



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

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 829 90 34
artur.pluska@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		
08.08.2011 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
09.08.2011 WTOREK							
8:00	GER	Ekspert m/m (%)	cze		-1.3	4.4	
9:00	GER	Import m/m (%)	cze		-1.7	3.8	
9:00	CZ	Inflacja CPI r/r (%)	lip		1.8	1.8	
20:15	USA	Decyzja FOMC (%)	sier		0.25	0.25	
10.08.2011 ŚRODA							
8:00	GER	Inflacja CPI r/r (%)			2.4	2.4	
11.08.2011 CZWARTEK							
9:00	HUN	Inflacja CPI r/r (%)			3.5	3.5	
14:00	POL	Rachunek C/A (mln EUR)	cze	-1738	-1456	0.0	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	lip		-47.6	-50.2	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	5.08		401	400	
12.08.2011 PIĄTEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.1	0.3	
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	lip	7.2	7.5	7.1	
14:00	POL	Inflacja CPI r/r (%)	lip	4.3	4.3	4.2	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lip		0.5	0.1	
15:55	USA	Zaufanie kons. Univ. Mich Flash (pkt.)	sier		63.2	63.7	

W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** W czwartek opublikowany zostanie bilans płatniczy za czerwiec. Po wyzerowaniu w maju spodziewamy się poziomu -1738 mln EUR. Spodziewamy się spowolnienia z dwóch stron - większego w eksporcie (13138 mln EUR, import: 12131 mln EUR), co jest zgodne z sekwencją hamowania gospodarki globalnej. Saldo usług pozostaje stabilne, saldo dochodów niższe (250mln EUR dywidendy z PKOSA), zaś saldo transferów znów niewielkie (transfer netto z UE lekko ujemny w porównaniu z dużym plusem sprzed miesiąca). W piątek opublikowane zostaną dane o podaży pieniądza M3 oraz inflacja CPI. Spodziewamy się utrzymania cen na obecnych poziomach (prognoza 4,3%) ze względu na znaczny spadek cen żywności (1,6% m/m) oraz znaczny wzrost cen paliw (powyżej 4% m/m), wspierany także podwyżką cen gazu (od połowy lipca). Inflacja bazowa może obniżyć się do 2,2-2,3% r/r z 2,4% r/r zanotowanych w czerwcu (głównie dzięki promocyjnym cenom konfekcji). Utrzymanie niższego tempa wzrostu podaży pieniądza związane jest głównie z wakacyjną sezonowością, spadkiem dochodu rozporządzalnego (efekt inflacyjny) oraz ujemnym realnym oprocentowaniem depozytów. Depozyty gospodarstw domowych utrzymują jednak dynamikę powyżej 9% r/r. Przyrost depozytów przedsiębiorstw w lipcu będzie większy r/r niż w czerwcu (5,5%) ze względu na efekt bazy.
- **Gospodarka globalna.** Uwaga globalna skupiona na USA. W piątek decyzja FOMC - istotny będzie komentarz dotyczący oceny Fed sytuacji na rynku pracy (po dość dobrych zeszlotygodniowych danych) i perspektyw inflacyjnych (szczególnie bazowego wskaźnika PCE). Ciągłe oczekiwane komentarze dotyczące strategii monetarnej - podwyżki stóp oddalają się w czasie, jednak przy każdym gorszym danych realnych otwarte pozostaje pytanie o QE3. W piątek publikacja sprzedaży detalicznej oraz sentymentu Uniwersytetu Michigan, jako dane wskazujące na ocenę zachowań konsumentów (spodziewane dobiecie po kilkumiesięcznych spadkach).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Amerykańska agencja ratingowa Standard&Poor's obniżyła w piątek ocenę wiarygodności kredytowej USA z obecnego maksymalnego poziomu AAA do AA+.
- Radziwiłł (MF): Obniżenie ratingu USA może mieć pozytywny wpływ na postrzeganie Polski przez inwestorów zagranicznych, gdyż w czasie trwających obecnie na rynkach turbulencji polska gospodarka ma wszelkie cechy poszukiwane przez inwestorów, czyli niski dług publiczny, relatywnie niski deficyt oraz wzrost PKB. Obniżenie ratingu USA ma charakter raczej techniczny.
- EBC będzie „zdecydowanie interweniować” na rynkach finansowych, aby ochronić Włochy i Hiszpanię przed rozszerzającym się kryzysem zadłużeniowym w strefie euro. EBC będzie skupować obligacje rządowe tych krajów.

Decyzja RPP (7 września 2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.238	-0.014
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.565	-0.046
obniżka 25 bps	0%			
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Stany Zjednoczone AA+

W piątek po zamknięciu rynków S&P ogłosił, że obniża rating długoterminowy USA do AA+ z perspektywą negatywną. Jako bezpośrednie umocowanie dla decyzji agencja podaje „niewystarczające zaangażowanie w redukowaniu deficytu oraz stabilizację długu publicznego ze strony rządu USA”. Co więcej, analitycy agencji dodają, że decyzja odzwierciedla również brak odpowiedzialności ze strony administracji i kongresu, który ujawnił się w pełnym świetle podczas debaty nad podniesieniem limitu zadłużenia. Pozostałe agencje (Fitch, Moody's) utrzymały wcześniej zapowiedziany rating AAA.

Krótkookresowo decyzja zostanie odebrana przez rynki negatywnie. Skala wyprzedzaży nie musi być jednak bardzo duża, jako że agencja sygnalizowała możliwość obniżenia ratingu a cały rynek wrzał w piątek od plotek odnośnie „ważnej decyzji” którą S&P ma ogłosić po zamknięciu rynków. Pierwsza reakcja rynku ujawni się poprzez kanał zaufania (czy też awersji do ryzyka). W przypadku indeksów giełdowych można oczekiwać dalszych spadków (zwłaszcza że tydzień dla inwestorów akcyjnych był najgorszy od 2009 roku a nastroje pozostają zle - downgrade pada więc na żywną głębę). W zakresie obligacji należy spodziewać się spadków rentowności bunda oraz być może również (paradoksalnie) treasuries. Krótkookresowo rally na polskich obligacjach może być kontynuowane - pierwszym testem będzie publikacja inflacji (piątek). W przypadku rynków walutowych reakcja na EURUSD nie jest pewna. Wprawdzie obniżenie ratingu godzi w USA (tym samym balans problemów pomiędzy strefą euro a USA się nieco bardziej wyrównuje), jednak okresy awersji do ryzyka nie są sprzyjające EURUSD. Beneficjentem pozostaną z pewnością CHF i JPY (mimo, że Japonia nie jest już AAA od ponad dekady). Większa awersja do ryzyka powinna szkodzić PLN, podobnie mogą się zachować waluty surowcowe (tam jednak skala wyprzedzaży jest już spora), w tym AUD, NZD.

W średnim okresie natomiast obniżka ratingu nie jest tragedią. Po pierwsze badania pokazują, że kraje typowo uznawane za safe havens tracą bardzo mało po utracie statusu AAA a wzrosty rentowności są niewielkie (patrz przykład Japonii). Po drugie warto wskazać, że obniżka ratingu dotyczy długiego a nie krótkiego i średniego terminu (tam rating pozostał bez zmian - a jest to przede wszystkim ważne dla instytucji operujących na rynku pieniężnym). Poza tym, negative outlook jest „lepszy” niż negative watch. Około 4 bilionów papierów USA wykorzystywane jest obecnie jako zastaw przez równego rodzaju instytucje. Obniżka ratingu przez jedną agencję do AA+ wcale nie implikuje masowych problemów z wyceną tych papierów, ani płynnością (do oceny wiarygodności kredytowej brana jest zwykle średnia z 3 agencji lub mediana - te wciąż są AAA) na rynku. Co więcej, regulatorzy amerykańscy już zapewnili, że obniżka ratingu nie wpłynie na wymagania odnośnie kapitału rezerwowego dla posiadaczy papierów amerykańskich. Co więcej, dotychczasowy największy inwestorzy (Azja, Rosja) zapowiedzieli, że nie widzą problemu z pojedynczej obniżce ratingu i będą utrzymywać papiery amerykańskie i kupować dalej. W średnim okresie nie ma na razie alternatywy dla rynku obligacji amerykańskich pod względem wielkości, płynności i wciąż także - wiarygodności. Dodatkowo, obniżka będzie batem na administrację do kolejnych cięć: w myśl zasady więcej cięć, mniejszy wzrost, niższe stopy - jest to wiadomość pozytywna dla obligacji.

Problem ma jednak drugie dno w okresie średnim do długiego.

Inwestorzy będą bardziej ostrożni w zakresie wyboru krajów pod kątem inwestycji (preferencje w kierunku innych krajów AAA, jednak z mniejszym poziomem deficytu, długu i mniejszymi problemami strukturalnymi). Oznacza to tyle, że okres lewarowania wczesnego ożywienia gospodarczego wydatkami publicznymi dobiegł końca dla krajów z wysokim poziomem zadłużenia. Stąd też różnice we wzroście PKB pomiędzy krajami prawdopodobnie pogłębią się intensyfikując jednocześnie przyczynowy charakter relacji dług-tempo wzrostu PKB (czym wyższy dług, tym tempo wzrostu mniejsze). Taki reżim sprzyjać faworyzować będzie szybko rosnące kraje o niskich poziomach deficytu oraz - odpowiednio - ich waluty.

Taka zmiana myślenia może mieć daleko idące skutki dla gospodarki polskiej. Inwestorzy będą zwracali teraz szczególną uwagę na kwestie deficytu i długu. Implikuje to większy nacisk na redukcję deficytu i zadłużenia w Polsce w średnim terminie. W konsekwencji w polskiej gospodarce może wykształcić się stan delikatnej równowagi, ze zmianami nastrojów prowadzącymi do dyskutowania na przemian scenariusza pozytywnego i negatywnego w zależności od skali (koniecznych) cięć fiskalnych i występującego w ich następstwie spowolnienia wzrostu PKB. Uważnie śledzona będzie sytuacja płynnościowa budżetu oraz podaż papierów. Scenariusz niestabilnej równowagi może nie być korzystny dla złotego (kanał niższego wzrostu, możliwe niższe stopy procentowe), zwłaszcza biorąc pod uwagę globalną realokację kapitału w kierunku szybko rosnących, niezadłużonych krajów AAA oferujących podobne carry.

USA: nienajgorsze NFP

Liczba nowych miejsc pracy poza rolnictwem wyniosła 117tys. (w tym 154tys. prywatnych) zaś poprzedni odczyt został zrewidowany w górę do 46tys. Największe wzrosty zatrudnienia wystąpiły tradycyjnie w usługach (112tys.), liczba miejsc pracy zwiększyła się w końcu także w budownictwie (8tys.) oraz w przetwórstwie przemysłowym (24tys.). Sekcją notującą regularne spadki zatrudnienia pozostał sektor rządowy. Po stronie wykorzystania siły roboczej nie odnotowano wzrostu liczby przepracowanych godzin w ujęciu średnim (wzrosła tylko całkowita liczba przepracowanych godzin - ze względu na wzrost zatrudnienia). Nastąpił wzrost średniej płacy za godzinę o 0,4% (poprzedni miesiąc to praktycznie stagnacja na poziomie +0,1%).

Wyniki drugiej z ankiet (household survey) pozostają mniej optymistyczne. Choć stopa bezrobocia spadła (z 9,2% do 9,1%) jest to w głównej mierze wynika zmniejszenia zasobu cywilnej siły roboczej, z przeważającym odpływem po stronie bezrobotnych (pozostaje pytanie, czy jest to ponowna intensyfikacja zjawiska zniechęcenia na rynku pracy). Po stronie zatrudnienia ankieta pokazała kolejny spadek (tym razem o 38tys. - duży kontrast z establishment survey), co z kolei doprowadziło do kolejnego spadku wskaźnika pracujących w populacji, który obecnie znajduje się na historycznie niskich poziomach 58,1%. Patrząc na alternatywne miary stopy bezrobocia, tylko najszersza miara U-6 odnotowała spadek - reszta utrzymała się na niezmiennych poziomach.

Raport z rynku pracy jest pozytywny o tyle, o ile oddala scenariusz szybkiej recesji w gospodarce amerykańskiej. Szczegóły wyglądają już znacznie gorzej i uzewnętrzniają strukturalne problemy na amerykańskim rynku pracy: pogorszenie relacji pracu-



jących do populacji (w najbliższym czasie - biorąc pod uwagę demografię - wskaźnik ten będzie dalej się pogarszał), wydłużenie przeciętnego czasu pozostawania bez pracy, duży odsetek zniechęconych pracowników. Również tempo wzrostu zatrudnienia pozostaje zbyt niskie aby prowadzić do trwałych spadków stopy bezrobocia. Najnowsze dane o NFP potwierdzają, że okres niskiego wzrostu w gospodarce amerykańskiej będzie rodzajem równowagi „na ostrzu noża”, nawet jeśli minie część szoków negatywnie działających na gospodarkę (dostawy z Japonii, wysokie ceny). Z punktu widzenia FOMC wyższe NFP tłumi dyskusje o QE3.0 - uwaga decydentów będzie obecnie ukierunkowana na inflację bazową. Wszelkie symptomy odwrócenia trendu na tym wskaźniku mogą stać się przyczynkiem do rozszerzenia akomodacji monetarnej. Na razie jednak naszym scenariuszem bazowym pozostaje wydłużenia okresu niskich stóp procentowych do końca 2012 roku.



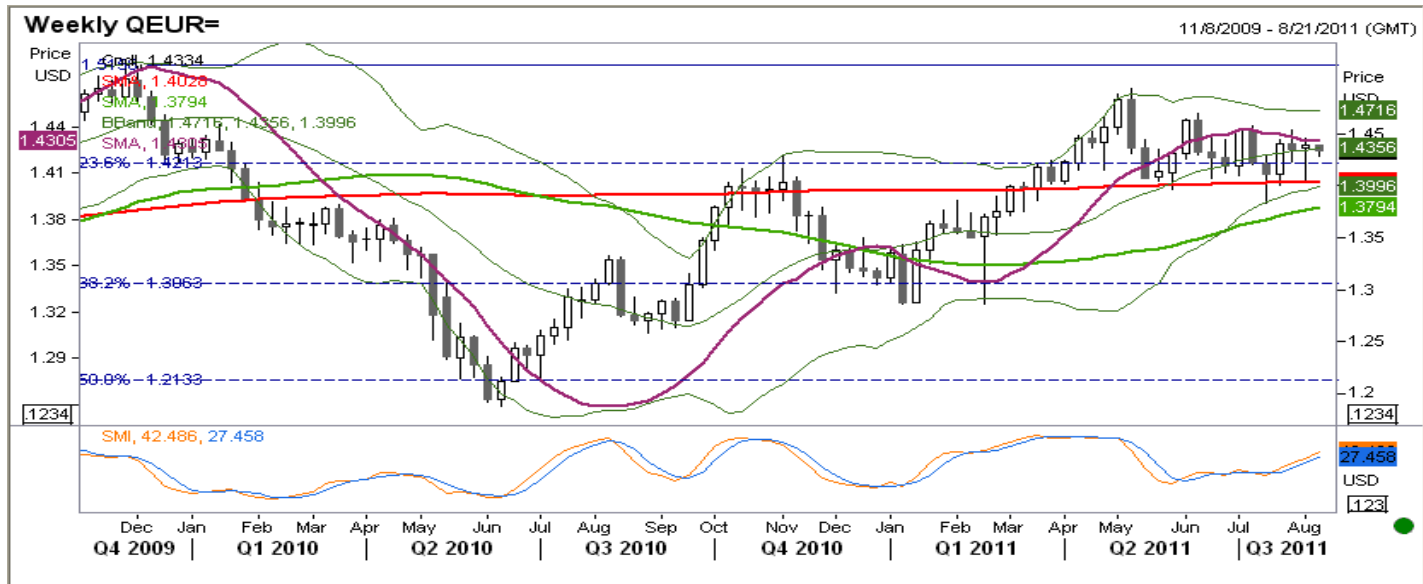
EURUSD fundamentalnie

EURUSD mocniejszy po piątkowej informacji o obniżeniu ratingu długoterminowego Stanów Zjednoczonych z poziomu AAA do AA+ z perspektywą negatywną (agencja S&P wyraziła brak zaufania do przyjętego planu redukcji wydatków oraz zadłużenia przez administrację Obamy). Niższy rating USA może być pozytywny dla EUR, zwłaszcza że ostatnie problemy dotyczące rozszerzenia spreadów na „mocnych” krajach peryferyjnych (Hiszpania, Włochy) zostały przynajmniej tymczasowo rozwiązane dzięki działaniom ECB (kupowanie papierów włoskich i hiszpańskich). Dodatkowo, wspólne oświadczenie banków centralnych krajów G-7 stwarza podwaliny pod bardziej zrównoważoną politykę walutową (bez jednostronnych interwencji), co może być uspokajające dla rynku. W tym tygodniu kurs będzie kształtował się pod wpływem następujących wydarzeń: we wtorek decyzja FOMC, w środę informacja o sprzedaży detalicznej w USA, a w piątek dane o bilansie handlowym w USA. Scenariusz na najbliższy tydzień to prawdopodobnie wyższa zmienność i mocniejsze EUR.

EURUSD technicznie

EURUSD na linii trendu deprecjacyjnego. Momentum ruchu wskazuje, że opór ten może dziś łatwo zostać pokonany. W takim przypadku cen należy ustawić na 1,4579. Możliwość odbicia potwierdza też doji na wykresie tygodniowym, z osiągnięciem celem na MA200. Kluczowa dla dalszych wzrostów jest Ma14 z wykresu tygodniowego (1,4440), która nie została w ubiegłym tygodniu pokonana.

Wsparcie	Opór
1,4157	1,4699
1,4007	1,4579
1,3932	1,4440





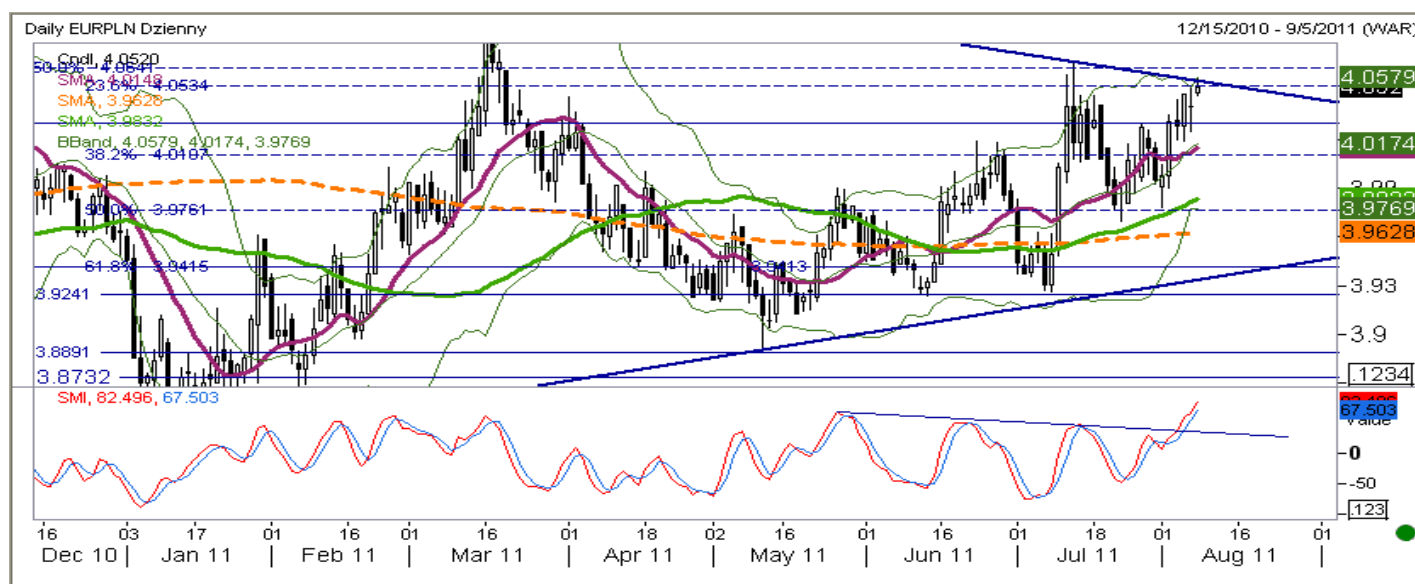
EURPLN fundamentalnie

Złoty słabszy na otwarciu (4,05) mimo wzrostów na EURUSD po decyzji o obniżeniu ratingu USA. Złoty jako waluta bardziej ryzykowna może dziś tracić (w ślad za walutami surowcowymi). Istotne dane makro dopiero pod koniec tygodnia (bilans płatniczy, inflacja CPI). W bilansie płatniczym powinien pojawić się tym razem duży deficyt (zniknęły elementy jednorazowe w postaci wysokich transferów), zaś inflacja wspierać będzie oczekiwania na zakończenie cyklu podwyżek (ryzyka wokół prognozy kształtują się symetrycznie; główna niepewność płynie z cen żywności).

EURPLN technicznie

Złoty na Fibo oraz linii średnioterminowego trendu aprecjacyjnego. Solidne momentum ruchu (patrz stochastic, który wyraźnie wybił się z trendu spadkowego) sugeruje, że obecnie może być dogodny moment na pokonanie ww. poziomów oporu. W przeciwnym przypadku na tych poziomach można oczekiwać odwrócenia. Cel w górę to 4,12, w dół silne wsparcie dopiero w okolicach 4,0107.

Wsparcie	Opór
4,0107	4,1226
3,9761	4,1107
3,9616	4,0641





IRS	BID	ASK
1Y	4.8538	4.90
2Y	4.8638	4.91
3Y	4.9238	4.97
4Y	4.9738	5.02
5Y	5.0338	5.08
6Y	5.0488	5.10
7Y	5.0788	5.13
8Y	5.0988	5.15
9Y	5.1138	5.16
10Y	5.1238	5.17

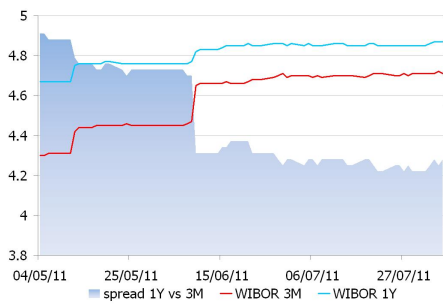
depo	BID	ASK
ON	4.2	4.5
1M	4.4	4.6
3M	4.5	4.7

FRA	BID	ASK
1x2	4.61	4.66
1x4	4.71	4.77
3x6	4.78	4.81
6x9	4.83	4.86
9x12	4.82	4.88

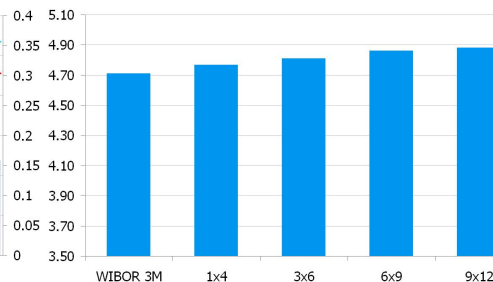
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.0423
USD/PLN	2.8572
CHF/PLN	3.7147

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.4385
EUR/JPY	112.37
EUR/PLN	4.0408
USD/PLN	2.8097
CHF/PLN	3.7420

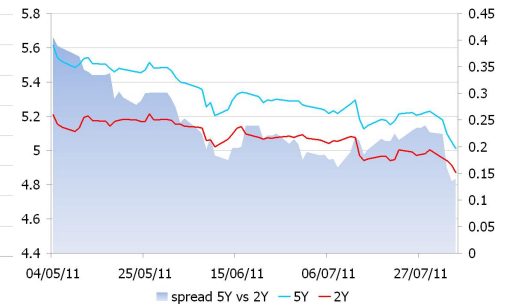
WIBOR 3M i 1Y



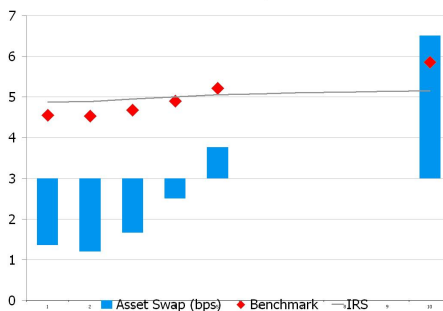
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



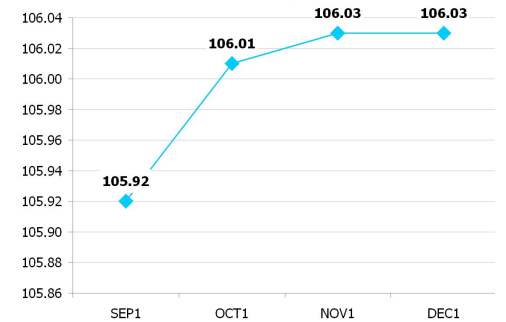
Asset swap i IRS



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 UPRZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.