



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

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		
22.08.2011 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
23.08.2011 WTOREK							
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
24.08.2011 ŚRODA							
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
25.08.2011 CZWARTEK							
8:00	GER	Indeks zaufania konsumentów GfK (pkt.)	wrz	5.1		5.3 (r)	5.2
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	20.08	405		412.0	417
26.08.2011 PIĄTEK							
14:00	POL	Koniunktura konsumencka (GUS)					
14:30	USA	PKB preliminary kw/kw (% SAAR)	II kw	1.1		1.3	
15:55	USA	Zaufanie kons. Umich. flash	sier	56		54.9	

Dziś zostaną opublikowane...

● **Gospodarka globalna.** Dziś zostaną opublikowane kolejne wstępne dane o PKB za II kw. w USA. Gospodarka amerykańska wyraźnie wytraciła dynamikę wzrostu, co w świetle słabszych danych trudno ocenić jako wypłaszczenie wzrostu, a raczej spowolnienie. Potwierdzeniem tej hipotezy była ostatnia ocena gospodarki oraz decyzja FOMC o pozostawieniu na bardzo niski poziomie stóp procentowych. Dzisiejszy odczyt (po wcześniejszych słabych danych o PKB) będzie w zasadzie korektą wskazującą na faktyczną skalę spowolnienia.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka (NBP): Choć obecnie jest za wcześnie, by ogłosić zasadniczą zmianę w polityce pieniężnej, to żąpał"do podnoszenia stóp jest znacznie niższy niż w pierwszej połowie roku. Jednak jest zbyt wcześnie, by zastanawiać się na początkiem cyklu obniżek kosztów kredytu.
- Bratkowski (NBP): Jeżeli gospodarka strefy euro będzie rozwijać się powyżej 1%, to Polska utrzyma wzrost gospodarczy w okolicach 3%. Stopy procentowe w Polsce są obecnie na właściwym poziomie, a RPP nie powinna w tym roku wykonywać gwałtownych ruchów.
- Gilowska (RPP): Obecnie nie ma powodów do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Pojawiające się na rynku oczekiwania dotyczące obniżek stóp procentowych są przedwczesne. Pewne spowolnienie gospodarcze w Europie, w tym w Polsce, jest faktem. Zostało to potwierdzone zarówno przez ostatnie dane statystyczne, jak i czołowe instytucje progностyczne. Z kolei z projekcji Instytutu Ekonomicznego NBP wynika, że w jej horyzoncie stopa inflacji konsumenckiej powinna zbliżyć się do celu inflacyjnego. Prawdopodobieństwo realizacji tej tendencji jest bardzo wysokie. Wyrażam nadzieję, że nastąpi ustabilizowanie nastrojów rynkowych i nie będzie potrzeby podejmowania żadnych nagłych lub zaskakujących działań.

Decyzja RPP (7 września 2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.25	0.006
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.232	0.000
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.652	0.009
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		



„Minutes” RPP - historyczne, konsensus przesunął się obecnie w głębią stronę

Opublikowane wczoraj „Minutes” RPP mają znaczenie głównie historyczne. Na posiedzeniu stwierdzono między innymi, że dotychczasowe podwyżki stóp powinny doprowadzić inflację do celu w średnim terminie (widać w tym miejscu spory wpływ projekcji inflacyjnej), jednak w razie czego (wystąpienie efektów drugiej rundy) RPP powinna być gotowa do dalszego zacieśnienia. Takie było wnioskowanie RPP o gospodarce przy założeniu jedynie ryzyk dla wzrostu gospodarczego (eskalacja kryzysu zadłużeniowego na peryferiach, pewne symptomy spowolnienia w USA), które obecnie w dużym stopniu uległy materializacji w postaci globalnego spowolnienia. Stąd też stan obecny dużo lepiej odzwierciedlają najnowsze wypowiedzi Belki, Bratkowskiego i Gilowskiej.

Zarówno Bratkowki jak i Gilowska sugerują, że RPP kontynuuje coś na kształt polityki pieniężnej w wydaniu wait-and-see. Obydwoje zauważają pewne symptomy spowolnienia, jednak to tylko Bratkowski uważa, że gospodarka polska jest w stanie rozwijać się w tempie 4% rocznie (2012 rok) i tym samym bardziej prawdopodobny jest ruch stóp w górę niż w dół, gdyż inflacja nie będzie spadać tak szybko do celu jak pokazuje projekcja inflacyjna (z kolei w tym punkcie Gilowska jest dokładnie przeciwnego zdania). Zdecydowanie więcej nowych informacji wnoszą wypowiedzi Belki, które kształtują się wyraźnie łagodnie. W szczególności prezes mówi otwarcie, że „dziś bardziej prawdopodobny niż kilka miesięcy temu jest scenariusz spowolnienia gospodarczego”. O ile nie pociąga to za sobą konieczności szybkiej zmiany w nastawieniu w polityce pieniężnej to „dzisiaj zapał do podnoszenia stóp procentowych jest znacznie niższy, niż w pierwszej połowie roku”. Belka wspomina również, że z uwagi na oznaki spowolnienia gospodarczego zmienia się bilans ryzyk w kierunku niższej inflacji (dodatkowo spowolnienie gospodarki globalnej to mniejsza presja na wzrost surowców, czyli - według wielu członków RPP - głównej siły napędowej obecnej inflacji). Warto jednak wspomnieć, że prezes zaznacza iż 3,2% wzrostu PKB w 2012 roku zawarte w projekcji inflacyjnej to „nie jest jakieś dramatycznie silnie spowolnienie”.

Uważamy, że podejście wait-and-see podane w sosie ryzyk dla wzrostu gospodarczego (w dół) i inflacji (w dół) z zaznaczeniem elastycznego podejścia do reagowania na napływające informacje to raczej wszystko, co możemy uzyskać ze strony RPP na wrześniowym posiedzeniu. Do bardziej zdecydowanej zmiany retoryki zniechęcająco będzie działać wciąż wysoka inflacja (prognozy eksperckie mówią, że w sierpniu zobaczymy wyższy odczyt niż w lipcu, co jest jak najbardziej możliwe), wysoka dynamika płac oraz brak zdecydowanego spowolnienia w danych makro. Uważamy, że przed istotną zmianą nastawienia w polityce pieniężnej RPP musi zobaczyć spowolnienie w pełnych danych z rachunków narodowych za III kwartał (drugi kwartał będzie nastrojał wciąż optymistycznie - zwłaszcza jeśli zobaczymy zaskakująco wysoki odczyt inwestycji, co sugerują dane z przedsiębiorstw zatrudniających ponad 49 osób). RPP nie zaryzykuje również znaczącego złagodzenia retoryki przy obecnie dość kruchej równowadze na rynku walutowym. Naszym zdaniem „okienko” do zmiany parametrów polityki pieniężnej może się pojawić na przełomie roku, kiedy inflacja spadnie, obniży się dynamika płac, a spowolnienie będzie na tyle widoczne, aby uzasadniać możliwość korekty stóp procentowych. Należy pamiętać, że przy inflacji na poziomie w

okolicach 3-4% obniżenie stóp nominalnych o 50pb. może się okazać de facto zachowaniem status quo w stopach realnych, do których chętnie odnoszą się niektórzy członkowie RPP.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD nieco słabszy w ślad za giełdami. EUR zamknęło się na poziomie 1,4379 wobec otwarcia na 1,4414. Na początku europejskiej sesji kurs umocnił się, po czym kurs powrócił do poziomu otwarcia. Dalsze osłabienie zintensyfikowało się wraz z otwarciem giełd amerykańskich (informacja o zainwestowaniu 5mld USD w BofA podbiła chwilowo EURUSD, jednak wzrosty się nie utrzymały). Zdecydowany negatywny wpływ na kurs miały informacje o rozszerzeniu zakazu w Europie na krótką sprzedaż celem uniknięcia dalszego zaostrzenia się kryzysu zadłużenia. Oliwą do ognia była pogłoska o możliwości obniżenia ratingu Niemiec. Dziś ze względu na wystąpienie Bernanke w Jackson Hole (spekulacje rynku odnośnie dalszego luzowania polityki monetarnej wydają się już nieco schłodzone) na rynku będzie bardzo nerwowo. Za kolei w sobotę poznamy ocenę sytuacji Trichet'a, która z pewnością będzie miała dalsze implikacje na kurs w przyszłym tygodniu.

EURUSD technicznie

Dzień jak co dzień...Notowania dochodzą pod linię trendu deprecjacyjnego, po czym spadają...W przypadku penetracji w dół poziomu 1,4409 strefą wsparcia jest poziom wyznaczony przez MA55 i MA14. Na razie wszystko wygląda jak bardzo przyjazny range. To jednak tylko pozory przed dzisiejszą konferencją w Jackson Hole. Ograniczeniem dla aprecjacji jest poziom lokalnego szczytu z początku lipca (1,4531); wcześniej jednak EURUSD będzie musiał się zmierzyć z górnym ograniczeniem kanału. Przebicie w dół poziomu 1,4250 otworzy drogę do bardziej zdecydowanej aprecjacji dolara.

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





EURPLN fundamentalnie

EURPLN zmienny podczas sesji, mało wrażliwy na wypowiedzi Bratkovkiego i Belki oraz publikację historycznych „Minutes”. Od początku tygodnia złoty czeka na Jackson Hole i przemówienie Bernanke. Coraz więcej głosów sugeruje jednak - zgodnie z naszym przeliczeniem - 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

Formacja podwójnego szczytu została na razie zanegowana (czekamy na potrójny szczyt??). Notowania mają wyraźny problem z przebicciem średnią MA14, a to znak, że do roboty wzięli się głównie gracze techniczni. Kierunek nadadzą dziś dane makro (konferencja w Jackson Hole).

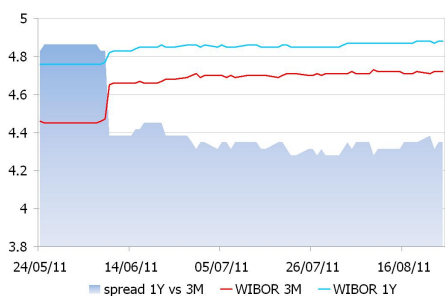
Wsparcie	Opór
4,1543/94	4,2300
4,1226	4,2084
4,1107	4,1767



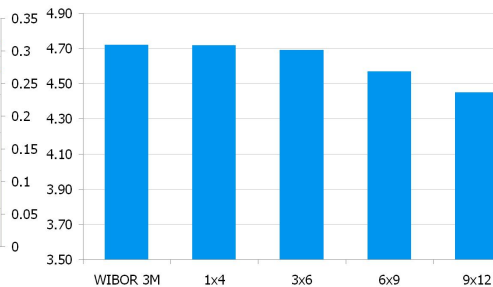


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.665	4.70	ON	4.3	4.6	EUR/PLN	4.1592
2Y	4.565	4.60	1M	4.4	4.6	USD/PLN	2.8773
3Y	4.565	4.60	3M	4.5	4.7	CHF/PLN	3.6350
4Y	4.63	4.66					
5Y	4.7	4.73	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.72	4.79	1x2	4.58	4.63	EUR/USD	1.4372
7Y	4.78	4.85	1x4	4.66	4.72	EUR/JPY	111.34
8Y	4.81	4.88	3x6	4.66	4.69	EUR/PLN	4.1663
9Y	4.884	4.91	6x9	4.54	4.57	USD/PLN	2.8982
10Y	4.895	4.93	9x12	4.42	4.45	CHF/PLN	3.6503

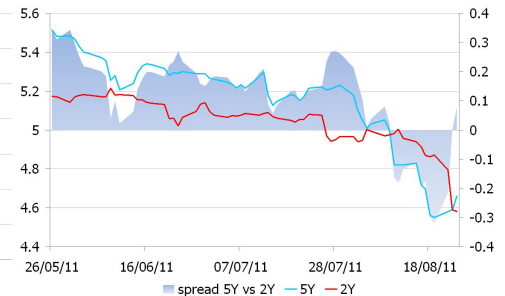
WIBOR 3M i 1Y



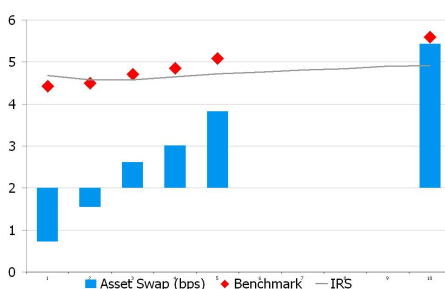
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



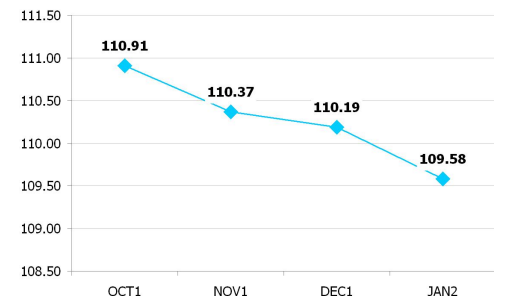
Asset swap i IRS



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.