



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**piątek, 7 listopada 2008**

STRON: 6

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Non-farm payrolls	Październik	-	-175 tys.	-159 tys.
USA	16:00	Pending home sales m/m	Wrzesień	-	-3,5%	7,4%

Makroekonomia

ECB obniża stopy o 50pb.

Uważamy, że stopy ECB zostaną obniżone o kolejne 50pb już na grudniowym posiedzeniu.

Zgodnie z oczekiwaniami ECB obniżył stopę bazową o 50 pb. do poziomu 3,75%. Szef ECB podkreślił jednak, że rozważano również obniżkę w skali 75pb (byłaby to pierwsza obniżka w tej skali w ECB). **Trichet nie wykluczył również, że stopy zostaną ponownie obniżone na grudniowym posiedzeniu. Przechodząc do analizy otoczenia makroekonomicznego szef ECB wskazał na znaczący spadek inflacji w przyszłym roku (inflacja ma spaść poniżej celu na poziomie 2%), nie wykluczył również możliwości wystąpienia recesji.** W taką diagnozę doskonale wpisują się najnowsze dane z największej gospodarki Eurolandu. Niemieckie zamówienia w przemyśle spadły we wrześniu o 8% wskazując na silne ograniczeni produkcji w kolejnych miesiącach. Trichet wskazał wreszcie na istotne zacieśnienie warunków kredytowych przez banki europejskie, co będzie również istotnie wpływać na ograniczenie wzrostu gospodarczego. Odblokowanie tego kanału wydaje się obecnie jednym z priorytetów ECB. **Ciągle pogarszające się perspektywy dla wzrostu gospodarczego w strefie euro, jak przewidywany spadek inflacji (najpierw będzie to efekt niższych cen paliw i żywności, później efekt cyklicznego spowolnienia) otwierają drogę do kolejnych obniżek stóp.** Uważamy, że stopy ECB zostaną obniżone o kolejne 50pb już na grudniowym posiedzeniu.

Bank Anglii: największa jednorazowa obniżka stóp od 1984 roku

Bank Anglii zdecydował się wczoraj na obniżkę stopy bazowej o 150 punktów (w angielskim przypadku jest to stopa płacona bankom komercyjnym od rezerw obowiązkowych), która znajduje się obecnie na poziomie 3%. Tym pojedynczym, radykalnym posunięciem bankierzy centralni nadrobili rzekome opóźnienie w rozluźnianiu polityki pieniężnej zarzucane im przez rynkowych analityków.

Za radykalnym cięciem oprocentowania przemawiają wszystkie czynniki, które mogą być istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej. W komunikacie czytamy, że doszło do wyraźnego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego, które widoczne jest we wszystkich komponentach PKB. Istotnym hamulcem dla tempa wzrostu pozostaje ograniczona dostępność kredytu, zwłaszcza w odniesieniu do konsumpcji i inwestycji. W krótkim okresie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest kontrakcja PKB (wskazują

na nią dane realne oraz wskaźniki koniunktury). Ryzyka dla inflacji przesunęły się z kolei wyraźnie w dół. Przyczyniły się do tego zarówno istotne zagrożenia dla sfery realnej, jak i spadające ceny surowców; odnotowano także spadek oczekiwań inflacyjnych. **Bilans ryzyk sugeruje, że w horyzoncie polityki pieniężnej zmaterializowało się ryzyko przestrzelenia celu inflacyjnego w dół – ten właśnie czynnik zdecydował o radykalnym cięciu.**

Komunikat wydany przez Bank Anglii mniej więcej przypomina obecną retorykę stosowaną przez FOMC. Biorąc pod uwagę dość duże podobieństwo obydwu gospodarek, nie wydaje się to wcale zaskakujące. Spodziewamy się dalszych obniżek stopy bazowej – być może nawet poniżej 2% w 2009 roku. Kolejne posunięcia są jednak warunkowane spadkami inflacjami RPI, ponieważ – formalnie rzecz biorąc – stabilność cen w mandacie Banku Anglii stoi wyżej na liście priorytetów, przed stabilizacją tempa wzrostu i zatrudnienia. Choć obniżki nie uchronią gospodarki przed kontrakcją w III i IV kwartale br., zmniejszą prawdopodobieństwo podobnej ścieżki wzrostu w 2009 roku.

Bank Czech: cięcie o 75 pb., znacznie powyżej oczekiwań

Obecna stopa procentowa Banku Czech znajduje się na poziomie 2,75% (dwu-tygodniowa stopa repo). Decyzja zapadła stosunkiem głosów 4:1; tylko jeden z członków optował za obniżką o mniejszej skali 50 pb.

Podobnie jak poprzednio, decyzja o obniżce zbiegła się z momentem publikacji projekcji inflacyjnej. Najnowsza ścieżka inflacji obniża się do obecnego celu banku (3%) już w I kwartale 2009 roku (inflacja „istotna dla polityki pieniężnej” czyli inflacja *headline* oczyszczona z pierwotnych efektów zmian w podatkach pośrednich obniża się jeszcze szybciej). Pamiętajmy jednak, że cel banku ulegnie zmianie od 2010 roku (środek przedziału znajdzie się na poziomie 2%), zbliżając się tym samym do poziomu inflacji preferowanego przez EBC. Projekcja pokazuje, że również i ten cel zostanie osiągnięty w horyzoncie polityki pieniężnej. **Istotne obniżenie inflacji następuje między innymi dzięki obniżeniu ścieżki tempa wzrostu PKB, która w najbardziej pesymistycznym scenariuszu (uznawanym jednak wciąż za alternatywny) może sięgnąć zera w połowie 2009 roku.**

Ryzyka dla zaprezentowanej projekcji skierowane są wyraźnie w dół. Możliwy jest głębszy spadek globalnego popytu (co będzie zbliżać tempo wzrostu PKB w gospodarce czeskiej do ścieżki alternatywnej) oraz dalsze obniżki cen surowców (w tym także rolnych). Z projekcją inflacyjną wiąże się także zaprezentowana ścieżka stóp procentowych (3M Pribor), która osiąga minimum w okolicach 2,5% w połowie 2009. **Oznacza to, że CNB ma jeszcze przestrzeń do dalszych obniżek – z uwagi jednak na dość radykalne wczorajsze posunięcie, kolejne decyzje zbiegną się prawdopodobnie po raz kolejny z publikacjami nowych projekcji, chyba że dane realne będą wskazywały na realizację scenariusza alternatywnego** (który notabene przez kanał eksportowy i pogorszenie „fundamentów” gospodarki może prowadzić do deprecjacji czeskiej korony, co nie byłoby korzystne dla polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej).

Obniżki stóp europejskich banków centralnych a polska polityka monetarna

W dniu w którym europejskie banki dokonały masywnych obniżek stóp przedstawiciele polskiej RPP w co najmniej wieloznaczny sposób komentowali perspektywy dla polskich stóp procentowych. **Szef NBP S. Skrzypek** stwierdził, że istnieje obecnie wiele przesłanek do rozpoczęcia cyklu obniżek stóp. Jego zdaniem również rosnący dysparytet stóp procentowych oddziałuje niekorzystnie na polską gospodarkę. W podobnym tonie utrzymana jest wypowiedź **prof. Czekaja**. Czekaj twierdzi, że polska polityka monetarna powinna uwzględniać to co robią inne banki centralne. Jego zdaniem „prawdopodobieństwo, czy wręcz potrzeba, obniżek stóp procentowych staje się coraz bardziej oczywista”. Nieco

Uważamy, że prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych do końca tego roku jest znacząco większe niż utrzymania ich na niezmiennym poziomie.

bardziej powściągliwy był **S. Nieckarz**. Jego zdaniem obniżki stóp proc. EBC i innych banków centralnych, malejąca w 2009 roku dynamika PKB do ok. 3,5-4,0 proc., przy słabnącej presji inflacyjnej od strony popytowej, przesądzą o kierunku zmian stóp proc. w Polsce. Nieckarz wskazuje, że cykl obniżek mógłby rozpocząć się na początku 2009 roku.

Wczorajsze decyzje europejskich banków centralnych nie zachwiały jednak postawy **prof. Filara**. Uważa on, że stopy powinny pozostać na niezmiennym poziomie. Jest on również przeciwnikiem pospiesznych ruchów na polskich stopach i zachełby ze zmianami stóp do wyników kolejnej projekcji inflacyjnej. Jeszcze przed decyzjami europejskich banków centralnych pojawiły się komentarze z polskiej RPP o naśladowaniu słowackiej drogi do euro (wyższe stopy na dłużej, obniżki bezpośrednio przed wprowadzeniem euro). Podkreślił jednak, że słowacki proces akcesji odbywał się przy odmiennej fazie cyklu koniunkturalnego i odmiennej sytuacji na rynkach finansowych, stąd wnioskowanie bezpośrednio może być obciążone dużym błędem.

Uważamy, że jest duże (około 50%) prawdopodobieństwo, że RPP obniży stopy jeszcze w listopadzie. Sytuacja na rynku FX (ciągle duża zmienność) z pewnością ogranicza jednak skalę ruchu. Również miesięczne dane za październik nie powinny jeszcze w sposób jednoznaczny potwierdzać znacznego spowolnienia gospodarczego.

Uważamy jednak, że sygnały o spowolnieniu będą bardziej wyraźne w kolejnych miesiącach. Istotnym argumentem wydaje się również zdiagnozowane już przez NBP zacieśnienie warunków kredytowych przez banki, co może dodatkowo przyczynić się do gwałtownego spadku aktywności ekonomicznej w Polsce. Uważamy zatem, że prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych do końca tego roku jest znacząco większe niż utrzymania ich na niezmiennym poziomie.

Posiedzenie RPP, 26. listopada

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	0%
Stopy bez zmian	40%
Obniżka o 25 bps	60%

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
DEC8	5758	12
JAN9	5964	13
FEB9	6142	8

Data: 2008-11-07

Godzina: 8:47:38

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5603	2,7571

EUR/USD 1,2730 EUR/JPY 124,05 EUR/PLN 3,6300 USD/PLN 2,8515

EUR/USD tracił wczoraj istotnie po decyzji EBC, która okazała się rozczarowaniem dla inwestorów, którzy po zdecydowanym, 150 punktowym ruchu Banku Anglii spodziewali się więcej. W sesji azjatyckiej początkowo zyskiwał jen (po początkowych spadkach notowanych na amerykańskich parkietach), jednak odrobienie części strat przez indeksy giełdowe stało się sygnałem do jego wyprzedaży w dalszej części sesji. Na dzisiejszym otwarciu dolar słabszy.

Pomimo obniżek stóp przez europejskie banki centralne i rozszerzenia się dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską, a tymi krajami złoty tracił na wartości. Wydaje się, że powodem osłabienia złotego mogły być oczekiwania na większą niż 50pb obniżkę stóp. Rozszerzenie dysparytetu stóp powinno w najbliższych tygodniach działać stabilizująco/wzmacniająco na złotego. Dziś znacznie mocniejsze otwarcie.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Po odbiciu od poziomu wsparcia 1,2650/80 euro może testować opór ok. 1,2830; niepowodzenie oznacza kolejny test wsparcia (1,2680) w trakcie sesji, trwałe przełamanie otwiera drogę na 1,2450/1,2320.

wsparcie	Opór
1,2680	1,2980
1,2560	1,2920
1,2455	1,2830

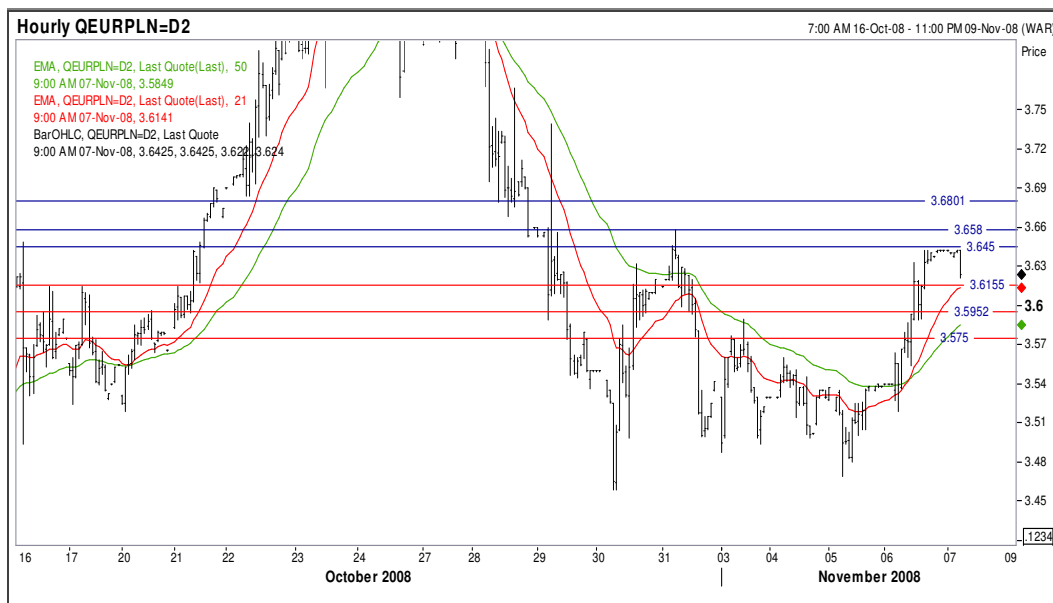


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Dalsze umocnienie dolara oraz jena sprzyja osłabieniu PLN; konsolidacja powyżej wsparcia 3,6150 przed próbą przełamania 3,6450/00 - ewent. przełamanie otwiera drogę na 3,6800. Przełamanie wsparcia 3,60/3,5950 neguje ten scenariusz.

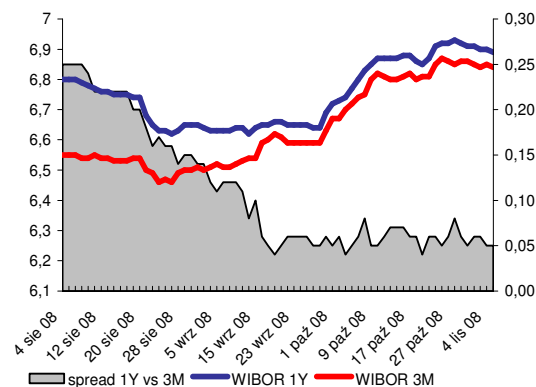
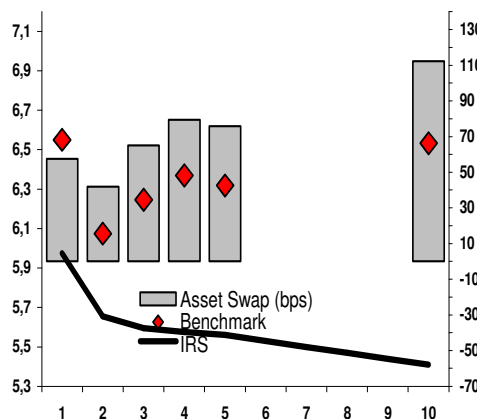
Wsparcie	opór
3,6155	3,6800
3,5950	3,6580
3,5750	3,6450



Źródło: Reuters

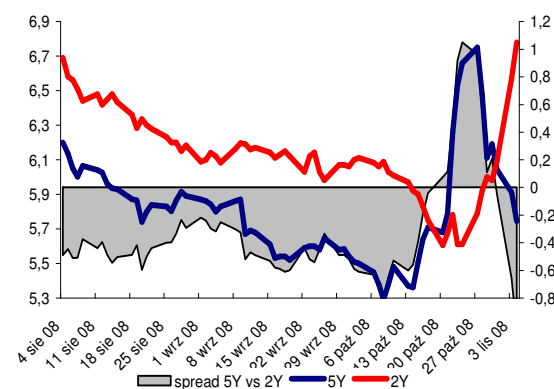
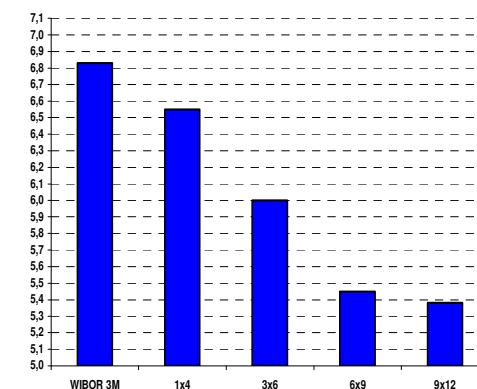
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,93	6,02
2Y	5,61	5,70
3Y	5,55	5,64
4Y	5,53	5,62
5Y	5,52	5,60
6Y	5,49	5,57
7Y	5,46	5,54
8Y	5,43	5,51
9Y	5,40	5,48
10Y	5,37	5,45



depo	BID	ASK
ON	5,30	5,70
1M	6,34	6,54
3M	6,65	6,85

FRA	BID	ASK
1x2	6,36	6,41
1x4	6,49	6,55
3x6	5,94	6,00
6x9	5,40	5,45
9x12	5,32	5,38



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 WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.