


**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK      TEL. 0 22 829 0166  
 MARCIN MAZUREK        TEL. 0 22 829 0183  
 WOJCIECH TRZEPIZUR    TEL. 0 22 829 0188  
 E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

# Daily Letter

**poniedziałek, 7 września 2009**

STRON: 6

## Kalendarium danych

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym

PONIEDZIAŁEK 7.09	
08:00	<b>(CZ) Bilans handlu zagranicznego [lipiec];</b> konsensus <b>11,0mld CZK</b> , poprzednio <b>20,4mld CZK</b>
10:30	<b>(EMU) Indeks Sentix [wrzesień];</b> poprzednio <b>-17pkt.</b>
12:00	<b>(GER) Zamówienia w przemyśle [lipiec];</b> konsensus <b>2,0% m/m</b> , poprzednio <b>4,5% m/m</b> <i>Oczekiwany spadek wskaźnika w porównaniu z doskonałymi wynikami w maju i czerwcu.</i>
WTOREK 08.09	
12:00	<b>(GER) Produkcja przemysłowa;</b> konsensus <b>2,0% m/m</b> , poprzednio <b>-0,1% m/m</b> <b>(POL) Projekt budżetu na 2010 r. trafia z Ministerstwa Finansów do rządu</b>
ŚRODA 09.09	
08:00	<b>(CZ) Inflacja CPI [sierpień];</b> konsensus <b>-0,1% m/m</b> , poprzednio <b>-0,4% m/m;</b> <b>Stopa bezrobocia [sierpień];</b> konsensus <b>8,5% m/m</b> , poprzednio <b>8,4% m/m</b>
08:00	<b>(HU) Bilans handlu zagranicznego [lipiec];</b> poprzednio <b>457,3mld €</b>
10:30	<b>(GBR) Bilans handlu zagranicznego [lipiec];</b> poprzednio <b>-2,18mld £</b>
20:00	<b>(USA) Beżowa Księga Fed [wrzesień]</b>
CZWARTEK 10.09	
13:00	<b>(GBR) Decyzje BoE ws. stóp procentowych [wrzesień],</b> konsensus <b>0,5%</b> , poprzednio <b>0,5%</b>
10:00	<b>(EMU) ECB: Biuletyn Miesięczny</b>
14:30	<b>(USA) Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych [tydz. do 5.09];</b> poprzednio <b>570 tys.</b>
14:30	<b>(USA) Bilans handlu zagranicznego;</b> konsensus <b>-27,5mld \$</b> , poprzednio <b>-27,6mld \$</b> <i>Ożywienie popytu wewnętrznego spowoduje ponowny wzrost importu, za którym powinien nadążyć wolumen eksport.</i>
PIĄTEK 11.09	
14:00	<b>(POL) Saldo rachunku bieżącego [lipiec];</b> poprzednio <b>459mld €</b>
16:00	<b>(USA) Indeks Uniwersytetu Michigan [wrzesień];</b> konsensus <b>67,0pkt.</b> , poprzednio <b>65,7pkt.</b>

## Makroekonomia

### 52,2 mld zł deficytu budżetu centralnego w 2010 roku

Po trwającym niemal tydzień przygotowywaniu rynków finansowych na mało optymistycznego newsa w piątek rząd ogłosił wreszcie wielkość planowanego na rok 2010 deficytu budżetu centralnego. Deficyt ten ma wzrosnąć do 52,2 mld zł (w roku 2009 planowany jest deficyt na poziomie 27,2 mld zł, po wyłączeniu salda rozliczeń z UE jego wielkość może zbliżyć się jednak do 35 mld zł). Oceniamy, że inwestorzy, oczekując raczej kontynuacji polityki „dobrej informacji” stosowanej przez rząd spodziewali się, że deficyt centralny nie przekroczy 40 mld zł (oczekiwano, że podobnie jak w roku 2009 rząd zdecyduje się na kolejne „wyjmowanie” wydatków poza budżet centralny).

Deficyt całego sektora finansów publicznych ma sięgnąć 7% PKB, czyli około 93 mld zł z szacowanych na ten rok 6% PKB. Liczby te w zasadzie nie spowodowały większego zaskoczenia, gdyż po pierwsze zbliżone były do szacunków Komisji Europejskiej i przy

założeniu dużej sżywności wydatków budżetu (roczny wzrost o ponad 17 md zł) możliwe były do otrzymania choćby przy wykorzystaniu elastyczności dochodów budżetu względem dynamiki PKB podawanej w Strategii Zarządzania Długiem Publicznym. Po drugie 7% deficyt sektora finansów publicznych plasuje Polskę gdzieś w środku poziomów notowanych w UE – z drobna różnica, że polska gospodarka wciąż notuje wzrost ekonomiczny.

Jak podaje Minister Rostowski na kształt zaplanowanego na rok 2010 budżetu wpłynęły przede wszystkim ograniczenie polityczne (obawa przed vetem prezydenta i niemożność wprowadzenia determinowanych ustawowo wydatków sżywnych, które stanowią 75% całości wydatków) oraz konieczność utrzymania długu publicznego poniżej poziomu 55% PKB (patrz finansowanie części deficytu przychodami z rekordowej prywatyzacji). Minister zapowiedział co prawda prawie 10% redukcję wydatków inwestycyjnych i osobowych, jednak działania te nie są w stanie zmienić rzeczywistego, ekspansywnego, kursu polityki fiskalnej. Strona dochodowa spójna jest z nieco zwiększoną, do 1,2% r/r, prognozowaną dynamiką PKB na rok 2010. Rząd nie planuje podwyżek stawek VAT oraz PIT. Jak podaje Minister Rostowski, nie zrezygnowano również z ulg prorodzinnych. Wbrew wcześniejszym zamiarom nie zapisano również w poczet dochodów budżetowych zysku z NBP (wcześniej rząd szacował, że zysk ten może przekroczyć 10 mld zł). Więcej szczegółów strony dochodowej i wydatkowej poznamy prawdopodobnie we wtorek-środe, kiedy projekt budżetu trafi po obrady rządu.

**Wnioski:** Sam wzrost planowanego deficytu centralnego znacznie powyżej wcześniejszych prognoz MinFinu może być negatywnie odebrane przez inwestorów. Niewykluczone, że zobaczymy krótkookresową korektę na papierach skarbowych i być może na złotym. Sam budżet nie zawiera śladu reformy fiskalnej (tak, wiemy, z powodu ograniczeń politycznych). Inwestorom może jednak coraz mniej podobać się również retoryka Ministra Rostowskiego. Powodzenie strategii ograniczenia długu publicznego dzięki prywatyzacji (według rządowych szacunków przychody prywatyzacyjne mają wynieść co najmniej 28,5 mld zł, aby nie przekroczyć 55% limitu długu do PKB) zależeć będzie w stopniu decydującym od globalnej koniunktury. W przypadku ponownego wzrostu awersji do ryzyka prywatyzacja miałaby nikłe szanse powodzenia. Tyle od strony zarządzania ryzykiem. **Utrzymanie ożywienia w gospodarce światowej, co jest naszym scenariuszem bazowym, może jednak znacznie ułatwić realizację budżetu 2010. Pamiętajmy wreszcie, że wzrost polskiego deficytu to fenomen w dużej mierze cykliczny - realizacja naszych prognoz wzrostu dla gosp. polskiej, od 2 do 3% r/r w 2010, oznaczałaby szybszy niż to zakłada rząd wzrost dochodów podatkowych budżetu. Podręcznikowo, jeśli wyłączymy ryzyko kryzysu wypłacalności państwa, większy deficyt (i w tym przypadku większa prywatyzacja) i wyższe (atrakcyjniejsze) rentowności powinny wiązać się większym napływem kapitału zagranicznego, a to oznaczałoby aprecjację polskiej waluty w średnim okresie (znacznej aprecjacji złotego można zresztą oczekiwać już pod koniec 2009, kiedy to kluczowa okazać się może determinacja rządu, potencjalnie wymieniającego środki unijne na rynku, do zbiccia kursu EURPLN tak, aby uzyskać niższą wartość długu denominowanego w walucie obcej). Wreszcie relatywnie ekspansywna polityka fiskalna zaplanowana w przyszłym roku może dodatkowo stymulować wzrost gospodarczy.**

## USA: ożywienie bez nowych miejsc pracy

Wyniki badań ankietowych gospodarstw domowych wskazują na znaczny wzrost stopa bezrobocia w sierpniu, do 9,7% z 9,4% zanotowanych w lipcu. Na poziomie 9,1% utrzymała się stopa pracujących w niepełnym wymiarze godzin. Rośnie również liczba osób rezygnujących z poszukiwania pracy. Pamiętajmy jednak, że bezrobocie charakteryzuje się pewnym opóźnieniem w stosunku do cyklu koniunkturalnego.

Nieco optymistyczniej przedstawiają się statystyki zatrudnienia. W sierpniu liczba zatrudnionych poza rolnictwem zmniejszyła się o 216 tys. wobec spadku o 276 tys. zanotowanego w lipcu. Mniejsza dynamika spadków zatrudnienia z pewnością oznacza zbliżanie się do nowej równowagi na rynku pracy. Skala redukcji zatrudnienia w wartościach bezwzględnych ciągle jednak zbliżona jest do maksimum z kilku poprzednich recesji. Od grudnia 2007 w gospodarce amerykańskiej zniknęło 6,9 mln miejsc pracy.

W sierpniu zostały utrzymane tendencje obserwowane w statystykach zatrudnienia w poprzednich miesiącach. Coraz wolniej spada zatrudnienie w przemyśle, który w dużej części przez odbudowę zapasów stał się siłą napędową obecnego ożywienia. W sierpniu zatrudnienie w tym sektorze spadło o 63 tys. wobec spadku o 43 tys. w lipcu. Należy jednak dodać, że w sierpniu o prawie 14 tys. zmniejszyło się zatrudnienie w przemyśle motoryzacyjnym (w lipcu zanotowano wzrost o ponad 30 tys.). Mniejsze spadki niż w lipcu zanotowano w handlu i usługach. Wzrosty zatrudnienia utrzymały się w opiece zdrowotnej.

**Niestety wyniki badań przedsiębiorstw dotyczące długości tygodnia pracy nie wskazują jeszcze na szybkie odrodzenie popytu na pracę – wydłużenie, a nie jak to ma obecnie miejsce stabilizacja długości tygodnia pracy sugerowałoby dopiero rychłe zwiększenie zatrudnienia. Jeśli jednak połączymy fakt poprawy dynamiki produkcji przemysłowej ze zmniejszeniem kosztów płacowych (patrz redukcja zatrudnienia) możemy niemal pewnym być lepszych wyników finansowych amerykańskich przedsiębiorstw. Te z kolei mogą istotnie przyczynić się do zarzucenia polityki cięcia kosztów i stabilizacji zatrudnienia w kolejnych miesiącach.**

### Posiedzenie RPP, 30. września

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Stopy bez zmian	100%
Obniżka o 25 bps	0%

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	4,122
USD/PLN	2,887
CHF/PLN	2,719

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,431
EUR/JPY	133,010
EUR/PLN	4,087
USD/PLN	2,852
CHF/PLN	2,693

Pierwszą reakcją na dane z amerykańskiego rynku pracy było umocnienie dolara. Inwestorzy po chwili namysłu przestraszyli się jednak wyższego odczytu stopy bezrobocia, co odbiło się na dość gwałtownym spadku dolara do poziomów powyżej 1,430. Mocne rynki akcji przyczyniły się do dalszego spadku wartości dolara i do spadku wartości jena na dzisiejszej sesji dalekowschodniej. Zainteresowanie kupnem dolara przy poziomach powyżej 1,4350 ogranicza skale dalszego osłabiania amerykańskiej waluty.

Najpierw informacja o wzroście deficytu sektora finansów publicznych do 7% PKB w roku przyszłym, potem zaskakujący plan zwiększenia deficytu centralnego do 52,2 mld zł w przyszłym roku a kurs złotego bez większych zmian. Na zakończenie sesji piątkowej złoty wzmocnił się nawet do euro powodowany zmianami EURUSD (osłabieniem dolara). Złotego i pozostałe waluty EM wspiera słabszy jen. Czy rzeczywiście kwestie budżetowe nie będą miały wpływu na wiarygodność polityki gospodarczej prowadzonej przez rząd a przez to na złotego? Wydaje się, że wpływ ten może być dość ograniczony, choć nie wykluczamy dziś pewnego osłabienia polskiej waluty.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Tym razem mocne odbicie od poziomów 1,420. Silny opór przy 1,4408. Ciągłe oznaki dywergencji i możliwość umocnienia dolara w najbliższym okresie.

Wsparcie	Opór
1,4198	1,4549
1,4120	1,4449
1,4011	1,4408



Źródło: Reuter

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Złoty ponownie bliżej dolnej granicy rangeu 4,0616-4,02265. Ważnym sygnałem wspierającym średniookresowo złotego jest przecięcie średnich kroczących (55 dniowa i 200 dniowa)

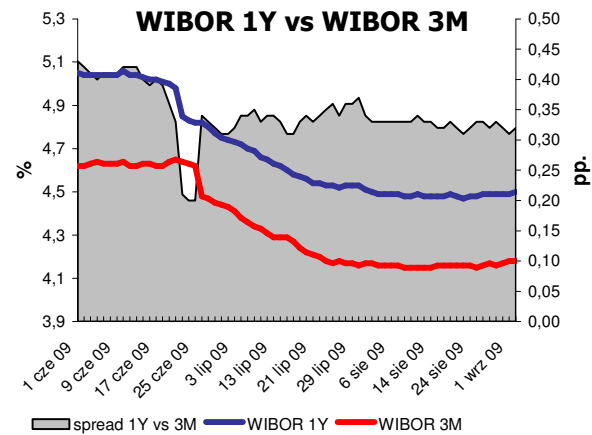
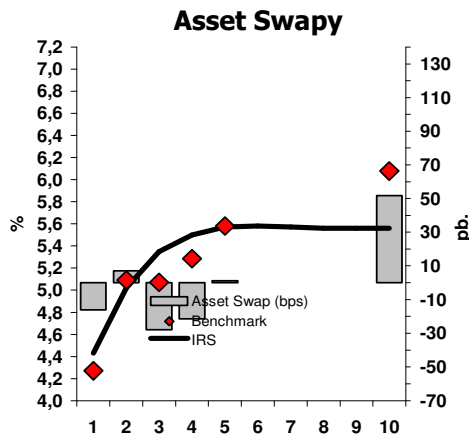
Wsparcie	Opór
4,0770	4,2700
4,0616	4,2265
3,89/85	4,2012



Źródło: Reuters

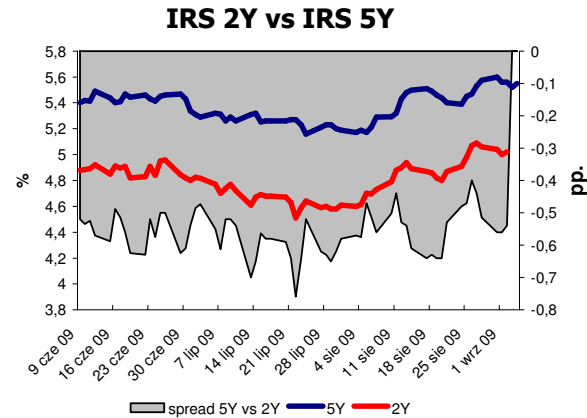
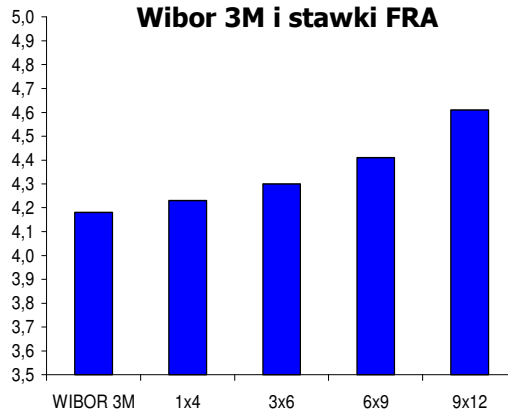
## Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,41	4,45
2Y	5,00	5,04
3Y	5,33	5,37
4Y	5,48	5,52
5Y	5,55	5,59
6Y	5,56	5,60
7Y	5,55	5,59
8Y	5,54	5,58
9Y	5,54	5,58
10Y	5,54	5,58



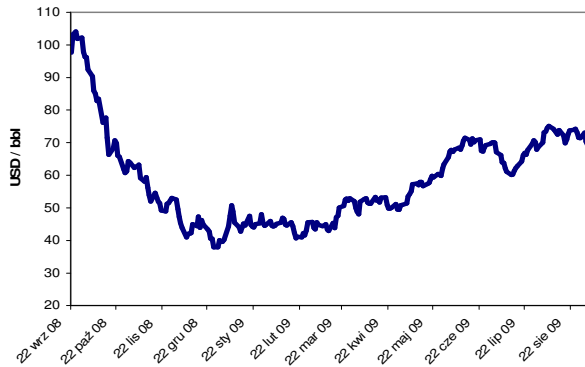
depo	BID	ASK
ON	2,78	3,28
1M	3,35	3,55
3M	3,95	4,15

FRA	BID	ASK
1x2	3,63	3,68
1x4	4,18	4,23
3x6	4,26	4,30
6x9	4,37	4,41
9x12	4,57	4,61

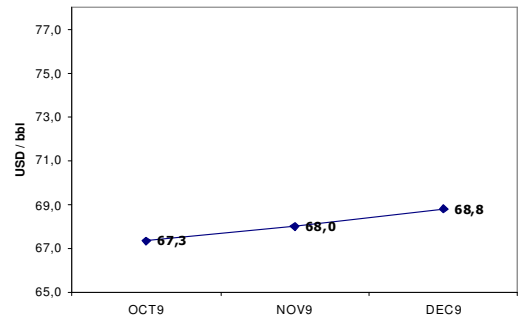


## Surowce: ropa naftowa

**Indeks cen ropy naftowej**



**Brent: kontrakty futures**



### 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 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 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 UPZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.