



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		
15.08.2011 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
16.08.2011 WTOREK							
8:00	GER	PKB flash kw/kw (%)	II kw		0.5	1.5	
9:00	HUN	PKB (%)	II kw		2.5	2.5	
9:00	CZ	PKB (%)	II kw		2.3	2.8	
11:00	EUR	PKB flash kw/kw (%)	II kw		0.3	0.8	
14:30	USA	Housing starts (SAAR)	lip		600	629	
14:30	USA	Housing permits (SAAR)	lip		605	617	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		0.4	0.2	
17.08.2011 ŚRODA							
11:00	EUR	HICP final r/r (%)	lip		2.5	2.5	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lip	3.4	3.5	3.6	
14:00	POL	Place r/r (%)	lip	4.0	5.0	5.8	
14:30	USA	PPI m/m (%)	lip		0.1	-0.4	
18.08.2011 CZWARTEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lip	3.3	3.5	2.0	
14:00	POL	PPI r/r (%)	lip	6.0	5.7	5.6	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	13.08		400	395	
14:30	USA	Inflacja CPI r/r (%)	lip		3.3	3.6	
16:00	USA	Philly Fed Index	sier		4.0	3.2	
16:00	USA	Existing home sales (mln, SAAR)"	lip		4.9	4.8	
19.08.2011 PIĄTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lip	2.4	2.5	2.4	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** W środę zostanie opublikowane zatrudnienie oraz płace. Spodziewamy się spadku wzrostu do 3,4% wobec 3,6% w czerwcu. Obniżenie wzrostu jest związane ze spadkami indeksów koniunktury, podczas gdy w czerwcu zatrudnienie będzie napędzane przez zmienne sekcje i słabe „dopalenie” sezonowe (niewielkie wzrosty w budownictwie, handlu, zakwaterowaniu i gastronomii). W zakresie płac również spodziewamy się spadku dynamiki do 4,0% wobec 5,8% w czerwcu. Po wzroście w czerwcu napędzanym przesunięciem premii w górnictwie w lipcu nastąpi powrót do słabszego trendu wspierany przez efekt mniejszej liczby dni roboczych. W czwartek opublikowane zostanie produkcja przemysłowa oraz PPI. Utrzymujemy naszą prognozę na poziomie 3,3% (pomimo lipcowego osłabienia produkcji samochodów, która wskazywałaby raczej na odczyt bliższy 2%) ze względu na stabilne i silne momentum w budownictwie oraz znaczący wzrost indeksu PMI. W zakresie PPI przewidujemy wzrost do 6,0% z 5,6% w czerwcu będący efektem końca wysokiej bazy, wzrostu cen surowców w PLN i USD oraz stabilnych oczekiwań cenowych. W piątek opublikowana zostanie inflacja bazowa - piątkowy odczyt CPI wskazuje na utrzymanie poziomu 2,4% r/r.

• **Gospodarka globalna.** Uwaga rynków będzie skupiona na danych z USA. Dziś zostaną opublikowane dane z rynku nieruchomości oraz produkcji przemysłowej w USA. Rynek spodziewa się nieco słabszych danych wobec poprzedniego odczytu. Ze strefy euro podany będzie wzrost PKB za II kw, gdzie zgodnie z konsensusem rynku oczekuje się słabszego wzrostu w stosunku do I kw. W czwartek będą znane dane z USA o CPI oraz Philly Fed Index. Konsekwentnie ze scenariuszem hamowania głównej gospodarki świata spodziewany jest spadek inflacji. Jednocześnie rynek spodziewa się wzrostu drugi raz z rzędu Philly Fed Index.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Chojna-Duch uważa dane o inflacji w lipcu są pozytywne, szczyt inflacji mamy za sobą. Proponuje, aby obrać neutralne nastawienie w polityce pieniężnej. Jej zdaniem mówienie o obniżkach stóp procentowych jest obecnie przedwczesne.
- EBC skupił w ciągu ubiegłego tygodnia rekordową ilość papierów dłużnych o wartości 22 mld euro, by wesprzeć Włochy i Hiszpanię.

Decyzja RPP (7 września 2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.353	0.006
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.312	-0.007
obniżka 25 bps	0%			
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Inflacja cudownie spada do 4,1%

Inflacja w lipcu obniżyła się do 4,1% z 4,3% w poprzednim miesiącu. Sprawcą niskiego odczytu są przede wszystkim ceny żywności, które obniżyły się o 1,9% w stosunku do poprzedniego miesiąca (tendencje potwierdzone innymi krajami regionu), ceny odzieży i obuwi (-2,3% m/m) oraz kategoria łączność (-0,5%). W mało zrozumiałym dla nas sposób spadły (!!!) w lipcu ceny paliw (-0,2%). Z naszych kalkulacji - które na przestrzeni wielu lat okazywały się bardzo trafne - wynika, że nie odnotowaliśmy spadku cen paliw tylko 4% wzrost; zupełnie przypadkowo po wstawieniu tej danej osiągamy naszą prognozę... 4,3%. GUS twierdzi, że spadki cen to wynik spadków cen gazu oraz oleju napędowego - trudno nam nie kontestować tego twierdzenia. Podwyższone zostały ceny w kategorii mieszkanie (+0,6% za sprawą podwyżek cen gazu); wzrosty zaobserwowano także w innych kategoriach bazowych: rekreacji i kulturze (0,8%), edukacji (0,3%), restauracji i hotelach (0,3%). Inflację bazową szacujemy na 2,4% - bez zmian w stosunku do poprzedniego miesiąca.

W kolejnym miesiącu inflacja powinna utrzymać się na podobnym poziomie jak w lipcu (+/- 0.1pp.). Możliwe są nieco niższe spadki cen żywności (otwarcie rynku rosyjskiego) oraz ciąg dalszy zamieszania na rynku paliw (jeśli poziom cen odnotowany przez GUS został przypadkowo/omyłkowo zaniżony, skonfrontowanie go z sierpniową rzeczywistością może wygenerować wzrost cen...). Wysoki poziom kursu walutowego mógł również wygenerować pierwsze dostosowania cen towarów importowanych - ryzyko dla przyszłego miesiąca plasują się więc raczej w stronę wyższego odczytu.

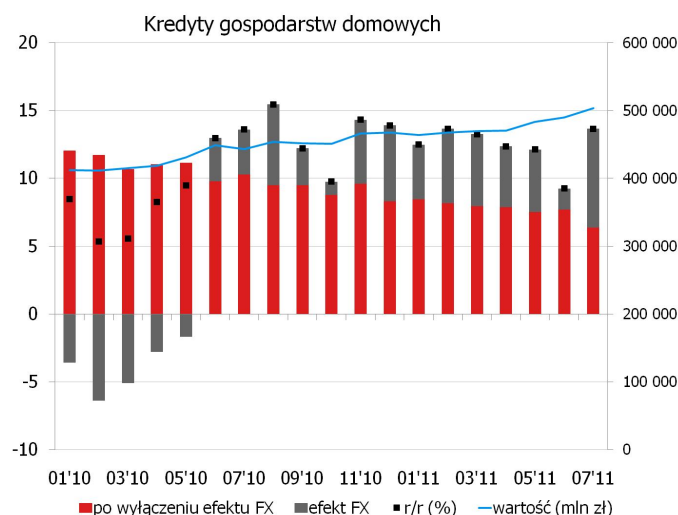
Przechodząc do perspektyw średniookresowych wydaje się nam, że obecnie pod wpływem globalnego sentymentu rynek za bardzo skoncentrował się na ograniczeniu wzrostu gospodarczego i generowanym w jego następstwie spadku inflacji. O ile mechanizm jest oczywiście prawidłowy, opóźnienia w tym procesie mogą prowadzić do utrzymywania się inflacji wciąż na podwyższonym poziomie, zwłaszcza że możemy zaobserwować natychmiastowe przełożenie obecnie wyższego kursu walutowego na ceny a w kolejce czeka cała seria podwyżek cen kontrolowanych (energia, komunikacja miejska). Uważamy dodatkowo, że nie pojawiają się oznaki osłabienia presji inflacyjnej w poszczególnych kategoriach bazowych - trendy są wciąż kontynuowane. Tym samym uważamy rozpoczętą grę na obniżki stóp procentowych za przedwczesną a RPP nie ma obecnie komfortowej sytuacji do poluzowania polityki pieniężnej. Ryzyka destabilizacji oczekiwań inflacyjnych oraz kursu złotego są cały czas aktualne.

Stabilny wzrost podaży pieniądza M3

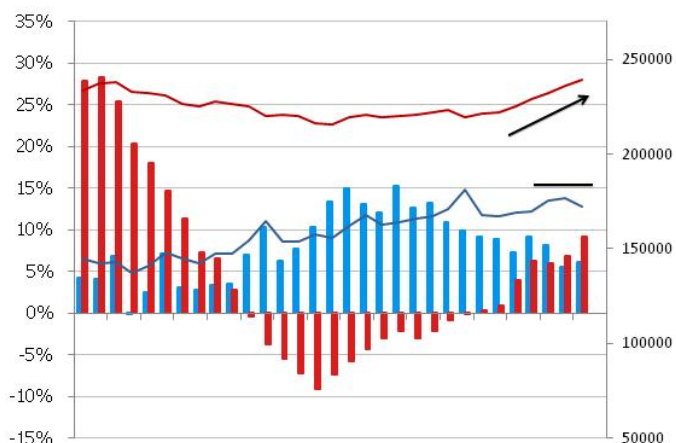
Podaż pieniądza M3 wzrosła w lipcu o 7,3% r/r i 0,2% m/m. Odczyt jest zgodny z przewidywanymi przez nas trendami - sezonowym przyspieszeniem ilości gotówki w obiegu, utrzymaniem stabilnego wzrostu depozytów gospodarstw domowych powyżej 9% oraz spadającą dynamiką depozytów przedsiębiorstw (te trzy kategorie stanowią ok. 90% agregatu).

Po stronie gospodarstw domowych tempo wzrostu depozytów wyniosło w lipcu 9,8% r/r po 9,2% w czerwcu, zaś ich przyrost nominalny wyniósł prawie 4 mld zł. Wartość kredytów indywidualnych wzrosła w lipcu aż o 13,6% r/r wobec 9,4% r/r

odnotowanych w czerwcu - pomimo niskiej bazy z 2010r. (kiedy w lipcu w stosunku do czerwca wartość kredytów gospodarstw domowych spadła o prawie 5,5 mld zł). Nominalnie wartość kredytów detalicznych wzrosła o prawie 13,5 mld zł. Wzrost ten nie odzwierciedla jednak nagłego zrywu w zaciąganiu nowych zobowiązań, a jest w ponad 50% efektem umocnienia franka szwajcarskiego i wzrostu wartości zaciągniętych już kredytów denominowanych w tej walucie (stanowiących ok. 36% kredytów zaciągniętych przez gospodarstwa domowe). Po wyłączeniu efektu kursu walutowego tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych systematycznie maleje od początku roku - w lipcu wyniosło tylko ok. 6,5% r/r. Z jednej strony jest to wynik ujemnych przyrostów (zarówno rocznych jak i miesięcznych) kredytów konsumpcyjnych, z drugiej coraz niższej wartości nowo-udzielanych kredytów hipotecznych (po wyłączeniu efektu kursu walutowego tempo ich wzrostu wyniosło w lipcu ok. 11% r/r). Wprowadzone nowelizacje Rekomendacji S, nowe limity programu Rodzina na swoim, a także niepewna sytuacja gospodarcza (m.in. wysoka inflacja, rekordowy kurs franka, spadki na giełdzie) nie sprzyjają zaciąganiu długoterminowych zobowiązań, co także w kolejnych miesiącach może rzutować na poziom kredytów detalicznych.



Po stronie przedsiębiorstw wartość depozytów po raz pierwszy od lutego zanotowała ujemny przyrost miesięczny (-2,5% m/m, nominalnie -4,4 mld zł). Od października 2010r. utrzymuje się malejący trend na rocznym tempie wzrostu wartości depozytów, które w lipcu wyniosło 6,1% r/r. Jednocześnie wartość kredytów korporacyjnych wykazuje przeciwny trend rosnący w ujęciu rocznym coraz szybciej od września 2010r. - w lipcu osiągając najwyższy w historii poziom 239,5 mld zł i po raz pierwszy przekraczając maksimum z marca 2009r. o 1,4 mld zł. Taka wartość daje dynamikę 9,2% r/r po 6,9% w czerwcu. Przy utrzymaniu kompozycji kredytów czerwca wskazuje to na ok. 13% r/r tempo wzrostu kredytów inwestycyjnych oraz prawie 10% r/r wzrost kredytów o charakterze bieżącym. Warto zauważyć, że w przypadku przedsiębiorstw efekt kursu walutowego (ok. 20% kredytów jest denominowanych w euro) trzeci miesiąc z rzędu działa w przeciwnym niż dla gospodarstw domowych kierunku, tj. po jego wyłączeniu tempo wzrostu wzrosłoby o dodatkowe 0,1pp. (wynika to z wysokich poziomów kursu EURPLN w okresie maj-lipiec 2010r.). Tym samym trendy depozytowo-kredytowe w sektorze korporacyjnym wskazują na coraz silniejsze ożywienie w inwestycjach.



sty mar maj lip wrz lis sty mar maj lip wrz lis sty mar maj lip
09 09 09 09 09 09 10 10 10 10 10 10 11 11 11 11

■ depozyty przedsiębiorstw r/r ■ kredyty przedsiębiorstw r/r
— depozyty przedsiębiorstw (mln zł.) — kredyty przedsiębiorstw (mln zł.)



EURPLN fundamentalnie

Złoty mocniejszy. Od piątkowych szczytów na poziomie 4,18 wobec euro złoty umocnił się do poziomu 4,1360 na dzisiejszym otwarciu. Na umocnienie złotego złożyły się wzrosty indeksów giełdowych za oceanem, umocnienie euro do CHF oraz umocnienie euro do USD. Skala ruchu na powyższych parach walutowych sugerowałaby dalsza przestrzeń do umocnienia złotego wobec euro. Dziś w centrum uwagi dane o PKB w strefie euro. Rynek oczekuje na wynik szczytu Merkel-Sarkozy. Brak w dniu dzisiejszym publikacji danych z Polski.

EURPLN technicznie

Złoty poniżej 4,1543. Wczoraj atakowana była górna granica strefy wsparcia (4,1226) jednak bez powodzenia. Odwrócenie oscylatora sugeruje kontynuację ruchu na południe, które może przyspieszyć po złamaniu strefy wsparcia (4,1107-4,1226).

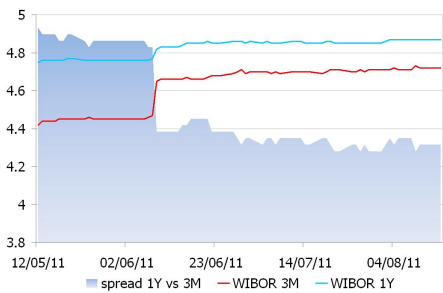
Wsparcie	Opór
4,1271	4,2300
4,1107	4,1767
4,0641	4,1543



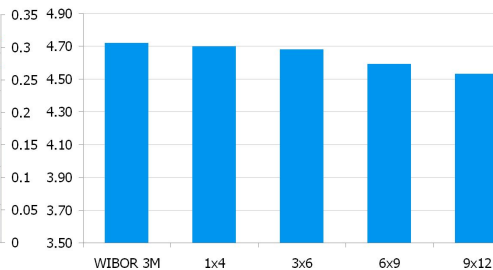


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.682	4.71	ON	4.1	4.3	EUR/PLN	4.1509
2Y	4.6	4.63	1M	4.4	4.6	USD/PLN	2.9186
3Y	4.67	4.70	3M	4.5	4.7	CHF/PLN	3.7884
4Y	4.72	4.79					
5Y	4.83	4.86	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.91	4.94	1x2	4.58	4.63	EUR/USD	1.4445
7Y	4.98	5.01	1x4	4.64	4.70	EUR/JPY	110.99
8Y	5.037	5.07	3x6	4.65	4.68	EUR/PLN	4.1400
9Y	5.079	5.11	6x9	4.56	4.59	USD/PLN	2.8643
10Y	5.1	5.13	9x12	4.47	4.53	CHF/PLN	3.6530

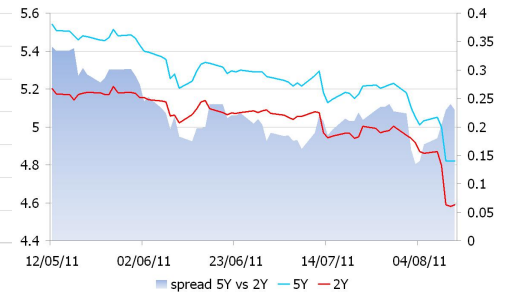
WIBOR 3M i 1Y



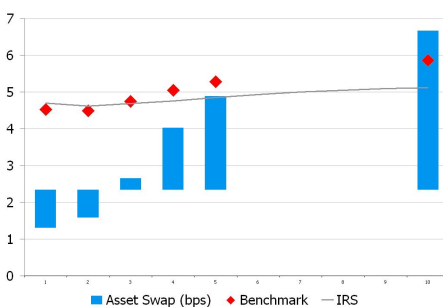
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



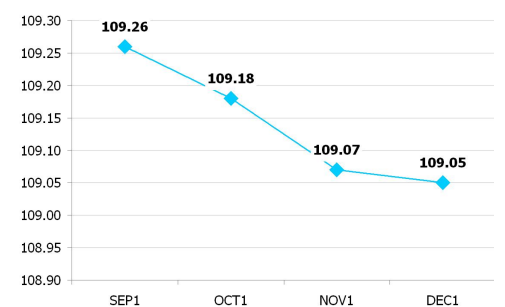
Asset swap i IRS



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.