



## 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>12.09.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	POL	Rachunek C/A (mln EUR)	lip	-1644	-1553	-1596	-1611
<b>13.09.2011 WTOREK</b>							
9:00	HUN	Inflacja CPI r/r (%)	sier		3.4	3.1	3.6
14:00	POL	Inflacja CPI r/r (%)	sier	4.0	4.1	4.2	4.3
<b>14.09.2011 ŚRODA</b>							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		1.5	-0.8	
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	sier	7.2	7.3	7.3	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	sier		0.2	0.5	
14:30	USA	PPI m/m (%)	sier		-0.1	0.2	
<b>15.09.2011 CZWARTEK</b>							
11:00	EUR	HICP final r/r (%)	sier		2.5	2.5	
14:30	USA	Inflacja CPI m/m (%)	sier		0.2	0.5	
14:30	USA	Nowo- zarejestrowani bezrobotni (tys.)	09.08		410	414	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sier		0.1	0.9	
16:00	USA	Philly Fed Index (pkt.)	wrz		-15.0	-30.7	
<b>16.09.2011 PIĄTEK</b>							
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sier	3.2	3.3	3.3	
14:00	POL	Place r/r (%)	sier	4.5	4.9	5.2	
15:55	USA	Zaufanie kons. Umich flash (pkt.)	wrz		56.3	55.7	

## W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** O 14.00 zostanie podana podaż pieniądza M3 za sierpień. Spodziewamy się wzrostu na poziomie zbliżonym do ostatnich dwóch miesięcy. Depozyty gospodarstw domowych utrzymują stabilną stopę wzrostu powyżej 9% r/r, depozyty przedsiębiorstw wykazują malejące tempo wzrostu (równoległe ze znacznym przyspieszeniem wartości kredytów korporacyjnych). Po stronie kredytowej spodziewamy się dalszego hamowania tempa wzrostu kredytów detalicznych po wyłączeniu efektu kursu walutowego (ponad połowa dwucyfrowych wzrostów to efekt słabej złotówki w kalkulacji wartości kredytów na nieruchomości).
- **Gospodarka globalna.** Z globalnych danych makro publikacja produkcji przemysłowej ze strefy euro oraz sprzedaży detalicznej i PPI z USA. Rynek oczekuje stabilizacji sprzedaży detalicznej z uwagi na stagnację na rynku pracy oraz wzrastającą niepewność konsumentów co do koniunktury gospodarczej, jednak dodatni odczyt (konsensus 0,2% m/m) po zaskakującym wzroście w lipcu o 0,5% będzie wskazywał na ciągle stosunkowo dobre nastroje amerykańskich konsumentów.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

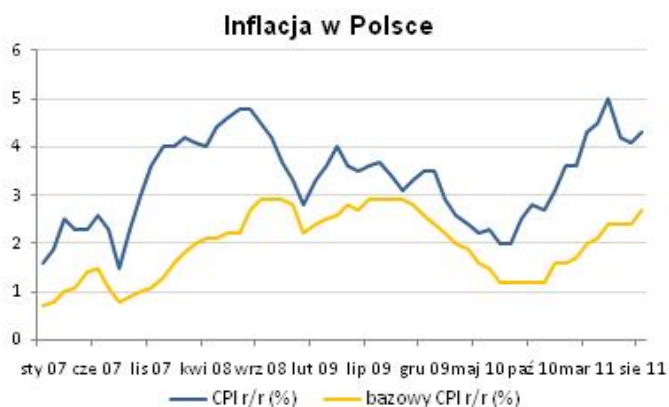
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w sierpniu wzrosły o 4,3% w stosunku do sierpnia 2010 roku, a w porównaniu z lipcem 2011 r. nie zmieniły się.
- Belka: Obecnie NBP powinien prowadzić zrównoważoną politykę monetarną, która będzie dbała o to, by na Polskę nie rozprzestrzeniła się inflacja importowana.
- Zielińska-Giębocka (RPP): Z uwagi na utrzymujący się wysoki poziom inflacji, restrykcyjne podejście RPP do polityki monetarnej powinno zostać utrzymane. Obecnie jednak nie ma powodu do zmiany poziomu stóp procentowych, a perspektywa ich stabilizacji, przynajmniej do końca 2011 roku, jest prawdopodobna.
- Merkel: Niemiecka kanclerz odrzuciła spekulacje na temat ewentualnego bankructwa Grecji. Ma nadzieję, że Grecja wdroży reformy, które są warunkiem wypłaty kolejnej części wsparcia z pakietu ratunkowego. Najważniejszym przykazaniem jest uniknięcie niekontrolowanej niewypłacalności, bo dotknie to nie tylko Grecję.

Decyzja RPP (5.10.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.771	0.007
USAGB 10Y	1.999	-0.030
POLGB 10Y	5.789	-0.009
Dotyczy benchmarków Reuters		

## Inflacja znowu w górę do 4,3%

Inflacja wzrosła w sierpniu do 4,3% z 4,1% w poprzednim miesiącu (w ujęciu miesięcznym bez zmian). Wysoki odczyt wynika przede wszystkim z zaskakująco wysokich wzrostów cen w kategorii łączność (+4,8% m/m) związanych z zakończeniem promocji wprowadzanych przez operatorów usług telekomunikacyjnych do maja br. Tym samym wysoki headline przekłada się także na silny wzrost inflacji bazowej z 2,4% w lipcu do 2,7% w sierpniu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami obserwujemy dalsze spadki cen żywności (-1,6% m/m) oraz odzieży i obuwni (-2,4% i -3,9% odpowiednio) w związku z dalszymi wyprzedażami sezonowymi. Statystyka cen paliw wskazuje na wzrost w ujęciu miesięcznym na poziomie 1,3% m/m (korekta zesłomiesięcznych zaskakujących spadków). Podwyższone zostały ceny w kategorii mieszkanie (+0,4% za sprawą dalszego wdrażania podwyżek cen gazu); niewielkie wzrosty zaobserwowano także w innych kategoriach bazowych: zdrowiu (0,2%), restauracjach i hotelach (0,1%).



Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach takie poziomy zostaną utrzymane ze względu na brak czynników deflacyjnych, obserwowaną deprecjację złotego, która może przełożyć się na ceny towarów importowanych oraz dalsze podwyżki cen kontrolowanych (energia, komunikacja miejska). Na razie nie pojawiają się także oznaki osłabienia presji inflacyjnej w poszczególnych kategoriach bazowych. Tym samym uważamy rozpoczętą grę na obniżki stóp procentowych za zdecydowanie przedwczesną. Ryzyko dużej zmienności kursu złotego jest cały czas aktualne (szczególnie w tak napiętej sytuacji zewnętrznej) i jest silnym czynnikiem ograniczającym dla RPP. Podtrzymujemy naszą ocenę, że do końca roku stopy zostaną utrzymane na niezmiennym poziomie, zaś RPP będzie obserwować bilans ryzyk z jednej strony dla wzrostu - osłabienie w polskiej gospodarce będzie widoczne w „twardych” danych ze sporym opóźnieniem, z drugiej zaś dla inflacji - kluczowe będą poziomy inflacji bazowej, nowa projekcja NBP (która zostanie opublikowana w listopadzie) oraz stanowisko EBC (patrz ostatnia gołębia konferencja i niższe prognozy wzrostu dla strefy euro). Jednak nawet słabsze realne dane przy obserwowanych poziomach inflacji nie wystarczą do poluzowania polityki pieniężnej. Punktem zwrotnym może być przełom roku, kiedy słabszy wzrost i spadająca inflacja (pomimo że głównie na skutek statystycznego efektu bazy) otworzą RPP furtkę do obniżek (rada jest w tej komfortowej sytuacji, że dokonanymi w tym roku podwyżkami stworzyła sobie przestrzeń do interwencji).



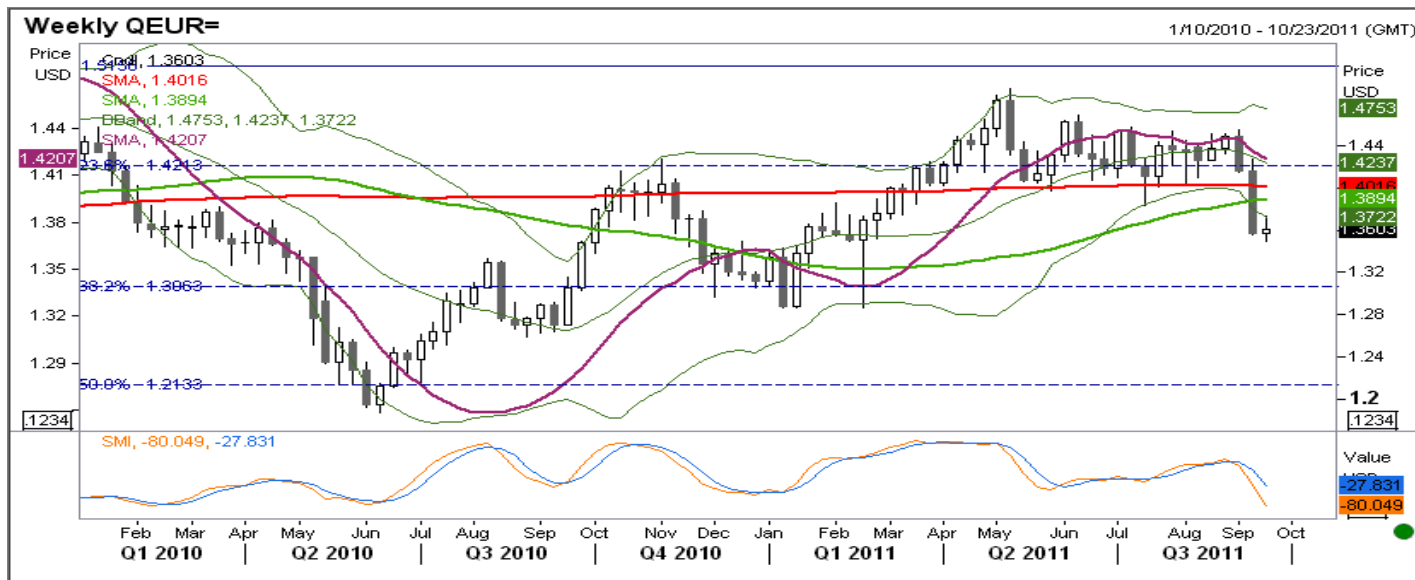
### EURUSD fundamentalnie

EURUSD w zasadzie bez zmian. Początkowo wspólna waluta osłabiała się z powodu utrzymujących się złych nastrojów oraz wzrostu awersji do ryzyka. Nadal czynnikiem sprawczym deprecjacji były obawy przed bankructwem Grecji oraz potencjalnymi stratami dla sektora finansowego. Wśród zagrożonych jest przede wszystkim francuski sektor bankowy (wczoraj rynek spekulował o trudnościach BNP Paribas w dostępie do USD, co zostało zdementowane). Negatywny wpływ na kurs miała wczorajsza słaba aukcja włoskich obligacji (wzrost rentowności i spadek popytu). Obiegająca rynek informacja o rozmowach Włoch z Chinami o możliwościach inwestycji zarówno w przedsiębiorstwa jak również papiery rządowe działała z kolei uspakajająco na euro. Dodatkowym wsparciem były wypowiedzi Merkel o niedopuszczeniu do niekontrolowanego bankructwa Grecji oraz znalezieniu rozwiązania dla fińskich warunków uczestnictwa w pakiecie pomocowym. Dziś kurs pod wpływem nastrojów i ważnych danych makro. Negatywna może być wypowiedź Premiera Chin odnośnie pomocy w ratowaniu strefy euro (oświadczył, że Europa powinna obniżyć deficyt oraz stworzyć miejsca pracy niż polegać na pomocy Chin). Kluczowa natomiast będzie telekonferencja Merkel, Sarkozy oraz Papandreu.

### EURUSD technicznie

EURUSD wczoraj zamknęło się w okolicach poniedziałkowego zamknięcia. Najbliższe poziomy oporu to wspomniana dolna linia kanału deprecjacyjnego, a następnie poniedziałkowe minimum. Kurs bez wsparcia pozytywnych danych dla strefy euro prawdopodobnie będzie kształtował się w strefie 1,36/37.

Wsparcie	Opór
1,3532	1,4302
1,3428	1,4220
1,3369	1,4145





### EURPLN fundamentalnie

EURPLN dalej słabszy. Do wczorajszego popołudnia złoty systematycznie osłabiał się w ślad za EURUSD. Dopiero nieco uspokojenie nastrojów w związku z postępami w opanowaniu kryzysu zadłużenia w strefie euro (wypowiedź Merkel o niedopuszczeniu do niekontrolowanego bankructwa Grecji oraz znalezieniu rozwiązania dla fińskich warunków uczestnictwa w pakiecie pomocowym, informacja o dzisiejszej konferencji Merkel, Sarkozy i Papandreu) oraz zapowiedziami wiceministra finansów o systematycznym upłynnianiu środków unijnych bezpośrednio na rynku walutowym celem wsparcia złotego zatrzymało trend deprecjacyjny. Później złoty mozolnie zaczął odrabiać straty. Dziś złoty nadal będzie w cieniu nastrojów i wydarzeń na rynkach globalnych.

### EURPLN technicznie

EURPLN wczoraj zamknął się w okolicach poniedziałkowego zamknięcia. Kurs obecnie znajduje się na najwyższym poziomie od listopada 2009 r. Poziomy opór to nadal piątkowy szczyt, a dalej strefa 4,35/36, której złoty wczoraj nie zdołał trwale pokonać.

Wsparcie	Opór
4,2000	4,35-36
4,1869-96	4,3555
4,1736	4,2972





IRS	BID	ASK
1Y	4.6153	4.67
2Y	4.5753	4.63
3Y	4.5803	4.63
4Y	4.6203	4.67
5Y	4.6653	4.72
6Y	4.7053	4.76
7Y	4.7453	4.80
8Y	4.7803	4.83
9Y	4.8053	4.86
10Y	4.8253	4.88

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

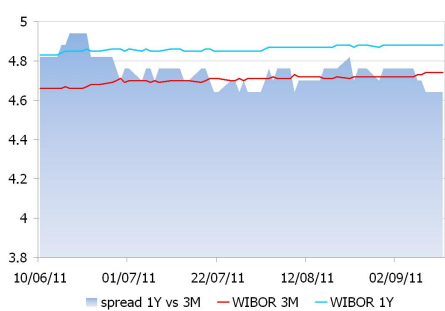
FRA	BID	ASK
1x2	4.57	4.62
1x4	4.68	4.74
3x6	4.63	4.68
6x9	4.49	4.54
9x12	4.36	4.41

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3595
USD/PLN	3.2035
CHF/PLN	3.6221

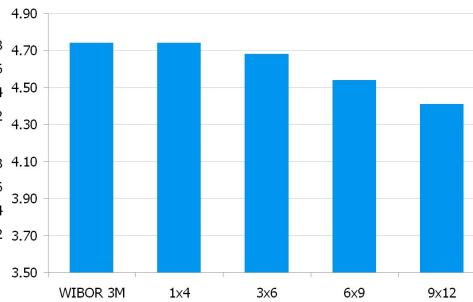
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3681
EUR/JPY	105.21
EUR/PLN	4.3305
USD/PLN	3.1657
CHF/PLN	3.5939

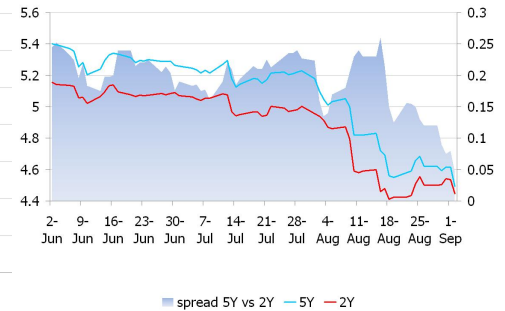
WIBOR 3M i 1Y



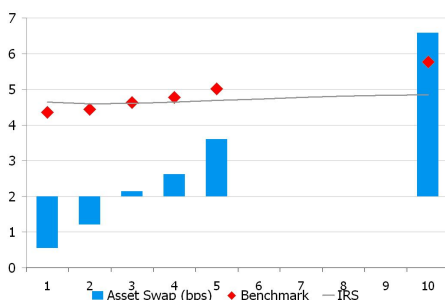
WIBOR 3M i stawki FRA



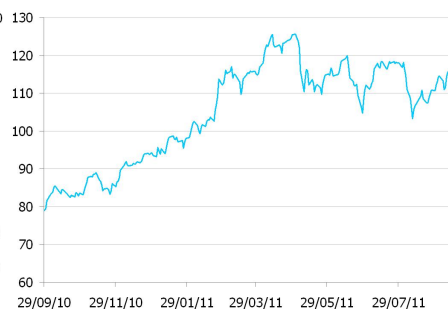
IRS 5Y i 2Y



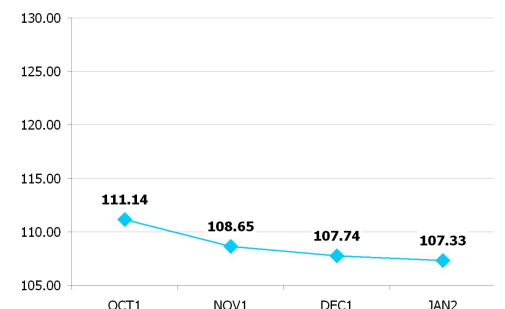
Asset swap i IRS



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. DYSTRYBUJCA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.