



## 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**  
Senatorska 18  
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>22.08.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
<b>23.08.2011 WTOREK</b>							
9:30	GER	PMI w przemyśle preliminary (pkt.)	sier	50.6		52.0	52.0
9:30	GER	PMI w usługach preliminary (pkt.)	sier	51.9		52.9	50.4
10:00	EUR	PMI w przemyśle preliminary (pkt.)	sier	49.5		50.4	49.7
10:00	EUR	PMI w usługach preliminary (pkt.)	sier	50.9		51.6	51.5
11:00	GER	Indeks koniunktury ZEW	sier	-25.5		-15.1	-37.6
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt.)	sier	-12.4		-11.2	-16.6
16:00	USA	New home sales (tys. SAAR)	lip	310		300 (r)	298
<b>24.08.2011 ŚRODA</b>							
10:00	GER	Indeks Ifo	sier	111.0		112.9	108.7
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lip	9.3	10.1	10.9	8.2
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	lip	11.6	11.6	11.7	11.7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	lip	2.0		-1.3 (r)	4.0
<b>25.08.2011 CZWARTEK</b>							
8:00	GER	Indeks zaufania konsumentów GfK (pkt.)	wrz	5.1		5.4	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	20.08	405		408.0	
<b>26.08.2011 PIĄTEK</b>							
14:00	POL	Koniunktura konsumencka (GUS)					
14:30	USA	PKB preliminary (SAAR)	II kw	1.1		1.3	
15:55	USA	Zaufanie kons. Umich. flash	sier	56		54.9	

## Dziś zostaną opublikowane...

● **Gospodarka globalna.** Dane o tygodniowej zmianie liczby nowych bezrobotnych w USA (14:30). Odczyt poniżej 400tys. może chłodzić i tak nieco już ostudzone oczekiwania inwestorów na dodatkowe poluzowanie monetarne ze strony FOMC, które miałyby się pojawić na jutrzejszej konferencji w Jackson Hole. Uważamy, że z uwagi na historycznie duże znaczenie słów wypowiedzianych na tej konferencji, Bernanke będzie bardzo ostrożny.

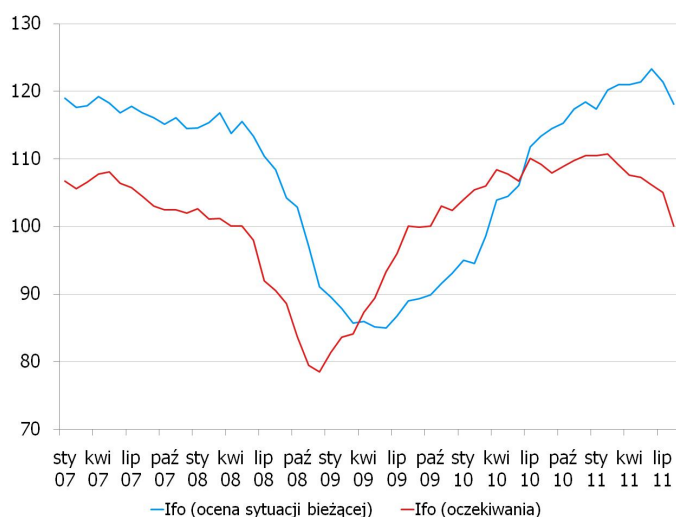
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Sprzedaż detaliczna w lipcu wzrosła o 8,2% w porównaniu z analogicznym okresem 2010 r., a m/m wzrosła o 0,7%.
- Zamówienia na dobra trwałe w lipcu wzrosły m/m o 4,0% po spadku o 1,3% miesiąc wcześniej po korekcie.
- Standard & Poor's podniósł rating kredytowy dla Czech do AA minus z A.
- Standard & Poor's podwyższył perspektywę ratingu kredytowego Słowacji do pozytywnej ze stabilnej.

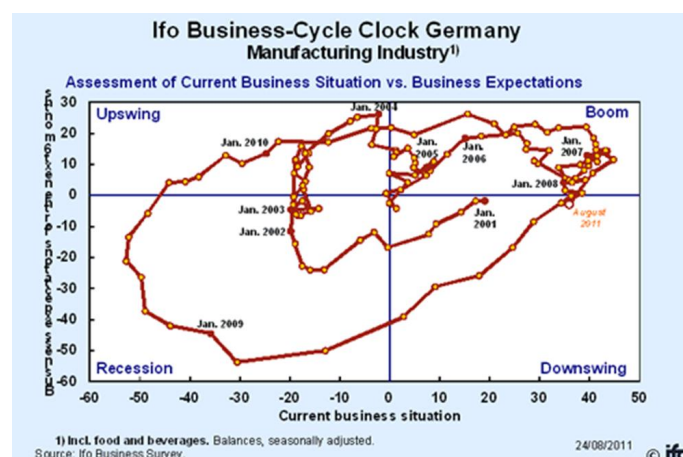
Decyzja RPP (7 września 2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.134	0.017
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.280	-0.030
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.595	-0.063
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Silny spadek indeksu Ifo

Indeks Ifo określający nastroje w niemieckim przemyśle spadł w sierpniu o 4,2 pkt. do poziomu 108,7 pkt. Podobnie jak wtorkowy odczyt ZEW, tak i wczorajsze dane z Ifo Institute wskazują na pogorszenie zarówno oceny sytuacji bieżącej (spadek o 3,3pkt. do 118,1pkt.), jak i oczekiwań (spadek o 4,9 pkt. do 100,1 pkt). Sytuacja pogarsza się we wszystkich badanych sektorach (przetwórstwo, budownictwo, sprzedaż detaliczna i hurtowa, usługi). W przetwórstwie przemysłowym indeks spadł aż o 7,6pkt. głównie ze względu na spadek oczekiwań (ankietowani wskazywali na gorsze warunki eksportowe oraz ograniczali plany zwiększania zatrudnienia), w budownictwie indeks utrzymuje się kolejny miesiąc na ujemnym poziomie co oznacza, że ten sektor oceniany jest negatywnie przez większość respondentów. Stosunkowo niewielkie pogorszenie sentymentu obserwowane jest w sektorze usług, jednak podobnie jak w innych znacznie gorzej przedsiębiorcy oceniają perspektywy na kolejne 6 miesięcy.

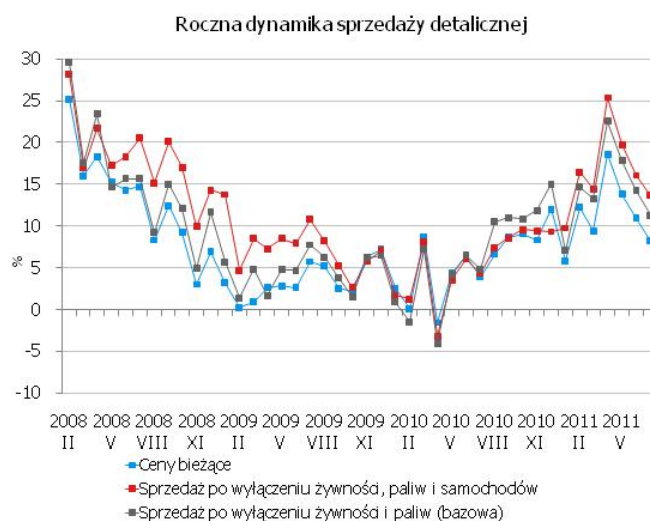


Skala spadków świadczy o znaczącym ubytku optymizmu wśród niemieckich firm. Spadek indeksu o więcej niż 4pkt. jest historycznie zjawiskiem o prawdopodobieństwie poniżej 5%, co skłoniło nas do zbadania zachowania indeksu Ifo w kolejnych miesiącach. Zgodnie z tą analizą we wrześniu z 85% prawdopodobieństwem zaobserwujemy dalsze spadki indeksu (na ponad 40% silniejsze niż 2pkt.), jednak już w perspektywie roku indeks powinien nieznacznie wzrosnąć z obecnego poziomu (z prawdopodobieństwem przekraczającym 70%). Scenariusz ten jest realny także ze względu na przyczyny pogarszającego się globalnie sentymentu, któremu przestała się już opierać silna do tej pory gospodarka niemiecka. Pytanie o drugie dno recesji w USA i ciągle niezaznany kryzys zadłużeniowy strefy euro pozostaje dla przedsiębiorców ciągle otwarte i wpływa już nie tylko na utrzymującą się od ponad pół roku niepewność odnośnie przyszłej sytuacji, ale także ocenę tej bieżącej. Dla Niemiec także została przekroczona granica między ożywieniem, a spowolnieniem gospodarczym (patrz zegar koniunktury). Kluczowa dla odbioru kolejnych danych ze strefy euro będzie sytuacja zadłużeniowa krajów peryferyjnych. Bez destabilizacji sytuacji na rynkach finansowych jest szansa na zwykłe spowolnienie, które występuje około 2 lat po dnie recesji.



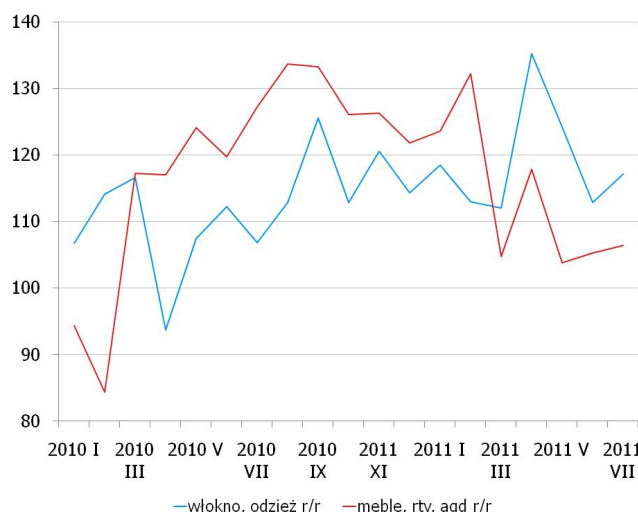
## Sprzedaż detaliczna słabsza od oczekiwań

Sprzedaż detaliczna na poziomie +8,2% r/r zaskoczyła zarówno pod kątem konsensusu rynkowego (10,1%) oraz naszej - bardziej pesymistycznej prognozy (9,4%). Po pierwsze należy zauważyć, że sprzedaż spada już 3 miesiąc z rzędu, co potwierdza załamanie się wzrostowego trendu na tej kategorii (identyczne zachowanie przejawiają także agregaty po wyłączeniu żywności i paliw oraz żywności, paliw i samochodów).



Z punktu widzenia wnioskowania gorzej przedstawia się analiza składowych sprzedaży. Blisko 2 punkty procentowe odjęta kategoria "szwarc, mydło i powidło", czyli kategoria pozostałe (spadek dynamiki z ponad 17% do nieco ponad 10% po stabilnym wzroście o 17-19% na przestrzeni kilku miesięcy). Obniżyła się sprzedaż samochodów (do 1,6% z 4,2% przed miesiącem) oraz sprzedaż żywności (1,4% wobec 4,1% przed miesiącem). Co ciekawe jednak nieoczekiwanie przyspieszyła dynamika sprzedaży odzieży i obuwi (+17,1%) oraz sprzedaż w kategorii meble, rtv i agd (6,4%). Nie są to ani efekty cenowe, ani zachowanie tych indeksów nie odzwierciedla efektów bazy (te są łatwe do wychwycenia w ujęciu miesięcznym). Patrząc na wykres (poniżej) stwierdzamy, że szczyty te kategoria mają za sobą, natomiast obecnie mamy do czynienia z małą korektą w górę - taki pogląd wspiera analiza fundamentalna od strony dochodu rozporządzalnego (wyższe raty kredytów, wyższa

inflacja). Podtrzymujemy również nasze wcześniejsze twierdzenia, że konsumpcja prywatna (a za nią również sprzedaż detaliczna) będą się nadal obniżać.

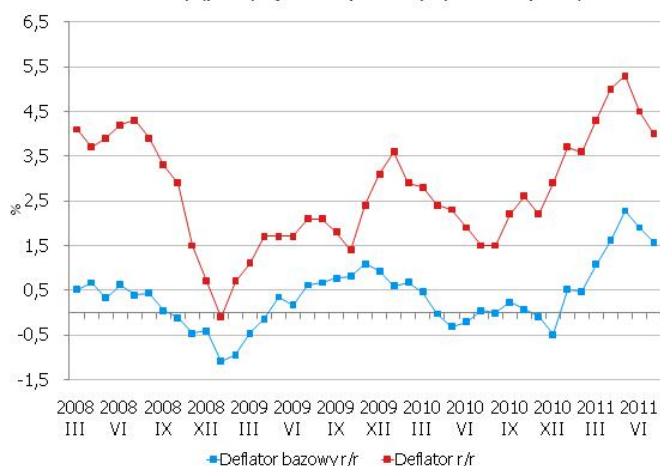


związane z zakończeniem przerw w łańcuchach dostaw oraz powrotu do „normalnych” poziomów produkcji po marcowym trzęsieniu ziemi w Japonii (ta teza znajduje także potwierdzenie we wcześniej publikowanych danych o produkcji przemysłowej). Dość mocno wzrosły również zamówienia na metale (10,3% wobec 0,2% wzrostu w czerwcu). Więcej zamówień odnotowano w obrębie dóbr kapitałowych (1,3% wobec spadku 2,7% wcześniej). Z kolei odnotowano spadek na produkty przemysłu maszynowego, elektronicznego oraz elektrycznego.

Zamówienia na dobra trwałe są w ostatnich miesiącach ostatnim bastionem gospodarki amerykańskiej i wyraźnie kontrastują ze wskaźnikami koniunktury dotyczącymi przemysłu. Pisaliśmy już o tym, że prawdopodobnie rynki przeszacowują obecnie prawdopodobieństwo recesji, zaniedbując warunki brzegowe, które w postaci luźnych warunków kredytowania (+niskich stóp procentowych), wysokiej podaży pieniądza, czy też wciąż (tak!) luźnej polityki fiskalnej (z perspektywą kolejnego pakietu fiskalnego), wyraźnie różnią się od otoczenia sprzyjającego zjawiskom recesyjno-deflacyjnym. Niemniej jednak dobre dane o zamówieniach będą wymagały potwierdzenia w sierpniu, aby stwierdzić że wskaźniki koniunktury - podobnie zresztą jak rynki finansowe - odzwierciedliły większy niż normalnie negatywny element psychologiczny w odpowiedziach respondentów.

Tradycyjnie już policzyliśmy deflatory sprzedaży detalicznej. Ceny całej sprzedaży detalicznej wzrosły w lipcu o 4,0% r/r potwierdzając osiągnięcie szczytu. Identyfikacja zachowań się deflator w ujęciu bazowym.

Deflator agregatu sprzedaży detalicznej oraz deflator bazowy (po wyłączeniu sprzedaży żywności i paliw)



## Więcej zamówień na dobra trwałe

Zamówienia na dobra trwałe w lipcu wzrosły m/m o 4% do poziomu 201,5 mld USD, wobec 1,3% spadku w czerwcu po korekcie. Po wyłączeniu transportu zamówienia wzrosły o 0,7%. Dane były dużo lepsze od konsensusu rynkowego (2%). Jednocześnie pula niezrealizowanych zamówień wzrosła m/m o 0,7% do poziomu 869,5 mld USD wobec 0,3% wzrostu w czerwcu.

Za tak dobre dane odpowiedzialny był przede wszystkim wzrost zamówień w transporcie (14,6%), a w szczególności w transporcie lotnictwa cywilnego (43,4%). Zamówienia w transporcie samochodowym wzrosły nieco mniej, bo o 11,5% wobec 0,1% wzrostu w czerwcu, co jest prawdopodobnie



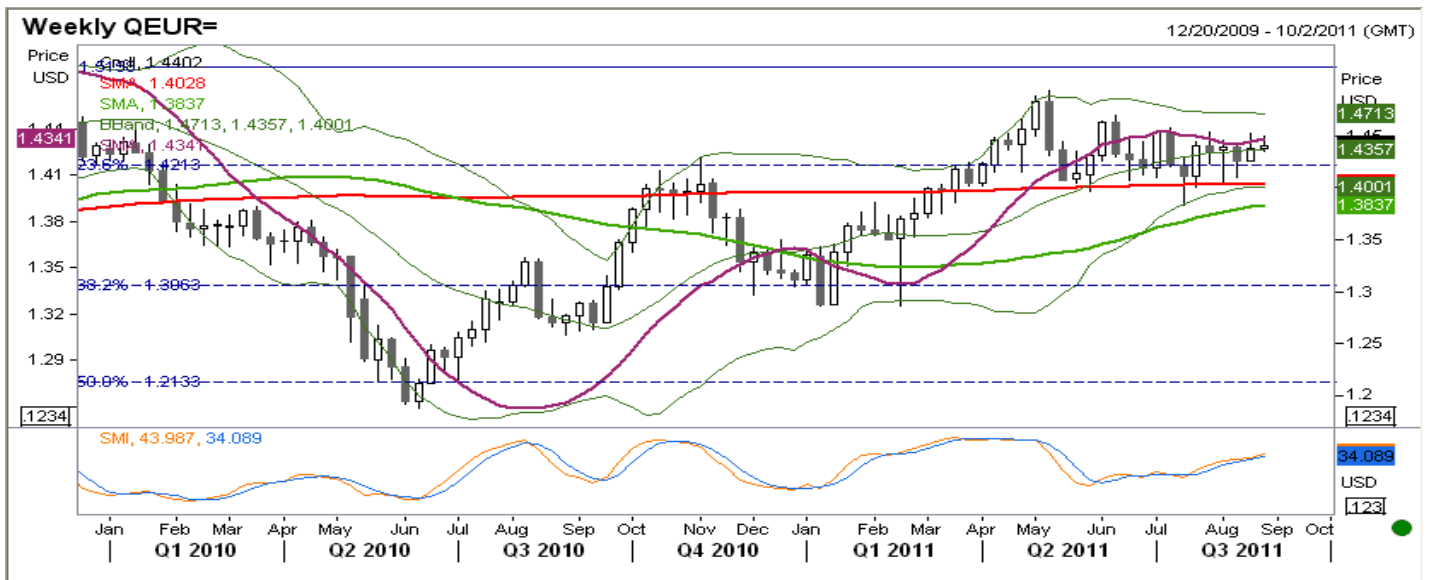
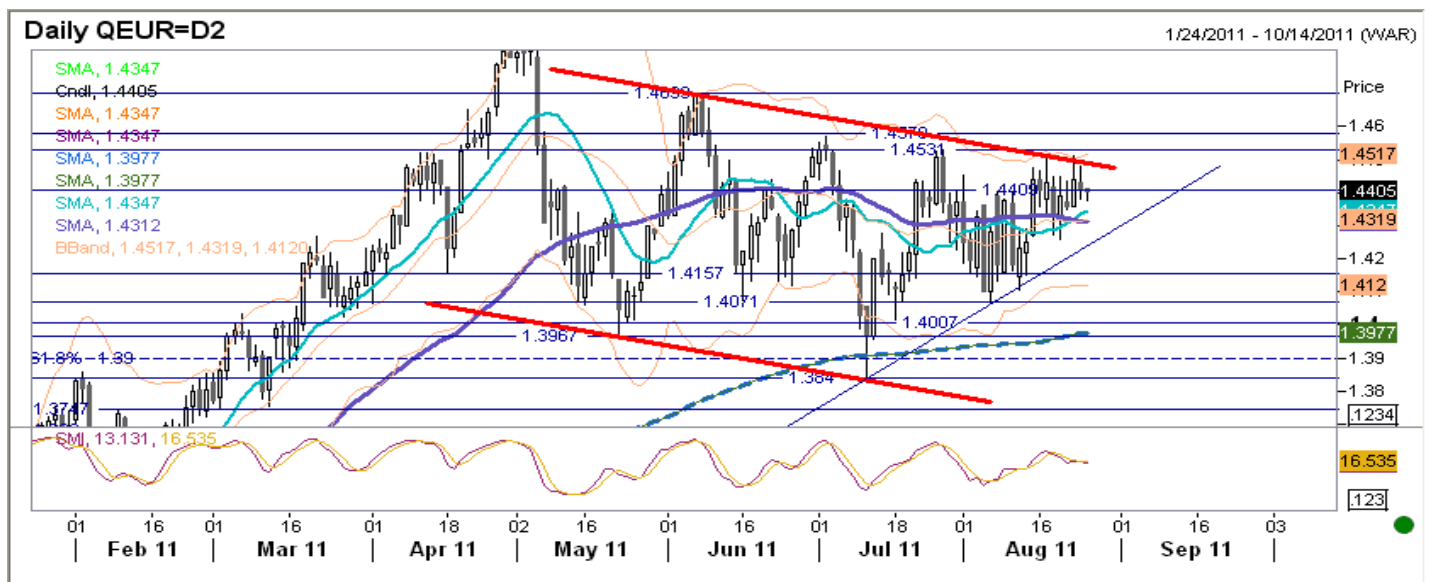
### EURUSD fundamentalnie

EURUSD summa summarum słabszy. Początkowa reakcja na gorszy indeks Ifo była niewielka, większe ruchy nastąpiły dopiero po publikacji lepszych danych z USA o zamówieniach na dobra trwałe (wyrażna dywergencja ze wskaźnikami koniunktury). Dziś tylko dane o tygodniowej zmianie liczby bezrobotnych - dobre dane tylko potwierdzą marne szanse na QE3.0 podczas jutrzejszej konferencji. Co więcej, dziś można się spodziewać coraz większego natężenia dyskusji o problemach płynności w strefie euro (podobno wczoraj wykorzystywane było okienko pożyczkowe ECB, co przy olbrzymiej nadpłynności po stronie depozytowej jest sytuacją bardzo zastanawiającą - powraca kryzys zaufania?). Dziś na celowniku może się znaleźć Cypr, któremu nie udało się uchwalić pakietu konsolidacji finansów publicznych.

### EURUSD technicznie

Inside day, notowania nie dotarły nawet do linii trendu deprecjacyjnego. W przypadku penetracji w dół poziomu 1,4409 strefą wsparcia jest poziom wyznaczony przez MA55 i MA14. Ograniczeniem dla aprecjacji z kolei poziom lokalnego szczytu z początku lipca (1,4531); wcześniej jednak EURUSD będzie musiał się zmierzyć z górnym ograniczeniem kanału.

Wsparcie	Opór
1,4409	1,4699
1,4315	1,4531
1,4200/4213	1,4490





### EURPLN fundamentalnie

EURPLN słabszy mimo obiecującego otwarcia. W ciągu dnia poruszał się stale w górę, czemu sprzyjały słabsze notowania EURUSD. Na notowaniach zaważyły także niekorzystne dla Polski podwyżki ratingów w regionie (Czechy są już AA- według S&P, zaś Słowacja ma pozytywny outlook). Słabsza sprzedaż detaliczna pozostała bez wpływu na kurs. Od początku tygodnia złoty „czekał” na Jackson Hole i przemówienie Bernanke. Coraz więcej głosów sugeruje jednak - zgodnie z naszym przeczuciem - że Bernanke będzie bardzo ostrożny w ogłaszaniu kolejnych programów stymulacyjnych. Z tego też powodu waluty emerging markets (w tym Polski) będące beneficjentem większej globalnej podaży pieniądza mogą tracić.

### EURPLN technicznie

Notowania przypominają podwójny szczyt, do potwierdzenia którego konieczne będzie zamknięcie poniżej 4,1226. Na razie perspektywa neutralna, a notowania oparte na MA14.

Wsparcie	Opór
4,1226	4,2084
4,1107	4,1767
4,0641	4,1543

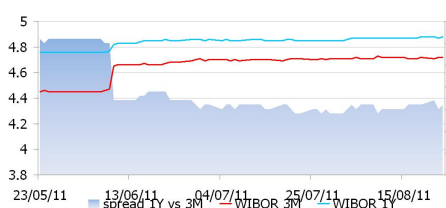




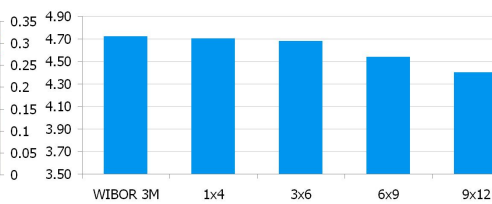


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.6127	4.66	ON	4.3	4.5	EUR/PLN	4.1601
2Y	4.5177	4.57	1M	4.4	4.6	USD/PLN	2.8823
3Y	4.5127	4.56	3M	4.5	4.7	CHF/PLN	3.6439
4Y	4.5827	4.63					
5Y	4.6677	4.72	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.7027	4.75	1x2	4.59	4.64	EUR/USD	1.4410
7Y	4.7477	4.80	1x4	4.64	4.70	EUR/JPY	110.92
8Y	4.7877	4.84	3x6	4.65	4.68	EUR/PLN	4.1630
9Y	4.8227	4.87	6x9	4.51	4.54	USD/PLN	2.8864
10Y	4.8477	4.90	9x12	4.36	4.40	CHF/PLN	3.6286

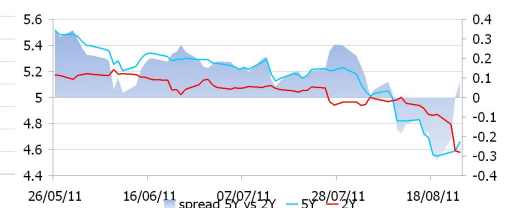
WIBOR 3M i 1Y



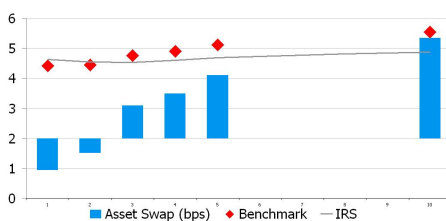
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



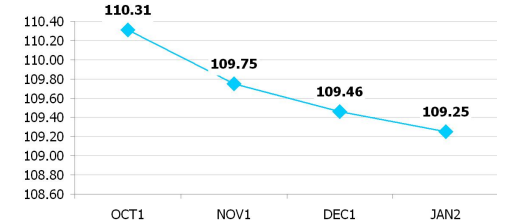
Asset swap i IRS



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.