



## 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

**BRE Bank SA**  
18 Senatorska St.  
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>11.07.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
9:00	POL	Raport o inflacji NBP.					
	EUR	Spotkanie Eurogrupy w Brukseli.					
<b>12.07.2011 WTOREK</b>							
8:00	GER	Inflacja CPI r/r (%)	cze		2.3	2.3	
9:00	HUN	Inflacja CPI r/r (%)	cze		3.9	3.9	
9:00	CZ	Inflacja CPI r/r (%)	cze		2.1	2.0	
14:30	USA	Bilans płatniczy (mld USD)	maj		-43.8	-43.7	
20:00	USA	Minutes z czwarcowego posiedzenia FOMC					
	EUR	Spotkanie Ecofin w Brukseli.					
<b>13.07.2011 ŚRODA</b>							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.3	0.4	
14:00	POL	Inflacja CPI r/r (%)	cze	<b>4.7</b>	4.8	5	
<b>14.07.2011 CZWARTEK</b>							
11:00	EUR	Inflacja HICP r/r final (%)	cze		2.7	2.7(p)	
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	cze	<b>7.4</b>	7.9	7.8	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	cze		0	-0.2	
14:30	USA	Inflacja PPI m/m (%)	cze		-0.2	0.2	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	8.07.		415	418	
<b>15.07.2011 PIĄTEK</b>							
14:00	POL	Rachunek C/A (mln EUR)	maj	<b>-401</b>	-755	-1173	
14:30	USA	Inflacja CPI m/m (%)	cze		-0.1	0.2	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.4	0.1	
15:55	USA	Zaufanie kons. Univ.Mich. Flash (pkt.)	lip		72.8	71.5	

## Dziś zostaną opublikowane...

● **Gospodarka globalna.** Opublikowane zostaną wskaźniki inflacji naszego regionu - w Niemczech, Czechach i na Węgrzech. Uwaga skupiona na Włoszech i spotkaniu europejskich ministrów finansów w Brukseli.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Najnowsza projekcja inflacji zakłada, że od II kwartału 2012 roku inflacja zejdzie w pobliże celu 2,5%. W horyzoncie projekcji bilans różnorodnych czynników ryzyka jest zrównoważony dla wzrostu PKB, natomiast bardziej prawdopodobne jest ukształtowanie się stopy inflacji powyżej ścieżki centralnej projekcji.
- Zielińska-Glebocka: Poziom 5% inflacji odnotowany w maju to szczyt, ale w II połowie roku należy liczyć się ze wzmożoną presją inflacyjną.
- Kaźmierczak: Proces zacieśniania polityki pieniężnej powinien być kontynuowany. Decydujące znaczenie będzie miał wskaźnik inflacji w lipcu i ocena, czy zmierza on w kierunku wyraźnego spadku, czy też utrzymania się na podwyższonym poziomie. Nie ukrywam, że uważam sytuację za poważną. Projekcja ekspercka przewiduje, że do końca roku inflacja konsumencka będzie się utrzymywać powyżej 4,0%, co prowadzi do niekorzystnej redystrybucji dochodu narodowego, do spadku zaufania do siły nabywczej pieniądza. Wobec tego kontynuowanie restrykcyjnej polityki pieniężnej uważam za celowe. Przemawiają za tym także: spadek oszczędności gospodarstw domowych, wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących oraz pogorszenie się płynności walutowej Polski. W 2012 i 2013 roku trudno będzie utrzymać wzrost gospodarczy powyżej poziomu 4,0%.
- Na majowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej przeciwko wnioskowi o podwyższenie stóp procentowych o 25 pb głosowali Elżbieta Chojna-Duch i Adam Glapiński. Pozostałych 8 członków RPP poparło wnioszek.

Decyzja RPP (7 września 2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	50%	GERGB 10Y	2.799	-0.016
stopy bez zmian	50%	USAGB 10Y	2.932	-0.033
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	-	-
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Nowa projekcja inflacyjna NBP.

Najnowsza projekcja inflacyjna, zresztą zgodnie z oczekiwaniami, wskazuje na obniżenie ścieżki inflacji i wzrostu gospodarczego względem projekcji marcowej. Zdaniem ekspertów NBP inflacja będzie się monotonicznie obniżać przez najbliższe 4 kwartały. W średnim okresie (na koniec 2013 roku) ścieżka inflacji obniży się względem prognozy z marca o około 0,4pp i tym samym znajdzie się poniżej celu inflacyjnego NBP. Na obniżenie prognozowanej ścieżki inflacji w średnim okresie wpłynęły dokonane już podwyżki stóp procentowych (modelowy wpływ tego czynnika na inflację to około 0,3pp), założenia co do obniżenia inflacji cen żywności i cen energii.

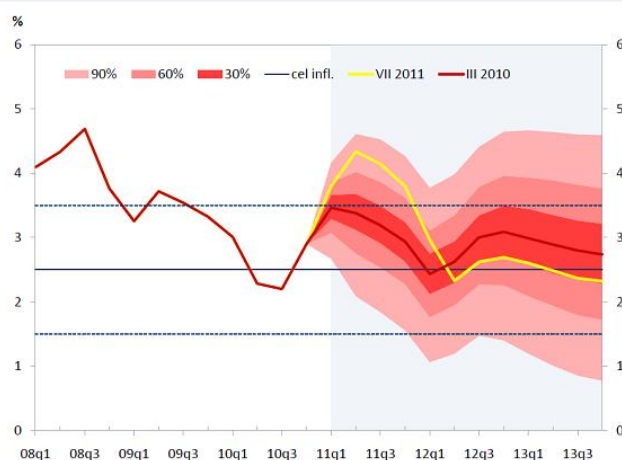
Przechodząc do prognoz wzrostu gospodarczego, zostały one obniżone pod wpływem uwzględnienia w modelu wyższej ścieżki stóp procentowych, presji kosztowej (wyższy poziom indeksu cen surowców i żywności) oraz założeń co do redukcji deficytu budżetowego w kolejnych latach. NBP nie zmienił założeń co do tempa wzrostu gospodarki światowej. Przechodząc do składowych PKB, NBP zweryfikował przede wszystkim założenia co do dynamiki inwestycji w średnim okresie (głównie ze względu na zmiany założeń co do rozkładów transferów z UE w kolejnych latach) dopuszczając jednocześnie utrzymanie wyższej dynamiki konsumpcji w najbliższych kwartałach.

Uwagę naszą zwróciły wyniki projekcji w zakresie rynku pracy. Projekcja wskazuje na wzrost liczby pracujących i spadek stopy bezrobocia. Rosną również jednostkowe koszty pracy. Czynniki te mogą być źródłem dodatkowej presji cenowej.

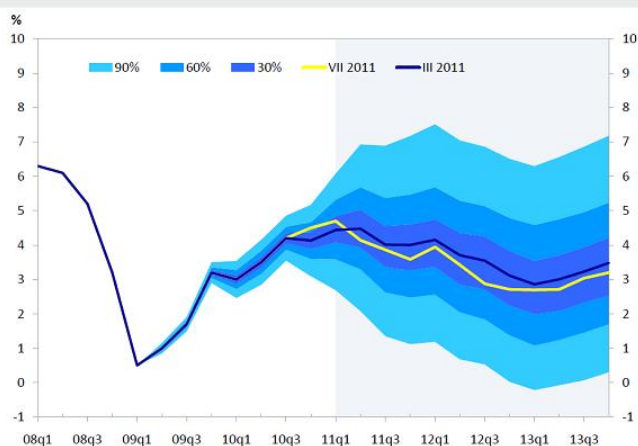
Przechodząc do wymienionych w raporcie ryzyk dla projekcji, uderzający jest ich asymetryczny potencjalny wpływ na inflację (istnieje ryzyko realizacji wyższej ścieżki inflacji niż ta prezentowana w projekcji).

Pomimo asymetrycznego rozkładu ryzyk dla przyszłej ścieżki inflacji, niższa centralna ścieżka inflacji sprawia, że projekcja może być odbierana jako argument przeciw dalszemu zacieśnieniu monetarnemu (taką intencję miała prawdopodobnie RPP decydując się na serię podwyżek stóp, które po uwzględnieniu w modelu zaważyły na „długim końcu” projekcji inflacji). Oceniamy, że kwestie deregulacji sektora energetycznego, ewentualne podwyżki podatków pośrednich oraz presja popytowa skutkować będą realizacją wyższej niż ta sugerowana przez NBP ścieżki inflacji.

Projekcja lipcowa inflacji CPI  
na tle projekcji marcowej



Projekcja lipcowa PKB  
na tle projekcji marcowej





### EURUSD fundamentalnie

EURUSD jeszcze słabszy. Eurogrupa kręci się w kółko: znów powraca kwestia defaultu (selektywnego lub tymczasowego); ECB powtarza, że należy uniknąć tego scenariusza; Lagarde straszy z nowego stanowiska, że niczego w sprawie Grecji nie można wiać za dane. Pojawiają się również plotki o bardzo dużym funduszu obligacyjnym z Japonii, który musi pozbyć się części m. in. papierów włoskich. Huśtawka nastrojów nie sprzyja ryzykownym aktywom - obecnie tylko kluczowe poziomy wsparcia chronią EURUSD przed dalszą wyprzedzą. Dane pozostaną z cieniu - tylko Ecofin.

### EURUSD technicznie

Złamany klin, zerodowane minima z początku czerwca. Kurs zmierza do bardzo silnej strefy wsparcia na Fibo oraz średniej MA200 (okolice 1,3900). Przekroczenie tych poziomów może zaowocować spadkiem swobodnym do 1,3500. Mocne wyprzedzenie oscylatora sugeruje dziś raczej konsolidację (realizację części zysków na plotkach). Na wykresie tygodniowym zerodowana MA200, również ekstremalne wyprzedzenie oscylatora.

Wsparcie	Opór
1,3900	1,4320
1,3771	1,4191
1,3680	1,4080





### EURPLN fundamentalnie

Złoty słabszy. Brak decyzyjności w strefie euro sugeruje możliwość dalszego wzrostu awersji do ryzyka. Przy silnym trendzie aprecjacyjnym CHF pojawiają się pytania o stabilność polskiego sektora bankowego. Czynniki ten może okazać się istotną przesłanką do dalszego osłabienia złotego względem euro. W chwili obecnej, poza obecnością MinFinu na rynku walutowym, nie widzimy czynników, które mogłyby wesprzeć złotego. Dzisiaj otwarcie EURPLN na poziomie 4,0160.

### EURPLN technicznie

Złoty ponownie w krótkookresowym kanale deprecyjnym. Notowania na razie odbiły się od 38,2% Fibona. Celem ostatnie maksimum na poziomie 4,0180. Przy silnym momentum (patrz oscylator - ekstremalny w ujęciu dziennym i tygodniowym) jest to tym bardziej prawdopodobne im nastąpi wcześniej.

Wsparcie	Opór
3,9406	4,0272
3,9241	4,0175
3,8891	4,0100





IRS	BID	ASK
1Y	4.9933	5.04
2Y	5.0883	5.14
3Y	5.1733	5.22
4Y	5.2383	5.29
5Y	5.2783	5.33
6Y	5.3083	5.36
7Y	5.3333	5.38
8Y	5.3533	5.40
9Y	5.3683	5.42
10Y	5.3733	5.42

depo	BID	ASK
ON	4.0	4.2
1M	4.1	4.2
3M	4.4	4.6

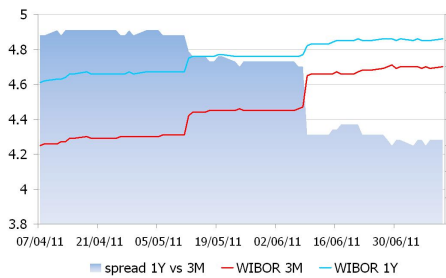
FRA	BID	ASK
1x2	4.62	4.67
1x4	4.73	4.78
3x6	4.87	4.90
6x9	4.98	5.01
9x12	5.04	5.09

Fixing NBP	
EUR/PLN	3.9743
USD/PLN	2.8123
CHF/PLN	3.3571

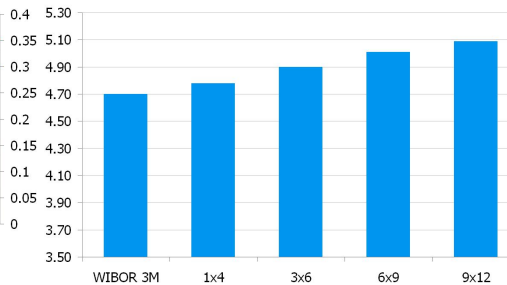
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.4043
EUR/JPY	112.77
EUR/PLN	4.0025
USD/PLN	2.8448
CHF/PLN	3.4084

WIBOR 3M i 1Y



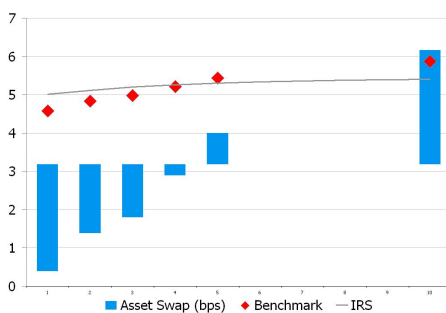
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



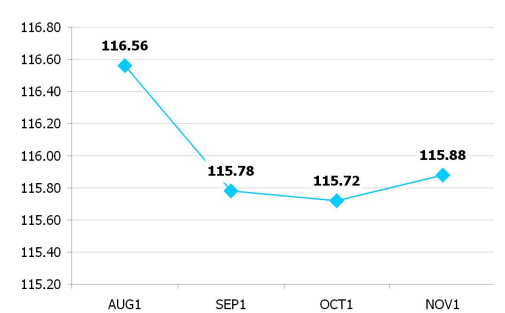
Asset swap i IRS



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.