



## 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.zieminaska@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		
<b>17.10.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		0.2	0.0 (r)	0.2
<b>18.10.2011 WTOREK</b>							
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	wrz		-45.0	-43.3	-48.3
14:00	POL	Place r/r (%)	wrz	5.2	5.4	5.4	5.2
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	wrz	2.9	2.9	3.1	2.8
14:30	USA	PPI m/m (%)	wrz		0.2	0.0	0.8
<b>19.10.2011 ŚRODA</b>							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	wrz	4.9	5.1	8.1	7.7
14:00	POL	PPI r/r (%)	wrz	7.7	7.2	6.6	8.1
14:30	USA	Housing starts (tys. SAAR)	wrz		592	572 (r)	658
14:30	USA	Housing permits (tys. SAAR)	wrz		610	620 (r)	594
14:30	USA	Inflacja CPI r/r (%)	wrz		3.9	3.8	3.9
20:00	USA	Beżowa Księga					
<b>20.10.2011 CZWARTEK</b>							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	wrz	2.9	2.8	2.7	2.6
	POL	Minutes RPP	paź				
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.10		400	409 (r)	403
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	wrz		-9.4	-17.5	8.7
16:00	USA	Existing home sales (mln SAAR)	wrz		4.9	5.1 (r)	4.9
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt)	wrz		-20.0	-19.1	-19.9
<b>21.10.2011 PIĄTEK</b>							
10:00	GER	Indeks IFO	wrz		106.2	107.5	

## Dziś zostaną opublikowane...

● **Gospodarka globalna.** Z Niemiec poznamy indeks IFO wskazujący na nastroje panujących wśród przedsiębiorców. Spodziewany jest kolejny spadek indeksu, co jest zgodne z niepewnością i pogarszającymi się perspektywami z uwagi na spowalniającą gospodarką Niemiec i strefy euro oraz zaostrzającą się kryzys zadłużeniowy.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Zielińska-Giębocka (RPP): Nie widzi zmian stóp procentowych w I kwartale przyszłego roku.
- Agencja Moody's: Możliwa jest obniżenie perspektywy i samego ratingu Polski, jeśli koszt finansowania długu wzrośnie m.in. w wyniku przesunięć w reformach fiskalnych oraz obniżeniu deficytu budżetowego.
- KNF: Sytuacja kapitałowa banków jest dobra, a największe ryzyko dla sektora to ryzyko kursu walutowego związane z udzielaniem kredytów w walutach obcych, więc nie należy spodziewać się znaczącej deregulacji tego rynku.
- Niemcy: Wobec spodziewanego narastania światowych ryzyk gospodarczych rząd obniżył prognozę przyszłorocznego wzrostu produktu krajowego brutto z zakładanych dotąd 1,8% do 1,0%.
- Strefa euro: Na szczycie w niedzielę odbędzie się pogłębiona dyskusja nad zmianami w EFSF, jednak decyzje w tej sprawie zostaną podjęte na drugim szczycie, który odbędzie się najpóźniej w środę.

Decyzja RPP (9.11.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.032	0.019
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.192	-0.007
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.794	-0.014
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		



## Spadek inflacji bazowej we wrześniu

Podstawowy wskaźnik inflacji bazowej (po wyłączeniu cen energii i żywności) obniżył się we wrześniu do 2,6% z 2,7% r/r. Spadły również pozostałe wskaźniki inflacji bazowej za wyjątkiem tzw. 15% średniej odciętej, która utrzymała się na poziomie 4,2% r/r. Zasadniczym powodem spadku inflacji bazowej jest dość powszechne wyhamowanie wzrostów cen w kategoriach popytowych - wzrosty w kategoriach restauracje i hotele, rekreacja, czy użytkowanie mieszkania nie przekroczyły 0,2% m/m. Wskaźnik inflacji bazowej okazałby się jeszcze niższy, dyby nie skokowa podwyżka opłat za przedszkola (9% m/m). W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego (choć powolnego) obniżania się inflacji bazowej. Presja popytowa, o czym świadczą również oczekiwania inflacyjne publikowane przez NBP, zaczyna się systematycznie obniżać. Czynniki podwyższającymi inflację są (i będą w kolejnych kwartałach) kurs walutowy oraz podwyżki cen kontrolowanych.

zmniejszenie tempa wzrostu produktywności, prowadzące do obniżenia się naturalnej stopy procentowej.

## „Minutes” RPP wskazują na stabilizację stóp procentowych w najbliższych miesiącach

Choć jak zwykle w przypadku zapisów dyskusji na posiedzeniach RPP polaryzacja opinii pozostaje znaczna, obecny konsensus dryfuje w kierunku „pewnego” spowolnienia wzrostu oraz stopniowego obniżania się inflacji. Jako główne ryzyka dla takiego scenariusza wymieniono niestabilność na rynkach finansowych oraz kurs złotego. Uważamy, że z uwagi na ten drugi czynnik RPP obecnie wzbrania się przed nakreśleniem kierunkowego scenariusza obniżek stóp procentowych stawiając na okres stabilizacji stóp procentowych.

Ciekawym elementem pojawiającym się w „Minutes” są wyniki (prawdopodobnie) najnowszych badań koniunktury NBP, które nie zostały jeszcze opublikowane, w których to zaczyna przeważać odsetek przedsiębiorców oczekujących spadku zatrudnienia oraz spadać odsetek firm planujących wzrost płac (jak dotąd przeważały sygnały, że dotychczasowa dynamika płac to efekt przeszłych negocjacji płacowych).

Publikacja „Minutes” nie zmienia naszego scenariusza na politykę pieniężną. W najbliższych miesiącach utrzymana zostanie neutralna (miejscami nawet jastrzębia) retoryka, wspierana względnie dobrymi danymi ze sfery realnej oraz podwyższoną inflacją, która będzie spójna z determinacją NBP do obrony kursu złotego. Choć niektórzy członkowie RPP (patrz dzisiejsze komentarze Zielińskiej-Głębockiej) wskazują, że stopy pozostaną bez zmian także w I kwartale, obecna dynamika procesów gospodarczych sugeruje raczej znaczne skrócenie horyzontu planowania w polityce pieniężnej (żaden bank centralny oprócz Fed nie wskazuje dłuższego scenariusza dla stóp procentowych). Uważamy, że furtka do obniżek stóp procentowych otworzy się na początku 2012 roku wraz ze spadkiem inflacji i bardziej wyraźnym spowolnieniem widocznym w rachunkach narodowych (członkowie RPP jak zwykle będą opierać swoje decyzje na danych o PKB). RPP z łatwością pogodzi się z niższymi stopami procentowymi, gdyż wśród jej członków pojawia się coraz więcej opinii (dość ważny fragment w „Minutes”), że stopy mogą być utrzymywane obecnie na niższym poziomie z uwagi na frykcje na rynkach finansowych (+środowisko strukturalnie niższego wzrostu gosp. związane z delewarowaniem się sektora prywatnego i publicznego) oraz



### EURUSD fundamentalnie

EUR w zasadzie bez zmian, aczkolwiek było nerwowo. Zamieszanie wokół EFSF jest kontynuowane. Początkowo EUR osłabiało się z uwagi na brak porozumienia Niemiec i Francji odnośnie funduszu EFSF oraz roli EBC (odrzucona została m.in. propozycja, aby EFSF bezpośrednio gwarantował emisje długu, a jedynie kraje pożyczaczy celem zagwarantowania części emisji długu). Z tego też powodu pojawiła się informacja o możliwym przesunięciu szczytu na późniejszy termin. Paryż obawia się, że wybór niekorzystnego rozwiązania zwiększenia funduszy EFSF może spowodować zagrożenie dla ratingu kraju. Ostatecznie niedzielny szczyt odbędzie się i będzie poprzedzał kolejny szczyt (26 października), na którym mają być podjęte kluczowe decyzje. EUR odreagowało po informacjach o zarekomendowaniu przez ekspertów tzw. trojki wypłaty kolejnej transzy pakietu pomocowego dla Grecji. Z kolei w Grecji kolejny program oszczędnościowy został przyjęty przez parlament przy towarzyszących zamieszkach. Dziś sesja bez szczególnych danych, a jedynym czynnikiem wpływu pozostaje sprawa EFSF oraz oczekiwania co do postępów rozwiązania kryzysu. Rynek porusza się w rytm sprzecznych informacji, a inwestorzy mają czasem spory problem z rozwikłaniem, czy są one złe czy dobre.

### EURUSD technicznie

EURUSD wyraźnie ograniczany od góry przez górną linię kanału deprecjacyjnego (bardzo skuteczny opór, wytrzymał już 5 razy) na wykresie dziennym. Nieco wyżej (okolice 1,3950-1,4000) kształtuje się solidna linia opory wznaczona przez średnie z wykresu tygoniowego. Aby przełamać ten mur konieczne będą dobre dane fundamentalne. Jak na razie perspektywa jest negatywna.

Wsparcie	Opór
1,3680	1,3900
1,3516	1,3874
1,3245	1,3830





### EURPLN fundamentalnie

Złoty dużo słabszy. Do późnego popołudnia porusza się w ślad za EUR. Pozostawał bardziej pod wpływem czynników globalnych niż lokalnych. Polityczne zawirowania wokół EFSF oraz oczekiwania inwestorów (choć mocno wystudzone) odnośnie zbliżającego się weekendowego szczytu determinują kierunki wahań złotego. W sytuacji mocnych spadków EURUSD o pomiędzy 16 i 18, złoty mocno osłabił się a dodatkowym katalizatorem były wypowiedzi agencji Moody's, że możliwa jest obniżka perspektywy i samego ratingu Polski, jeśli koszt finansowania długu wzrośnie m.in. w wyniku przesunięć w reformach fiskalnych oraz obniżeniu deficytu budżetowego. Dziś od rana jak na razie stabilnie, choć przełamanie ważnych technicznie poziomów zerwało korelację z EURUSD.

### EURPLN technicznie

Złoty przebił się przez średnią ruchomą oraz środek wstęgi Bollingera, zaznaczając lokalne przyspieszenie trendu deprecjacyjnego. Jak na razie realizuje się nakreślony przez nas scenariusz podwójnego dna (wykres dzienny), co sprzyjać powinno dalszej korekcie w górę. Najbliższy opór na 4,4650 - jego pokonanie świadczyć będzie o dużym squeeze na pozycjach i pozycjonowaniu pod atak na poziomy interwencyjne (scenariusz „kryzysowy”).

Wsparcie	Opór
4,3710	4,5200
4,3380	4,4650
4,3270	4,4118





IRS	BID	ASK
1Y	4.8155	4.87
2Y	4.7555	4.81
3Y	4.7455	4.80
4Y	4.8005	4.85
5Y	4.8755	4.93
6Y	4.9355	4.99
7Y	4.9855	5.04
8Y	5.0255	5.08
9Y	5.0505	5.10
10Y	5.0705	5.12

depo	BID	ASK
ON	4.3	4.4
1M	4.5	4.6
3M	4.6	4.8

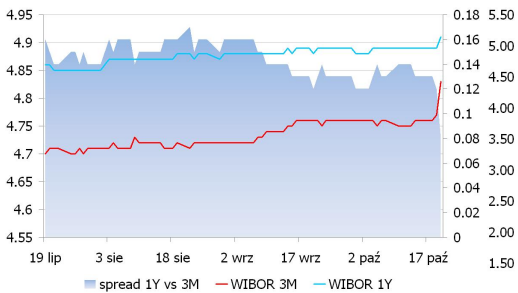
FRA	BID	ASK
1x2	4.64	4.69
1x4	4.82	4.88
3x6	4.83	4.86
6x9	4.72	4.75
9x12	4.53	4.59

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3628
USD/PLN	3.1779
CHF/PLN	3.5197

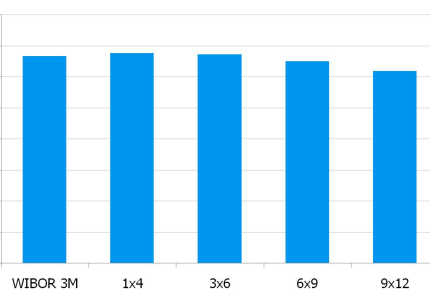
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3773
EUR/JPY	105.85
EUR/PLN	4.3981
USD/PLN	3.1933
CHF/PLN	3.5762

WIBOR 3M i 1Y



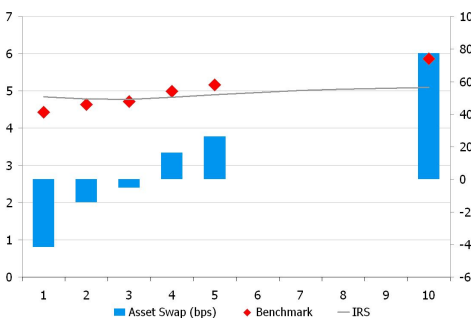
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



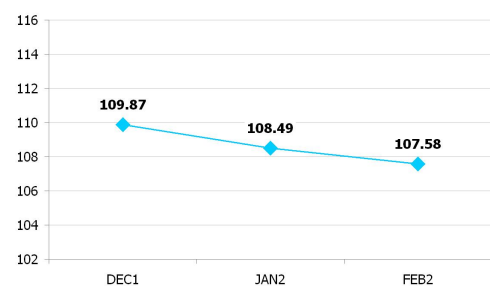
Asset swap i IRS



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.