



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

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		
18.07.2011 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	cze	3.4	3.5	3.6	3.6
14:00	POL	Wynagrodzenia r/r (%)	cze	4.4	4.8	4.1	5.8
16:00	USA	Indeks NAHB (pkt)	lip		15	13	15
19.07.2011 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW	lip		-12.3	-9.0	-15.1
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze	4.9	5.7	7.7	2.0
14:00	POL	Inflacja PPI r/r (%)	cze	5.6	5.4	6.5	5.6
14:30	USA	Housing starts (SAAR tys.)	cze		575	549(r)	629
14:30	USA	Building permits (SAAR tys.)	cze		600	609	624
20.07.2011 ŚRODA							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	cze	2.4	2.5	2.4	2.4
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt.)	lip		-10.0	-9.8	-11.4
16:00	USA	Existing home sales (SAAR tys.)	cze		4.92	4.81	4.77
21.07.2011 CZWARTEK							
9:30	GER	PMI w przemyśle preliminary (pkt.)	lip		54.0	54.6	
9:30	GER	PMI w usługach preliminary (pkt.)	lip		56.0	56.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle preliminary (pkt.)	lip		51.5	52.0	
10:00	EUR	PMI w usługach preliminary (pkt.)	lip		53.2	53.7	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.07.		405	405	
16:00	USA	Indeks Phil.Fed (pkt.)	lip		4.5	-7.7	
16:00	USA	Leading indicator Conf.Board (pkt.)	cze		0.2	0.8	
22.07.2011 PIĄTEK							
10:00	GER	Indeks Ifo	lip		113.7	114.5	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Uwaga skupiona na spotkaniu eurogrupy i oczekiwaniu na wiążące decyzje. W publikacjach dzień pod znakiem indeksów koniunktury z Niemiec, strefy euro i USA. Awersja do ryzyka wynikająca z niepewnej sytuacji w strefie euro negatywnie wpływa na sentyment.

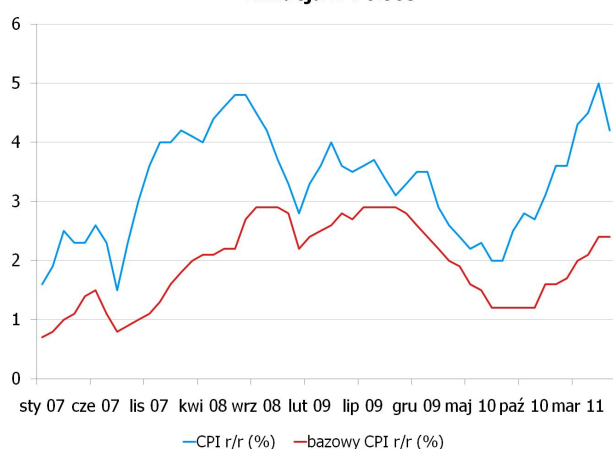
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Merkel i Sarkozy porozumeli się co do pakietu pomocowego dla zadłużonej Grecji. Osiągnięte porozumienie zostało omówione z szefem EBC Trichetem oraz przewodniczącym Rady UE Van Rompuyem. Wynik śródowych rozmów, które trwały sześć godzin, to zapowiedź wspólnego stanowiska na specjalnym szczycie państw strefy euro, które odbędzie się dziś w Brukseli. Dla niemieckiego rządu kluczową sprawą jest udział sektora prywatnego, czyli banków i towarzystw ubezpieczeniowych, w nowym pakiecie greckim. Forma i skala tego udziału stanowi jeden z głównych punktów spornych w negocjacjach o nowych programie ratunkowym dla Aten. Oprócz pakietu pomocowego dla zadłużonej Grecji na szczycie omawiany będzie kryzys zadłużeniowy oraz stabilizacja euro.

Decyzja RPP (7 września 2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	50%	GERGB 10Y	2.704	0.052
stopy bez zmian	50%	USAGB 10Y	2.960	0.022
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	-	-
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Stabilny, wysoki poziom inflacji bazowej w czerwcu

Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymał się w czerwcu na poziomie 2,4% r/r. W przeciwieństwie do odczytu inflacji CPI liczonej z pełnego koszyka, który w ujęciu miesięcznym spadł o 0,4% m/m, inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (ale także po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych oraz liczona jako 15% średnia obciążona) wzrosła także w ujęciu miesięcznym o 0,1% m/m (w maju było to 0,4% m/m). Inflacja bazowa w ujęciu rocznym odnotowała by bardziej solidny wzrost (prawdopodobnie w okolice 2,5%) gdyby nie promocje w telefonii komórkowej.

Inflacja w Polsce


W kolejnych miesiącach nie spodziewamy się istotnych spadków cen bazowych. Utrzymaniu wysokich poziomów sprzyjać będzie stabilna sytuacja na rynku pracy, szczególnie po stronie płacowej (nawet badania koniunktury przedsiębiorstw wskazują, że jeszcze w obecnej chwili płace mogą jeszcze rosnąć). Tym samym zachowanie inflacji bazowej powinno powstrzymać RPP od radykalnego złagodzenia retoryki. Niemniej jednak uważamy, że z uwagi na ryzyka dot. sfery realnej, obniżenie oczekiwań inflacyjnych oraz dyscyplinę kosztową przedsiębiorstw kontynuacja cyklu staje się coraz mniej prawdopodobna.

Koniunktura NBP - wypłaszczenie w sferze realnej, złagodzenie napięć inflacyjnych

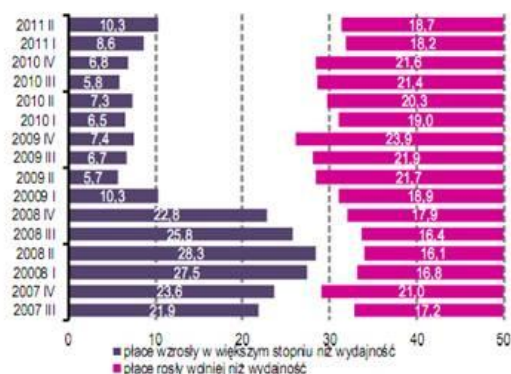
Najnowszy raport o koniunkturze wskazuje, że ostatni kwartał przyniósł wypłaszczenie (w niektórych przypadkach nawet osłabienie) aktywności w polskiej gospodarce, ze wszystkimi tego konsekwencjami dla procesów cenowych.

W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na oczekiwania niższego popytu, które są podstawową determinantą wypłaszczenia aktywności inwestycyjnej (trendy wzrostowe utrzymał tylko i wyłącznie sektor publiczny; wskaźnik opisujący inwestycje prywatne wyraźnie się obniżył). Niski popyt przyczynił się także do ustabilizowania wskaźników zatrudnienia. Co ciekawe, obniżenie prognoz zatrudnienia występuje głównie w sekcjach podłączonych pod globalny cykl (przetwórstwo przemysłowe), natomiast sekcje wewnętrzne i usługowe notują dalsze wzrosty zatrudnienia (handel, usługi, budownictwo). Co więcej, prognozy dotyczące zatrudnienia idą w parze z prognozami inwestycji. Choć samo obniżenie aktywności inwestycyjnej może być niepokojące, we wzrostowych trendach pozostają wskaźniki teoretycznie wyprzedzające dla aktywności inwestycyjnej takie

jak wykorzystanie mocy wytwórczych. Dodatkowo, poprawiają się warunki prowadzenia działalności gospodarczej - zmniejsza się znaczenie bariery popytu, co może nieco kontrastować z prognozami przedsiębiorstw dotyczącymi obniżenia popytu na ich towary. Z drugiej strony eksporterzy mają problemy z pozyskiwaniem nowych zagranicznych umów (jest to nowy element w badaniu koniunktury) - gdyby sytuacja powtarzała się w przyszłych badaniach mogłoby to świadczyć o obniżeniu konkurencyjności polskiego eksportu, tendencji bardzo negatywnej biorąc pod uwagę ostatnie (korzystne dla eksporterów) ruchy kursowe.

Niższa aktywność w sferze realnej, a także rozładowanie się wcześniejszych szoków cenowych wpływają na procesy cenowe w gospodarce. Przede wszystkim widoczne jest wyhamowanie oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw oraz obniżenie prognoz dotyczących cen wyrobów gotowych. Co więcej, przedsiębiorstwa w dużej mierze nie będą podnosić płac w reakcji na wzrosty cen (50% respondentów) lub też już tego dokonały (20% respondentów). Podwyżki wynagrodzeń występujące w gospodarce są zatem złożeniem naturalnego, umiarkowanego trendu z czynnikiem cyklicznym (działającym z opóźnieniem) - tym samym obecne wzrosty płac mogą nie być trwałe. Potwierdza to relacja pomiędzy wzrostami wynagrodzeń a wydajnością pracy - w obecnym ożywieniu przedsiębiorstwa są bardzo zdyscyplinowane i tylko w 10% firm płace wzrosły szybciej niż wydajność (w latach 2007-2008 odsetek ten dochodził do 30%). Rozsądna polityka kosztowa przy dotychczas rosnących cenach pozwoliła utrzymać przedsiębiorstwom wyższe marże (co pozytywnie wpływać powinno na wyniki finansowe).

Podwyżki płac a wzrost wydajności pracy



Reasumując, najnowsze badania o koniunkturze wskazują na wypłaszczenie ścieżki wzrostu PKB w najbliższym terminie (I-II kwartały), prawdopodobnie w okolice 3,8-4,0%. Niemniej jednak sytuacja powinna się zmieniać w sposób dynamiczny, gdyż część szoków negatywnie wpływających na aktywność gospodarczą (inflacja po stronie cen producentów i konsumentów) powoli ustępuje. Obraz płynący z badań będzie zniechęcał RPP do kolejnych podwyżek stóp procentowych. Tym samym jesienne podwyżki, które do tej pory warunkowaliśmy dalszym wzrostem inflacji bazowej (zmianami kompozycji inflacji) mogą się nie zmaterializować. Retoryka RPP prowadzona być może jednak w sposób zachowawczy, który nie pozwoli na uczestnikom rynku na wyzerowanie prawdopodobieństwa podwyżki do końca roku (obecnie wycenione jest mniej więcej 50% prawdopodobieństwo podwyżki).



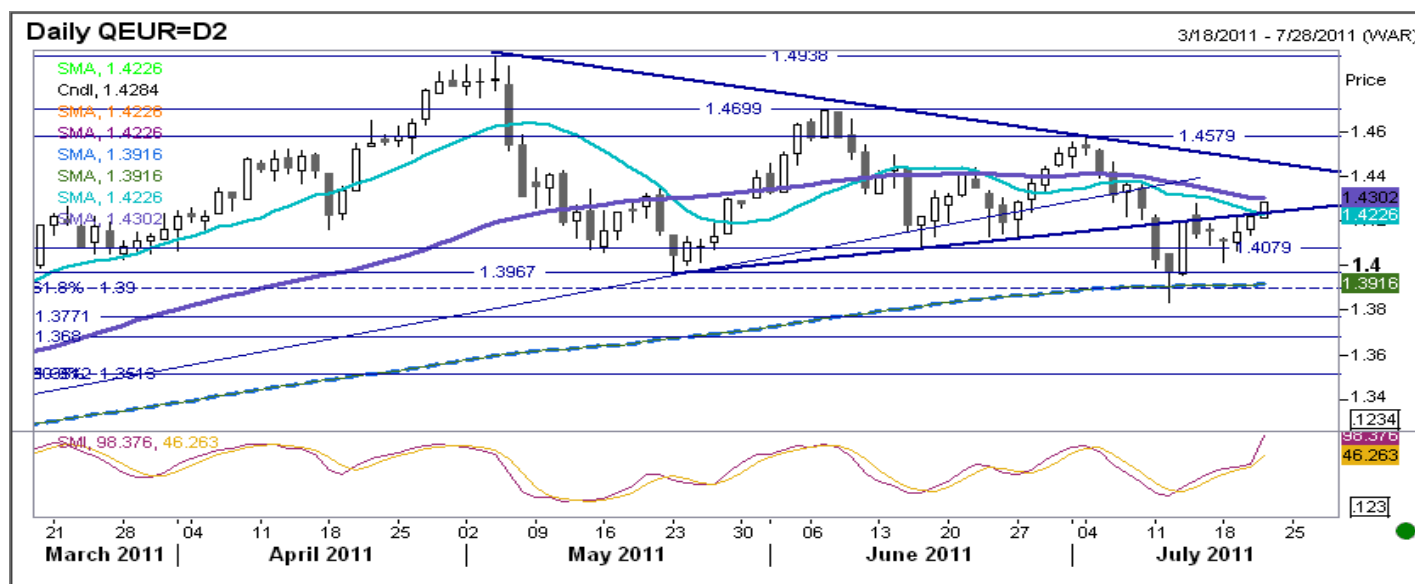
EURUSD fundamentalnie

EURUSD mocniejszy po informacjach odnośnie uzgodnienia szczegółów planu dot. Grecji pomiędzy Merkel i Sarkozyem. Niestety oprócz informacji, że do ugody doszło, na razie brakuje szczegółów. Dziś na pierwszym planie informacje ze szczytu strefy euro - dość wyraźne ocieplenie nastrojów przed szczytem stwarza ryzyko materializacji negatywnego scenariusza, w przypadku braku postępu nad planem dla Grecji. Co więcej, w ostatnich miesiącach istotnie zwiększył się odsetek sytuacji, w których to tylko oczekiwania zachęcają do kupowania bardziej ryzykownych instrumentów, natomiast faktyczna realizacja pozytywnej informacji zachęca do realizacji zysków. Czy tak będzie również dzisiaj?

EURUSD technicznie

EURUSD znów w klinie. Oscylator ekstremalnie wychylony w górę (a wzrosty mizerne). Rośnie ryzyko korekty w dół. Przekreśla je dopiero wzrost kursu powyżej 1,4470. Obrona Fibo (1,4213) na wykresie tygodniowym potwierdzi szerszą konsolidację.

Wsparcie	Opór
1,4080	1,4420
1,3900	1,4355
1,3771	1,4302





EURPLN fundamentalnie

Złoty mocniejszy. W czasie wczorajszej sesji na rynku walutowym czuć było wpływ obecności MinFinu. MinFin pojawia się często w sytuacji poprawy sentymentu globalnego dodatkowo powodując głębszy ruch na EURPLN. Złotego wsparły również informacje o przyjęciu wspólnego stanowiska przez Francję i Niemcy ws. greckiego zadłużenia. Polska waluta umocniła się wobec euro z poziomu 4,0170 do 3,990. Dziś otwarcie na poziomie 3,9934 wobec euro i szansa na dalsze umocnienie w ciągu dnia (obecność MinFinu na rynku) i po ogłoszeniu uzgodnień szczytu Eurogrupy.

EURPLN technicznie

Złoty w krótkookresowym kanale deprecjacyjnym. Wsparcie na średniej ruchomej. Przebicie średniej (zamknięcie poniżej) sugerowałoby bardziej wyraźny ruch w dół na EURPLN. Dywergencja na wykresie dziennym sugeruje odwrócenie krótkookresowego trendu deprecjacyjnego polskiej waluty i jej umocnienie w najbliższym okresie.

Wsparcie	Opór
3,9750	4,12220
3,9406	4,0570
3,9241	4,0527





IRS	BID	ASK
1Y	4.8875	4.94
2Y	4.9425	4.99
3Y	5.0325	5.08
4Y	5.1025	5.15
5Y	5.1525	5.20
6Y	5.1975	5.25
7Y	5.2325	5.28
8Y	5.2575	5.31
9Y	5.2775	5.33
10Y	5.2925	5.34

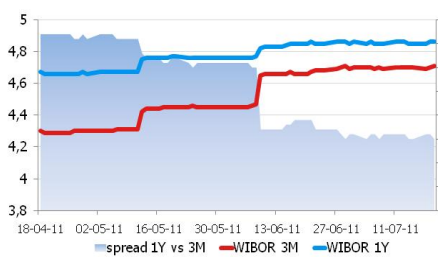
depo	BID	ASK
ON	3.9	4.0
1M	4.4	4.6
3M	4.5	4.7

FRA	BID	ASK
1x2	4.61	4.66
1x4	4.71	4.76
3x6	4.80	4.85
6x9	4.88	4.94
9x12	4.92	4.98

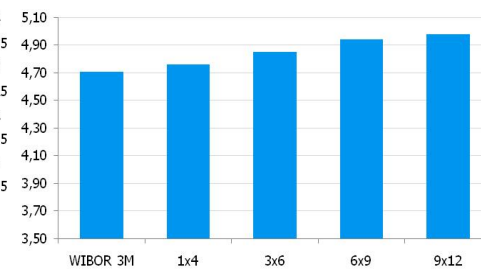
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.0014
USD/PLN	2.8218
CHF/PLN	3.4325

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.4224
EUR/JPY	112.13
EUR/PLN	3.9910
USD/PLN	2.8054
CHF/PLN	3.4204

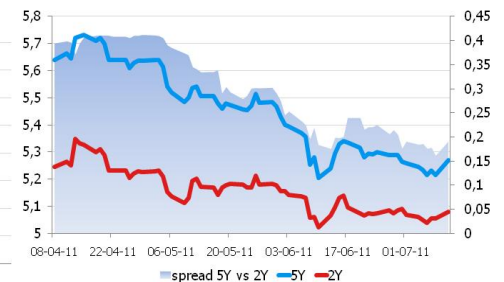
WIBOR 3M i 1Y



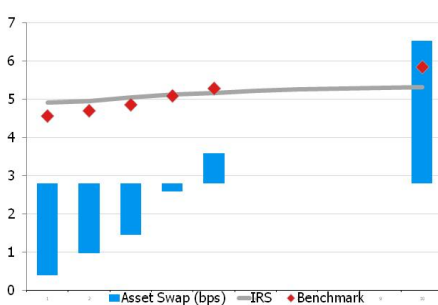
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



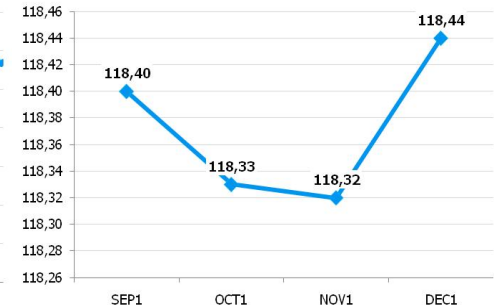
Asset swap i IRS



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.