



ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166  
MARCIN MAZUREK TEL. 829 0183  
RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207  
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188  
E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

**Daily Letter****wtorek, 9 września 2008**

STRON: 5

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
Brak istotnych danych						

## Makroekonomia

### Najpierw konstytucja potem ERM2

*Oceniamy, że Polska mogłaby przyjąć euro w latach 2014-2015*

Wiceminister Finansów K. Zajdel-Kurowska zapowiedziała, że wejście do mechanizmu ERM2 i w dalszej perspektywie przyjęcie euro musi zostać poprzedzone wyjaśnieniem kwestii legislacyjnych i politycznych związanych z koniecznymi zmianami w konstytucji (chodzi o zapisy mówiące o roli NBP i złotym jako polskiej walucie). Tym samym Zajdel-Kurowska potwierdziła stanowisko prezentowane wcześniej przez Ministra J. Rostowskiego. Kalendarz polityczny (wybory prezydenckie w 2010 roku, wybory parlamentarne w 2011 roku) i kwestia znacznej niepopularności pomysłu wprowadzenia euro (podnoszony przez przeciwników euro temat drożyzny) wskazują, że realnymi datami przystąpienia do ERM2 są raczej lata 2012-2013. Oznaczałoby to, że Polska mogłaby przyjąć euro w latach 2014-2015.

### Projekt budżetu 2009

*Nie oczekujemy, aby kwestia budżetu miała jakikolwiek wpływ na rynki finansowe w najbliższych miesiącach*

Jak zapowiadano od kilku miesięcy deficyt założony na przyszły rok nie przekroczy 18,2 mld zł. Wychodząc ze zrewidowanych szacunków wykonania tegorocznego budżetu (Ministerstwo oszacowało, że deficyt w 2008 roku będzie o 4,1 mld mniejszy niż zakładane 27,1 mld zł). Przyszłoroczne dochody zostały oszacowane na poziomie 369,9 mld zł, wydatki zaś na poziomie 288,1 mld zł (bez uwzględnienia środków z UE). Wzrost dochodów wyniesie więc 8,9%. Stosunkowo niska dynamika dochodów to przede wszystkim efekt uwzględnienia ubytku dochodów w związku ze zmianami stawek PIT.

Przyszłoroczne wydatki mają być o 5,3% większe od tych z 2008 roku. Istotnym źródłem oszczędności mają być dotacje dla FUS (założono, że zasadniczo zmniejszy się liczba zawodów uprawnionych do wcześniejszych emerytur, spadać będzie również dalej stopa bezrobocia).

W projekcie budżetu założono aż 12 mld zł przychodów z prywatyzacji (z tego 6,8 mld zł ma trafić do budżetu, pozostała część ma wpłynąć do Funduszu Restrukturyzacji Przedsiębiorstw i na rezerwę na odszkodowania za nacjonalizację majątków).

Budżet skonstruowany został przy założeniach 4,8% wzrostu gospodarczego i średniorocznej inflacji na poziomie 2,9%. Jakkolwiek każde z założeń jest dyskusyjne (spodziewalibyśmy się jednak wyższej stopy inflacji i niższego wzrostu PKB) ich złożenie nie powinno prowadzić do istotnych przeszacowań wydatków, czy dochodów.

Prawdopodobnie znacznie lepsze niż zakładano wykonanie tegorocznego budżetu, a co za tym idzie praktykowane już od kilku lat przenoszenie dochodów/dotacji na przyszły rok

budżetowy (wskazujemy tu przede wszystkim na dotację dla FUS) czyni przyszłoroczne szacunki samego deficytu budżetowego dość realnymi. **Nie oczekujemy, aby kwestia budżetu miała jakikolwiek wpływ na rynki finansowe w najbliższych miesiącach – ciężko będzie rynkom wierzyć w katastrofę budżetową w przyszłym roku, jeśli wykonanie deficytu po ośmiu miesiącach 2008 wynosi zaledwie 700 mln zł!**

## Niższa inflacja w Czechach

*Wczorajsze dane z czeskiej gospodarki wspierają naszą niższą prognozę inflacji dla polskiej gospodarki*

W sierpniu roczny wskaźnik inflacji spadł w Czechach do 6,5% (konsensus prognoz 6,6%) z 6,9% zanotowanych w lipcu. Zasadniczymi przyczynami spadku inflacji były spadki cen paliw (ponad 3% m/m) i żywności (1,6% m/m). Obniżyły się również ceny elektroniki i samochodów. Wyższa baza na jesieni (czynnik dotyczący w tym roku wskaźniki inflacji w większości gospodarek) oraz dalsze spadki cen paliw prawdopodobnie przyczynią się do spadku inflacji do poziomu 4,5% na koniec roku. Podkreślamy, że te szacunki przyszłej inflacji uwzględniają już podwyżki cen gazu w październiku i wyższe ceny wyrobów tytoniowych.

Niższa inflacja oczywiście zwiększa pole manewru dla Czeskiego Banku Centralnego. Nie spodziewamy się jednak, biorąc pod uwagę obecne osłabienie korony, aby do końca tego roku doszło do więcej niż jednej obniżki stóp procentowych.

Wczorajsze dane z czeskiej gospodarki (przede wszystkim znaczne spadki cen żywności, w tym warzyw i owoców i korelacja cen w tych kategoriach z polskimi odpowiednikami) wspierają naszą niższą prognozę inflacji dla polskiej gospodarki. Szacujemy, że inflacja w Polsce wzrosła w sierpniu do 4,9% (konsensus prognoz 5,0%) z 4,8% zanotowanych w lipcu. Podkreślamy, że wzrost rocznego wskaźnika jest związany przede wszystkim z niższą bazą z sierpnia 2007.

## Posiedzenie RPP, 24. września

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	<b>20%</b>
Stopy bez zmian	<b>80%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

\* OIS – Overnight Index Swap

## Ceny terminowe ropy naftowej Brent (USD)

Kontrakt	Ask	Zmiana
<b>OCT8</b>	<b>102.64</b>	<b>-0.8</b>
<b>NOV8</b>	<b>104.27</b>	<b>-0.82</b>
<b>DEC8</b>	<b>105.63</b>	<b>-0.97</b>

Data: 9/9/2008

Godzina: 8:43:02

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3.4674	2.4324

EUR/USD 1,4090 EUR/JPY 151,30 EUR/PLN 3,4820 USD/PLN 2,4715

*Dolar najmocniejszy od ponad roku zbliżył się do psychologicznego poziomu 1,40. Przyczyną umocnienia amerykańskiej waluty była pomoc rządowa dla GESów (Fannie i Freddie) i spadek awersji do ryzyka i wzrost zaufania inwestorów w amerykańskie aktywa. Polowanie*

na zlecenia s/l może przyczynić się do przełamania wsparcia 1,40 umożliwiając dalsze umocnienie dolara (1,3850/1,3750).

Kolejny dzień gwałtownego osłabiania złotego. Tempo deprecjacji polskiej waluty tym razem okazało się najszybsze ze wszystkich światowych walut. Na deprecjacje ponownie złożyły się zmiany EURUSD. Szukając powodów tak gwałtownych ruchów na złotym wskazujemy na spekulacyjne zachowania inwestorów zagranicznych przy braku aktywności polskich eksporterów. Pewien wpływ mogły mieć powszechne zmiany rekomendacji największych banków sugerujące sprzedaż polskiej waluty. Nie uważamy, aby dzień wczorajszy zakończył osłabianie złotego. Kluczowym poziomem oporu jest 3,5000 EUR/PLN.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Silna wyprzedaż euro z poziomu 1,44 potwierdziła kontynuację trendu; obecna korekta powinna być ograniczona do poziomów oporu 1,4185/1,4240... następnie można oczekiwać ponownego testu wsparcia 1,4050/1,4000.

wsparcie	Opór
1,4085	1,4300
1,4050	1,4240
1,4000	1,4185



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Dalsze umocnienie USD oznacza kontynuację trendu spadkowego PLN oraz ponowny test poziomu oporu 3,4915 EUR/PLN (możliwy test 3,50). Kluczowe poziomy wsparcia w krótkim terminie 3,4660/3,4600.

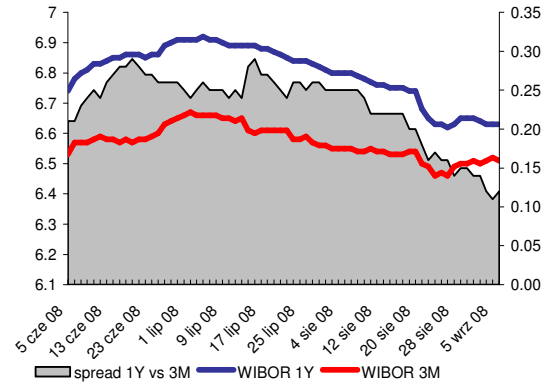
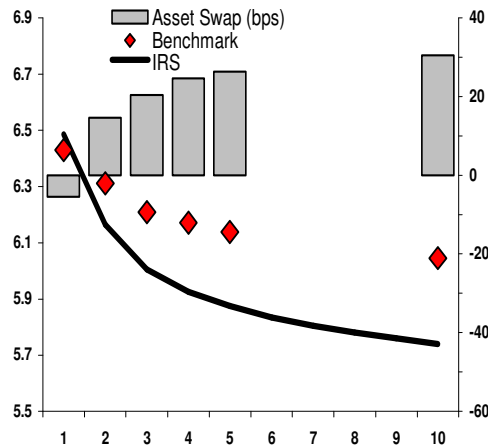
Wsparcie	opór
3,4660	3,5000
3,4550	3,4915
3,4380	3,4840



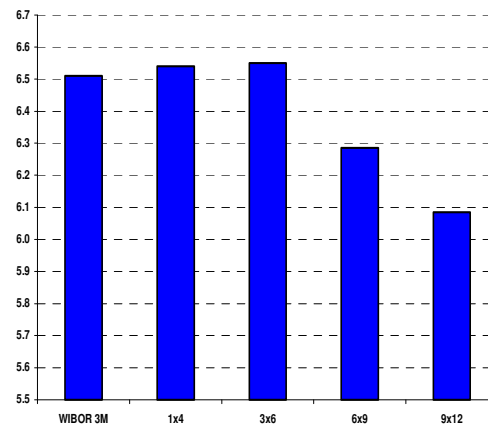
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

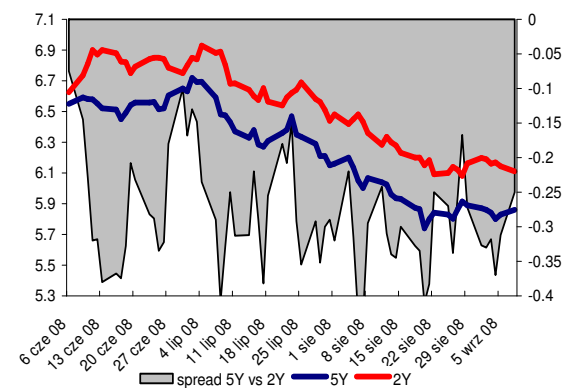
IRS	BID	ASK
1Y	6.47	6.51
2Y	6.15	6.19
3Y	5.99	6.02
4Y	5.91	5.94
5Y	5.86	5.89
6Y	5.82	5.85
7Y	5.79	5.82
8Y	5.77	5.79
9Y	5.75	5.77
10Y	5.73	5.75



depo	BID	ASK
ON	6.01	6.20
1M	6.06	6.25
3M	6.31	6.51



FRA	BID	ASK
1x2	6.27	6.32
1x4	6.49	6.54
3x6	6.50	6.55
6x9	6.24	6.29
9x12	6.04	6.09



## **UWAGA!**

NINIEJSZE 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 UPRZĘDNEGO 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. 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 WYŁĄCZONĄ. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZĘDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.