



**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**

**piątek, 26 października 2007**

STRON: 5

## Makroekonomia

### „Minutes” z wrześniowego posiedzenia RPP

Minutes z wrześniowego posiedzenia RPP wskazują, że konsensus w Radzie przesunął się w kierunku „wait and see”. Wskazuje na to przede wszystkim decyzja (utrzymanie stóp, podwyżka prawdopodobnie nie była w ogóle głosowana) oraz podsumowanie stwierdzające, że ryzyko wzrostu inflacji obniżyło się „w pewnym stopniu” na skutek dokonanych już podwyżek.

Tradycyjnie w dyskusji pojawiły się kwestia wyższych kosztów pracy (część RPP argumentowała, że wyższa dynamika płac utrzyma się nawet przy niższym wzroście PKB, część uznała, że koszty pracy stanowią niewielką część ogółu kosztów przedsiębiorstw, zaś ewentualnie pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw spowoduje, że płace przestaną rosnać) oraz struktury wzrostu gospodarczego w Polsce i jej wpływu na ograniczenie, bądź zwiększenie presji inflacyjnej. Wyraźnie zaznaczono gwałtowny spadek inflacji w sierpniu, choć część członków wskazywało na jego jednorazowy charakter. Znaczną część dyskusji zdominowały zagadnienia związane z rynkami finansowymi, w tym kryzysem na amerykańskim rynku subprime. Zdaniem RPP wpływ kryzysu na Polskę jest jak na razie marginalny, co związane jest z finansowaniem się firm w przeważającej mierze poprzez kredyty, nie zaś na rynku kapitałowym. Coraz silniej akcentowane są kwestie związane ze spowolnieniem w USA i strefie euro i wpływem niższego wzrostu w tych regionach na polski eksport. Na posiedzeniu wrześniowym RPP zaprezentowana została również prognoza bilansu płatniczego na 2008 rok. RPP wskazała przy okazji tej prezentacji, że pomimo wyższe deficyty CA są w dobie globalizacji znacznie łatwiej finansowane niż kiedyś, tempo narastania deficytu obrotów bieżących może okazać się problematyczne. Rada ponownie podkreśliła również zagrożenia inflacyjne związane ze zbyt ekspansywną polityką fiskalną.

Minutes wrześniowe zawierające nagromadzenie argumentów zarówno zwolenników i przeciwników zacieśnienia monetarnego, w najlepszym stopniu wskazują, że RPP będzie czekać i obserwować sytuację, zwłaszcza rynki finansowe i otoczenie zewnętrzne. Należy podkreślić, że od czasu wrześniowego posiedzenia byliśmy świadkami kilku wypowiedzi członków RPP, w tym prof. Filara, charakteryzujących całą Radę. Z wypowiedzi tych wynika, że RPP gotowa jest do szybkiej reakcji w celu przeciwdziałania wzrostu inflacji w średnim okresie. Okazją do pełniejszej analizy średniookresowych trendów cenowych może być właśnie projekcja inflacyjna (według naszych szacunków inflacja przebije górną granicę celu, co będzie ważnym argumentem za podwyżką). Przeciw podwyżce przemawiać może natomiast ostatnie gwałtowne wzmocnienie złotego (jeśli złoty utrzyma się na dzisiejszych poziomach obniży to inflację w perspektywie najbliższego roku o około 0,4-0,5 pkt proc).

## Indeks IFO lekko w dół

*Odczyt indeksu plasuje się wciąż na „zegarze cyklu koniunkturalnego” w obszarze sygnalizującym boom.*

Indeks IFO spadł w październiku do 103,9 pkt. z poziomu 104,2 pkt. odnotowanego miesiąc wcześniej. Do spadku przyczyniły się dwie składowe indeksu: dotycząca oczekiwań oraz sytuacji bieżącej. Ostatnie spadki indeksu oczekiwań są relatywnie głębsze niż wskaźnika oceny sytuacji bieżącej. Nie zmienia to jednak faktu, że ostatni odczyt plasuje się wciąż na „zegarze cyklu koniunkturalnego” w obszarze sygnalizującym boom. Lepszy odczyt IFO w zakresie handlu detalicznego potwierdza nasze wcześniejsze wnioski, że konsumpcja w Niemczech znajduje się obecnie na wysokim poziomie i w najbliższym czasie nie dojdzie do jej załamania. Cierpi natomiast sektor przemysłowy, co po części może być związane z aprecjacją euro oraz relatywnie wysokim poziomem stóp procentowych, który w połączeniu ze zmniejszeniem płynności sektora bankowego podwyższa oprocentowanie kredytów. **Droższy kredyt w połączeniu ze spadkiem zamówień będzie prawdopodobnie ograniczał działalność inwestycyjną przedsiębiorstw. Skłania to do stwierdzenia, że podobnie jak w USA, istotny wkład do spowolnienia gospodarczego wniosą kurczące się inwestycje.**

## Czeskie stopy procentowe bez zmian na poziomie 3,25%

*Najnowsza projekcja wskazuje, że horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej (koniec 2008 i początek 2009 roku) inflacja szybko spada w kierunku środka przedziału tolerancji.*

Posiedzenie Narodowego Banku Czech nie przyniosło zmian w parametrach polityki pieniężnej a stopy procentowe pozostały, zgodnie z oczekiwaniami, na poziomie 3,25% (wniosek o podwyżkę stóp został oddalony stosunkiem głosów 5:2). Ostatnia podwyżka miała miejsce w sierpniu. Od czasu tego posiedzenia opublikowane zostały dane o inflacji za sierpień (2,4% r/r) oraz wrzesień (2,8% r/r). Sporządzona została także nowa projekcja inflacyjna, która znacznie podniosła ścieżkę wzrostu cen w pierwszej połowie 2008 roku – obliczona inflacja wykracza poza górną granicę tolerancji i oscyluje wokół 4-5% w wyniku działania czynników jednorazowych: wzrostu cen kontrolowanych i podatków. W horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej (koniec 2008 i początek 2009 roku) inflacja szybko spada w kierunku środka przedziału tolerancji. Nieco inaczej przedstawia się inflacja po wyłączeniu efektów pierwszej rundy zmian podatków pośrednich – utrzymuje się ona mniej więcej w celu banku centralnego a jej ścieżka, w porównaniu z projekcją lipcową, została obniżona. Projekcja zakłada obniżenie wzrostu gospodarczego w 2008 roku (charakter ogólnoświatowy) i powrót na ścieżkę dynamicznego wzrostu w 2009 roku. Za czynniki ryzyka uznano efekty drugiej rundy zmian podatków (i kształtowane na tej podstawie oczekiwania inflacyjne) oraz ceny żywności. **Wydaje się, że na decyzję o wstrzymaniu zacieśnienia monetarnego silny wpływ miała bardzo aprecjonująca się korona. Z tego też powodu nie można wykluczyć kolejnej podwyżki oprocentowania jeszcze w tym roku, szczególnie że efekty drugiej rundy mogą być dość silne z uwagi na rosnące ceny żywności i ceny naftowej.**

## Niekonkluzywne dane z USA

*Zamówienia na dobra trwałe w trendzie bocznym, wzrost sprzedaży nowych domów wynika z rewizji (w dół) danych za poprzedni miesiąc.*

Wrześniowe zamówienia na dobra trwałe zaskoczyły analityków obniżając się o 1,7% w ujęciu miesięcznym wobec oczekiwanego 1,5% wzrostu (jest to kontynuacja spadku zapoczątkowanego w sierpniu). **Nietypowe zachowanie zamówień na dobra trwałe było w dużej mierze zależne od spadku odnotowanego dla wydatków na obronę narodową (około 40%) oraz wzrostu zamówień (wyjątkowo zmiennych) na samoloty (około 20%). Z tego też powodu nie wydaje się, że ograniczenie zamówień ma fundamentalny charakter i wynika ze zdyskontowanego efektu majątkowego dla konsumentów.** Wzrost sprzedaży nowych domów we wrześniu do 770 tyś. był wynikiem rewizji danych za sierpień w dół do poziomu 735 tyś. i z tego względu nie jest on sygnałem w pełni optymistycznym. Nieoczekiwanie wzrosły także ceny sprzedaży. **Dane należy traktować z dystansem i raczej jako przejściową anomalię – nagromadzenie domów na rynku wtórnym oraz problemy z finansowaniem**

prywatnych inwestycji budowlanych skłaniają do stwierdzenia, że sprzedaż nowych domów i ich ceny powrócą w październiku do spadkowego trendu.

### Posiedzenie RPP, 31. października

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)
Podwyżka o 25 bps	<b>80%</b>
Stopy bez zmian	<b>20%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,6436	2,5522

EUR/USD 1,4335 EUR/JPY 163,80 EUR/PLN 3,6285 USD/PLN 2,5310

*Na EUR/USD zanotowano nowe rekordy 1,4349. Nie widać przesłanek do umocnienia dolara (poza krótkookresową realizacją zysków). Perspektywa głębszych cięć stóp w USA skłania inwestorów do dalszej wyprzedzającej sprzedaży dolara wobec koszyka walut.*

*W czwartek złoty kolejno pokonywał nowe poziomy wsparcia i jak na razie nie widać końca umocnienia polskiej waluty (jakkolwiek rośnie prawdopodobieństwo korekty ok. poziomu wsparcia 3,6200 EUR/PLN). Postępy w tworzeniu nowego rządu mogą mieć potencjał wywołania dalszej aprecjacji złotego. O gwałtownym charakterze wczorajszego wzmocnienia zadecydowało łamanie barier opcji walutowych (bariery te umiejscowione były w przedziałach pomiędzy 3,650 i 3,620).*

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kontynuacja trendu sugeruje przełamanie oporu 1,4348 oraz test 1,4370/1,4400 w krótkim terminie; realizacja zysków może ograniczyć dalsze osłabienie dolara, jednakże celem w średnim terminie pozostaje 1,4500/35.

wsparcie	opór
1,4300	1,4400
1,4270	1,4370
1,4250	1,4348



Źródło: Reuter

**Krótkoterminowe prognozy, Złoty**

EURPLN		
SPOT	BID	ASK
3,6266	3,6298	
1 W	7,60	8,60
1 M	6,00	7,00
2 M	5,75	6,75
3 M	5,55	6,55
6 M	5,50	6,20
1 Y	5,45	6,15
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,15	0,65
Fly	0,30	0,38

Poziom wsparcia 3,6200 zachęca do realizacji zysków (przed weekendem), korekta powinna zostać powstrzymana ok. 3,6370 (maks. 3,6450). W średnim terminie celem jest nadal 3,6050/3,60.

wsparcie	opór
3,6200	3,6600
3,6050	3,6450
3,6000	3,6370

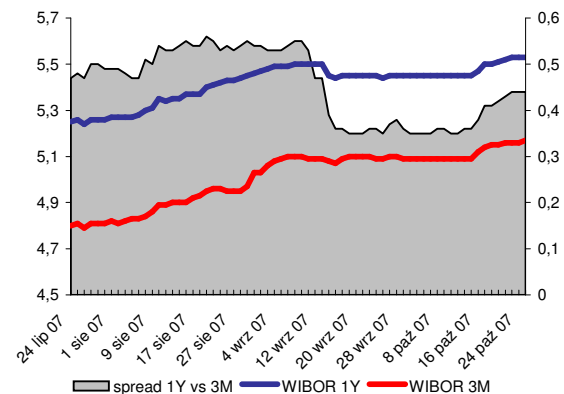
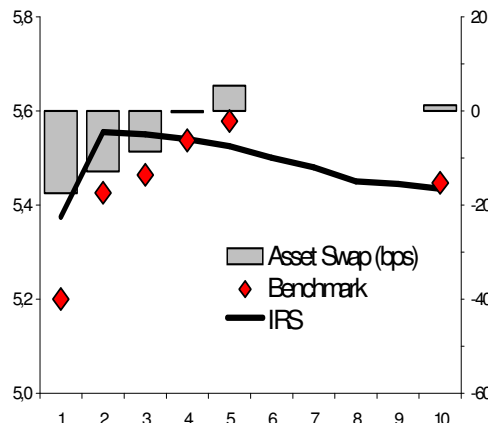


Źródło: Reuters

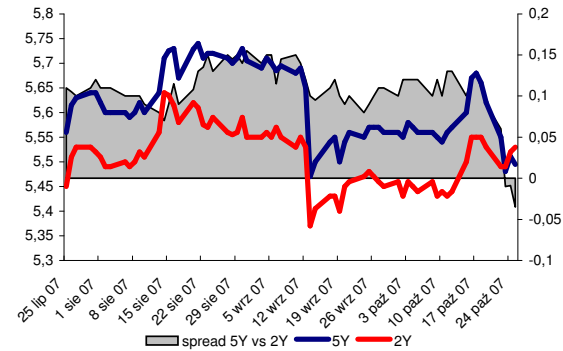
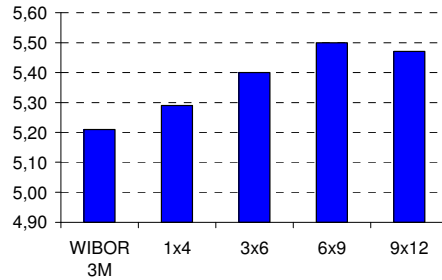
USDPLN		
SPOT	BID	ASK
2,5254	2,5277	
1 W	10,50	11,50
1 M	9,00	10,00
2 M	8,40	9,40
3 M	8,20	9,20
6 M	8,15	8,85
1 Y	8,15	8,85
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,60	0,90
Fly	0,30	0,35

**Rynek stopy procentowej, Złoty**

IRS	BID	ASK
1Y	5,33	5,43
2Y	5,51	5,61
3Y	5,50	5,60
4Y	5,49	5,59
5Y	5,48	5,58
6Y	5,45	5,55
7Y	5,43	5,53
8Y	5,40	5,50
9Y	5,40	5,50
10Y	5,39	5,49



depo	BID	ASK
ON	4,58	4,88
1M	4,81	5,01
3M	5,01	5,21
FRA	BID	ASK
1x2	5,07	5,14
1x4	5,24	5,29
3x6	5,35	5,40
6x9	5,45	5,50
9x12	5,43	5,47



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	14:00	Koniunktura konsumentcka	październik	-	-	-
USA	16:00	Indeks Michigan (finalny)	październik	-	82,5 pkt.	83,4 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 JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIAJĄCĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.