

**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.ziemińska@brebank.pl

**Departament Rynków Finansowych**

Transakcje Walutowe  
Marcin Turkiewicz  
tel. +48 22 829 01 84  
marcin.turkiewicz@brebank.pl

Transakcje Stóp Procentowych  
Łukasz Barwicki  
tel. +48 22 829 01 93  
lukasz.barwicki@brebank.pl

**Departament Sprzedaży  
Rynków Finansowych**

Współpraca z Klientami  
Bogusław Goleń  
tel. +48 22 829 02 11  
bogdan.golen@brebank.pl

Klienci Finansowi  
Inga Gaszkowska-Gębska  
tel. +48 22 829 12 05  
inga.gaszkowska-gebska@brebank.pl

Instrumenty Strukturyzowane  
Jacek Jurczyński  
tel. +48 22 829 15 16  
jacek.jurczynski@brebank.pl

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

**Spis treści**

<b>Główne wskaźniki makroekonomiczne</b>	<b>2</b>
<b>Polityka monetarna</b>	<b>3</b>
Rada praktycznie zapowiedziała obniżkę stóp procentowych na listopad. Jedno co po październikowej decyzji jest niemal pewne to to, że Rada po raz kolejny (patrz późniejsze rozpoczęcie podwyżek w 2011 roku, zamiast na jesieni 2010, całkowicie nie w tempo podwyższenie stóp w maju 2012) potwierdziła, że działa ze znacznym opóźnieniem względem cyklu osłabiając antycykliczną funkcję polityki pieniężnej w Polsce. Oczekujemy, że RPP obniży stopy o 25 pb. w listopadzie, zaś cały cykl przekroczy 100-125pb.	
<b>Gospodarka polska - niższa inflacja na horyzoncie</b>	<b>4</b>
W kolejnych kwartałach spodziewać należy się wyraźnego spadku inflacji (do celu na przełomie I i II kw. 2013) pod wpływem dalszego obniżania dynamiki popytu wewnętrznego, relatywnie (w stosunku rocznym) mocnego kursu złotego i utrzymania taryf na energię. Wyraźna zmiana trajektorii procesów inflacyjnych, tym bardziej że następuje po blisko trzyletnim okresie uporczywej inflacji, może mieć kluczowe znaczenie dla polityki pieniężnej w Polsce znacząco zwieszając przestrzeń do obniżek stóp procentowych - przestrzeń, nieantycypowaną zarówno przez rynek, jak i coraz bardziej zachowawczą i zorientowaną na historyczne dane Radę Polityki Pieniężnej.	
<b>Gospodarka polska - Załamanie kredytów przedsiębiorstw dopiero przed nami</b>	<b>7</b>
Publikacja danych o PKB za II kwartał 2012 roku była sporym zaskoczeniem, podobnie jak jego struktura - w tym niski, jedynie 1,9% wzrost inwestycji. Ograniczanie decyzji inwestycyjnych wpływa negatywnie na wolumen kredytów korporacyjnych, których roczna stopa wzrostu porusza się podobną ścieżką, jak same inwestycje (nieznacznie opóźnioną). Nasze modele wskazują, że w 2013 roku wolumen kredytów dla przedsiębiorstw obniży się i jedynie przy optymistycznych założeniach w 2014 roku powróci na ścieżkę wzrostową.	
<b>Euromonitor</b>	<b>10</b>
<b>Na rynku</b>	<b>11</b>
Szykuje się neutralno-negatywny miesiąc dla EURUSD. Początek miesiąca może przynieść jeszcze umocnienie EURPLN na fali carry trades wspartych brakiem obniżki stóp przez RPP. Dalszej części miesiąca przypisałibyśmy już jednak deprecjację krajowej waluty, wraz z intensyfikacją skali rozluźnienia monetarnego po serii gorszych miesięcznych danych makro.	
<b>Kalendarz publikacji danych</b>	<b>14</b>

**PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE**

Wskaźnik	2009	2010	2011	2012 F	2013 F	
PKB r/r	1.7	3.8	4.3	2.2	1.5	
Inflacja (średnia w okresie)	3.5	2.8	4.2	3.6	2.7	
Saldo rachunku obrotów bież. (%PKB)	-1.6	-4.5	-4.9	-2.5	-1.5	
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12.1	12.4	12.5	13.5	14.4	
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25	
	2011	2011	2012	2012	2012	2012
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3 F	Q4 F
PKB r/r	4.2	4.3	3.5	2.4	2.0	1.3
Inflacja (średnia w okresie)	4.1	4.6	3.9	4.0	3.9	3.2
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	4.25

F - prognoza



## Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Mar 2012	Kwi 2012	Maj 2012	Cze 2012	Lip 2012	Sie 2012	Wrz2012
<b>PKB i produkcja</b>							
PKB (%)	3.5			2.4			
Popyt krajowy (%)	2.7			-0.2			
Spożycie indywidualne (%)	2.1			1.5			
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	6.7			1.9			
Wartość dodana (%)	3.2			2.2			
w przemyśle (%)	3.4			1.6			
w budownictwie (%)	9.6			1.4			
w handlu (%)	5.5			0.3			
Produkcja przemysłowa r/r (%)	0.7	2.9	4.6	1.2	5.2	0.5	-3.4
Produkcja przemysłowa m/m (%)	10.7	-7.5	4.5	-2.0	-2.3	-0.8	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	10.7	5.5	7.7	6.4	6.9	5.8	3.8
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	15.7	-2.4	0.9	0.2	1.3	0.1	
<b>Rynek pracy</b>							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3770.7	3719.8	3618.0	3754.5	3700.0	3686.4	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	3.8	3.4	3.8	4.3	2.4	2.7	1.8
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	5.7	-1.3	-2.7	3.8	-1.5	-0.4	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	0.5	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	-0.1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	
Stopa bezrobocia (%)	13.3	12.9	12.6	12.4	12.3	12.4	12.5
<b>Ceny</b>							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	0.5	0.6	0.2	0.2	-0.5	-0.3	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	3.9	4	3.6	4.3	4	3.8	4.1
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	2.4	2.7	2.3	2.3	2.3	2.1	2.0
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	0.1	0.7	0.4	-0.5	-0.4	0.1	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	4.4	4.4	5.2	4.4	3.6	3.1	1.7
<b>Agregaty monetarne</b>							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	874.5	870.6	884.2	884.7	886.9	893.5	895.9
Podaż pieniądza r/r (%)	9.3	10.3	11.3	11.1	11.1	9.5	8.0
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	9.7	10.1	9.9	7.6	3.6	3.5	1.3
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	15.5	13.9	14.6	12.4	11.1	10.9	8.2
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	12.3	11.9	13.0	13.1	12.4	11.9	10.6
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	7.9	4.2	4.7	2.4	4.0	2.0	-0.4
<b>Zagranica</b>							
Rachunek obrotów bieżących (mld EUR)	-585	-734	-403	-1025	-1027	-737	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.15	4.17	4.39	4.22	4.12	4.17	4.12
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.11	3.15	3.55	3.35	3.35	3.31	3.20
<b>Stopy procentowe</b>							
Stopa interwencyjna NBP (%)	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
Stopa lombardowa (%)	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25
Stopa depozytowa (%)	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
WIBOR 3M (%)	4.84	4.85	5.01	5.03	5.01	4.89	4.82
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.62	4.66	4.79	4.60	4.20	4.06	4.05
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	4.94	4.89	5.04	4.72	4.42	4.32	4.18
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	5.50	5.41	5.45	5.15	4.87	4.84	4.69
<b>Gospodarka światowa</b>							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	2.6	2.6	2.4	2.4	2.4	2.6	2.7
PKB w strefie euro r/r (%)	0.0			-0.5			
Stopa podstawowa ECB (%)	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8	0.75	0.75
Inflacja w USA r/r (%)	2.7	2.3	1.7	1.7	1.4	1.7	
PKB w USA r/r (%)	2.0			1.3			
Stopa docelowa Fed Funds (%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25

Źródło: Bloomberg; Reuters; NBP; GUS; EBC; Fed; Eurostat.

Prognozy oznaczono kursywą.

## Polityka monetarna

### Stopy procentowe NBP bez zmian po październikowym posiedzeniu, ale Rada zapowiada obniżkę w listopadzie

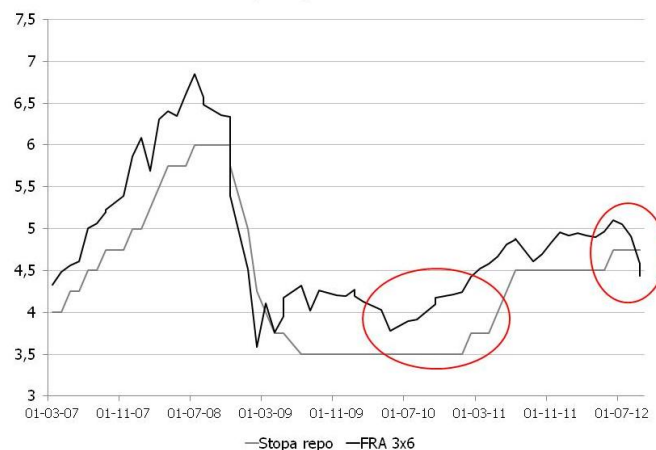
Wbrew oczekiwaniom uczestników rynku oraz analityków Rada nie zmieniła stóp na październikowym posiedzeniu. Tym samym Rada pozostała niewzruszona wobec wyraźnie pogarszającej się koniunktury w Polsce, a więc i rosnącej przestrzeni do poluzowania monetarnego. Na proces ten zresztą wskazano bezpośrednio w komunikacie - „w najbliższych kwartałach inflacja będzie się stopniowo obniżać, czemu sprzyjać będzie wygasanie statystycznych efektów bazy w warunkach obniżającej się dynamiki popytu w gospodarce”. Rada kontynuuje tym samym obrany jeszcze przed wakacjami kurs obrony swojej reputacji po kontrolowanej, majowej podwyżce stóp procentowych. Obronie reputacji ma służyć bardzo powolna, świadcząca o braku paniki w gremium, zmiana nastawienia i skoordynowanie w czasie obniżki stóp z publikacją projekcji. Obniżka została praktycznie zasygnalizowana w samym komunikacie (zmiana „rozważy” na „dokona złagodzenia polityki pieniężnej” i potem przez Belkę w czasie konferencji). Działanie takie prawdopodobnie wbrew intencjom prezesa NBP (możemy się tylko domyślać powodów jego wyjątkowego zdenerwowania podczas konferencji) nie czyni decyzji RPP bardziej przewidywalnymi.

Jedno co po październikowej decyzji jest niemal pewne to to, że Rada po raz kolejny (patrz późniejsze rozpoczęcie podwyżek w 2011 roku, zamiast na jesieni 2010, całkowicie nie w tempo podwyższenie stóp w maju 2012) potwierdziła, że działa ze znacznym opóźnieniem względem cyklu osłabiając antycykliczną funkcję polityki pieniężnej w Polsce.

Co zatem czeka nas w kolejnych miesiącach? Jak już wspomnieliśmy RPP obniży stopy w listopadzie (jedynie o 25 pb trzymając się obrony reputacji) potem w kolejnych miesiącach kontynuowała będzie politykę obniżek małymi krokami. W całym cyklu obniżki przekroczą 100-125 pb (na taki scenariusz wydaje się być Rada już gotowa sygnalizując zgodnie w niezależnych wypowiedziach powrót inflacji do celu na poziomie 2,5% i limit obniżek jako ten przy którym stopa realna pozostanie wyższa od zera). Sekwencja danych makroekonomicznych w kolejnych miesiącach (głębsze spowolnienie, spadek produkcji przemysłowej i projekcja inflacyjna potwierdzająca powrót inflacji do celu i obniżenie się inflacji pod koniec tego roku) sprzyjać będą generowaniu oczekiwań na pełen cykl poluzowania w skali zbliżonej do tej z poprzednich cykli.

Twierdzenie (niestety popularne w samej RPP) o nieskuteczności polityki pieniężnej w Polsce to ekonomiczny nihilizm. Efektywność polityki pieniężnej zwiększyło ostatnio wyłączenie możliwości substytucji kredytu złotowego walutowym (regulacje KNF) oraz płynny kurs złotego (złoty jest zatem obecnie za mocny biorąc pod uwagę fazę cyklu koniunkturalnego i dodatkowo staje się wdzięcznym obiektem carry trades). Opóźnienie cyklu obniżek stóp prawdopodobnie przełoży się zatem na pogłębienie spowolnienia - w I kw. 2013 tempo wzrostu PKB może zbliżyć się do zera w ujęciu rocznym.

Wykres 1: Stopa repo vs FRA 3x6



Źródło: Reuters

## Gospodarka polska - Niższa inflacja na horyzoncie

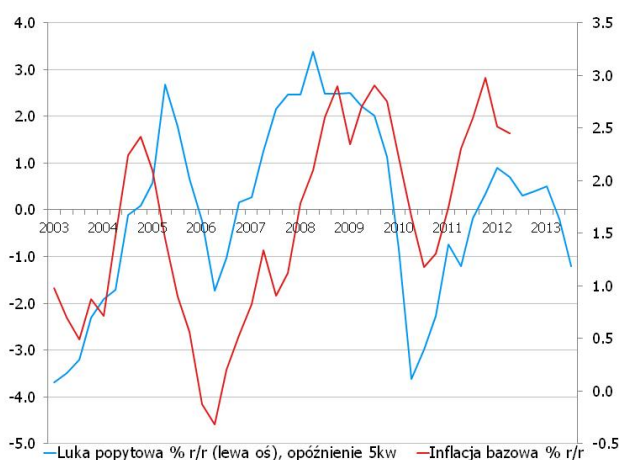
Po wynikającym z bazy statystycznej (niskie ceny żywności we wrześniu 2011) odbiciu inflacji we wrześniu, w kolejnych miesiącach również baza statystyczna (rekordowe wzrosty cen paliw, żywności i gwałtowne osłabienie złotego w końcu 2011) zdeterminuje obniżenie rocznego wskaźnika inflacji. W grudniu 2012 roczny wskaźnik inflacji może zatem wynieść około 3%. W kolejnych kwartałach podstawowymi determinantami inflacji będą: 1) spowolnienie gospodarcze i mniejsza presja popytowa, 2) ceny żywności, 3) ceny energii, w tym regulowane ceny energii elektrycznej i gazu 4), ceny regulowane i opłaty ustalane na poziomie samorządów. Poniżej odnosimy się do każdej z determinant inflacji ostatecznie formułując prognozę wskaźnika inflacji na kolejne kwartały 2013 roku.

### Spowolnienie gospodarcze i mniejsza presja popytowa

Jak już niejednokrotnie pisaliśmy (patrz choćby wrześniowe wydanie MPM) oczekujemy wyraźnego osłabienia koniunktury w polskiej gospodarce w kolejnych kwartałach. Spowolnienie to przede wszystkim dotknie/dotyka popyt wewnętrzny, w tym spożycie indywidualne. Skutkować ono będzie oczywiście pogłębieniem negatywnej luki popytowej. Historycznie stabilną relację między luką popytową i inflacją oraz dynamiką konsumpcji i inflacją ilustrujemy na wykresach poniżej.

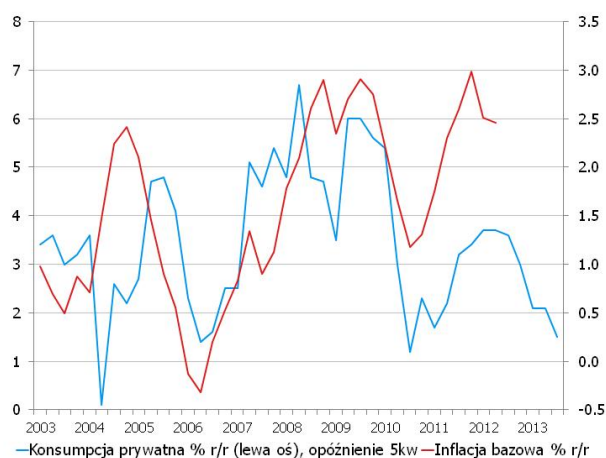
Aby uchwycić wpływ kursu walutowego na inflację bazową postanowiliśmy wtłoczyć nasze relacje (opóźnienie luki popytowej bądź konsumpcji - w ten sposób przy prognozie inflacji możemy oprzeć się na już zrealizowanych odczytach, a więc nie ma tu mowy o problemach z prognozowaniem zmiennych egzogenicznych) do modelu ekonometrycznego, który dodatkowo obejmuje kurs walutowy. Przy naszym scenariuszu dotyczącym kursu złotego (osłabienie do 4,30 na przełomie roku, później spadek kursu do 3,95 pod koniec 2013) możliwe jest obniżenie inflacji bazowej do 1,0-1,5% na koniec roku 2013.

Wykres 1: Inflacja bazowa a luka PKB



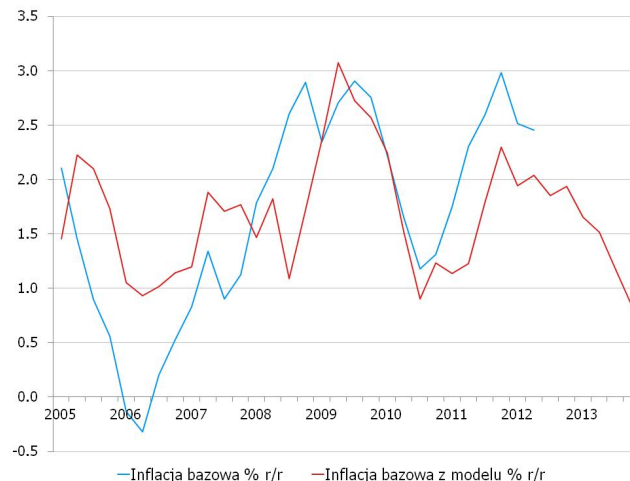
Źródło: Opracowanie własne, GUS.

Wykres 2: Inflacja bazowa a konsumpcja



Źródło: Opracowanie własne, GUS.

Wykres 3: Inflacja bazowa i jej prognoza



Źródło: Opracowanie własne, GUS.

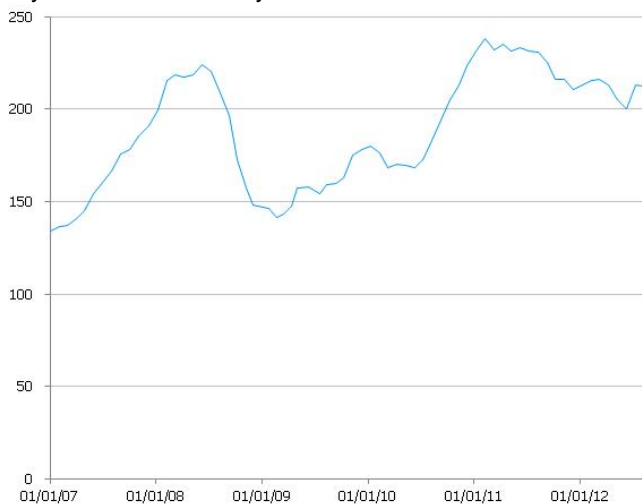
### Ceny żywności

Prognozując przyszłe ceny żywności posługujemy się indeksem cen żywności FAO oraz jego składowymi. Istotne są zależności przyczynowo skutkowe pomiędzy poszczególnymi składowymi indeksami FAO oraz zależności statystyczne pomiędzy wspomnianymi składowymi a poszczególnymi elementami koszyka inflacyjnego. Aby relacje były interesujące progностycznie poszukujemy par zmiennych, z których jedna jest zmienną wyprzedzającą wobec drugiej. Może mieć to albo sens stricte techniczny (podyktowany specyfiką rynków rolnych, sztandarowym przykładem jest tu relacja ceny zbóż - ceny mięs), albo ekonomiczny, zależny od zakresu i szybkości z jakim szoki o charakterze globalnym transmitowane są na dane krajowe. W przypadku zmiennych, które nie wykazują korelacji z indeksem FAO, poszukujemy przede wszystkim relacji o charakterze sezonowym, przy prognozie zakładając ceny średnie, typowe sezonowo dla danego miesiąca.

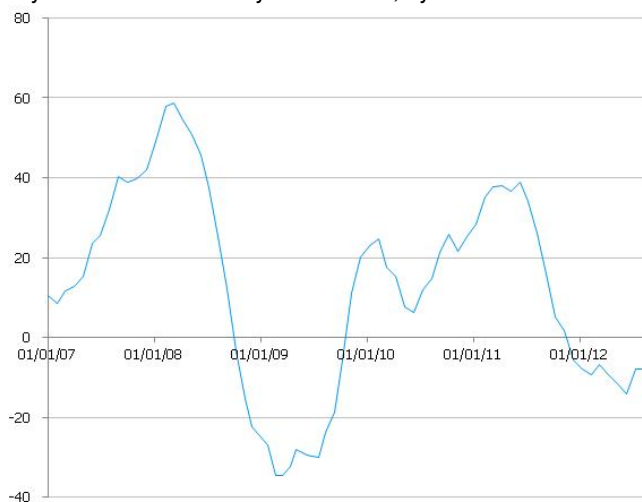
Analizując indeks FAO w ujęciu rocznym widzimy pewne symptomy przyspieszenia (jednak z poziomów ujemnych stóp wzrostu). Zależności pomiędzy poszczególnymi elementami indeksu FAO nie wskazują jednak, aby w perspektywie najbliższych 2-3 miesięcy ceny przyspieszyły znacząco, w skali zbliżonej do 2007, czy 2009 roku. Z pewnością indeks powróci na terytorium dodatnich stóp wzrostu, jednak w skali zdecydowanie niższej niż w



poprzednich latach. Oczywiście sytuację będziemy monitorować na bieżąco, jednak obecnie nie widzimy poważnych sygnałów ostrzegawczych.

**Wykres 4: Indeks cen żywności FAO**


Źródło: Opracowanie własne, GUS, FAO.

**Wykres 5: Indeks cen żywności FAO, dynamika roczna**


Źródło: Opracowanie własne, GUS, FAO.

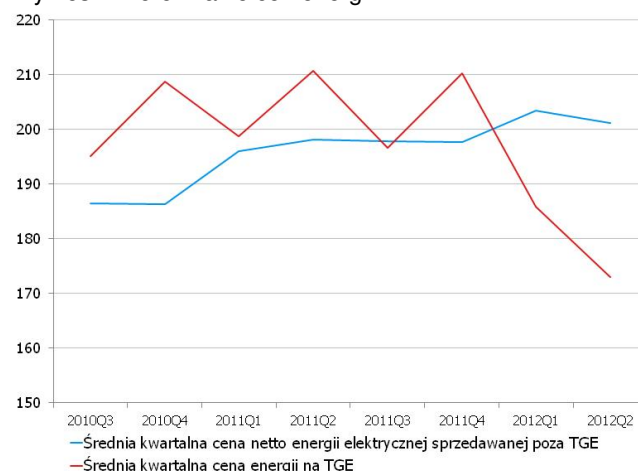
Przechodząc do wniosków płynących z analizy poszczególnych składowych indeksu FAO oraz ich przełożenia na dane polskie widzimy, że w najbliższym czasie nie ma ryzyka przyspieszenia cen podstawowych elementów koszyka inflacyjnego. Pewne ryzyka kształtują się w przyszłym roku dla przyspieszenia wzrostu cen mięs, jednak skala wzrostów nie wybiega ponad typową dla cyklu cen obserwowanego w tej kategorii. Jednoznaczne ryzyko dla cen żywności płynie z cen warzyw (oraz w mniejszym stopniu owoców), gdzie w przypadku typowo sezonowego zachowania tego komponentu roczne templa wzrostu zostaną podbite przez niską, ubiegłoroczną bazę statystyczną. Ryzyko silniejszego wzrostu cen warzyw (owoców) najsilniej ujawnia się na początku 2013 roku; należy jednak zauważyć, że w kategoriach sezonowych najważniejsze będą czynniki podażowe, a tych nie jesteśmy w stanie prognozować z tak dużym wyprzedzeniem jak zgranolaryzowanym rynku. Nasza prognoza cen warzyw i owoców jest tym samym scenariuszem konserwatywnym, zakładającym względnie wysokie wzrosty cen. Nasz pogląd na całą kategorię „żywność” z koszyka inflacyjnego podsumowujemy na Wykresie 6.

**Wykres 6: Kategoria „żywność” z koszyka inflacyjnego, zmiana roczna**


Źródło: Opracowanie własne, GUS.

### Ceny energii, w tym regulowane ceny energii elektrycznej i gazu

Podwyżki cen energii, w tym zmiany taryf energii elektrycznej i gazu skutkowały podniesieniem rocznego wskaźnika inflacji w ostatnich trzech latach od 0,3 do 0,6 pp. Utrzymanie dotychczasowego stanowiska URE ws. taryf gazowych i taryf energii elektrycznej (URE 13 września odrzuciło wnioski o podwyżki taryf gazowych PGNiG) mogłoby zatem prowadzić do obniżenia rocznego wskaźnika inflacji w roku 2013 o wskazane powyżej wartości. W przypadku energii elektrycznej stanowisko URE może obecnie wspierać wyraźne osłabienie popytu na energię prowadzące do obniżenia cen energii na giełdzie towarowej do poziomu poniżej średniej ceny regulowanej (patrz Wykres 7).

**Wykres 7: Porównanie cen energii.**


Źródło: Opracowanie własne, GUS, Eurostat.

### Ceny regulowane i opłaty ustalane na poziomie samorządów

Do zmian cen regulowanych na poziomie samorządów dochodzi zazwyczaj na początku roku. Chodzi tu głównie o opłaty za użytkowanie wieczyste, wodę, wywóz nieruchomości itd. Wobec pogarszającej się sytuacji finansowej samorządów (część z nich ociera się już o ustawowe limity zadłużenia) w przyszłym roku należy spodziewać się podwyżek cen przez nie ustalanych w skali co najmniej równej tym z lat poprzednich.



**Podsumowanie:** W kolejnych kwartałach spodziewać należy się wyraźnego spadku inflacji bazowej pod wpływem dalszego obniżania dynamiki popytu wewnętrznego i relatywnie (w stosunku rocznym) mocnego kursu złotego. Po stronie podażowych składowych inflacji nie znajdujemy przesłanek mogących prowadzić do istotnego podwyższenia cen żywności w kolejnych kwartałach oraz znajdujemy istotne argumenty za utrzymaniem obecnych taryf na gaz i energię elektryczną. Powyższe czynniki powinny prowadzić do obniżenia rocznego wskaźnika do poziomu celu inflacyjnego (2,5%) już na przełomie I/II kw. 2013, a nawet jej dalszego spadku poniżej poziomu celu w II połowie 2013 roku. Wyraźna zmiana trajektorii procesów inflacyjnych, tym bardziej że następuje po blisko trzyletnim okresie uporczywej inflacji, może mieć kluczowe znaczenie dla polityki pieniężnej w Polsce znacząco zwiększając przestrzeń do obniżek stóp procentowych - przestrzeń, nieantycypowaną zarówno przez rynek, jak i coraz bardziej zachowawczą i zorientowaną na historyczne dane Radę Polityki Pieniężnej.

Marcin Mazurek  
Ernest Pytlarczyk

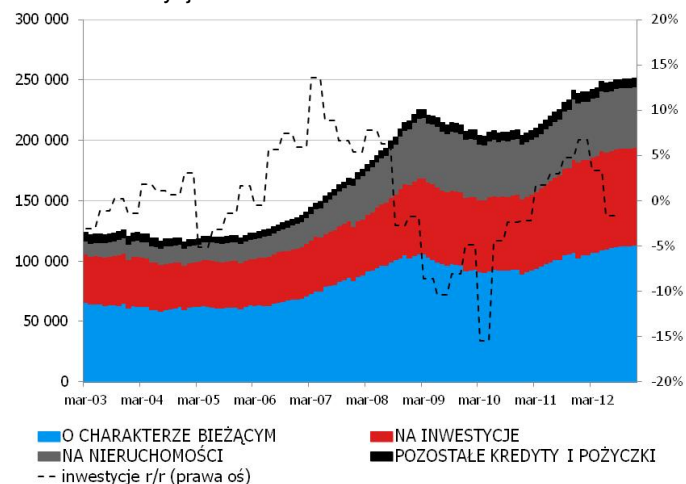
## Gospodarka polska - Załamanie kredytów przedsiębiorstw dopiero przed nami

Publikacja danych o PKB za II kwartał 2012 roku była sporym zaskoczeniem, podobnie jak jego struktura - w tym niski, jedynie 1,9% wzrost inwestycji. Ograniczanie decyzji inwestycyjnych wpływa negatywnie na wolumen kredytów korporacyjnych, których roczna stopa wzrostu porusza się podobną ścieżką, jak same inwestycje (nieznacznie opóźnioną). Nasze modele wskazują, że w 2013 roku wolumen kredytów dla przedsiębiorstw obniży się i jedynie przy optymistycznych założeniach w 2014 roku powróci na ścieżkę wzrostową. Poza czynnikami makroekonomicznymi negatywnie na prowadzenie biznesu oddziałują zatory płatnicze, które wpłynęły na rekordową w ostatnim czasie liczbę upadłości firm. Spadki dotyczyć będą wszystkich rodzajów kredytów, lecz w największym stopniu przeznaczanych na inwestycje i nieruchomości zaciąganych przez małe i średnie przedsiębiorstwa oraz w większym niż w poprzednich cyklach stopniu kredytów dla dużych przedsiębiorstw.

### Obserwowane trendy

Pomimo coraz bardziej oczywistego i przybierającego na sile spowolnienia w polskiej gospodarce, ogólna ocena zmian na rynku kredytów korporacyjnych w 2012 roku nie jest negatywna - w okresie grudzień 2011:sierpień 2012 wolumen wzrastał miesięcznie średnio o 1,4 mld zł (jednak jest to wartość zaniżona przez zmiany kursu eur/pln), podczas gdy średnio w latach 2003-11 analogiczna wartość wyniosła 1,1 mld zł. W takim ujęciu silniejszy wzrost zanotowały kredyty przeznaczone na cele bieżące (1,2 mld zł wobec średniej 0,6 mld zł), zaś słabszy kredyty inwestycyjne (0,15 mld zł vs. 0,3 mld zł).

Wykres 1: Składowe wolumenu kredytów korporacyjnych (mln zł) i wzrost inwestycji r/r

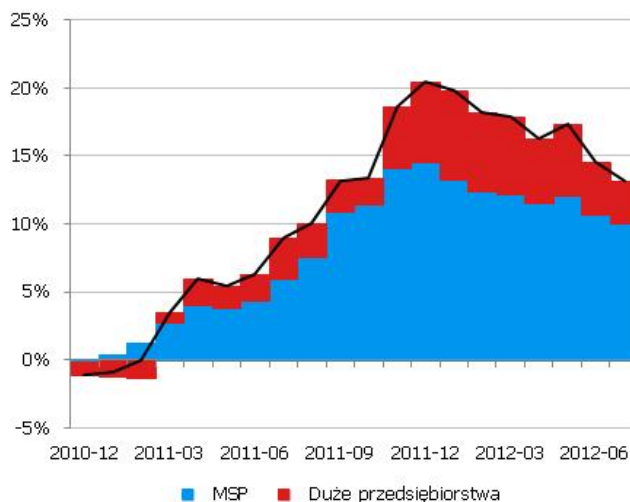


Źródło: NBP, GUS

W ujęciu nominalnym w 2012 cały wolumen kredytów powiększył się o 11 mld zł i podobnie jak w 2011 roku 70% tego wzrostu dotyczyło kredytów zaciągniętych przez MSP, a jedynie 30% zobowiązań dużych przedsiębiorstw. Warto także podkreślić, że wzrost kredytów inwestycyjnych nastąpił jedynie w sektorze MSP. Z dostępnych danych (od grudnia 2009 roku) wynika, że za znaczny przyrost dynamiki kredytów przedsiębiorstw w 2011 roku odpowiedzialne były przede wszystkim małe i średnie

przedsiębiorstwa (patrz Wykres 2).

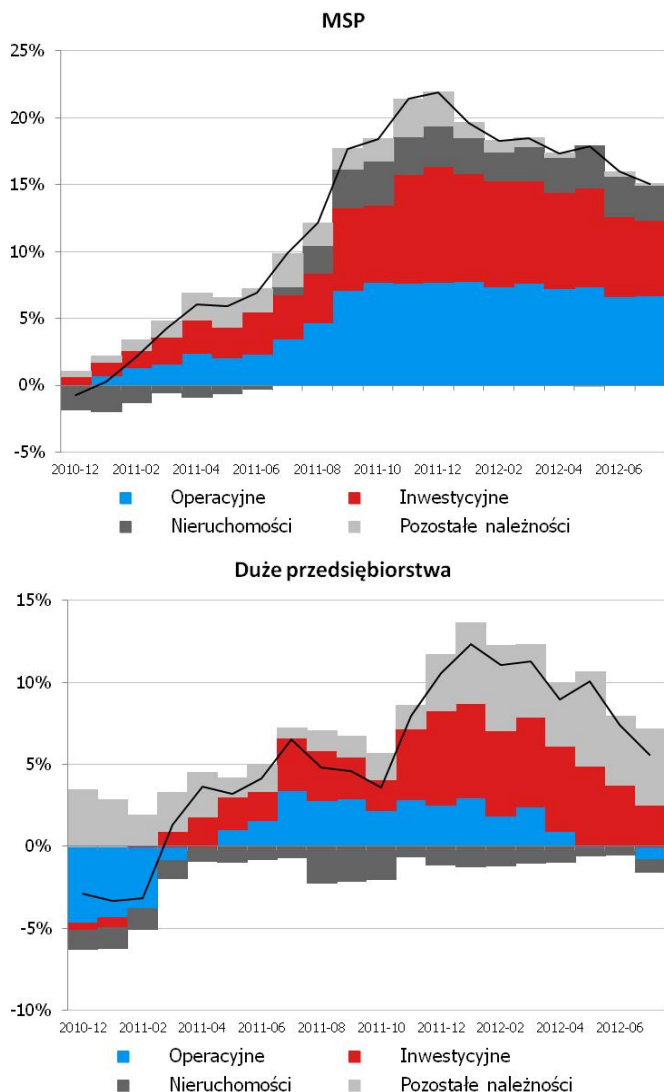
Wykres 2: Kontrybucje do wzrostu r/r kredytów przedsiębiorstw



Źródło: NBP, KNF

Warto także zwrócić uwagę na rozbieżności między strukturą wolumenów kredytowych dla MSP i dużych przedsiębiorstw (choć ze względu na krótki szereg dostępnych danych wnioskowanie o trendach jest tutaj bardzo utrudnione). Dla tych ostatnich przeważającą (prawie 50%) część stanowią kredyty operacyjne i ich udział maleje na korzyść kredytów inwestycyjnych (ok. 33%) - widoczne jest to w rozbiu stopy wzrostu całego wolumenu na kontrybucje poszczególnych kategorii (patrz Wykres 3). Warto też zwrócić uwagę, że w ostatnim okresie (od początku 2012 roku) istotnie wzrósł udział pozostałych kredytów dla dużych przedsiębiorstw - nie licząc ich udziału roczna stopa wzrostu spadłaby poniżej 1% (co ze względu na rodzaje zadłużenia w tej kategorii kredytów jest raczej lepszym indykatorem względem zmian w gospodarce realnej). Utrzymująca się ciągle dodatnia kontrybucja wzrostu kredytów inwestycyjnych (pomimo spadku ich wolumenu w pierwszej połowie 2012 roku o 0,3 mln zł) będzie wygasła pod koniec roku, kiedy silnie zacznie oddziaływać efekt bazowy z 2011 roku. Efekt ten będzie znacznie słabszy dla kredytów bieżących. Dla MSP kontrybucje poszczególnych kategorii są proporcjonalne do ich udziału w całym wolumenie tej grupy firm.

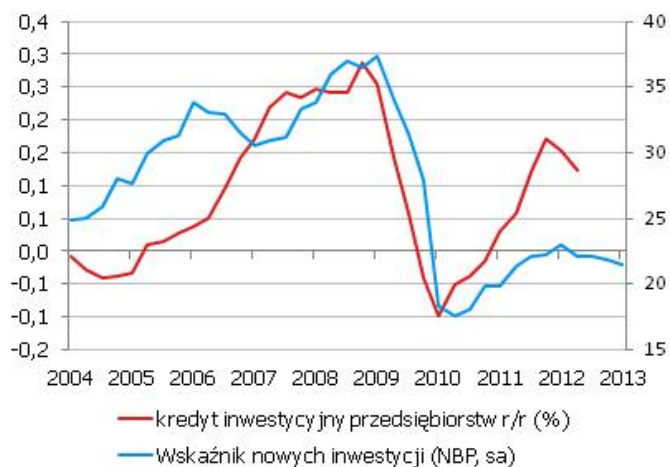
Po wyłączeniu wpływu zmian wyceny złotego wartość kredytów walutowych dla obu grup przedsiębiorstw pozostała prawie bez zmian w stosunku do danych na koniec 2011 roku, zaś wolumen kredytów złotych wzrósł o 14 mld zł - wskazuje to na znaczne ograniczenie nowej akcji kredytowej w walutach obcych (co więcej w sierpniu istotnie wzrosło oprocentowanie nowych kredytów nie-bieżących w EUR: z 2,5% do 4,0%). Warto także zwrócić uwagę na strukturę terminową udziałnych pożyczek - przede wszystkim spadek wolumenu kredytów udzielanych na dłuższe terminy (od początku roku wartość kredytów na więcej niż 20 lat spadła o prawie 1 mld zł) oraz najsilniejszy wzrost pożyczek na okres do roku. Banki reagują na te zmiany odpowiednio dostosowując oprocentowanie, które generalnie pozostaje stabilne, zaś niewielkie wahania miesięczne są w kierunku wzrostu dla kredytów krótkoterminowych i spadku dla długoterminowych.

**Wykres 3: Kontrybucje do wzrostu r/r kredytów MSP i dużych przedsiębiorstw**


Źródło: NBP, KNF

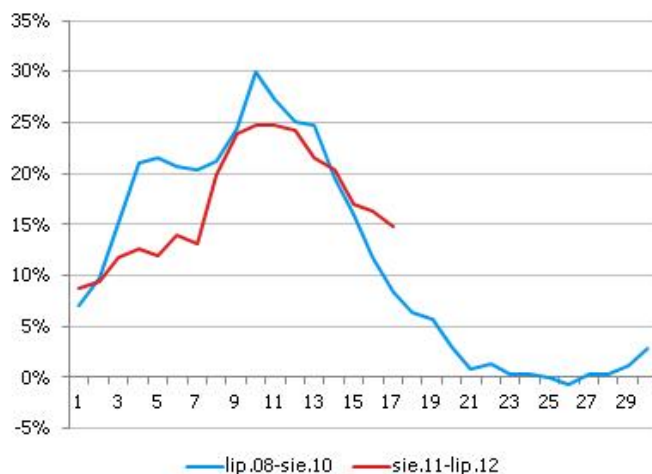
**Negatywne wnioski z badań koniunktury**

Ostatnie badania koniunktury NBP wskazują na osłabiającą się aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw. Wszystkie charakterystyki jakościowe wskazują na kontynuację tego trendu - maleje wielkość planowanych inwestycji, spada udział przedsiębiorców planujących oraz realizujących inwestycje. Relatywnie pozytywnie oceniane są natomiast możliwości kończenia rozpoczętych inwestycji - firmy kończą zatem planowo rozpoczęte zadania, nie rozpoczynając nowych. Takie trendy wpływają na niższy popyt na kredyt - w ostatnich ankietach przedsiębiorstwa deklarowały dalsze ograniczanie zadłużenia kredytowego w kolejnych kwartałach. Tym bardziej, że wzrasta udział firm finansujących nowe inwestycje ze środków własnych, zaś spada tych korzystających z kredytu bankowego (szczególnie dla dużych przedsiębiorstw). Ankiety NBP wskazują, że najsilniej finansowane kredytem obniżyło się w branży energetycznej. Odsezonowany syntetyczny wskaźnik nowych inwestycji NBP (wykazujący silną historyczną korelację z kredytem inwestycyjnym - patrz Wykres 4) wskazuje jasno trend spadkowy. Warto także zwrócić uwagę, że stopa wzrostu kredytów inwestycyjnych zachowuje się podobnie jak na przełomie lat 2008/09 (patrz Wykres 5) i oczekujemy, że podobny spadek będzie kontynuowany w kolejnych miesiącach.

**Wykres 4: Kredyty inwestycyjne (opóźnione o rok) vs wskaźnik nowych inwestycji NBP**


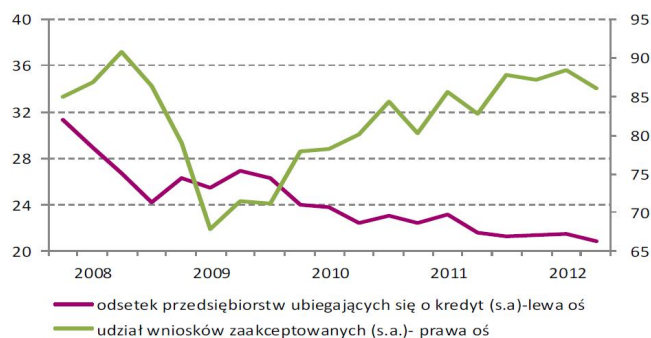
Źródło: NBP

Sytuacja makroekonomiczna istotnie wpływa na skłonność przedsiębiorstw do ubiegania się o kredyt, jednak po stronie banków zaostrza (w przypadku występującego obecnie spowolnienia) także kryteria jego udzielania. Ankiety przeprowadzane kwartalnie przez NBP wskazują na spore zróżnicowanie odpowiedzi z kwartału na kwartał, co mogłoby wskazywać na ich relatywną niepewność odnośnie spodziewanego popytu, sytuacji własnej i konkurencji. Ankiety przeprowadzane wśród przedsiębiorców wskazują z jednej strony na spadek odsetka akceptowanych wniosków kredytowych (patrz Wykres 6), zaś z drugiej strony na wzrost odsetka firm deklarujących problemy z obsługą zadłużenia bankowego. Ta ostatnia zmiana jest także widoczna w danych o kredytach ze stwierdzoną utratą wartości dla dużych przedsiębiorstw - ich udział wzrósł do poziomu 9,5% obserwowanego ostatnio pod koniec 2010 roku (choć jest to wartość niższa niż ok 12,5% notowane przez MSP, to niepokoi jasno kształtujący się trend dotyczący wszystkich kategorii kredytowych). W przekroju PKD największym przyrostem złożonych wniosków kredytowych charakteryzowało się budownictwo, jedynka z uwagi na podwyższone ryzyko w tym sektorze było także najwięcej odmów.

**Wykres 5: Kredyt inwestycyjny przedsiębiorstw po wyłączeniu efektu zmian PLN (r/r)**


Źródło: NBP



**Wykres 6: Udział przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt i wniosków zaakceptowanych**


Źródło: NBP

### Wolumeny kredytów korporacyjnych będą topnieć

Podsumowując omawiane trendy (które historycznie dla kredytów korporacyjnych były stosunkowo gładkie i wykazywały dużą cykliczność) trzeba podkreślić, że największe spadki kredytów korporacyjnych są dopiero przed nami - na dynamikach wynikające z dużej mierze z efektów bazowych z końca 2011 roku, zaś na wolumenach z dalszego osłabienia koniunktury wpływającego z jednej strony na osłabienie skłonności przedsiębiorców do inwestowania (widoczne w badaniach koniunktury), zaś z drugiej na pogorszenie się jakości kredytów i związane z tym utrudnienia po stronie podaży. Szczególnie dotyczy to dużych przedsiębiorstw oraz niektórych sektorów jak energetyka czy budownictwo (pomimo wzrostu opisanego w nakładach NBP kolejne kwartały przyniosą osłabienie akcji inwestycyjnej z tym sektorze - widoczne jest to już w oficjalnych danych GUS miesięcznych i kwartalnych z rachunków narodowych).

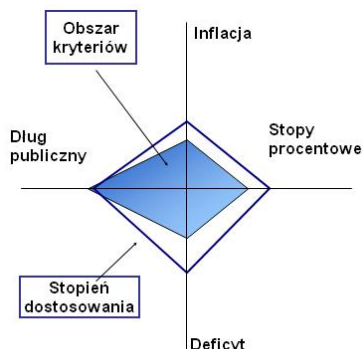
Nasze modele (oparte na scenariuszach makroekonomicznych) wskazują na utrzymanie trendu spadkowego dynamiki kredytów korporacyjnych do końca 2013 roku i począwszy od II kwartału 2013 roku przez przynajmniej rok utrzymanie ujemnych rocznych stóp wzrostu. Poszczególne kategorie kredytowe wykazują podobny stopień elastyczności względem całego wolumenu, zatem zmiany (podobnie do historycznych) będą w nich kierunkowo zbliżone. Największy stopień elastyczności wykazują kredyty na nieruchomości (spadek całego agregatu o 1% r/r powoduje spadek kredytów na nieruchomości o 1,8%, podczas gdy dla pozostałych kategorii wartość ta oscyluje między 0,85-1,15%) i tym samym właśnie te kredyty powinny najsilniej się osłabić w obecnym spowolnieniu. W rozbiciu względem wielkości firm, pomimo iż negatywne trendy przeważają obecnie w sektorze dużych przedsiębiorstw, to ich elastyczność jest znacznie niższa niż dla MSP (0,8% względem 1,15%) - można stąd wnioskować, że w obecnym cyklu wartości te zbliżą się do siebie i osłabienie koniunktury silniej niż w poprzednich cyklach dotknie dużych przedsiębiorstw.

Paulina Ziemińska

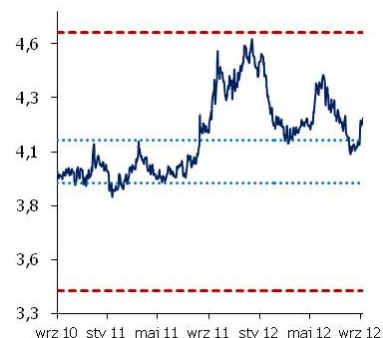
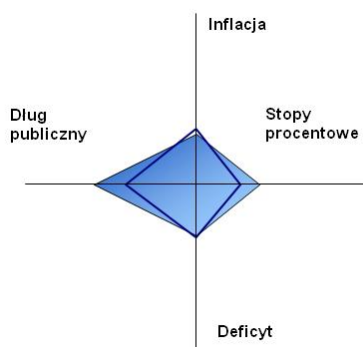
**Kryteria konwergencji\***

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,03% (sierpień 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,70% (sierpień 2012)
- Deficyt sektora GG: <3,0% PKB
- Dług publiczny: < 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

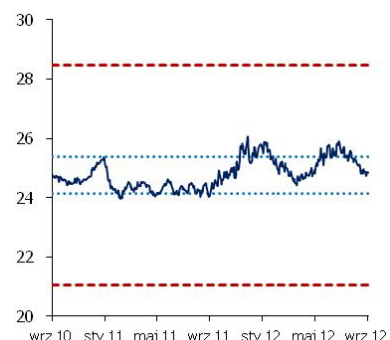
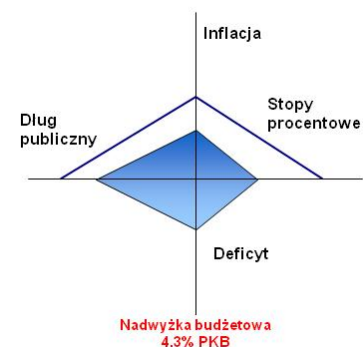
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

**POLSKA**


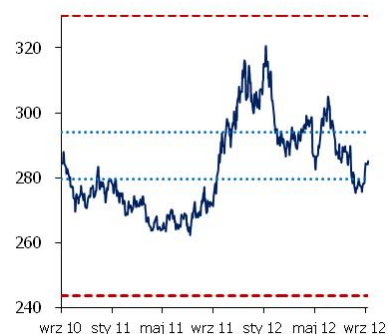
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,0% (sierpień 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,88% (sierpień 2012)
- Deficyt sektora GG: 5,1% PKB (2011)
- Dług publiczny: 56,3% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


**CZECHY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,4% (sierpień 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 2,38% (sierpień 2012)
- Deficyt sektora GG: 3,1% PKB (2011)
- Dług publiczny: 41,2% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie


**WĘGRY**


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 5,1% (sierpień 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,36% (sierpień 2012)
- Nadwyżka sektora GG: 4,3% PKB (2011)
- Dług publiczny: 80,6% PKB (2011)
- Członkostwo w ERM2: nie



\*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc.), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji), stabilność finansów publicznych (brak procedury nadmiernego deficytu, co wymaga utrzymania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, a długu publicznego poniżej 60% PKB), stabilność kursu walutowego (co najmniej dwa lata w systemie ERM2 bez poważnych napięć, czyli w granicach +/-15% od kursu centralnego) oraz zgodność legislacji (dostosowanie przepisów prawnych do wymogów UE). W naszym zestawieniu na bieżąco (w miarę publikacji danych przez Eurostat) monitorujemy stopień spełnienia pierwszych czterech kryteriów przez Polskę, Czechy i Węgry. Europejski Bank Centralny oraz Komisja Europejska co najmniej raz na dwa lata przygotowują raporty o konwergencji, oceniające stopień spełnienia kryteriów konwergencji, będący podstawą dla decyzji Rady UE o wyrażeniu zgody na przystąpienie danego państwa do strefy euro.

## Na rynku

### Rynek obligacji

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami tzw. risk on po posiedzeniu ECB w pierwszej fazie przełożyło się na zmniejszenie premii za ryzyko w polskich obligacjach i systematyczne wzrosty cen najdłuższych papierów. Potem, w połowie września, miała miejsce gwałtowniejsza korekta wynikająca również z fazy risk on ale tym razem powiązana z wyraźnymi spadkami cen obligacji na rynkach bazowych - skala przeceny zaburzyła relatywną wycenę polskich obligacji i przełożyła się na spadki ich cen. Miesiąc jednak kończymy z wyższymi cenami polskich papierów. Przyczyny to spadki rentowności na rynkach bazowych i ponownie większe oczekiwania na obniżki stóp.

Po zdecydowanych działaniach Fed i ECB oraz wyraźnej poprawie sentymentu na rynkach finansowych (Fed będzie przecież koncentrował się na pobudzeniu nominalnego wzrostu PKB, a ECB skutecznie ubezpieczy strefę euro przed realizacją ultra negatywnych scenariuszy) pojawiły się pierwsze zaburzenia, pytania o szczegóły oraz czas w którym ECB zacznie działać, a Chiny i peryferia strefy euro powrócą na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Odnosimy wrażenie, że zarówno odbicie w Chinach, a więc i odbicie niemieckiego eksportu, ale również osiągnięcie dna cyklu przez peryferia oddała się w czasie. W takiej sytuacji większe niż we wrześniu wsparcie mogą w październiku uzyskać bezpieczniejsze aktywa, w tym nowa grupa quasi bezpiecznych aktywów z Emerging Markets.

W naszych raportach dużo miejsca poświęcamy pogorszeniu perspektyw wzrostu polskiej gospodarki w kolejnych kwartałach (nasze 1,5% wzrostu w 2013 wspiera oddalanie się ożywienia w niemieckim eksporcie i przede wszystkim słabnący popyt wewnętrzny w Polsce - nasza prognoza wzrostu to ciągle wyraźnie poniżej konsensusu prognoz). Procesowi przemieszczania konsensusu w stronę naszych prognoz, a uważamy, że tak się już po raz trzeci w tym roku stanie po publikacji projekcji inflacyjnej i słabszych danych za wrzesień, towarzyszyć powinno wygenerowanie oczekiwań na większą skalę obniżek stóp procentowych, co z kolei powinno wesprzeć polskie obligacje (odłożenie obniżki stóp przez RPP na listopad nie neguje cyklu poluzowania monetarnego).

Skoro już jesteśmy przy czynnikach krajowych perspektywe niższych stóp procentowych powinny poza obniżeniem prognoz wzrostu wesprzeć tym razem poprawiające się perspektywy dla inflacji (obserwacja ta dotyczy całej grupy krajów EM). Nie chodzi tu o sam odczyt bieżącej inflacji (ta akurat wzrosła) ale o projekcję inflacyjną (poza niższym wzrostem PKB wskaże na niższą inflację). Pamiętajmy, że to pierwszy od wielu miesięcy moment, kiedy pojawiły się wyraźne sygnały obniżenia inflacji do celu (w scenariusz taki wydaje się wierzyć również większość w RPP). Czynnikiem obniżającym inflację ma być brak podwyżek regulowanych cen energii, relatywnie silny złoty oraz spadek inflacji bazowej pod wpływem obniżenia aktywności gospodarczej.

Niższy wzrost zwykły w krajach EM utożsamiany być z gwałtownym wzrostem ryzyka kredytowego. Tak jednak nie musi stać się tym razem (albo nie musi do tego dojść już w najbliższym okresie). Pamiętajmy, że w ujęciu relatywnym, a szczególnie w porównaniu z rynkami bazowymi perspektywy dla EM, w tym dla polskiej gospodarki nie wyglądają (przynajmniej z dzisiejszej perspektywy)

na tyle źle, by przełożyć się na znaczący wzrost wycenianego przez inwestorów ryzyka kredytowego (w ostatnich miesiącach nastąpiła konwergencja ratingów obu grup krajów, zadłużenie EM jest relatywnie znacznie niższe niż DM). Co więcej ryzyko to (o czym świadczy choćby zawężenie spreadów na papierach komercyjnych) postrzegane jest jako atrakcyjne przez zagranicznych inwestorów (oczywiście przoduje w tym grupa krajów z Ameryki Łacińskiej ale zainteresowanie polskimi corporate'ami, czytaj polską gospodarką, jest rosnące). Premia za ryzyko kredytowe kraju nie jest zatem obecnie czynnikiem mogącym przełożyć się na istotne spadki cen dłuższych papierów. Ocenę Polski może również poprawić tzw. drugie expose premiera (prawdopodobnie 17 października), w którym poza potwierdzeniem gotowości Polski uczestniczenia w głównych projektach europejskich (np. w strefie euro za kilka lat) znaleźć powinno się więcej propozycji wspierania wzrostu gospodarczego i systemowego ograniczania bezrobocia itd. Expose może zatem być czynnikiem wspierającym dodatkowo najdłuższe polskie obligacje. Rentowności 10-letnich obligacji mogą w perspektywie najbliższych miesięcy znacząco się obniżyć. Przedział rentowności 10-latek 4,0-4,7% biorąc pod uwagę znacznie niższe stopy NBP nie wygląda już tak abstrakcyjnie.

Wykres 1: Rentowności polskich obligacji



Źródło: Bloomberg

Ernest Pytlarczyk

## Rynek walutowy

### EURUSD

Okazało się, że poprawnie wytypowaliśmy kontynuację fazy risk-on na rynkach finansowych, która ostatecznie przełożyła się także na umocnienie EUR. Kurs umocnił się we wrześniu do 1,2835 z 1,2573 a w przeciągu miesiąca zostało odnotowane maksima lokalne w wysokości 1,3170.

W obecnej chwili potencjał do dalszych wzrostów na EURUSD zmniejszył się. Co prawda FOMC wydaje się być bardziej zdeterminowany do drukowania pieniądza niż ECB, a premia za ryzyko w kursie (biorąc pod uwagę wciąż znaczne rozbieżności w spreadach kredytowych peryferii) ma wciąż potencjał do spadku, wydaje nam się, że przy obecnych poziomach kursu dalsze wzrosty są na razie mało prawdopodobne.

Zapał do reformowania strefy euro ostatnio znacząco osłabł i znów rozpoczęło się przedkładanie interesów narodowych nad wspólnotowe. Co więcej, obecnie EURUSD znajduje się wysoko biorąc pod uwagę różnicę w stopach procentowych (może to sugerować znaczny ładunek pozytywnych oczekiwań), a perspektywy wzrostu dla globalnej gospodarki pewnie zostaną przeszacowane w najbliższym czasie w dół. Idąc dalej, należy pamiętać, że wszelkie negatywne oczekiwania związane z fiscal cliff będą raczej wspierać tradycyjne waluty safe haven (a więc dolara, a nie euro). Co więcej, ECB zabezpiecza scenariusz skrajny (tak - warunkowość stanie się drugorzędna, gdy dojdzie do skrajnego scenariusza obejmującego zasięgiem rozpad strefy euro, w takiej sytuacji ECB zadziała), co nie przeszkadza korekcie kursu w oczekiwaniu na działania rządów (18 października szczyt UE, ciągle nierozwiązana kwestia pomocy dla Hiszpanii, nierozstrzygnięta lista cięć fiskalnych w Grecji i losów kolejnej transzy pomocy). Spodziewamy się konsolidacji, lub delikatnego osuwania się kursu.

Wykres 2: Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp



\* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

Źródło: Reuters, obliczenia własne

**Sytuacja techniczna.** Co prawda we wrześniu doszło do wybicia z kanału deprecyjnego EUR oraz przebicia linii trendu aprecyjnego (kilkuletniego), obecnie sytuacja zaczyna się psuć. Notowania balansują na granicy dłuższego trendu aprecyjnego (czerwona linia) a oscylator zawrócił, zachęcając część graczy grających z trendem do zamknięcia długich pozycji w EUR. Sytuacja jest rozwojowa, a scenariusz warunkowy, gdyż obecnie mamy

do czynienia z konsolidacją. Jeśli kupujący zdołają przedrzeć się przez 1,3170 trend wzrostowy będzie kontynuowany co najmniej do 1,34-35; jeśli natomiast przerwane zostanie 1,2753 wejdziemy w fazę spadkową, której zasięg to nawet ostatnie minima (1,2040).

Wykres 3: EURUSD (tygodniowy)

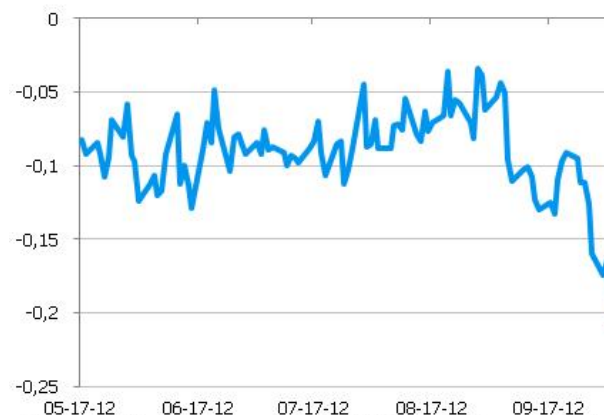


Źródło: Bloomberg

### EURPLN

Złoty umocnił się z 4,1648 do 4,1090 a przejściowo ustanowione zostały minima na poziomie 4,0463. Pomyliliśmy się odnośnie zachowania złotego w ubiegłym miesiącu, gdyż złotego umocniły przede wszystkim czynniki krajowe, które - niestety ex post - można podsumować krótko jako pokłosie korzystnego układu dla carry trades na PLN. Z rewizją prognoz należy i szybszymi obniżkami będzie trzeba nieco poczekać. Z tego względu - chwilowo - ostatnia decyzja RPP będzie pozytywna dla złotego. Wszystko ma jednak swoją cenę. Złoty jest mocny jak na obecną fazę cyklu (zbyt mocny biorąc też pod uwagę działanie czynnika krajowego), co zmniejsza jego działanie jako automatycznego stabilizatora. Pozostaje kwestią czasu, kiedy inwestorzy przeszacują w dół prognozy dla polskiej gospodarki oraz rozszerzą skalę obniżek stóp procentowych w przyszłości. Wydaje nam się, że proces ten nastąpi już po publikacji nowych miesięcznych danych. Tym samym po niezłym początku miesiąca oczekujemy osłabienia krajowej waluty. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że nie widzimy na razie kierunkowego scenariusza na EURUSD.

Wykres 4: Czynniki krajowe 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.

Źródło: Reuters, obliczenia własne

**Sytuacja techniczna.** Notowania znajdują się praktycznie dokładnie w środku konsolidacji 4,0236-4,2172 po sierpniowych spadkach. Niemniej widać także, że ostatnie wybicia w górę



opierały się w ostatnich tygodniach na krótkoterminowej linii trendu spadkowego (seledynowa). Tak więc na razie dominować powinno spojrzenie aprecjacyjne z celem na 4,0236, dopóki nie zostanie złamana wspomniana linia trendu (przebiega w okolicach 4,14-4,15). Złamanie przywraca zainteresowanie górnym ograniczeniem konsolidacji i w razie jego przełamania powrotem krótkoterminowego trendu wzrostowego.

**Wykres 5: EURPLN (tygodniowy)**

Źródło: Bloomberg

Marcin Mazurek



## Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Październik 2012	Listopad 2012	Grudzień 2012
<b>POLSKA</b>			
Inflacja CPI	15	14	13
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	17	20	19
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	19	18
PKB	-	30	-
Koniunktura gospodarcza	22	22	20
Podaż pieniądza M3	12	14	
Bilans płatniczy	15	12	
Inflacja bazowa	22	21	20
Oficjalne aktywa rezerwowe	5	7	
Posiedzenie RPP	2-3	6-7	4-5
<b>STREFA EURO</b>			
Inflacja HICP	16	15	14
PKB	-	15	12
Wskaźnik koniunktury ZEW	16	13	11
Posiedzenie ECB	4	8	6
<b>USA</b>			
Inflacja CPI	16	15	14
PKB	26	29	20
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	5	2	7
Zamówienia na dobra trwałe	25	27	24
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	1	3
Posiedzenie Fed	23-24	-	

**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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.