



## 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>07.11.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
12:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		-0.9	-0.4	-2.7
<b>08.11.2011 WTOREK</b>							
	EUR	Spotkanie EcoFin w Brukseli					
8:00	GER	Eksport m/m (%)	wrz		-0.8	3.5	0.9
8:00	GER	Import m/m (%)	wrz		0.4	0.0	-0.8
<b>09.11.2011 ŚRODA</b>							
	POL	Decyzja RPP (%)	lis	4.5	4.5	4.5	
9:00	CZK	CPI r/r (%)	paź			1.8	
<b>10.11.2011 CZWARTEK</b>							
8:00	GER	CPI m/m (%)	paź		0.0	0.0	
13:00	UK	Decyzja BoE (%)	lis		0.5	0.5	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	04.11.		390	397	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	wrz		-46.0	-45.6	
<b>11.11.2011 PIĄTEK</b>							
8:00	HUN	CPI r/r (%)	paź		3.6	3.6	
15:55	USA	Indeks Univ. Michigan preliminary (pkt.)	lis		61.0	60.9	

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś ogłoszona zostanie decyzja RPP. Nic nie wskazuje na zmianę dość jastrzębiego nastawienia członków rady. Inflacja pozostaje na podwyższonym poziomie (nasza prognoza za październik to 4,2%), dane realne wciąż pozytywnie zaskakują (produkcja, sprzedaż, październikowy PMI) i podobne tendencje powinny zostać przedstawione także w nowej projekcji NBP wzrostu i inflacji, która zawarta będzie w dzisiejszym komunikacie. Dodatkowo, interwencje NBP na rynku FX oddalają poluzowanie wymuszając spójność podejmowanych działań. Przestrzeń do obniżek otworzy się na początku 2012r. (spadek inflacji, wyraźne sygnały pogorszenia koniunktury) wspierany przez rozszerzenie dysparytetu stóp w związku z działaniami EBC (więcej czytaj w sekcji analizy).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

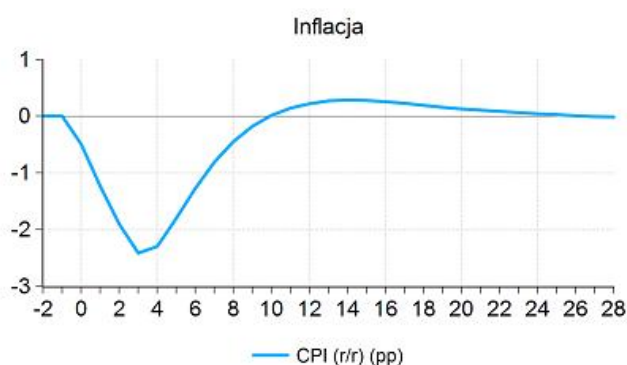
- Majszczyk (MinFin): Deficyt budżetu po październiku wyniósł 22,5 mld zł.
- Fedak (Min. Pracy): Poziom bezrobocia w październiku wzrósł lekko wobec września.
- Tusk: Celem nowego rządu będą głębokie, twarde reformy, aby pozycja finansowa Polski pozostała niezagrożona.
- Berlusconi: Poda się do dymisji po uchwaleniu ustawy o stabilizacji finansów przez parlament.

Decyzja RPP (9.11.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.869	0.040
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.088	-0.018
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.749	-0.014
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Dziś decyzja RPP ws stóp procentowych. Nowa projekcja inflacyjna i zmienność na rynku walutowym argumentami przeciw szybkim obniżkom stóp.

Bieżące nastroje w Radzie są wręcz jastrzębie - cytując opis dyskusji po posiedzeniu - „Część członków Rady (a więc prawie połowa) była jednocześnie zdania, że w kolejnych kwartałach prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest większe niż obniżek, szczególnie jeśli inflacja - na skutek osłabienia się kursu złotego wywołanego przez napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych - będzie się utrzymywała powyżej celu inflacyjnego dłużej niż się obecnie oczekuje.” Wspierac te nastroje powinny bieżące dane makroekonomiczne - w III kw. PKB prawdopodobnie rósł nadal w tempie powyżej 4% r/r - oraz wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej (publikowanej łącznie z komunikatem RPP ws. stóp procentowych). Wyniki nowej projekcji PKB nie powinny znacząco w średnim terminie odbiegać od wyników projekcji lipcowej - podwyższona zostanie prawdopodobnie ścieżka inwestycji publicznych, dodatnią kontrybucję do wzrostu PKB utrzymają inwestycje prywatne. Przebieg taki (wzrost PKB w 2012 na poziomie 3,2%) zresztą komunikował już szef instytutu ekonomicznego A. Sławiński. Większych rozbieżności pomiędzy projekcją listopadową i lipcową spodziewamy się w przypadku inflacji. Od lipca nastąpiło niemal 10%, nieantycypowane przez poprzednią projekcję, osłabienie złotego do euro. Kanał kursowy jest według modelu NECMOD najsilniejszym kanałem transmisji polityki monetarnej. 10% osłabienie złotego mogłoby podnieść ścieżkę inflacji nawet o 2pp w perspektywie roku. W świetle tak silnego oddziaływania kursu walutowego wysoce nieprawdopodobne wydaje się zatem uzyskanie na podstawie modelu NECMOD ścieżki inflacji schodzącej poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) już w 2012 roku.

Wykres: Wpływ 10% osłabienia kursu złotego na inflację (na podstawie modelu NECMOD)



Takim (wyższym) wynikiem projekcji ciężko byłoby RPP odeprzeć nagłe złagodzenie stanowiska, czy wręcz zapowiedzi poluzowania monetarnej. Do dalszej (krótkoterminowej) dywergencji oczekiwań na ścieżkę stóp w Polsce i w strefie euro może przyczynić się seria odczytów danych w listopadzie poczynając od ponownego wzrostu inflacji z 3,9% do 4,2-4,3% r/r.

Temat obniżek stóp może powrócić na początku 2012 roku. Wówczas ryzyko spekulacyjnego osłabienia złotego poddyktowane - jak to ma miejsce obecnie przebiegiem prognozy

ostrożnościowego zadłużenia - nie będzie głównym czynnikiem wzmagającym zmienność złotego, a zwiększona różnica oficjalnych stóp do tych w Eurolandzie będzie stanowić istotny argument za odwróceniem części agresywnego zacieśnienia monetarnej z początku 2011 roku. Dodatkowo na początku 2012 roku bardziej ewidentne powinny okazać się słabnięcie popytu konsumpcyjnego i pogorszenie perspektyw dla wzrostu - argumenty, które ze względu na zaskakująco dobre bieżące dane nie trafiają obecnie do większości w RPP.



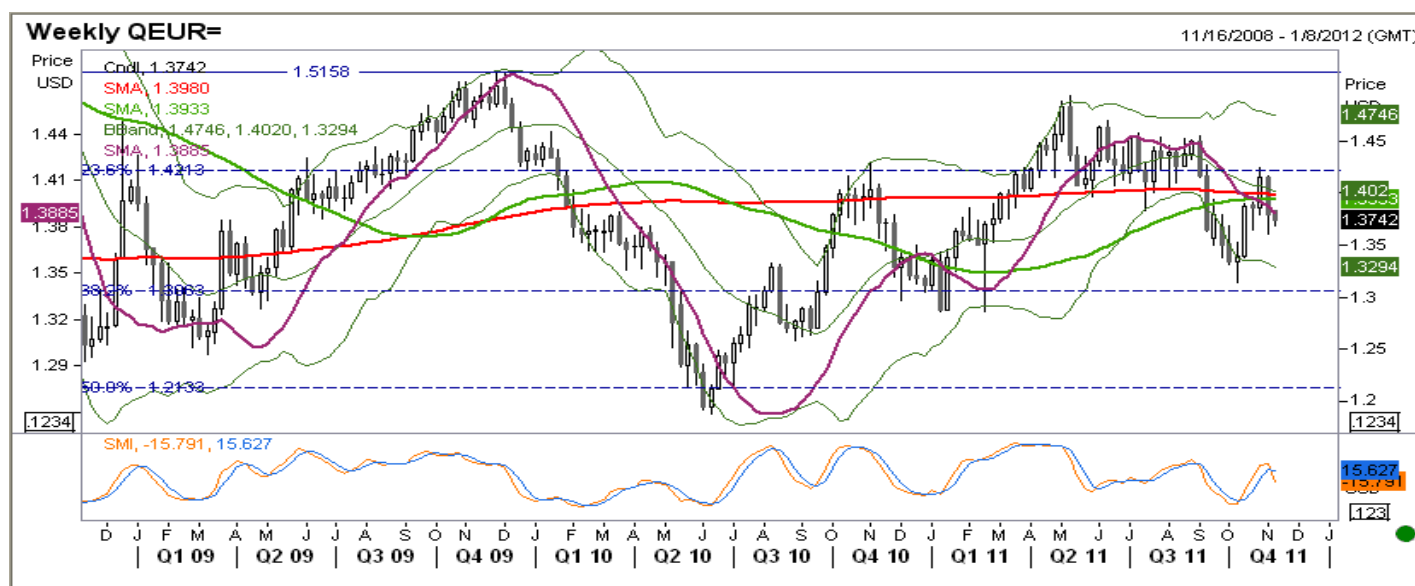
### EURUSD fundamentalnie

EUR silniejsze. Wczoraj wspólna waluta stopniowo zyskiwała. Publikacja lepszych danych od oczekiwań eksportu Niemiec znalazła pozytywne odzwierciedlenie w notowaniach EUR. Później rynek wyczekiwał na ewentualne informacje ze spotkania EcoFin w Brukseli oraz wyniki głosowania we Włoskim parlamencie. Rząd Berlusconiego stracił większość. Zapowiedział ustąpienie, gdy tylko plan obniżenia wydatków zostanie przyjęty. Obecnie trwają rozmowy odnośnie utworzenia tzw. „rządu technicznego”. Wywołało to pozytywną reakcję na rynku. Można wnioskować, że rynki mają większy sentyment do tego typu rządów, gdyż postrzegane są bardziej wiarygodne odnośnie wdrażania reform fiskalnych. Dzisiaj kalendarz bez ważnych publikacji, zatem na rynku powinno być nieco spokojniej. Tymczasem rynki będą obserwować rozwój sytuacji politycznej w Grecji oraz we Włoszech.

### EURUSD technicznie

EURUSD próbuje przebić MA55, na razie bez powodzenia. Rosnące momentum wzrostowe na oscylatorze zwiększa szanse na kontynuację ruchu w górę. Ale krótsze wykresy mogą nie potwierdzać takiego optymizmu, tam również kurs osiadł na średnich MA200 i o ile jeszcze EURUSD bliski jest wyprzedzenia w godzinnej perspektywie, to wykres 4h bliski jest wygenerowania sygnału sprzedaży a ostatni range wyrysowany na tej częstotliwości jest dość regularny. Tak więc wykres dzienny może faworyzować długie pozycje w EURUSD, jednak nie z obecnych poziomów tylko raczej z okolic 1,3700-50 (ew. zajmowane teraz krótkie z takim celem). Uwaga na zmienność. Złamanie 1,3850/3900 (impuls fundamentalny) faworyzować może już strategię typu trend-following; analogicznie zejście poniżej 1,3610.

Wsparcie	Opór
1,3778	1,4100
1,3700	1,3900
1,3680	1,3835/55





### EURPLN fundamentalnie

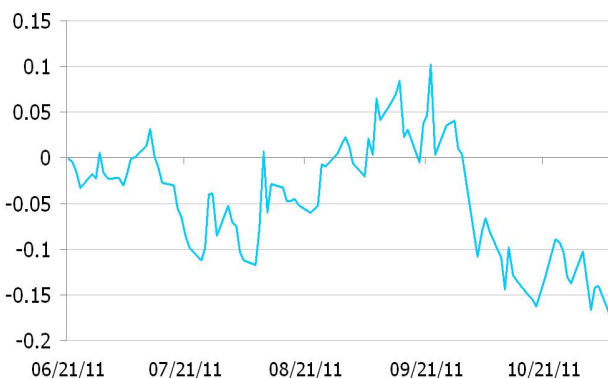
Złoty silniejszy. Umacniał się stopniowo w ślad za EURUSD. Premier Tusk zapowiedział, że w tym tygodniu zostaną przedstawione kandydatury do nowo formowanego rządu oraz celem nowego rządu będą twarde reformy gospodarcze. Reformy strukturalne, którymi miałyby się zająć rząd skupują bardzo powoli. Jak na razie jest to zbyt mało, aby stanowić po tej stronie jednoznaczne wsparcie dla krajowej waluty. Czynniki krajowe plasują się jednak wciąż na rekordowo wysokich poziomach i kontynuują ruch horyzontalny, co mogłoby sugerować rychłe odwrócenie (przynajmniej na krótkiej próbie). Widmo intensywniejszej wymiany środków walutowych MinFin przez BGK na rynku stanowi jedynie czynnik powstrzymujący przed silniejszym osłabieniem złotego. Dziś złoty będzie pod wpływem posiedzenia RPP, na którym stopy powinny pozostać bez zmian. Prawdopodobnie jastrzębie nastawienie zostanie podtrzymane.

### EURPLN technicznie

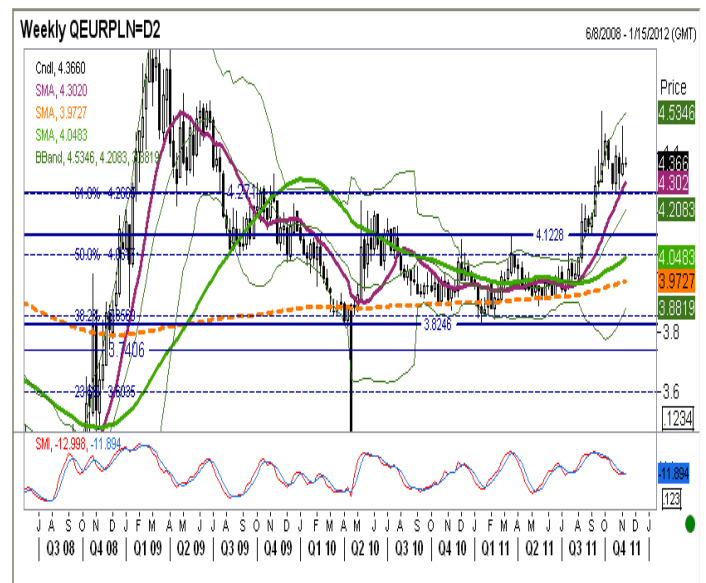
Solidny ruch z rana, zejście do dolnego ograniczenia kanału deprecjacyjnego; tuż pod nim leży MA55, które mogą stanowić solidne wsparcie. Do ostrożności składnia też analiza przy większej częstotliwości. Na wykresie 1h momentum spadkowe bliskie wyczerpania (uwaga na strzał stochastyczny, pewnie w okolicie wspomnianej średniej z wykresu dziennego), na wykresie 4h symptomy odwrócenia oscylatora w górę. Tak więc biorąc pod uwagę zachowanie EURUSD, w perspektywie najbliższych godzin analiza techniczna może faworyzować długie pozycje w EURUPLN, zajmowane po bieżących poziomach (4,3400), lub optymalnie nieco niżej (4,3240). Cel co najmniej 4,3600.

Wsparcie	Opór
4,3382	4,3650
4,3231/40	4,3580/600
4,2773	4,3500

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



\* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.





IRS	BID	ASK
1Y	4.79	4.84
2Y	4.61	4.67
3Y	4.62	4.68
4Y	4.68	4.75
5Y	4.75	4.82
6Y	4.8	4.87
7Y	4.85	4.92
8Y	4.88	4.94
9Y	4.91	4.96
10Y	4.92	4.99

depo	BID	ASK
ON	4.0	4.2
1M	4.6	4.8
3M	4.8	5.0

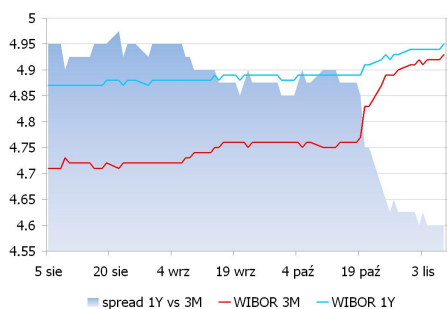
FRA	BID	ASK
1x2	4.72	4.77
1x4	4.88	4.98
3x6	4.85	4.88
6x9	4.64	4.67
9x12	4.51	4.54

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3619
USD/PLN	3.1681
CHF/PLN	3.5117

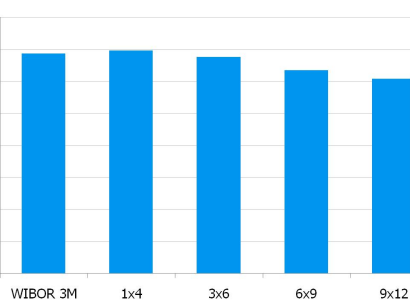
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3835
EUR/JPY	107.48
EUR/PLN	4.3500
USD/PLN	3.1382
CHF/PLN	3.5122

WIBOR 3M i 1Y



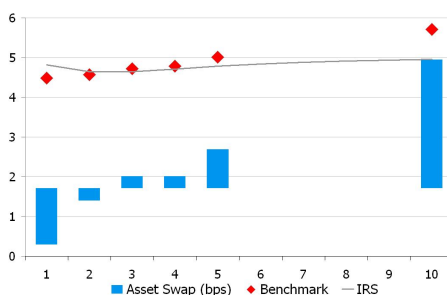
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



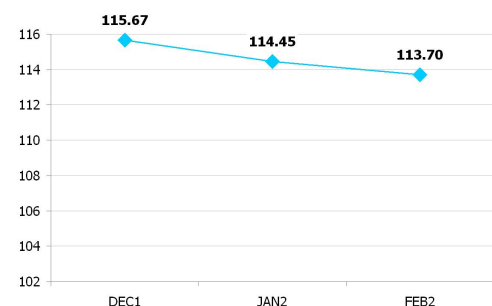
Asset swap i IRS



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. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.