



Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

Marcin Mazurek
starszy analityk
tel. +48 22 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

Paulina Ziemińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.ziembinska@brebank.pl

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 526 70 34
artur.pluska@brebank.pl

BRE Bank SA
Senatorska 18
00-950 Warszawa
tel. +48 22 829 00 00
fax. +48 22 829 00 33
<http://www.brebank.pl>

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

| Godzina | Kraj | Zmienna | Okres | Prognoza | | Poprzednio | Odczyt |
|--------------------------------|------|---------------------------------------|-------|----------|-----------|------------|--------|
| | | | | BRE | konsensus | | |
| 10.10.2011 PONIEDZIAŁEK | | | | | | | |
| 8:00 | GER | Ekspert m/m (%) | sier | 1.0 | | -1.2 (r) | 3.5 |
| 8:00 | GER | Import m/m (%) | sier | 0.5 | | 0.5 (r) | 0.0 |
| 9:00 | CZ | CPI r/r (%) | wrz | 1.7 | | 1.7 | 1.8 |
| 11.10.2011 WTOREK | | | | | | | |
| 9:00 | HUN | CPI r/r (%) | wrz | 3.8 | | 3.6 | 3.6 |
| 12.10.2011 ŚRODA | | | | | | | |
| 11:00 | EUR | Produkcja przemysłowa m/m (%) | sier | -0.8 | | 1.1 (r) | 1.2 |
| 20:00 | USA | Minutes FOMC | wrz | | | | |
| 13.10.2011 CZWARTEK | | | | | | | |
| 14:00 | POL | CPI r/r (%) | wrz | 4.0 | 4.1 | 4.3 | |
| 14:00 | POL | C/A (mln EUR) | sier | -1055 | -1273 | -1611 | |
| 14:30 | USA | Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 7.10 | 400 | | 401 | |
| 14:30 | USA | Bilans handlowy (sa mld USD) | sier | -46.0 | | -44.8 | |
| 14.10.2011 PIĄTEK | | | | | | | |
| 11:00 | EUR | HICP final r/r (%) | wrz | | 3.0 | 3.0 (p) | |
| 14:00 | POL | M3 r/r (%) | wrz | 8.7 | | 8.5 | |
| 14:30 | USA | Sprzedaż detaliczna m/m (%) | wrz | | 0.4 | 0.0 | |
| 15:55 | USA | Indeks Univ.Michigan (pkt.) | paź | | 60.1 | 59.4 | |

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** O 14:00 zostaną opublikowane dane o inflacji i bilansie płatniczym. Spodziewamy się spadku wskaźnika CPI ze względu na wyższy niż wynikałoby ze wzorca sezonowego spadek cen żywności (-0,3% m/m) oraz spadek cen paliw o 1,5% m/m. Inflacja bazowa po sierpniowych wzrostach (usługi telekomunikacyjne) powinna dalej wzrosnąć do 2,8-2,9% r/r. Spodziewamy się, że sierpniowa korekta na danych o sprzedaży detalicznej i produkcji wpłynie na odbiegający od wzorca sezonowego poziom sierpniowego eksportu (10640 mln EUR) i importu (11750 mln EUR). Wzrosnąć powinno saldo dochodów, transfery w UE powinny okazać się nieco wyższe.
- **Gospodarka globalna.** Z USA poznamy dane o nowo zarejestrowanych bezrobotnych (ciągle utrzymywany wysoki poziom ok. 400tys. odzwierciedla utrzymującą się słabość amerykańskiego rynku pracy) oraz bilans handlowy za sierpień, gdzie po lipcowym zawężeniu (z -51,6 do -44,8 mld USD) konsensus wskazuje na niewielki wzrost.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Produkcja przemysłowa w strefie euro w sierpniu 2011 r. niespodziewanie wzrosła o 1,2% m/m, po wzroście w lipcu o 1,1%, po korekcie.
- Słowackie partie koalicji rządzącej osiągnęły w środę porozumienie z opozycyjną partią SMER-SD w sprawie rozszerzenia funduszu EFSF (głosowanie odbędzie się najpóźniej w piątek).
- W dyskusji na wrześnieowym posiedzeniu FOMC poświęcono więcej uwagi kwestiom związanym z komunikacją polityki pieniężnej (pojawili się głosy, aby zobowiązanie do niskich stóp procentowych powiązać z konkretnymi wskaźnikami ekonomicznymi lub nawet ich poziomami). Dyskusja o wskaźnikach warunkujących politykę zerowych stóp procentowych (ZIRP) jest komplementarna do dyskusji o specyfikacji celów polityki pieniężnej w postaci numerycznej (sama stopa inflacji, czy też połączona ze stopą bezrobocia). Kwestie związane z programem zakupu aktywów pozostały tym razem na dalszym planie. Niemniej jednak pewna liczba członków FOMC wciąż uznaje dodatkowe zakupy aktywów jako opcję stymulacji gospodarki w sytuacji gdy zwiększenie aktywności gospodarczej w przyszłości obciążone jest większą niż zwykle dozą niepewności (więcej w sekcji analizy).

| Decyzja RPP (9.11.2011) | Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS) | Obligacje | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-------------------------|---|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps | 0% | GERGB 10Y | 2.071 | -0.001 |
| stopy bez zmian | 100% | USAGB 10Y | 2.207 | -0.011 |
| obniżka 25 bps | 0% | POLGB 10Y | 5.703 | 0.013 |
| PROGNOZA BRE | stopy bez zmian | Dotyczy benchmarków Reuters | | |



Fed „Minutes” - poszukiwanie rozwiązań zwiększających efektywność polityki monetarnej

W dyskusji na posiedzeniu FOMC poświęcono zdecydowanie więcej uwagi kwestiom związanym z komunikacją polityki pieniężnej, które w przeciągu ostatnich miesięcy nabrały dodatkowej wagi ze względu na opór polityczny (republikanie) oraz wewnętrzny (rekordowa liczba 3 członków FOMC wyrażająca sprzeciw wobec sformułowań zawartych w komunikacie po posiedzeniu) wobec działań dyktowanych przez B. Bernanke.

W dyskusji nad strategią komunikacji pojawiły się głosy, aby zobowiązanie do niskich stóp procentowych powiązać z konkretnymi wskaźnikami ekonomicznymi lub nawet ich poziomami (inflacja i bezrobocie). Takie postępowanie pozwoli zmniejszyć ryzyko, że samo zobowiązanie stanie się niewiarygodne jak tylko dojdzie do zmiany warunków gospodarczych (o dylematach związanych z problemem dynamicznej niespójności pisaliśmy przy okazji posiedzenia sierpniowego, na którym zobowiązanie pojawiło się po raz pierwszy). Zmniejszenie ryzyka dynamicznej niespójności komunikatu FOMC zwiększy efektywność zobowiązania do niskich stóp procentowych poprzez kanał oczekiwań - niskie stopy procentowe zostaną wbudowane w oczekiwania podmiotów gospodarczych prawdopodobnie na dłużej (bez rezerwy na ryzyko związane z nieoczekiwanym zerwaniem zobowiązania przez FOMC). Dodatkowo, powiązanie niskich stóp procentowych ze wskaźnikami makroekonomicznymi pozwoli uczestnikom rynku na płynniejsze przejście do bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, kiedy będzie ona potrzebna w przyszłości. Dyskusja o wskaźnikach warunkujących politykę zerowych stóp procentowych (ZIRP) jest komplementarna do dyskusji o specyfikacji celów polityki pieniężnej w postaci numerycznej (sama stopa inflacji, czy też połączona ze stopą bezrobocia). Z uwagi na obecne strukturalne zmiany w gospodarce amerykańskiej w tej kwestii będzie trudniej znaleźć płaszczyznę porozumienia między członkami FOMC.

Kwestie związane z programem zakupu aktywów pozostały tym razem na dalszym planie. Niemniej jednak warto wspomnieć, że pewna liczba członków FOMC wciąż uznaje dodatkowe zakupy aktywów jako opcję stymulacji gospodarki w sytuacji gdy zwiększenie aktywności gospodarczej w przyszłości obarczone jest większą niż zwykle dozą niepewności. Oczywiście na drugim biegunie pozostali członkowie FOMC, którzy uznali narzędzia związane z poluzowaniem ilościowych jako zarezerwowane do walki ze zjawiskami deflacyjnymi. Wyszpecyfikowanie celów dla polityki ZIRP pozwoli prawdopodobnie (choć niebezpośrednio) wyznaczyć ramy QE. Wystarczy sobie wyobrazić jakościową lecz prostą „regulę” w myśl której znaczna i przeciągająca się różnica pomiędzy poziomami zmiennych makro warunkującymi wyjście z ZIRP oraz faktyczną realizacją tych zmiennych to furta dla poluzowania ilościowego.

Spodziewamy się, że do wyspecyfikowania celów warunkujących politykę ZIRP może dojść już na posiedzeniu listopadowym. Natomiast kwestia poluzowania ilościowego naszym zdaniem może się oddalać z uwagi na ostatnie całkiem niezłe dane z gospodarki amerykańskiej (może zadziałać mechanizm samospełniającej się przepowiedni, w którym faktyczne uniknięcie przez gospodarkę amerykańską recesji skłoni podmioty gospodarcze do zwiększenia aktywności i

spowoduje dalsze przyspieszenie gospodarki amerykańskiej).



EURUSD fundamentalnie

EURUSD wyżej. Do południa motorem aprecjacji wspólnej waluty była publikacja danych z gospodarki strefy euro, gdzie wzrost produkcji przemysłowej okazał się wyższy od oczekiwań rynkowych (w górę zostały również zrewidowane wcześniejsze dane). Dodatkowo przez cały dzień dominującym zjawiskiem było pokrywanie krótkich pozycji we wspólnej walucie. Wczoraj w Słowacji został ustanowiony konsensus polityczny wokół EFSF i jeszcze w tym tygodniu ma on zostać ratyfikowany przez parlament tego kraju, w związku z czym nie ma obaw na rynku. Późniejsza publikacja „Minutes” z ostatniego posiedzenia FOMC nie miało istotnego wpływu na kurs. W najbliższej perspektywie rynek wyczekuje szczytu EcoFin, na którym już nie tylko mają być przedstawione konkrety odnośnie rekapitalizacji banków, ale także przeprowadzenia kolejnych stress testów. Nieco zamieszania na rynku może siać determinacja Niemiec w wprowadzeniu podatku transakcyjnego. Dzisiaj tylko publikacja danych zła oceanu, cotygodniowe dane z rynku pracy oraz bilans handlowy, które nie powinny mieć znaczącego wpływu na kurs.

EURUSD technicznie

Kurs powyżej poziomu średniej MA14 i Fibo(1,3513). Pozytywny sygnał z dywergencji realizuje się w postaci wyższych poziomów kursu i strzału w górę na oscylatorze. Poziom 1,3680 przebity, co sugeruje kontynuację ruchu w górę i cel na poziomie Fibo (1,39). Ewentualna konsolidacja na obecnych poziomach będzie sprzyjać powrotowi do ruchu w dół.

| Wsparcie | Opór |
|----------|--------|
| 1,3680 | 1,3970 |
| 1,3516 | 1,3900 |
| 1,3245 | 1,3874 |





EURPLN fundamentalnie

EURPLN w ślad za EURUSD umocnił się (minimum 4,2781) podczas środowej sesji na fali dobrego sentymentu (podobnie jak giełdy i rynek długu - po dobrej aukcji zamiany), zaskakująco pozytywnych danych o produkcji przemysłowej w strefie euro i porozumienia parlamentu słowackiego w sprawie kolejnego głosowania nad rozszerzeniem funduszu EFSF (plus pozytywna opinia trojki o wypłacie kolejnej transzy pomocowej dla Grecji) . Dziś dzień pod znakiem polskiej inflacji CPI, bilansu płatniczego i ciągłe wydarzeń europejskich (związanych z dyskusją na Słowacji, planami rekapitalizacji europejskich banków). Nie spodziewamy się znacznej reakcji złotego na dane (znaczenie będą miały tylko realizacji brzegowe, czyli poniżej 4% oraz powyżej 4,4% na inflacji).

EURPLN technicznie

Kurs coraz bardziej oddala się od dolnego ograniczenia kanału deprecjacyjnego oraz średniej ruchomej MA14. Zbliżył się po raz kolejny do poziomu Fibo (4,2685). Na Stochastic trend wzrostowy został załamany. Przebicie poziomu 4,3600 (dużo zleczeń S/L) daje potencjał do dalszego zejście kursu nawet do 4,2685 (tam też cele wyznaczyło sobie zapewne wielu graczy technicznych).

| Wsparcie | Opór |
|----------|-----------|
| 4,2815 | 4,4144 |
| 4,2685 | 4,4118 |
| 4,2590 | 4,3655-90 |





| IRS | BID | ASK |
|-----|--------|------|
| 1Y | 4.6553 | 4.71 |
| 2Y | 4.5503 | 4.60 |
| 3Y | 4.5503 | 4.60 |
| 4Y | 4.5853 | 4.64 |
| 5Y | 4.6403 | 4.69 |
| 6Y | 4.7003 | 4.75 |
| 7Y | 4.7453 | 4.80 |
| 8Y | 4.7803 | 4.83 |
| 9Y | 4.8053 | 4.86 |
| 10Y | 4.8203 | 4.87 |

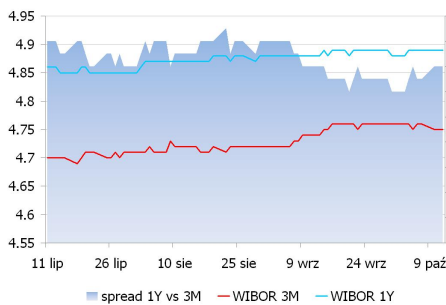
| depo | BID | ASK |
|------|-----|-----|
| ON | 4.3 | 4.6 |
| 1M | 4.5 | 4.7 |
| 3M | 4.5 | 4.7 |

| FRA | BID | ASK |
|------|------|------|
| 1x2 | 4.61 | 4.66 |
| 1x4 | 4.70 | 4.75 |
| 3x6 | 4.68 | 4.71 |
| 6x9 | 4.55 | 4.58 |
| 9x12 | 4.40 | 4.46 |

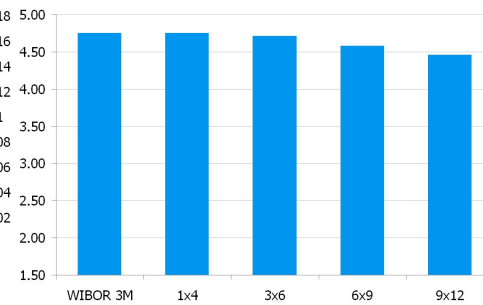
| Fixing NBP | |
|------------|--------|
| EUR/PLN | 4.3150 |
| USD/PLN | 3.1352 |
| CHF/PLN | 3.4870 |

| Poziomy otwarcia | |
|------------------|--------|
| EUR/USD | 1.3783 |
| EUR/JPY | 106.45 |
| EUR/PLN | 4.2879 |
| USD/PLN | 3.1118 |
| CHF/PLN | 3.4699 |

WIBOR 3M i 1Y



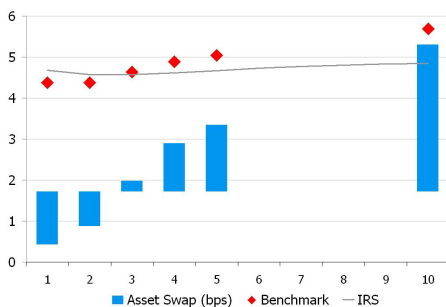
WIBOR 3M i stawki FRA



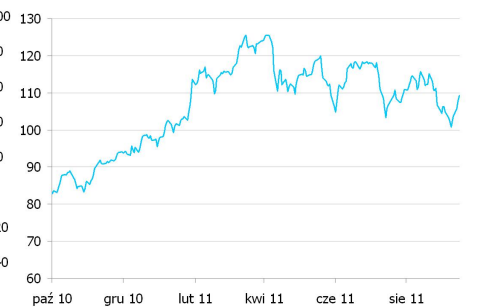
IRS 5Y i 2Y



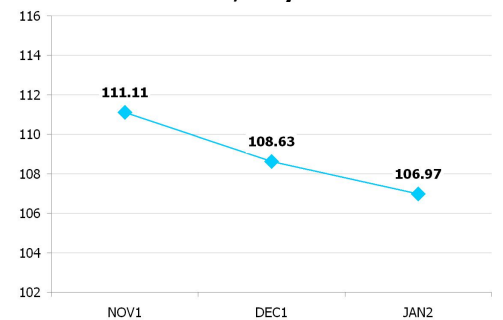
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



UWAGA!
 NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI, ORAZ BANKÓW POWIERNICZYCH. 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. BRE BANK S.A. (LUB JEGO PRACOWNICY) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKcje KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. 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. DYSTRYBUJCA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.