



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****środa, 14 listopada 2007**

STRON: 5

## Makroekonomia

### Dziś publikacja danych o październikowej inflacji

*Ceny żywności  
zadecydują o  
oczekiwaniach na  
podwyżki stóp*

O 14.00 GUS poda dane o inflacji za październik. Nasza prognoza 2,7% r/r jest znacząco niższa od konsensusu prognoz i ... prognozy MinFinu. Naszym zdaniem rozbieżności wynikają głównie z szacunków zmian cen żywności. Szacujemy, że znaczny wzrost cen art. Mlecznych, serów i mąki został zrównoważony stabilnymi cenami warzyw i spadkiem cen mięsa. **Należy też podkreślić, że wysokie wzrosty cen żywności zanotowane u naszych sąsiadów (Czechy, Słowacja, Niemcy) nie muszą automatycznie pokrywać się z dynamikami polskiego wskaźnika – znaczne wzrosty cen żywności miesiąc do miesiąca nastąpiły w Polsce już we wrześniu (2,4% m/m), podczas, gdy np. w Czechach wzrost ten we wrześniu był minimalny (0,1% m/m) i prawdopodobnie skumulował się w październiku.** Wylicznanka imponująca, ostatnie wypowiedzi członków RPP, zwłaszcza D. Filara, wskazują jednak, że wzrost inflacji napędzany nawet wyłącznie cenami żywności może być traktowany jako zagrażający stabilności oczekiwań inflacyjnych, stąd ta volatylna kategoria może dziś wywołać wiele zamieszania na rynkach finansowych.

### Gołębia wypowiedź S. Nieckarza

*W zakresie inflacji  
największe zagrożenie  
płyynie, zdaniem S.  
Nieckarza, z możliwości  
wystąpienia efektów  
drugiej rundy w wyniku  
wzrostów cen paliw.*

Członek RPP uważa, że stopy procentowe powinny pozostać na niezmiennym poziomie do I kwartału 2008 roku. Dopiero wtedy będzie możliwa lepsza ocena perspektyw dla gospodarki (związana prawdopodobnie z lutową projekcją inflacyjną). W zakresie inflacji największe zagrożenie płyynie, zdaniem S. Nieckarza, z możliwości wystąpienia efektów drugiej rundy w wyniku wzrostów cen paliw. Obawia się on także pogorszenia wzrostu gospodarczego w wyniku oddziaływania silnego złotego (pogorszenie konkurencyjności i inwestycji). Z drugiej strony, członek RPP spodziewa się wystąpienia efektów wzmoczonych inwestycji w II połowie 2008 roku. Zwiększenie produktywności doprowadzi do obniżenia ULC, jednak naszym zdaniem płace będą w dalszym ciągu szybko rosnąć.

### Indeks ZEW nurkuje w dół

Indeks ZEW dotyczący oczekiwań obniżył się w listopadzie do poziomu odnotowanego pod koniec ubiegłego roku osiągając -32,5 pkt. (wobec -18,1 pkt. w październiku). Podstawy spadku są jednak zdecydowanie inne. W roku ubiegłym na obniżenie oczekiwań wpływała niepewność związana ze zwiększeniem stawki podatku VAT w Niemczech. Obecna przyczyna spadku indeksu oczekiwań oparta jest na silnym euro, rosnących cenach ropy, nierozwiązanym kryzysie finansowym w USA oraz niekorzystnych perspektywach inflacji. Wydaje się, że skutki kryzysu zostały już niemal w całości zdyskontowane przez respondentów ankiety – oceny dla sektora bankowego oraz towarzystw ubezpieczeniowych znajdują się niezwykle nisko i nie ulegają większym zmianom. Bardziej widoczna jest zmiana

(na zdecydowanie gorsze) oceny sytuacji w przemyśle – głównie środków transportu, urządzeń mechanicznych i elektronicznych oraz wyrobów chemicznych. Pogorszenie w tych sekcjach stało się widoczne wraz ze słabnięciem kursu dolara. Wydaje się zatem, że spadek aktywności wiązać należy raczej z problemami popytowymi (pogorszenie konkurencyjności towarów niemieckich za granicą i spadek zamówień) a nie wynikłymi z powolnego rozlewania się kryzysu finansowego powodującego problemy z płynnością. Omówione wskazania indeksu dotyczą wyłącznie oczekiwań (i właśnie takim indeksem jest ZEW – odmiennie od indeksu IFO, który powstaje jako średnia z oceny oczekiwań i sytuacji bieżącej). Publikowany oddzielnie wskaźnik ZEW dotyczący sytuacji bieżącej utrzymuje się niezmiennie na poziomie zbliżonym do 70 punktów. Pełniejsza ocena perspektyw rozwoju gospodarki niemieckiej będzie możliwa po publikacji indeksu IFO obrazującego oczekiwania przedsiębiorców i kolejnych odczytów PMI dotyczących przetwórstwa przemysłowego. Wydaje się jednak, że znaczny spadek indeksu ZEW ma solidne przesłanki, które mogą sprowadzić w dół również wcześniej wymienione wskaźniki wyprzedzające, choć skala spadku może być bardziej umiarkowana.

### Posiedzenie RPP, 28. listopada

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

### Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,6469	2,5006

EUR/USD 1,4660 EUR/JPY 163,10 EUR/PLN 3,6390 USD/PLN 2,4825

*Pomimo lepszych danych o pending home sales dolar nadal znajduje się pod presją. W czasie sesji amerykańskiej trading w wąskim przedziale, osłabienie dolara do 1,467 wobec euro w czasie sesji azjatyckiej. Jen traci na wartości do koszyka walut po tym jak inwestorzy powrócili do carry trades oceniając stopę zwrotu w innych walutach ważoną ryzykiem jako znacznie bardziej atrakcyjną. Spadkowi wartości jena tradycyjnie towarzyszyły silne wzrosty na giełdach.*

*Dziś prawdopodobnie utrzyma się negatywny sentyment na dolarze. Istotne dla dolara powinny okazać się dane o sprzedaży detalicznej w USA – ewentualny spadek wskaźnika potwierdziłby obawy o pogorszenie popytu konsumenckiego, zwiększył oczekiwania na obniżki i wpłynął na dodatkowe osłabienie dolara.*

*Pewien wpływ na sentyment na złotym miały lepsze niż oczekiwano dane o bilansie płatniczym. Zasadniczym jednak powodem za wzmocnieniem złotego był spadek wartości dolara, wzrosty na giełdach za oceanem i spadek awersji do ryzyka wśród inwestorów.*

*Dziś kluczową daną dla złotego będzie inflacja - niższa (niż prognoza MinFinu) nieco ostudzi oczekiwania na agresywne podwyżki stóp, ewentualnie osłabiając złotego. Do tego czasu prawdopodobny wydaje się test poziomów wsparcia 3,6330/3,6220 wobec poprawy sentymentu wzg. EMEA.*

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Przełamanie 1,4620 sygnalizuje możliwy powrót euro do trendu wzrostowego; przełamanie 1,4670/85 otwiera drogę na 1,4720/50. Bezpośrednim poziomem wsparcia jest obecnie 1,4635/20.

wsparcie	opór
1,4620	1,4750
1,4580	1,4720
1,4520	1,4670



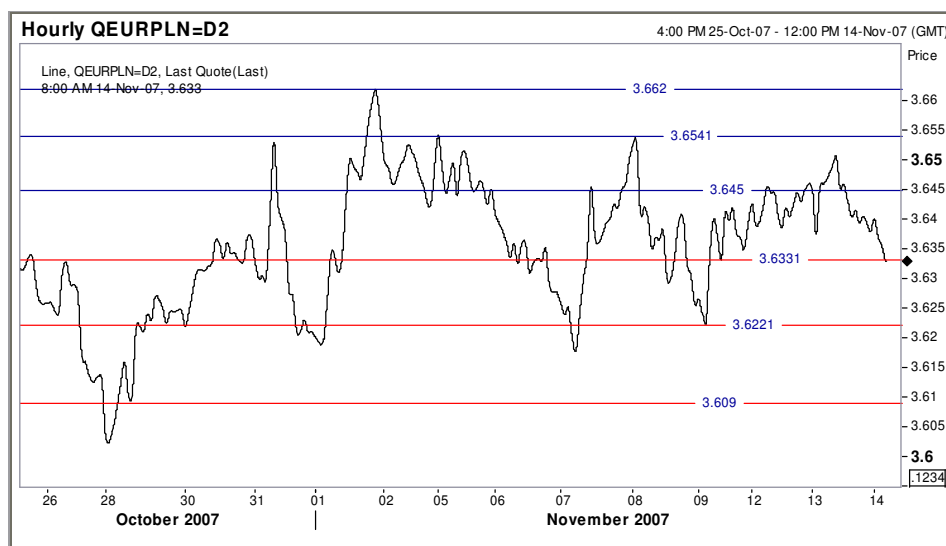
Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN	
SPOT	3,6350 3,6391
ATM	BID ASK
1 W	7,25 8,25
1 M	6,65 7,65
2 M	6,00 7,00
3 M	5,90 6,90
6 M	5,55 6,25
1 Y	5,45 6,15
DELTA = 25	
	1 M 1 Y
RR	0,40 0,55
Fly	0,30 0,40

Poprawa nastrojów wobec rynków wschodzących sprzyja umocnieniu złotego, prawdopodobny test poziomów wsparcia 3,6330 oraz 3,6220/00.

wsparcie	opór
3,6330	3,6620
3,6220	3,6540
3,6090	3,6450

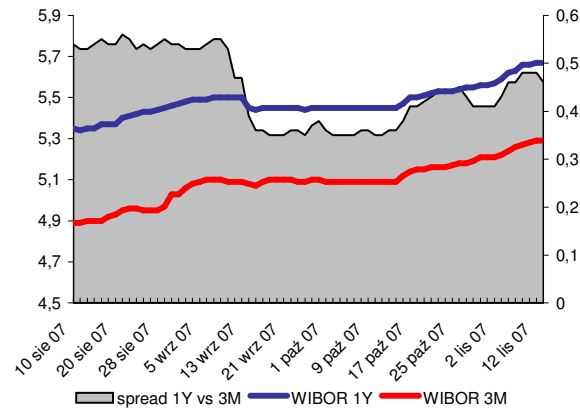
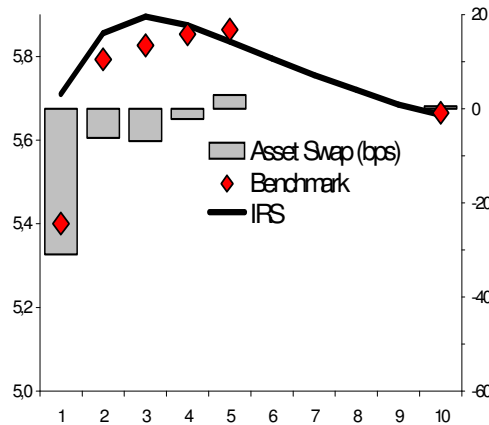


Źródło: Reuters

USDPLN	
SPOT	2,4798 2,4848
ATM	BID ASK
1 W	11,00 12,00
1 M	9,75 10,75
2 M	9,00 10,00
3 M	8,80 9,80
6 M	8,55 9,25
1 Y	8,43 9,13
DELTA = 25	
	1 M 1 Y
RR	0,50 0,55
Fly	0,30 0,35

## Rynek stopy procentowej, Złoty

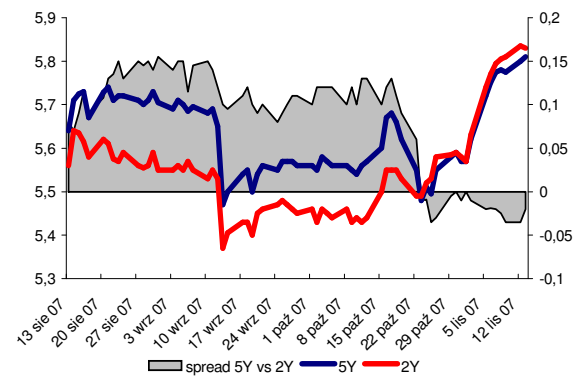
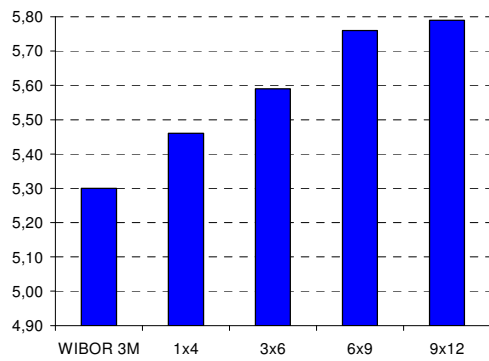
IRS	BID	ASK
1Y	5,67	5,77
2Y	5,81	5,91
3Y	5,85	5,95
4Y	5,83	5,93
5Y	5,79	5,89
6Y	5,75	5,85
7Y	5,71	5,81
8Y	5,67	5,77
9Y	5,64	5,74
10Y	5,61	5,71



depo	BID	ASK
ON	4,72	4,92
1M	4,85	5,05
3M	5,10	5,30

FRA	BID	ASK
1x2	5,24	5,29
1x4	5,41	5,46
3x6	5,54	5,59
6x9	5,71	5,76
9x12	5,74	5,79



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	PKB flash r/r	III kw	-	2,5%	2,5%
POL	14:00	Inflacja CPI r/r	październik	<b>2,7%</b>	2,9%	2,3%
POL	14:00	Podaż pieniądza M3 m/m	październik	<b>1,5%</b>	1,1%	-0,3%
USA	14:30	Sprzedaż detaliczna	październik	-	0,2%	0,6%
USA	14:30	PPI m/m	październik	-	0,3%	1,1%

**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, 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 UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.*