



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		
29.08.2011 PONIEDZIAŁEK							
9:55	GER	CPI flash r/r (%)	sier		2.3	2.4	2.3
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	lip		0.4	-0.1 (r)	0.8
14:30	USA	Bazowa inflacja PCE r/r (%)	lip		1.4	1.4 (r)	1.6
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	lip		0.3	0.2 (r)	0.3
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	lip		-1.0	2.4	-1.3
30.08.2011 WTOREK							
10:00	POL	PKB r/r (%)	II kw.	4.2	4.2	4.4	4.3
11:00	EUR	Koniunktura ESI (pkt)	sier		100.4	103.0 (r)	98.3
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt)	sier		-16.6	-16.6	-16.5
15:00	USA	Case-Shiller indeks cen domów r/r (%)	cze		-4.83	-4.59 (r)	-4.52
16:00	USA	Indeks Conf. Board (pkt)	sier		52.0	59.2 (r)	44.5
20:00	USA	FOMC Minutes					
31.08.2011 ŚRODA							
8:00	GER	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lip		-0.8	-2.1 (r)	-1.6
11:00	EUR	HICP flash r/r (%)	sier		2.5	2.5	2.5
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	sier			4.7	4.2
14:15	USA	Wskaźnik ADP (tys.)	sier		103	109 (r)	91
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	sier		53.8	58.8	56.5
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sier		1.4	-0.4 (r)	2.4
01.09.2011 CZWARTEK							
8:00	GER	PKB flash kw/kw (%)	II kw.		0.1	0.1	0.1
9:00	POL	PMI (pkt.)	sier	51.5		52.9	51.8
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt)	sier		52	52	50.9
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	sier		49.7	49.7	49.0
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	27.08			421 (r)	409
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	sier		48.5	50.9	50.6
02.09.2011 PIĄTEK							
14:30	USA	Non-farm payrolls (tys.)	sier		95	117	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	sier		9.1	9.1	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Po południu opublikowane zostaną dane z rynku pracy USA. Wczorajszy niższy odczyt ADP (91tys.) i jego kompozycja wskazują na kontynuację wcześniejszych trendów na rynku pracy - większość miejsc pracy jest tworzona w usługach (80tys.) i w małych przedsiębiorstwach. Indeks ADP uplasował się na poziomach, które generują wzrost stopy bezrobocia w średnim terminie (konsensus na dziś bez zmian w stosunku do poprzedniego miesiąca: 9,1%). Na NFP można spodziewać się niespodzianki w dół, jeśli (prawdopodobnie nieuwzględniony w ADP) badanie uwzględni strajk w Verizon (dostawca usług telekomunikacyjnych), który objął 45tys. osób. Również dzięki zmianom metodologii liczenia NFP można w najbliższych miesiącach liczyć na większą zmienność tych danych.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

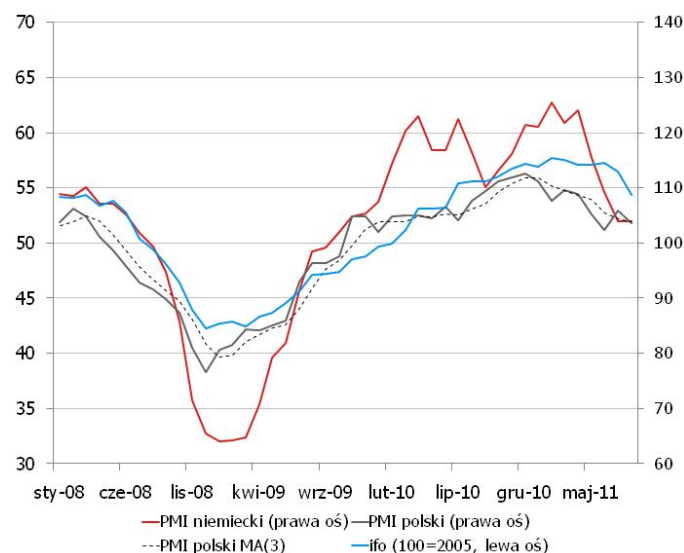
• **Rostowski:** Polska gospodarka odznacza się dużą odpornością i dlatego na razie nie będzie zmieniać założeń do budżetu na 2012 rok. Zostanie on przesłany do Sejmu w dotychczasowej formie. Zgodnie z tym projektem deficyt w przyszłym roku ma być na poziomie 35 mld zł.

• **Kotecki:** Polska gospodarka urośnie w tym roku 4,0%. Z solidnym wzrostem gospodarczym oraz fiskalną konsolidacją sektora oceniamy, że deficyt budżetu państwa będzie niższy o co najmniej 10 mld zł niż zaplanowano. Deficyt general government będzie niższy niż zaplanowane 5,6% PKB. Zrealizowane finansowanie potrzeb pożyczkowych na ten rok oraz dość wysoka płynność budżetu (ponad 50 mld zł) pozwala na rozpoczęcie prefinansowania przyszłorocznego potrzeb od września. Ryzyko dla wzrostu gospodarczego polski są dużo wyższe niż kilka miesięcy temu z powodu globalnego spowolnienia. Inwestycje publiczne wynoszą ok. 6,6% PKB i są najwyższe w Europie i w naszej historii. Utrzymanie inwestycji do 2013 r. i pozwolą utrzymać wzrost gospodarczy w przyszłym roku. Priorytetem Rządu jest obniżenie deficytu poniżej 3% PKB, a spadek dochodów powinien być pokryty oszczędnościami budżetowymi.

Decyzja RPP (7 września 2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.244	-0.043
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.137	0.005
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.622	0.007
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Korekta w dół na polskim PMI, spadki PMI w strefie euro

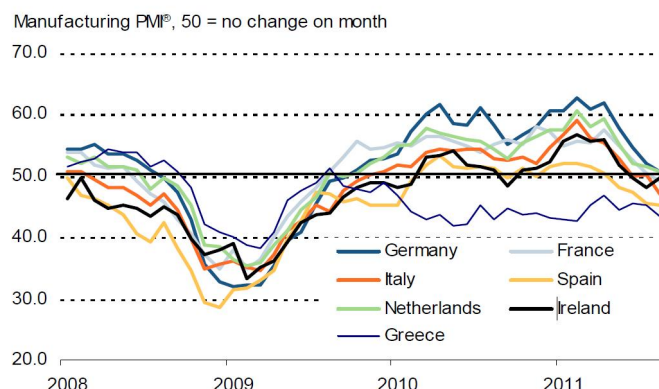
Indeks PMI w przemyśle zgodnie z naszymi oczekiwaniami spadł w sierpniu o 1,1pkt. do poziomu 51,8pkt. Wielkość produkcji i liczba nowych zamówień wykazały trend wzrostowy, jednak w obu przypadkach był on poniżej średniej odnotowanej w tym roku. Trzeci miesiąc z rzędu spadały zamówienia eksportowe (pomimo osłabienia złotego), a wzrost nowych zamówień ogółem był napędzany przez rynek krajowy, co potwierdzałoby tezę o ciągle relatywnie silnym krajowym komponencie wzrostu gospodarczego (infrastruktura). Tempo wzrostu produkcji spadło do poziomu najniższego od października 2009r., podobnie osłabiło się tempo wzrostu zatrudnienia pozostając jedynie minimalnie powyżej neutralnego poziomu 50pkt. Oceny inflacji wskazują na osłabienie presji kosztowej do najniższego poziomu od marca 2010r. Sub-indeks inflacyjny jest zbliżony z historyczną średnią. Jednocześnie ceny wyrobów gotowych wzrosły w tempie najszybszym od trzech miesięcy (po najniższym od ośmiu miesięcy poziomie w lipcu).



Polski odczyt jest, co do tendencji, zbliżony z coraz niższymi wskaźnikami PMI w strefie euro. Flashowy odczyt PMI w przemyśle dla strefy euro został zrewidowany w dół do poziomu 49,0pkt. (z oczekiwanych 49,7pkt., do najniższego poziomu od sierpnia 2009r.), czyli poniżej granicy 50pkt. wskazując na spowolnienie w europejskiej gospodarce. W rozbiciu na poszczególne kraje jedynie dla Niemiec (50,9pkt.), Holandii (50,7pkt.) oraz Austrii (50,1pkt.) wskaźniki dla sektora przemysłowego utrzymują się powyżej 50pkt. Tym samym nawet gospodarka francuska do niedawna uważana (obok niemieckiej) za siłę napędową strefy euro spowalnia (49,1pkt.). Pierwszy raz od ponad dwóch lat spadła sumaryczna europejska produkcja (na tym przede wszystkim bazował silniejszy spadek finalnego odczytu względem flashowego), zanotowano niższy popyt krajowy i zagraniczny odzwierciedlony w spadku nowych zamówień (co istotne, wskaźnik nowych zamówień eksportowych spadł najsilniej w Niemczech, co wskazuje na coraz słabsze perspektywy utrzymania wzrostu w strefie euro - opartego dotąd przede wszystkim na eksportowej gospodarce niemieckiej), zatrudnienie choć sumarycznie wzrosło, to w najwolniejszym tempie od roku (zaś kraje z największymi problemami zadłużenia czyli Grecja, Hiszpania i Włochy zanotowały spadek poziomu zatrudnienia). Wskaźnik zamówień do

zapasów (uważany za indikator przyszłej produkcji) spadł do najniższego od ponad dwóch i pół lat poziomu.

Manufacturing PMI® by country



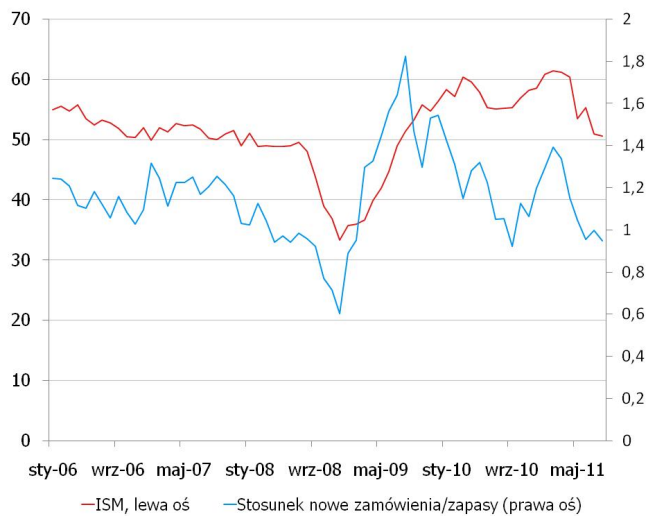
Niezaprzeczalnie indeksy PMI wskazują na wyraźne wyhamowanie wzrostu w krajach, gdzie nie obserwujemy jeszcze spowolnienia (np. Niemcy), a w krajach peryferyjnych (np. Grecja) spowolnienie w kolejnych miesiącach nabiera tempa. Komentarz do danych oparty na historycznych korelacjach PMI ze wzrostem gospodarczym wskazuje na ryzyko spadku PKB strefy euro z 0,2% kw/kw w II kwartale poniżej zera w drugiej połowie roku. Zauważalne jest także osłabienie wzrostu naszego zachodniego sąsiada (0,1% kw/kw), co w dłuższym okresie może się dodatkowo odbić się na ciągle silnej (choć dane za II kw. można już uznać za historyczne i dopiero za III kw. dadzą bardziej aktualną perspektywę) polskiej gospodarce (hamowanie konsumpcji krajowej jest ewidentne, dalsze wyhamowanie eksportu tylko pogłębiałoby tendencje spadkowe).

ISM wciąż powyżej 50pkt.

ISM w przemyśle odnotował niewielki tylko spadek do 50,6pkt. z 50,9pkt. przed miesiącem negując tym samym bardzo pesymistyczne sygnały płynące z ankiet regionalnych oraz optymizmu konsumentów. Utrzymanie poziomu powyżej 50pkt. jest psychologicznie sporym sukcesem, zwłaszcza że oczekiwania rynkowe obstawiały spadek do 48,5pkt. Niemniej jednak ogólne wrażenie z publikacji (oficjalne podsumowanie) sugeruje, że przynajmniej w krótkim okresie przeważa zaniepokojenie i ostrożność związana z otoczeniem krajowym i globalnym, która negatywnie oddziałuje na zaufanie klientów i gotowość do składania zamówień.

Znajduje to odzwierciedlenie w składowych indeksach. Wskaźnik zamówień wciąż spada (utrzymanie poziomu poniżej 50pkt.), spadać zaczęła również bieżąca produkcja (48,6pkt. wobec 52,3pkt. przed miesiącem). Przyhamowało tempo wzrostu zatrudnienia (do 51,8pkt. wobec 53,5pkt. przed miesiącem), co może być przyczyną rewizji w dół oczekiwań niektórych banków na dzisiejsze NFP (w istocie oprócz strajku w Verizon stanowi to bardzo istotny czynnik ryzyka). Można odnieść wrażenie, że cały wskaźnik został utrzymany na względnie wysokim poziomie przez oszacowanie zapasów, które podniosło się do 52,3pkt. - wynik wyraźnie niższego popytu (kolejny spadek wskaźnika nowe zamówienia/zapasy będący uważnie śledzonym wskaźnikiem przyszłej produkcji). Zdecydowanie najjaśniejszym punktem publikacji jest oszacowanie cen (spadek do 55pkt. z 59pkt.) - reakcja sfery realnej na

niższe tempo wzrostu cen nie będzie jednak natychmiastowa; dodatkowo potrzebne są raczej spadki cen, a nie niższe wzrosty.



Jak dotąd gospodarka amerykańska wyraźnie wymyka się recesji. Można jednak odnieść wrażenie, że kolejne publikacje są tylko pretekstem do obniżenia oczekiwań na kolejne (słabość kompozycji ISM będzie rodzić oczekiwania, że we wrześniu obniży się on do poziomu poniżej 50pkt.). Trzeba jednak przyznać, że tempo pogorszenia danych w gospodarce wyhamowało i zaczynają się pojawiać jasne punkty (patrz ostatnie dane o niezłej sprzedaży detalicznej w dużych sklepach w sierpniu, co stanowi dobry prognostyk dla całej sprzedaży). Bez względu na ten fakt prawdopodobieństwo recesji (obecnie około 40% w ocenach rynkowych) nie znika z cen instrumentów finansowych. Podtrzymujemy naszą wcześniejszą opinię, że choć do recesji będzie blisko, luźna polityka monetarna i brak wyraźnych napięć w sektorze bankowym pozwolą utrzymać bieżącą aktywność gospodarczą na poziomach spowolnienia, a nie double-dip.



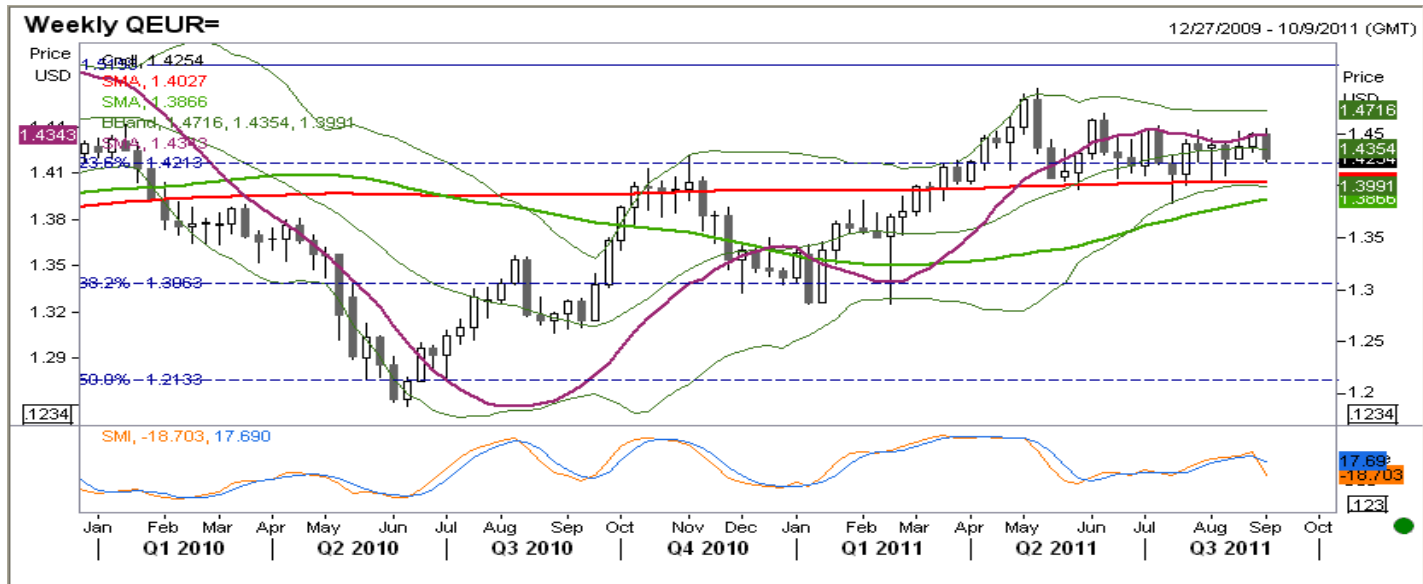
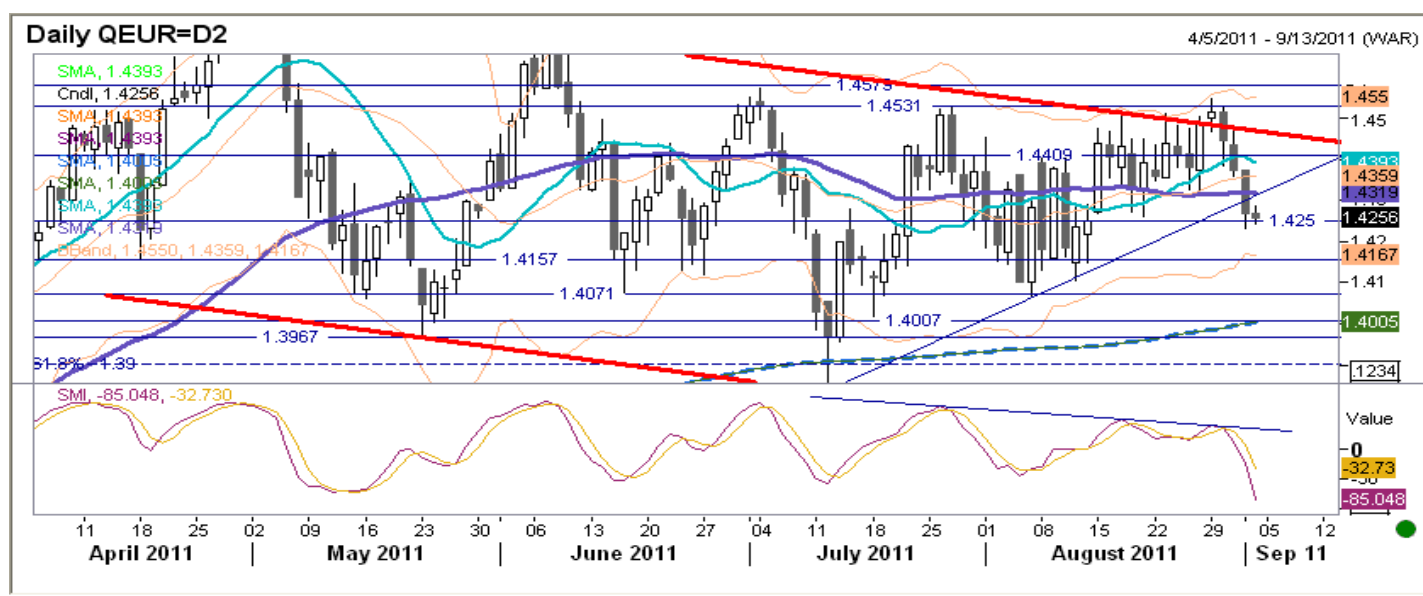
EURUSD fundamentalnie

EURUSD słabszy po wczorajszych danych i gorszych wynikach aukcji w Hiszpanii (dalsze wzrosty rentowności). EUR osłabiło się po publikacji słabego PMI ze strefy euro oraz Niemiec (w strefie euro spadł do 49 pkt., poniżej konsensusu). Podobnie część europejskich giełd znalazła się pod kreską. Jednocześnie CHF dalej umacniał się w reakcji na wzrost awersji do ryzyka inwestorów oraz obaw o rezerwy SNB (władze Szwajcarskie niefortunnie stwierdziły, że trzeba będzie pogodzić się przejściowo z mocniejszym frankiem). Intensyfikacja ruchu w dół EUR nastąpiła po lepszych danych o ISM. Dziś tylko dane z amerykańskiego rynku pracy, a ich lepszy odczyt może być pretekstem do dalszego zejścia w dół EURUSD (oczekiwania jednak podryfowały w dół).

EURUSD technicznie

Kurs dość łatwo sforsował MA55, linię trendu opartej o lokalne minima w lipcu i sierpniu oraz lokalne minimum z 19 sierpnia (1,4259). Wczorajszy ruch otwiera drogę do poziomu 1,4055 i jeszcze dalej do 1,3879, ale wcześniej do pokonania będzie strefa 1,4126/59. Na ruch w górę (może nastąpić techniczna odreakcja po trzech kolejnych spadkach na EUR) kurs napotka opór przede wszystkim na poziomie MA14.

Wsparcie	Opór
1,4157	1,4409
1,4071	1,4313
1,4007	1,4260





EURPLN fundamentalnie

ERUPLN w środku dotychczasowego rangeu. Po zejściu, w ślad za indeksami giełdowymi, do poziomu poniżej 4,13 złoty osłabił się po publikacji danych PMI dla strefy euro. Pojawienie się obaw o stabilizację kryzysu zadłużeniowego w sytuacji dalszego ograniczenia wzrostu w strefie euro poprzez geograficzne analogie dotyczy również polskie aktywa. Do dalszego osłabienia polskiej waluty doszło około 16.00 po publikacji danych o indeksie ISM dla USA. Złoty osłabił się wówczas do poziomu 4,1580 wobec euro. Dziś otwarcie na poziomie 4,1430. W centrum uwagi dane z amerykańskiego rynku pracy. Konieczne znaczne pozytywne zaskoczenie, aby złoty wyraźnie się umocnił. Ponownie negatywnie na złotego zaczyna oddziaływać umocnienie CHF wobec euro.

EURPLN technicznie

EURPLN powoli osuwa się ze szczytów. Średnia MA14 została pokonana, zamknięcie nastąpiło poniżej 4,1543...i nic się nie dzieje, choć złamanie tego poziomu powinno przyspieszyć tempo aprecjacji. Skutecznym oporem powinny być ostatnie szczyty w okolicach 4,1840, tam też jest pewnie ustawionych sporo zleceń S/L. Na razie szeroka konsolidacja.

Wsparcie	Opór
4,1300	4,1840
4,1226	4,1767
4,1107	4,1543-4,1641





IRS	BID	ASK
1Y	4.6167	4.67
2Y	4.5367	4.59
3Y	4.5217	4.57
4Y	4.5667	4.62
5Y	4.6167	4.67
6Y	4.6667	4.72
7Y	4.7117	4.76
8Y	4.7467	4.80
9Y	4.7767	4.83
10Y	4.7967	4.85

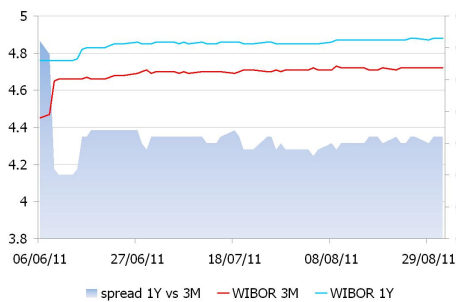
depo	BID	ASK
ON	4.3	4.6
1M	4.4	4.6
3M	4.5	4.7

FRA	BID	ASK
1x2	4.60	4.65
1x4	4.68	4.73
3x6	4.64	4.67
6x9	4.50	4.55
9x12	4.40	4.45

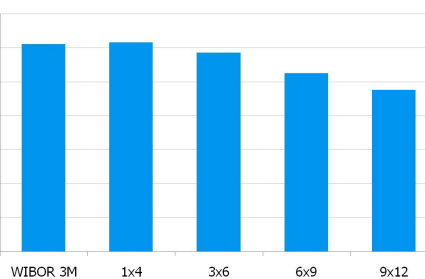
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1452
USD/PLN	2.8996
CHF/PLN	3.6293

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.4257
EUR/JPY	109.64
EUR/PLN	4.1417
USD/PLN	2.9044
CHF/PLN	3.6506

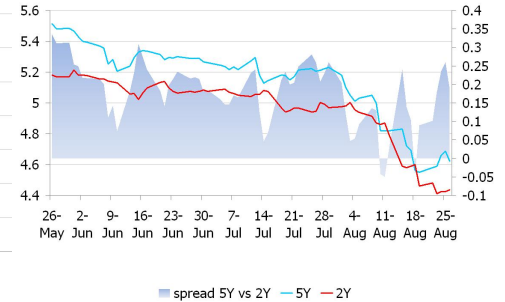
WIBOR 3M i 1Y



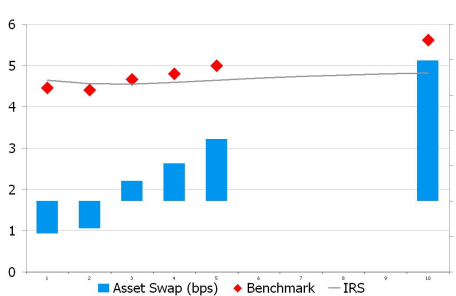
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



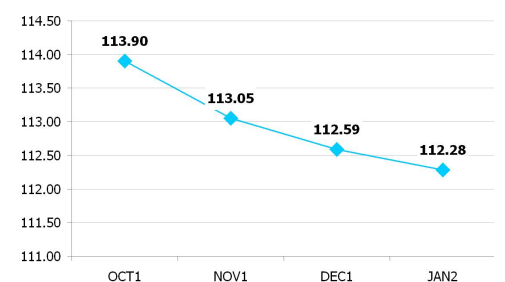
Asset swap i IRS



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.