



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.ziemińska@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	consensus		
17.09.2012 PONIEDZIAŁEK							
14:30	USA	Empire State Index (pkt)	wrz		-2.0	-5.9	
18.09.2012 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt.)	wrz		-20.0	-25.5	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sier	0.0	0.0	0.0	
14:00	POL	Wynagrodzenia r/r (%)	sier	3.1	3.1	2.4	
19.09.2012 ŚRODA							
	JPN	Decyzja BoJ (%)	wrz		0.1	0.1	
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sier	-0.7	1.9	5.2	
14:00	POL	PPI r/r (%)	sier	2.9	3.0	3.7	
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów (tys)	sier		768	746	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów (tys)	sier		800	811	
14:30	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln)	sier		4.55	4.47	
20.09.2012 CZWARTEK							
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	wrz		46.3	46.0	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	wrz		49.4	49.2	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	wrz		45.4	44.7	
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	wrz		48.5	48.3	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	wrz		45.5	45.1	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	wrz		47.6	47.2	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sier	2.1	2.1	2.3	
14:00	POL	Minutes RPP	sier				
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	15.09.			382	
16:00	EUR	Indeks zaufania konsumentów (pkt)	wrz		-23.8	-24.6	
16:00	USA	Indeks CB m/m (%)	sier		0.1	0.5	
16:00	USA	indeks Philly Fed (pkt)	wrz		-2.0	-7.1	
21.09.2012 PIĄTEK							
14:00	POL	Koninktura GUS					

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** We wtorek opublikowane zostaną dane z rynku pracy. Oczekujemy niższego odczytu zatrudnienia w ujęciu m/m, który utrzyma zerową stopę roczną czwarty miesiąc z rzędu. Spadki widoczne są w handlu i budownictwie, w przetwórstwie ciągle pozostaje na nie spora przestrzeń (widoczna już w ocenach koniunktury), choć ciągle brak jest oznak szybkiego hamowania jak w 2009. Dane o płacach także sugerują obniżenie trendu - w sierpniu efekt dni roboczych był neutralny, jednak wypłacono premie w górnictwie. W środę GUS poda dane z sektora przemysłowego - najważniejsze z punktu widzenia decyzji RPP. Spodziewamy się dynamiki rocznej nieznacznie niższej od zera. Poza efektem wysokiej bazy na taką prognozę wpływa osłabienie wskaźników koniunktury (PMI, GUSowskie), słabe dane z Niemiec czy dane o produkcji samochodów SAMAR (-41% m/m). Odbicie w poprzednim miesiącu było nietypowe i prawdopodobnie związane z wyprzedzeniem zapasów, nie rosnącym popytem (spójne z niższymi płacami i niższą liczbą nadgodzin). Odczyt w okolicach zera powinien przesądzić o obniżce stóp procentowych w październiku. W czwartek NBP opublikuje wskaźnik inflacji bazowej (oczekujemy spadku do 2,1% przez niższe ceny odzieży i obuwni w sierpniu) oraz Minutes z sierpniowego posiedzenia RPP (już nieco historyczne).

• **Gospodarka globalna.** Z danych globalnych opublikowane zostaną indeksy koniunktury z Europy (ZEW we wtorek i PMI w czwartek) i USA (CB i Philly Fed w czwartek) oraz dane z amerykańskiego rynku nieruchomości (środa). Oczekiwane lekkie wzrosty indeksów europejskich mogą okazać się trochę większe ze względu na podjęte na początku miesiąca decyzje banków centralnych - ciągle jednak nie będzie to odbicie z poziomów recesyjnych. Dane z oceanu powinny wskazać kontynuację powolnej poprawy sytuacji - zarówno na rynku domów (po ostatnim odbiciu pozwolenia na budowę oczekiwania na rozpoczęcie budowy domów ustawione są wyżej), jak i w sektorze przemysłowym.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

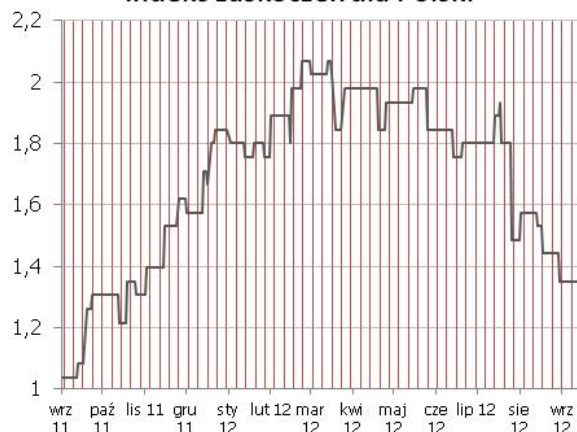
- Rostowski: Propozycja KE o utworzeniu unii bankowej w obecnej formule Polski zupełnie nie interesuje.
- Trojka: Grecja może dostać nieco więcej czasu na realizację zobowiązań, stanowiących warunek pomocy finansowej, ale nie dostanie więcej pieniędzy.

Decyzja RPP (3.10.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	0%
obniżka 25 bps	100%
PROGNOZA BRE	
obniżka 25 bps	

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.606	-0.002
USAGB 10Y	1.870	0.000
POLGB 10Y	4.836	-0.011
Dotyczy benchmarków Reuters		

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


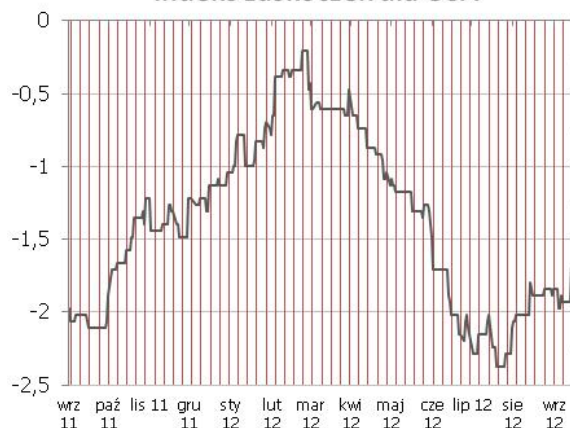
Tydzień minął bez zaskoczeń - zarówno dane o bilansie płatniczym, jak i inflacji wpisały się w konsensus rynkowy. W rozpoczynającym się tygodniu kolejna porcja danych makro - spodziewamy się negatywnego zaskoczenia produkcją przemysłową (nasza ujemna prognoza jest ponad 2,5pp. niższa od konsensusu), które przypieczętuje październikową obniżkę stóp procentowych.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Miniony tydzień był kluczowy ze względu na decyzję Trybunału Konstytucyjnego Niemiec, która umożliwia implementację funduszu ESM. Indeks zaskoczeń wzrósł nieznacznie po publikacji produkcji przemysłowej w strefie euro, jednak zdecydowanie większe zmiany mogą natąpić w tym tygodniu (indeksy koniunktury).

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


W minionym tygodniu dane makro pozostały w cieniu decyzji Fed o uruchomieniu kolejnej rundy bezterminowego(!) skupu aktywów (MBS). Indeks zaskoczeń wzrósł silnie w piątek po publikacji indeksu koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan (79,2pkt wobec oczekiwanych 74pkt) - choć nie wiązaliśmy tego odczytu z implementacją QE3, to indeks zaskoczeń w adekwatny sposób odzwierciedla nastroje rynkowe po tej decyzji.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Kontynuacja trendów na agregatach mone- tarnych

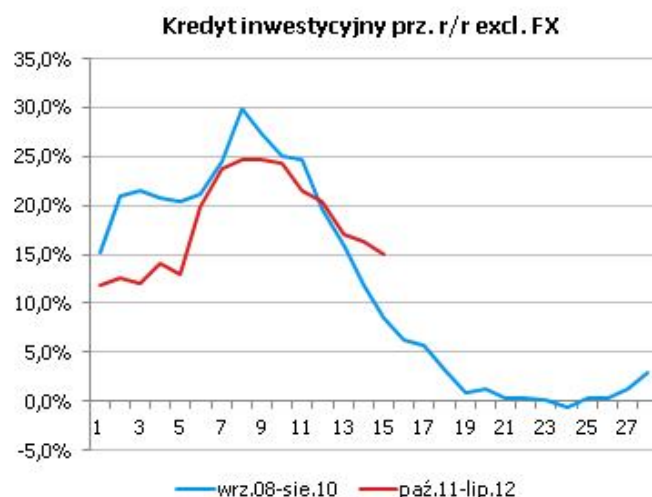
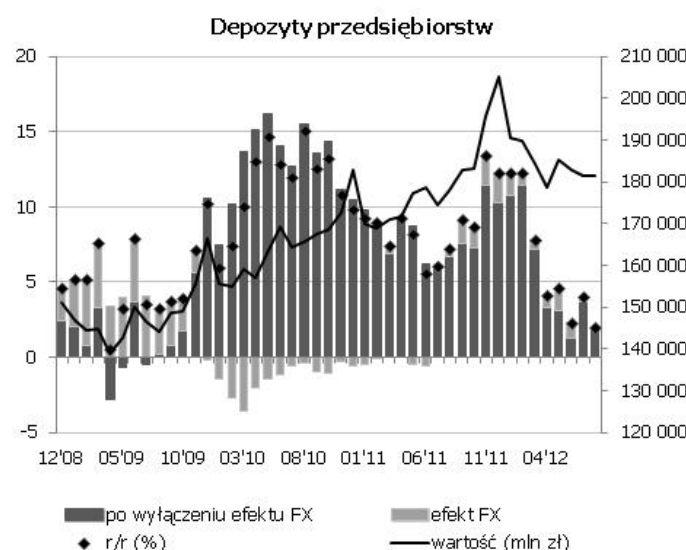
Podaż pieniądza M3 wzrosła w sierpniu zgodnie z naszymi oczekiwaniami i nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego o 9,5% r/r. Obniżenie dynamiki wynika z jednej strony z malejących rocznych stóp wzrostu na największych składowych (depozytach detalicznych i korporacyjnych), zaś z drugiej z efektów bazowych na depozytach niemonetarnych instytucji finansowych i kategorii pozostałe.

Depozyty gospodarstw domowych wzrosły o 3,5 mld zł., co przełożyło się na stopy wzrostu: 11,9% r/r i 0,7% m/m. Stopa wzrostu depozytów będzie maleć do końca roku przez efekty wysokiej bazy statystycznej z końca 2011 roku, jednak wzrost wolumenu w ujęciu miesięcznym jest zbliżony do tego z 2010 roku. Skłonność do oszczędzania gospodarstw domowych w czasie spowolnienia jest większa i przekłada się na wspomniane przez nas ich antycykliczne zachowanie. Drugi czynnik wspierający wzrost tzn. wzrost awersji do ryzyka i odpływ środków z bardziej ryzykownych form oszczędzania na razie nie wydaje się mieć istotnego wpływu - saldo wpłat i wypłat z TFI w okresie styczeń-lipiec 2012 wyniosło prawie 6,5 mld zł. Wartość kredytów detalicznych wzrosła w sierpniu o 4,8 mld zł, jednak był to głównie efekt osłabienia złotego - po wyłączeniu efektów kursu walutowego wolumen kredytów dla gosp. dom. wzrósł tylko o 0,2% w porównaniu do lipca. Dokładne rozbięcie danych będzie dostępne dopiero pod koniec miesiąca, jednak sam wolumen wskazuje na kontynuację spadkowych trendów - wolumen kredytów na nieruchomości (po wyłączeniu wpływu efektów kursowych) pozostał na poziomie zbliżonym po lipca (nowa akcja kredytowa była o kilkanaście procent niższa). W całym pierwszym półroczu 2012 nowa akcja kredytowa była o 21% niższa niż w analogicznym okresie 2011 roku i choć pod koniec roku spodziewamy się jej wzrostu ze względu na wygasanie programu Rodzina na swoim (grudzień 2012), to w całym 2012 roku spadek ten wyniesie 15-20% r/r. Roczna stopa wzrostu kredytów konsumpcyjnych pozostaje na poziomie ok. (-3)-(-3,5)%. Zapowiadane działania KNF w celu rozluźnienia wprowadzonych rekomendacji ograniczających akcję kredytową na razie pozostają w sferze planów i nie uważamy, aby mogły w średnim okresie wywrzeć wpływ na wzrost wolumenów - pamiętajmy, że główną rolę odgrywają tu czynniki popytowe, które obecnie są osłabione głównie przez pogarszającą się sytuację na rynku pracy.

W sierpniu kolejny miesiąc z rzędu obniżył się wolumen depozytów korporacyjnych - choć jedynie nieznacznie (po wyłączeniu efektów kursowych o ok. 627 mln zł), to od początku roku wolumen (liczony bez uwzględniania zmian FX) spadł o prawie 23,9 mld zł. Poza wpływem wypłaty ok. 2 mld dywidendy przez KGHM (sierpień) trend ten jest jasnym sygnałem spowolnieniowym (depozyty korporacyjne są silnie procykliczne). Ostatni kwartał roku przynosi zwykle sezonowy wzrost wolumenu depozytów przedsiębiorstw, jednak nawet gdyby ten wzorzec zrealizował się w tym roku, to wolumen na koniec grudnia będzie o 3-4% niższy niż na koniec 2011 roku.

Kredyty korporacyjne wzrosły w sierpniu o prawie 2,4 mld zł czyli o 0,9% m/m (po wyłączeniu efektu osłabienia złotego wartość ta nie przekroczy 0,3%). Analitycy NBP wskazują, że firmy chętniej niż kredytem finansują poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych. Roczna stopa wzrostu kredytów maleje - wg danych opublikowanych w piątek wyniosła 13% (dla kredytów udzielanych przez banki wartości te są niższe -

ok. 10,5%) - jednak w ujęciu miesięcznym po wyłączeniu zmian kursu walutowego nie obserwujemy ujemnych dynamik. Po wyłączeniu wyceny złotego wzrost wolumenu od początku roku jest o ok. 27% niższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Na razie dane te nie wskazują na gwałtowne zatrzymanie akcji kredytowej, choć zawracanie dynamik rocznych jest analogiczne jak w 2009 roku (patrz wykres). Oczekujemy, że nowa akcja kredytowa będzie (maksymalnie) rekompensowała spłaty istniejących zobowiązań firm i wolumen na koniec roku pozostanie na zbliżonym poziomie do obecnego.



Amerykańscy konsumenci oczekują po- prawy sytuacji finansowej

Indeks zaufania konsumentów Uniwersytetu Michigan wzrósł we wrześniu niespodziewanie do poziomu 79,2 pkt. z 74,3 pkt. zanotowanych w sierpniu (oczekiwany był spadek o 0,3pkt). Wzrost był wiedziony jedynie przez oczekiwania odnośnie przyszłej sytuacji finansowej (pytania z tej części ankiety odnoszą się do oczekiwań na kolejny rok i pięć lat), podczas gdy ocena sytuacji bieżącej była nieznacznie gorsza niż przed miesiącem (spadek z 88,7pkt. do 88,3 pkt.). Indeks ciągle znajduje się na historycznie niskim poziomie (podczas ostatniej recesji wynosił średnio 64,2pkt, podczas gdy średnio podczas wcześniejszych



5 lat aż 89pkt), jednak wzrost ten pozwolił odrobić mu straty z ostatnich trzech miesięcy i powrócić do poziomu, przy którym nastąpiło załamanie tzw. soft patch (patrz wykres). Powolna, ale monotoniczna poprawa sytuacji na rynku nieruchomości oraz wzrosty na giełdach mogły spowodować wzrost sentymentu (przypomnijmy, że dla tego indeksu wszystkie pytania dotyczą sytuacji finansowej) pomimo rosnących cen paliw oraz kiepskiej sytuacji na rynku pracy. Decyzja Fed o wprowadzeniu kolejnej rundy skupu aktywów (open-ended QE3) powinna wspomóc zarówno sytuację finansową gospodarstw domowych, jak i rynek pracy (od niego w głównej mierze uzależniona jest terminowość programu). Przeszkodą dla jego kontynuacji nie będą też oczekiwania inflacyjne - wg ankiety Uniwersytetu Michigan obniżyły się one o 0,1pp. do 3,5% w perspektywie roku i o 0,2pp. do 2,8% w perspektywie 5 lat.

Indeks optymizmu konsumentów
Uniwersytetu Michigan



Ponad 70% amerykańskiego PKB stanowi konsumpcja, piątkowy wyższy od oczekiwań wzrost sprzedaży detalicznej (0,9% m/m) był wiedziony w dużej mierze wydatkami na paliwa - po ich wyłączeniu sprzedaż wzrosła jedynie o 0,1%. W rozbiciu danych warto zwrócić jednak uwagę na solidną sprzedaż dóbr trwałych m.in. samochodów (+10,7% r/r) i mebli (+8,4% r/r) - indeks Uniwersytetu Michigan wskazuje, że trendy te mogą być kontynuowane w kolejnych miesiącach wspierając konsumpcję.



EURUSD fundamentalnie

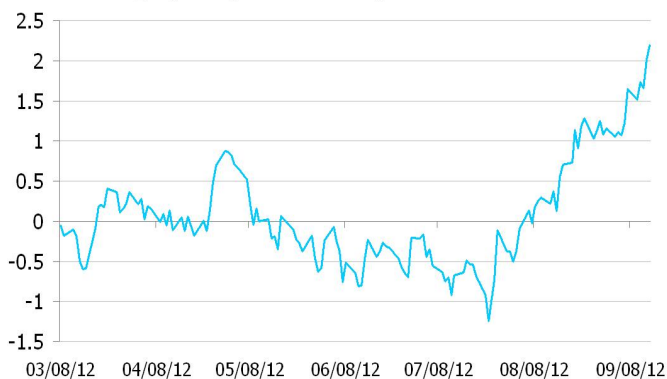
EURUSD dalej się aprecjonuje przebiwszy w piątek poziom 1,31; dziś otwarcie wyżej na poziomie 1,313. Piątkowe publikacje zza oceanu wskazały na pogorszenie w sektorze przemysłowym, ale istotny wzrost optymizmu konsumentów i solidną sprzedaż detaliczną (więcej czytaj w sekcji analizy). W najbliższym czasie wpływ danych makro na rynki może pozostać ograniczony przez oddziaływanie QE3. Weekendowe spotkanie eurogrupy pozostało w cieniu - dyskusje o unii bankowej pokazują różne stanowiska (m.in. Niemiec i Francji), wydłużenie okresu wspierania Grecji nikogo nie zaskoczyło (raport Troiki będzie dopiero w październiku), zaś Hiszpania ma ogłosić program reform do końca miesiąca - suma sumarum w Europie jesteśmy na razie w fazie oczekiwania, co wspierać będzie kontynuację trendu aprecjacyjnego na fali QE3. W tym tygodniu najważniejsze będą czwartkowe dane o koniunkturze.

EURUSD technicznie

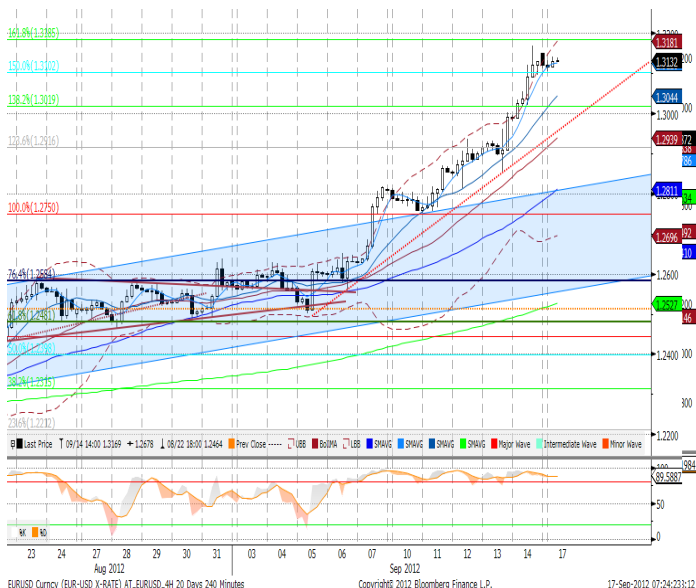
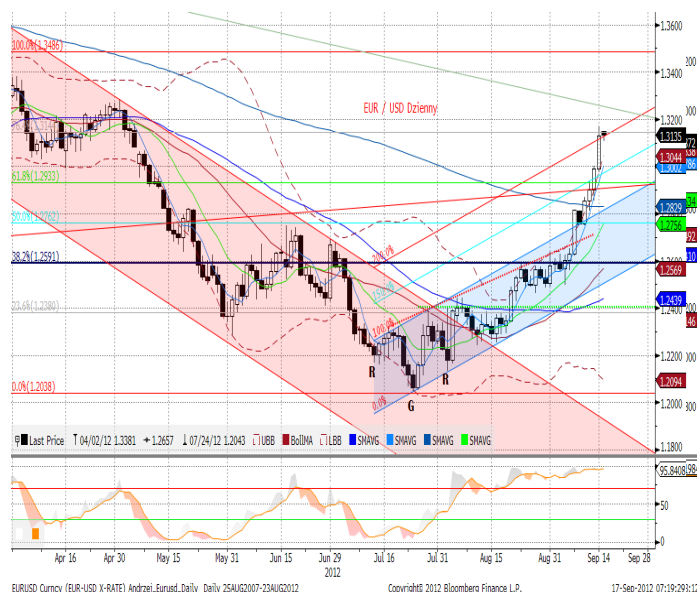
EURUSD dotarł do projekcji wybicia z kanału wzrostowego związując krótkoterminową konsolidację. Oscylatory znajdują się w strefie wykupienia potwierdzając ten scenariusz. Poziom 1,3144 jest 76,4% zniesieniem fibo, może stanowić więc silny opór. W razie impulsu spadkowego wsparcia stanowią poziomy średnich ruchomych oraz przebite poziomy kanału trendu oraz jego projekcji.

Wsparcie	Opór
1,3000	1,3284
1,2937	1,3185
1,2762	1,3144

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.





EURPLN fundamentalnie

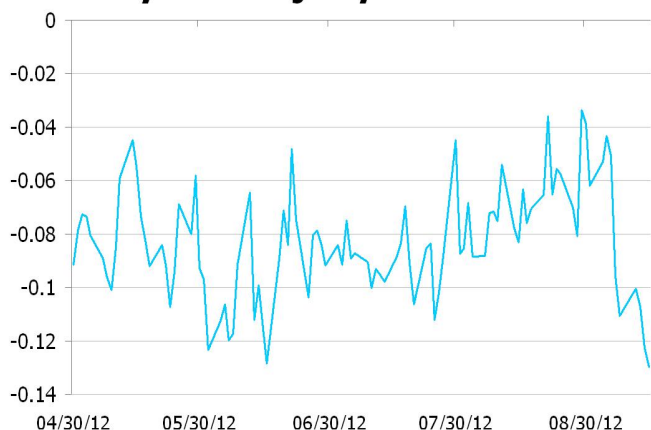
Podczas piątkowej sesji złoty pozostawał w przedziale wahań 4,05-4,07. Waluty EM są beneficjentami ogłoszonego przez Fed QE3, które jeszcze powinno wyznaczać główny trend na rynku. W tym tygodniu większą rolę mogą odegrać czynniki krajowe - szczególnie śródoowa publikacja produkcji przemysłowej. Realizacja naszej ujemnej prognozy może być argumentem przesądzającym o obniżce stóp procentowych w październiku i wywrzeć presję na złotego (choć -25pb. jest już w cenach, więc ruch ten może być ograniczony).

EURPLN technicznie

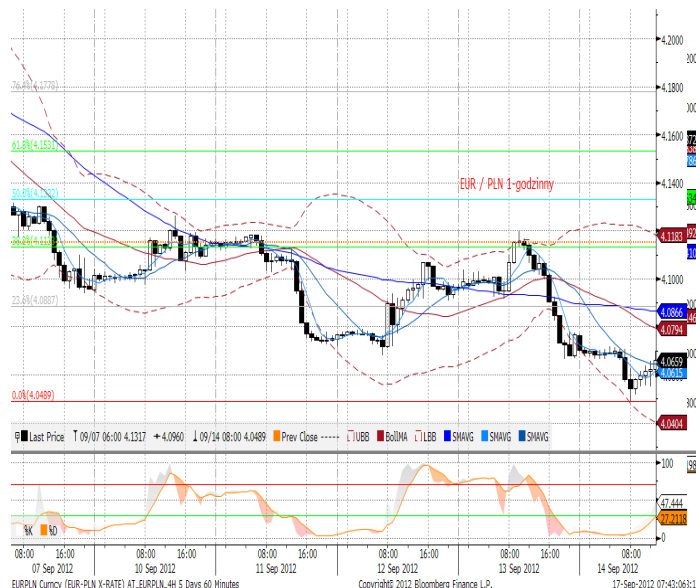
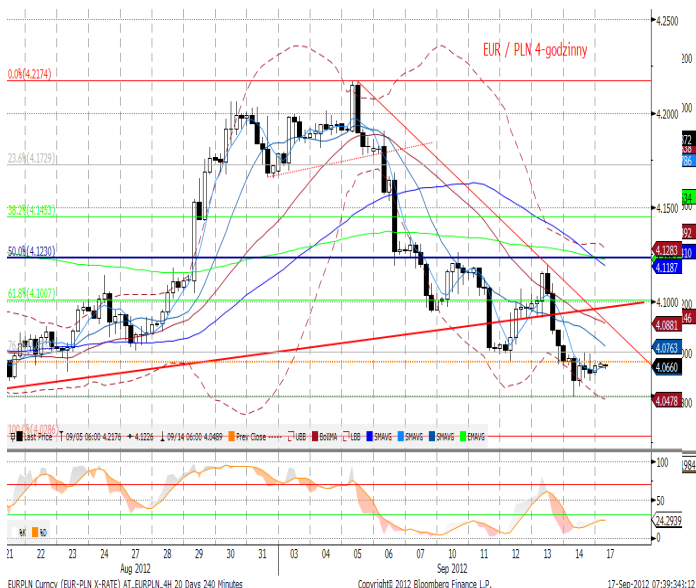
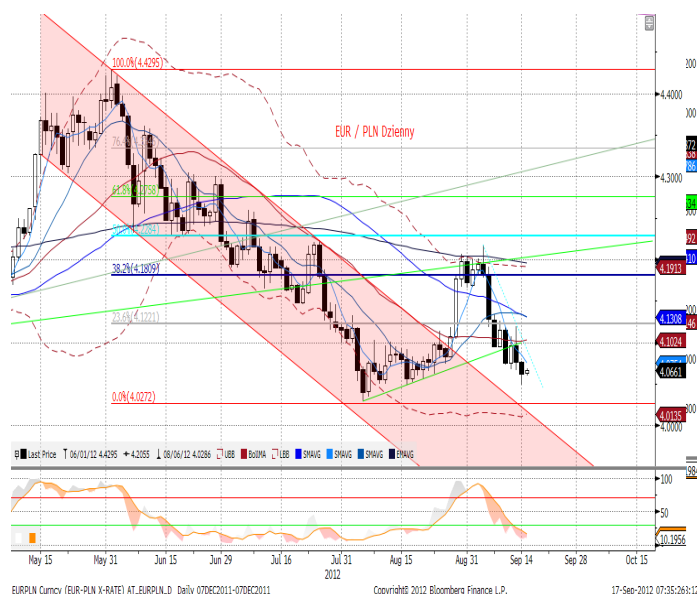
EURPLN zmierza w stronę ostatnich minimów na poziomie 4,0272. Za dalszym umocnieniem złotego przemawia 5-falowa struktura impulsu aprecjacyjnego. W przypadku korekty oporami będą zniesienia fibo ostatniego ruchu.

Wsparcie	Opór
4,0489	4,1230
4,0486	4,1133
4,0272	4,0887

Czynnik krajowy* w EURPLN



* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.

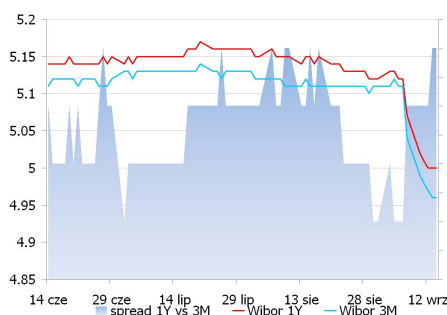




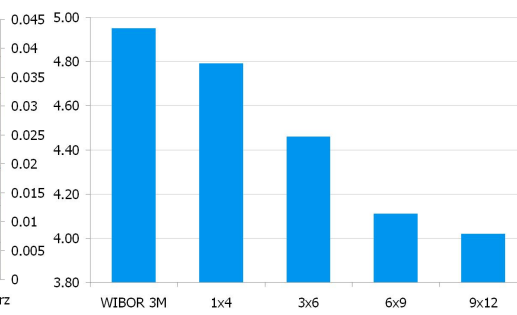
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.39	4.45	ON	5.0	5.5	EUR/PLN	4.0584
2Y	4.32	4.38	1M	5.0	5.5	USD/PLN	3.1131
3Y	4.29	4.35	3M	4.8	5.3	CHF/PLN	3.3379
4Y	4.28	4.34					
5Y	4.335	4.37					
6Y	4.348	4.38					
7Y	4.37	4.40					
8Y	4.405	4.44					
9Y	4.438	4.47					
10Y	4.445	4.48					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.65	4.70	EUR/USD	1.3126
1x4	4.74	4.79	EUR/JPY	102.83
3x6	4.41	4.46	EUR/PLN	4.0610
6x9	4.06	4.11	USD/PLN	3.0897
9x12	3.97	4.02	CHF/PLN	3.3342

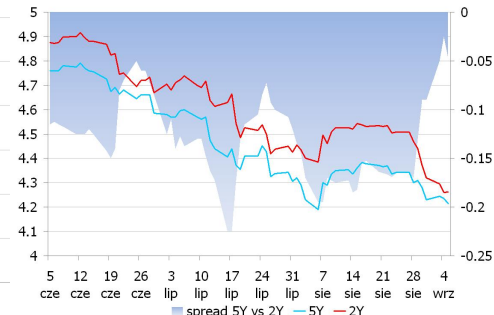
WIBOR 3M i 1Y



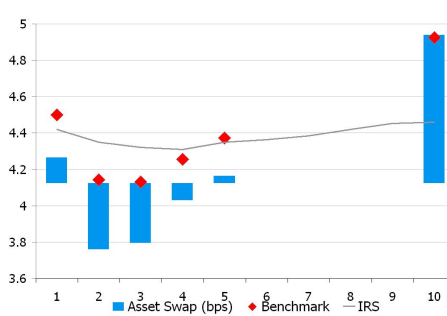
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



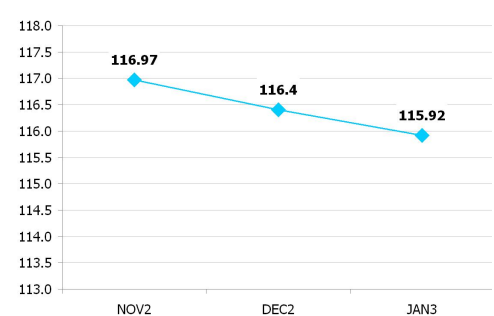
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYPANKOWEGO 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, KOOOPERANTÓW, 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.