nastąpić na przełomie 2008/2009 może zacząć stymulować gospodarkę amerykańską (zapewnić finansowanie przedsiębiorstwom) prawdopodobnie dopiero w II połowie 2009 roku.*

amerykańską (zapewnić finansowanie przedsiębiorstwom) prawdopodobnie dopiero w II połowie 2009 roku.

### Posiedzenie RPP, 29. października

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	<b>0%</b>
Stopy bez zmian	<b>100%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

\* **OIS** – Overnight Index Swap

### Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, USc)

Kontrakt	Ask	Zmiana
<b>DEC8</b>	<b>6183</b>	<b>-188</b>
<b>JAN9</b>	<b>6350</b>	<b>-192</b>
<b>FEB9</b>	<b>6500</b>	<b>-190</b>

Data: 2008-10-31  
Godzina: 8:44:58

### Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5634	2,7300

EUR/USD 1,2715 EUR/JPY 124,50 EUR/PLN 3,6250 USD/PLN 2,8510

*Spadek awersji do ryzyka (obniżka stóp procentowych Fed) spowodował straty jena wobec głównych walut (stymulowane dodatkowo obniżką stóp procentowych Banku Japonii o 20 pb.). Dolar zyskiwał wobec euro za sprawą rekordowo niskiego sentymentu w strefie euro (który wskazuje na ujemne odczyty PKB) oraz domykania pozycji amerykańskich przedsiębiorstw i funduszy na koniec miesiąca. Dzisiejsza konstalacja danych makro może w dalszym ciągu prowadzić do umocnienia amerykańskiej waluty.*

*Na złotym prawdziwy rollercoaster. Początek wczorajszej sesji przyniósł bardzo gwałtowne umocnienie polskiej waluty do 3,46 wobec euro, po czym złoty w równie szybkim tempie osłabił się w okolice 3,60. Dzisiejsze otwarcie znacznie słabsze, spodziewamy się bardzo dużej zmienności (prawdopodobnie szykuje się druga fala osłabienia złotego).*

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Silna wyprzedaż z poziomu 1,33.. a następnie przełamanie 1,2850 sygnalizują dalsze osłabienie euro, prawdopodobny test poziomów wsparcia 1,2585/1,2450.

wsparcie	Opór
1,2700	1,3050
1,2585	1,2970
1,2470	1,2850



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Powrót euro powyżej 3,60 negatywny dla złotego; wyprzedaż EUR/USD sygnalizuje kolejną falę „awersji do ryzyka”. Prawdopodobny test poziomów oporu 3,6670/3,6920.

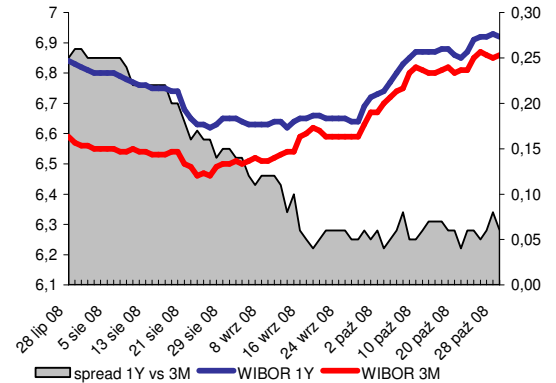
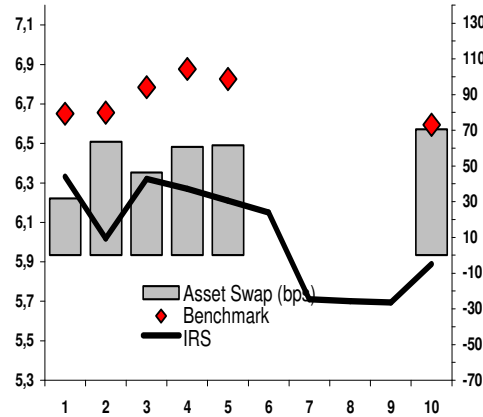
Wsparcie	opór
3,6020	3,6920
3,5840	3,6670
3,5550	3,6500



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

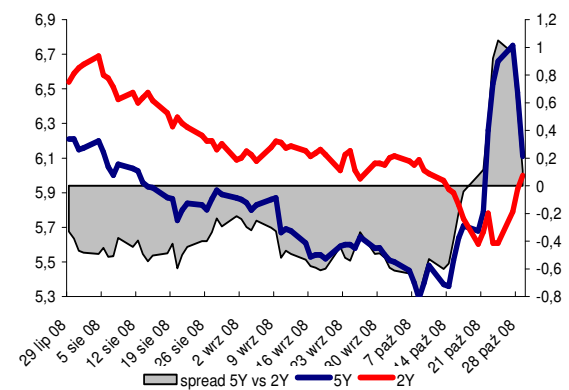
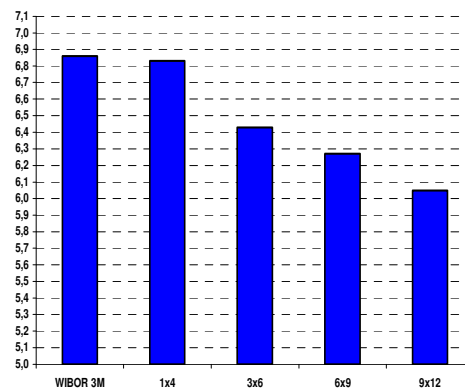
IRS	BID	ASK
1Y	6,31	6,35
2Y	6,00	6,04
3Y	6,30	6,34
4Y	6,25	6,29
5Y	6,19	6,23
6Y	6,13	6,17
7Y	5,69	5,73
8Y	5,68	5,72
9Y	5,68	5,72
10Y	5,87	5,91



depo	BID	ASK
ON	4,41	4,71
1M	6,25	6,55
3M	6,60	6,85

FRA	BID	ASK
1x2	6,50	6,55
1x4	6,78	6,83
3x6	6,39	6,43
6x9	6,23	6,27
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 UPRZEDNIEGO 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 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, J EGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONĄ. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.