



## 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>19.09.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sier	2.0	3.8	1.8	
14:00	POL	PPI r/r (%)	sier	6.9	6.4	6.9	
<b>20.09.2011 WTOREK</b>							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sier	2.4	2.4	2.4	
14:30	USA	Housing starts (SAAR tys.)	sier		590	604	
14:30	USA	Housing permits (SAAR tys.)	sier		590	601	
<b>21.09.2011 ŚRODA</b>							
16:00	USA	Existing home sales (SAAR mln)	sier		4.75	4.67	
20:15	USA	Decyzja FOMC (%)	wrz		0.25	0.25	
<b>22.09.2011 CZWARTEK</b>							
9:30	GER	PMI w przemyśle (pkt)	sier		50.5	50.9	
9:30	GER	PMI w usługach (pkt)	sier		50.5	51.1	
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	sier		48.5	49.0	
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt)	sier		51.0	51.5	
11:00	GER	Indeks koniunktury ZEW (pkt)	sier		-45.0	-37.6	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	17.09		420	428	
<b>23.09.2011 PIĄTEK</b>							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	sier	6.1	8.9	8.2	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	sier	11.6	11.6	11.7	

## W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** Dzisiaj o 14.00 GUS opublikuje dane o produkcji przemysłowej oraz PPI. Spodziewamy się kolejnego słabego odczytu produkcji przemysłowej głównie z powodu spadku produkcji w przemyśle samochodowym. Nie przewidujemy zmiany trendu. W zakresie PPI oczekujemy wzrostu będącego pochodną słabszego złotego oraz niższych cen miedzi oraz ropy naftowej na światowych rynkach. We wtorek NBP opublikuje inflację bazową. Zgodnie z naszą prognozą oczekiwaliśmy stabilnej inflacji, ale po ostatnim odczycie CPI należałoby się spodziewać jej wzrostu do 2,7% głównie za sprawą wzrostu cen w kategorii łączność. W piątek zostaną opublikowane dane o sprzedaży detalicznej oraz stopy bezrobocia. Oczekujemy spadku sprzedaży wynikającej ze spowalniającej gospodarki polskiej. Dodatkowo czynnikiem negatywnie oddziałującym jest efekt bazy (sprzedaż samochodów). Odnośnie stopy bezrobocia prognozujemy niewielki spadek.
- **Gospodarka globalna.** Uwaga rynków będzie przede wszystkim skupiona na śródową decyzję i komentarz FOMC w sprawie dalszego kierunku polityki monetarnej. Zgodnie z zapowiedzią dłuższe posiedzenie poświęcone ma być m.in. na dyskusję w sprawie instrumentów stymulujących gospodarkę. Komitet wewnętrznie jest podzielony. Większość członków jest za dalszym luzowaniem monetarnym w celu wsparcia spowalniającej gospodarki. Z kolei przeciwnicy wskazują na potrzebę działań po stronie polityki fiskalnej, zwalniając tym samym potrzebę dalszego dostosowania po stronie pieniężnej. Ze strefy euro poznamy wskaźniki PMI w przemyśle i usługach, gdzie rynek oczekuje dalszego spadku aktywności w obu sektorach. Jednocześnie dane dadzą odpowiedź jak blisko recesji jest Europa.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Rostowski: Uzgodniony został kompromis ws. sześciu aktów prawnych dla przyszłego systemu zarządzania gospodarczego w UE. Mają one poprawić zarządzanie gospodarcze w Unii Europejskiej.
- Jean-Claude Juncker (Strefa euro): W przypadku Grecji widzimy pewien postęp. O wypłacie kolejnej transzy zadecydujemy w październiku na bazie oceny dokonanej przez Komisję, EBC i MFW. Technicznie jesteśmy gotowi do wypłaty transzy w połowie października, ale to zależy od tego, czy Grecja spełni warunki. Piłka jest po stronie Grecji.
- Merkel: Niemcy mają obowiązek, aby zapewnić dalsze funkcjonowanie wspólnej europejskiej waluty, leży to bowiem w interesie tego kraju. Przewyciężenie europejskiego kryzysu zadłużenia jest kontrolowanym procesem stopniowych kroków, który zajmie lata. Nie ma żadnego rozwiązania, które nagle pozwoliłoby rozwiązać ten problem. Kraje strefy euro muszą kontynuować konsolidację fiskalną.
- Geithner (USA): Europa musi zdecydować się rozwiązać problem zadłużenia tak, aby jej los nie znalazł się w rękach krajów, które finansują MFW. Europa posiada potencjał, aby rozwiązać trapiące je problemy finansowe, liderzy Unii Europejskiej muszą jednak wykazać więcej jedności.

Decyzja RPP (5.10.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.772	0.018
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.992	0.007
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.875	0.121
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		



## Kolejny miesiąc pogorszenia koniunktury na rynku pracy.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się w sierpniu o 0,1% m/m, co skutkowało obniżeniem rocznego wskaźnika zatrudnienia z 3,3 do 3,1%. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie obniżyło się o 7,9 tys., co jest niską wartością z punktu widzenia sezonowości rynku pracy. Rynek pracy wyraźnie słabnie a kolejne miesiące przynieść powinny nasilenie tej tendencji. Przedsiębiorstwa w obliczu narastającej niepewności co do stanu koniunktury w przyszłości wyraźnie ograniczają swoje plany zwiększania zatrudnienia. Właśnie dane o zatrudnieniu (nie płacach) postrzegamy obecnie jako najważniejsze i wskazujące kierunki oddziaływania presji popytowej (mniejsza presja popytowa w kolejnych kwartałach).

Dynamika płac w lipcu wzrosła do 5,4% r/r z 5,2% r/r zanotowanych w lipcu. Wyższa dynamika roczna to przede wszystkim efekt wyższej liczby dni roboczych i pokłosie podwyżek płacy zasadniczej w górnictwie. Pamiętajmy jednak, że płace są wskaźnikiem o właściwościach opóźnionych względem cyklu koniunkturalnego. Stąd jeszcze przez jakiś czas, pomimo coraz bardziej wyraźnych oznak spowolnienia wzrostu gospodarczego (patrz spadek zatrudnienia) mogą one wykazywać przyzwoite przyrosty, a nawet służyć jako argument przeciw poluzowaniu monetarnemu.

Po publikacji dzisiejszych danych zanotowano nieznaczny wzrost stawek FRA - rynek większą wagę przyłożył do danych o płacach. My widzimy dane o zatrudnieniu jako bardziej istotną wskazówkę co do zmian na rynku pracy, kondycji konsumenta i presji inflacyjnej. RPP prawdopodobnie nie zdecyduje się na obniżkę stóp w najbliższych miesiącach (inflacja bieżąca jest wysoka, utrzymuje się presja na osłabienie złotego). Istotna zmiana retoryki RPP możliwa po publikacji nowej projekcji oraz dalszym złagodzeniu stanowiska ECB. Do obniżki stóp traktowanej jako korekta wcześniejszego wyprzedzającego zacieśnienia może dojść na początku 2012 roku. Wówczas spadek inflacji (choć zapewne mniejszy niż wskazuje projekcja NBP i podyktowany przede wszystkim efektem bazowym) może posłużyć jako „podkładka” dla obniżek stóp.



## EURUSD fundamentalnie

EURUSD ponownie słabszy. Wspólna waluta stopniowo traciła w wyniku nadal rosnących obaw inwestorów o kryzys zadłużeniowy w strefie euro (czwartkowe wspólne oświadczenie banków centralnych o dostarczeniu płynności w USD bankom europejskim nie na długo uspokoiło nastroje) oraz odnośnie spowalniającej gospodarki globalnej. Niepokoje koncentrują się na ryzyku bankructwa Grecji (mimo że Merkel i Sarkozy potwierdzili, że Grecja pozostaje w strefie euro i będzie kontynuowana dla niej pomoc; decyzja o przyznaniu kolejnych funduszy jeszcze nie zapadła), a za tym wystąpienia efektu domina w kolejnych peryferyjnych krajach strefy euro. Spotkanie ministrów finansów Europy we Wrocławiu nie przyniosło konkretnych rozwiązań (poza jedynie osiągnięciem konsensusu w sprawie sześciopaku), gdzie ministrowie odrzucili sugestię Geithnera zwiększenia działań oraz pakietu stymulacyjnego EBC, a z drugiej strony stwierdzili brak wolnego marginesu dla polityki fiskalnej. Dziś EUR rozpoczęło sesję od kontynuacji spadków. Na rynku w tygodniowej perspektywie będzie nerwowo z uwagi na oczekiwanie na decyzję FOMC oraz dalsze losy pakietu pomocowego dla Grecji.

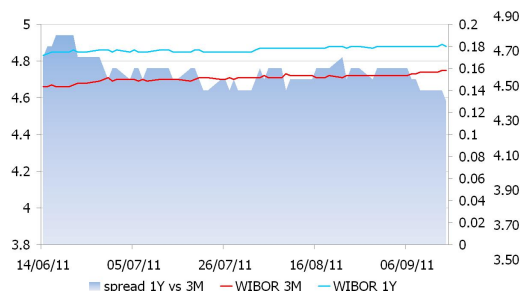
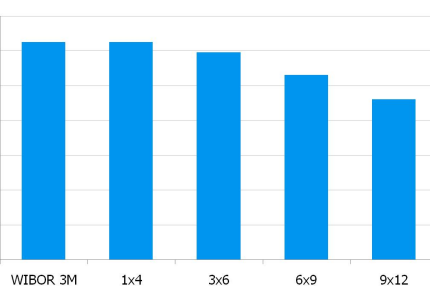
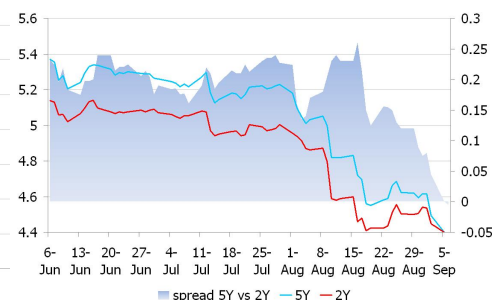
## EURUSD technicznie

**EURPLN fundamentalnie**

Złoty mocniejszy. Złoty umacniał się przez większą część piątkowej sesji, będąc wspieranym przez globalny spadek awersji do ryzyka. Końcówkę piątkowej sesji przypieczętowali inwestorzy z Londynu, którzy rzucili się na kupowanie polskiej waluty. Złoty umocnił się do poziomu 4,2730 wobec euro. Dziś znacznie słabsze otwarcie na poziomie 4,3200 i wyraźna tendencja do dalszego osłabienia. Źródłem słabości złotego są spadki na giełdach oraz wyraźne osłabienie euro względem dolara. Do dalszego osłabienia złotego mogą przyłożyć się również polskie dane, w tym słaby wynik produkcji przemysłowej.

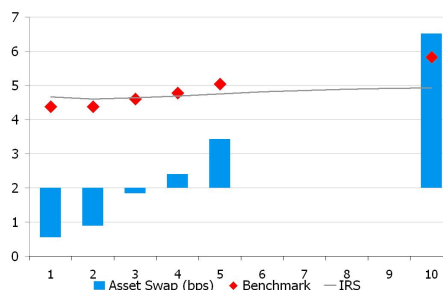
**EURPLN technicznie**

IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.6353	4.69	ON	4.4	4.6	EUR/PLN	4.3346
2Y	4.6053	4.66	1M	4.5	4.6	USD/PLN	3.1737
3Y	4.6503	4.70	3M	4.6	4.8	CHF/PLN	3.6005
4Y	4.7353	4.79					
5Y	4.8102	4.86	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.8653	4.92	1x2	4.61	4.66	EUR/USD	1.3741
7Y	4.9103	4.96	1x4	4.68	4.74	EUR/JPY	105.44
8Y	4.9503	5.00	3x6	4.66	4.69	EUR/PLN	4.3849
9Y	4.9803	5.03	6x9	4.54	4.57	USD/PLN	3.1909
10Y	5.0003	5.05	9x12	4.41	4.44	CHF/PLN	3.6433

**WIBOR 3M i 1Y****WIBOR 3M i stawki FRA****IRS 5Y i 2Y**



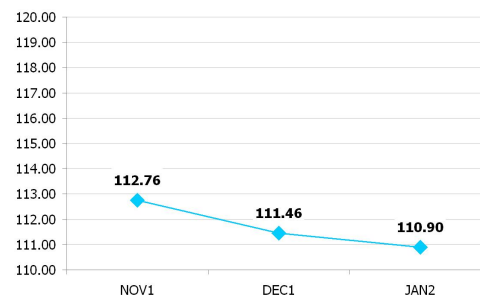
Asset swap i IRS



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 UPZEDNIEGO 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 MIĘDZYPANOWEGO 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 UPZEDNIAJĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.