



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

STRON: 5

## Makroekonomia

### RPP – jednak postawa „wait and see”

*Ostatnia decyzja wskazuje, że ciągle dominuje podejście „wait and see” i oczekiwanie, że scenariusz wyższej inflacji się nie zrealizuje.*

*Odchylenia od konsensusu najnowszych odczytów danych za wrzesień powinny przesądzić o losie listopadowej podwyżki, natomiast efekty bazowe na inflacji i jej wzrost w okolicie 3% na koniec roku sprzyjać powinny oczekiwaniom na bardziej zdecydowane podwyżki stóp w 2008 roku.*

Zgodnie z oczekiwaniami większości analityków (i z pewnym zaskoczeniem/rozczerwaniem dla nas) RPP zdecydowała się utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie 4,75%. Tak jak się spodziewaliśmy przytoczone „w informacji po posiedzeniu” **wyniki nowej projekcji inflacyjnej wskazują na wzrost inflacji w średnim okresie (centralna ścieżka projekcji wychodzi w 2009 roku poza górną granicę celu inflacyjnego 3,5%) pomimo nieco niższej inflacji prognozowanej na pierwszą połowę 2008 roku.** Tak więc projekcja nie wskazuje na stabilizację inflacji na komfortowym poziomie celu 2,5%, jak ma to miejsce choćby w przypadku projekcji przygotowanej przez Narodowy Bank Czech (prognoza po wyłączeniu wpływu wyższych stawek podatkowych), czy ECB. Projekcja taka powinna więc skłonić Radę do szybszego działania – tak się jednak nie stało. **Jako główny powód, dla którego RPP nie zdecydowała się na szybszą podwyżkę (wobec oczekiwanego powszechnie ruchu w listopadzie) typowałibyśmy umocnienie złotego i obawy części Rady przed reakcją rynku walutowego na podwyżkę. Pojawiły się również sygnały o niższym niż oczekiwano wzroście gospodarczym w Polsce i z tego powodu nie można wykluczyć, że część RPP zaczyna się kwestią spowolnienia istotnie przejmować.** Wniosku takiego nie dostarcza jednak wprost informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Informacja ta w zasadzie niewiele różni się od tej z poprzedniego miesiąca. Podkreślono obawę o wpływ wyższych dynamik płac na inflację oraz ryzyko wyższych cen żywności i ekspansywnej polityki fiskalnej. Identycznie jak przed miesiącem przedstawiają się wersje stwierdzające, że presja inflacyjna jest ograniczana przez dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw i globalizację oraz ewentualne spowolnienie w gospodarce światowej (zniknęło stwierdzenie o zacieśnieniu monetarnym w innych gospodarkach). „Informacja” kończy się stwierdzeniem o obniżeniu ryzyka inflacyjnego na skutek dokonanych podwyżek, choć nadal ryzyko wzrostu inflacji powyżej celu jest dominujące. **Rada stwierdziła ponownie, że ocena skali wzrostu inflacji ponad cel będzie możliwa po analizie napływających danych.** Tym samym nie potwierdziła się wcześniejsza diagnoza nastrojów w RPP przedstawiona przez prof. D. Filara, jakoby Rada była gotowa do działania. Ostatnia decyzja wskazuje, że ciągle dominuje podejście „wait and see” i oczekiwanie, że scenariusz wyższej inflacji się nie zrealizuje.

**Stąd też dla oczekiwań rynkowych i kolejnej decyzji kluczowe powinny okazać się najbliższe dane.** Według naszych szacunków w listopadzie zobaczymy wyższy odczyt inflacji, niższą produkcję i solidny wzrost sprzedaży (zmiana struktury wzrostu staje się coraz bardziej widoczna) oraz wysoki deficyt C/A. Łącząc to z rosnącą inflacją w europie (niespodziewany wzrost inflacji w strefie euro do 2,6%) dochodzimy do wniosku, że pojawiają się dogodne warunki do indukcji wyższych oczekiwań inflacyjnych. Część członków

RPP może jednak coraz silniej wskazywać na ryzyko spowolnienia gospodarczego (ryzyko takie sygnalizuje część wskaźników koniunktury) stąd to odchylenia odczytów za wrzesień (dane realne i nominalne) od konsensusu powinny przesądzić o losie listopadowej podwyżki. Efekty bazowe na inflacji i jej wzrost w okolice 3% na koniec roku sprzyjać powinny natomiast oczekiwaniom na bardziej zdecydowane podwyżki stóp w 2008 roku.

## Fed tnie stopy zgodnie z oczekiwaniami i czeka na nowe dane

*Obniżka była ukierunkowana na przeciwdziałanie czynnikom ryzyka. Kolejne ruchy będą zależały od napływających danych. Dotychczas ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji są zbilansowane.*

Fed zdecydował się w środę na obniżkę stóp procentowych o 25 pb. do poziomu 4,50% a decyzja była zgodna z oczekiwaniami analityków. **Fed miał dość trudny orzech do zgryzienia, gdyż stanął w obliczu oczekiwań na eskalację kontraktacji na rynku nieruchomości, względnie dobrych danych realnych (wyższy od oczekiwań wzrost PKB w III kwartale) oraz perspektyw na wzrost inflacji.** W tym kontekście można zaryzykować stwierdzenie, że obniżka (już nie tak agresywna jak miesiąc wcześniej) była ukierunkowana wyłącznie na przeciwdziałanie czynnikom ryzyka.

Komunikat po posiedzeniu FOMC stwierdza, że dotychczasowy zakres obniżki stóp (łącznie 75 pb.) powinien złagodzić ewentualne skutki eskalacji kryzysu finansowego na pozostałe sektory gospodarki. Ciągłe jednak istnieje ryzyko wzrostu inflacji – związane z wyższymi cenami energii i towarów (głównie żywności). W opinii Fed dodatnie ryzyko dla inflacji równoważy ujemne ryzyko dla wzrostu gospodarczego. Stąd też członkowie FOMC będą z uwagą analizowali napływające dane. **Sam komunikat nie przesądza, że już w tym roku zobaczymy kolejne obniżki stóp procentowych.**

Najnowszy odczyt inflacji PCE (za wrzesień) nie wniósł niczego nowego do obrazu procesów inflacyjnych. **Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, wskaźnik bazowy podniósł się o 0,2% m/m. Nie oznacza to jednak, że dynamika cen mierzona tą miarą w najbliższym czasie nie przyspieszy.** Ważnym czynnikiem ryzyka są oczekiwania inflacyjne konsumentów, które poprzez wyższe żądania płacowe mogą w średnim okresie podwyższyć tempo wzrostu cen.

Kolejne dane, które ukazały się po posiedzeniu Fed wskazują, że gospodarka amerykańska rzeczywiście zaczyna istotnie zwalniać. Odczyt ISM w przemyśle okazał się sporo niższy od oczekiwań rynkowych i uplasował się na poziomie 50,9 pkt., czyli tuż nad granicą 50 pkt. oddzielającą ekspansję sektora przemysłowego od kontraktacji. **Potwierdzeniem sygnałów spowolnienia może być indeks ISM w sektorze usług, którego publikacja przewidziana jest na przyszły tydzień, ważne będą też nowe miejsca pracy poza sektorem rolniczym, których liczba zostanie dziś podana do publicznej wiadomości.**

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,6306	2,5155

EUR/USD 1,4435 EUR/JPY 165,40 EUR/PLN 3,6520 USD/PLN 2,5300

*Spadek amerykańskiego indeksu zaufania konsumentów umocnił oczekiwania na obniżkę stóp w USA, podczas śródowej sesji EUR/USD zwyżkował do poziomu 1,4467.. Realizacja zysków ograniczyła dalsze osłabienie dolara, podczas sesji europejskiej kurs euro oscylował w paśmie 1,4420-60. Korzystne dla euro nastroje podtrzymały - publikacja danych z Niemiec (wzrost sprzedaży detalicznej o 2,3%) a następnie dane dot. inflacji (HICP) w strefie euro (2,6% r/r). Na wartości zyskał funt, osiągając poziom 2,0743 wobec dolara (26-letnie maksimum) po jastrzębich komentarzach Barker'a (BoE).. Kolejna runda wyprzedaży jena (po gołębich w tonie wypowiedziach Fukui odn. japońskiej gospodarki) pozwoliła dolarowi*

umocnić się do poziomu 115,50 (jednocześnie EUR/JPY zwyżkował do poziomu 166,88).

Poranne umocnienie złotego okazało się ograniczone (3,6260 EUR/PLN), w oczekiwaniu na decyzję RPP inwestorzy przystąpili do realizacji zysków na długich pozycjach w PLN; przełamanie poziomów 3,6380 a następnie 3,6450 EUR/PLN uruchomiło zlecenia stop-loss (euro zwyżkowało do poziomu 3,6550). Pomimo pozostawienia przez RPP stóp proc. bez zmian złoty zaczął odrabiać straty osiągając ponownie dzienne maksimum (3,6260 EUR/PLN); inwestorzy uznali, że podwyżka stóp (25pb) została jedynie odłożona na przyszły miesiąc (co potwierdził do pewnego stopnia komunikat). Pod koniec sesji EUR/PLN był kwotowany na poziomie 3,6340.

Decyzja Fed okazała się zgodna z oczekiwaniami (-25pb) jednakże neutralny w tonie komunikat rozczarował inwestorów, sugerując, że dalsze obniżki stóp w USA nie są przesądzone. Korekta na relacji EUR/USD została powstrzymana na poziomie 1,4400.. przyczyniła się do tego wyprzedaż na Wall Street po obniżkach ratingu AIG, Citigroup oraz BoA; wraz z pogorszeniem nastrojów na giełdach silnie traciły na wartości waluty „carry” oraz rynki wschodzące. Przy niepłynnym rynku EUR/PLN zwyżkował do poziomu 3,6630. Wobec pogorszenia nastrojów wzg. dolara prawdopodobna wydaje się kolejna próba przełamania poziomów oporu 1,4470/1,4500 (silnym poziomem wsparcia pozostaje 1,4400/1,4380), rynek oczekuje obecnie na publikację danych z rynku pracy USA. Złoty powinien stopniowo odrabiać straty, powracając do poziomów ok.. 3,6350 EUR/PLN.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Euro pozostaje w trendzie wzrostowym, po okresie konsolidacji (1,4420-50) prawdopodobna kolejna próba przełamania oporu 1,4470/1,4500 (pierwszym celem jest 1,4535/50). Dopiero przełamanie wsparcia 1,4380 sugerowałoby zmianę trendu w krótkim terminie.

wsparcie	opór
1,4420	1,4535
1,4400	1,4500
1,4380	1,4470



Źródło: Reuter

**Krótkoterminowe prognozy, Złoty**

EURPLN		
SPOT	BID	ASK
3,6538	3,6559	
1 W	8,50	9,50
1 M	6,75	7,75
2 M	6,30	7,30
3 M	5,90	6,90
6 M	5,65	6,35
1 Y	5,55	6,25
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,25	0,55
Fly	0,30	0,35

Prawdopodobne umocnienie złotego, w trakcie dzisiejszej sesji konsolidacja w paśmie 3,63-64; przełamanie wsparcia 3,6200/3,6190 możliwe w przyszłym tygodniu.

wsparcie	opór
3,6400	3,6750
3,6300	3,6625
3,6190	3,6540

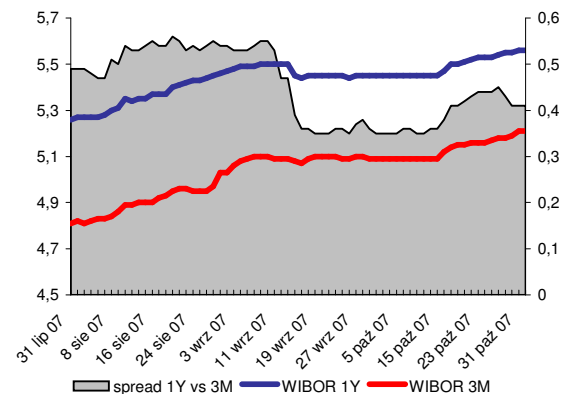
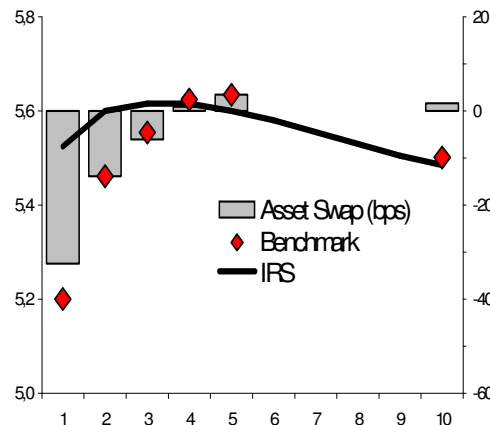


Źródło: Reuters

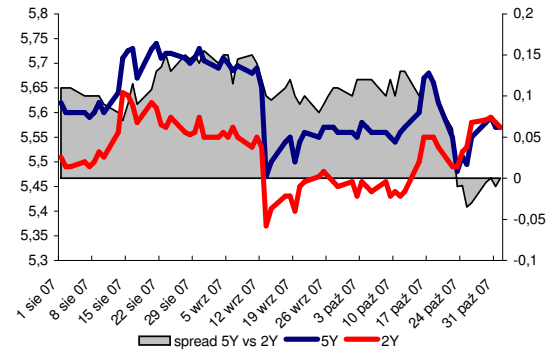
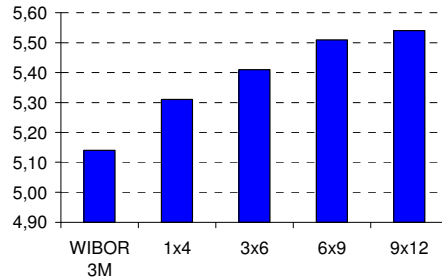
USDPLN		
SPOT	BID	ASK
2,5301	2,5321	
1 W	10,00	11,00
1 M	8,70	9,70
2 M	8,50	9,50
3 M	8,30	9,30
6 M	8,25	8,95
1 Y	8,15	8,85
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,50	0,55
Fly	0,30	0,35

**Rynek stopy procentowej, Złoty**

IRS	BID	ASK
1Y	5,47	5,57
2Y	5,57	5,67
3Y	5,58	5,68
4Y	5,58	5,68
5Y	5,57	5,67
6Y	5,55	5,65
7Y	5,52	5,62
8Y	5,50	5,60
9Y	5,48	5,58
10Y	5,46	5,56



depo	BID	ASK
ON	4,90	5,10
1M	4,72	4,92
3M	4,94	5,14
FRA	BID	ASK
1x2	5,09	5,16
1x4	5,26	5,31
3x6	5,36	5,41
6x9	5,46	5,51
9x12	5,49	5,54



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	PMI w przemyśle	październik	-	51,5 pkt.	53,2 pkt.
USA	14:30	Zatrudnienie poza sektorem rolniczym	październik	-	90 tyś.	110 tyś.
USA	14:30	Stopa bezrobocia	październik	-	4,7%	4,7%
USA	16:00	Nowe zamówienia w przemyśle m/m	październik	-	1,1%	-3,3%

**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 UPZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.