

**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)

STRON: 7

**Daily Letter****wtorek, 8 września 2009****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

| KRAJ | GODZINA | WSKAŹNIK              | ZA OKRES | BRE | KONSENSUS | POPZEDNIO |
|------|---------|-----------------------|----------|-----|-----------|-----------|
| GER  | 12:00   | Produkcja przemysłowa | lipiec   | -   | 2,0% m/m  | -0,1% m/m |

**Makroekonomia****Budżet 2010 – reakcja rynku i dalsze szczegóły dotyczące wydatków, dochodów i finansowania**

Projekt budżetu (a właściwie informacje podane przez Ministra Rostowskiego) zostały umiarkowanie negatywnie przyjęte przez rynek długu. Rentowności papierów wzrosły od 10 do 15 pb. Dobrym dowodem na pogorszenie sentymentu była też aukcja rocznych bonów skarbowych (rentowności wyższe o 20pb). Reakcja rynku walutowego była niewielka. Zmiany na EURUSD sprzyjały utrzymaniu relatywnie mocnego kursu złotego.

Niewykluczone, że drobna zmiana sposobu prezentacji budżetu i podanie deficytu w ujęciu porównywalnym do tego z 2009, a więc po uwzględnieniu salda budżetu środków unijnych mogła być przyczynić się do bardziej negatywnej reakcji rynku. **Po uwzględnieniu salda deficytu budżetu środków europejskich (15,3 mld zł) przyszłoroczny deficyt budżetowy wzrósłby do 67,5 mld zł wobec zrewidowanego założonego na ten rok deficytu w wysokości niecałych 23 mld zł** (MinFin podniósł o ponad 4 mld zł w porównaniu ze znowelizowaną ustawą budżetową szacunki dochodów, co zresztą spójne jest z sygnałami obserwowanymi w wykonaniu budżetu po lipcu). Pamiętajmy, że saldo budżetu środków europejskich wyraźnie zaniżył deficyt w roku 2009.

**Dochody i wydatki:**

Dochody budżetu w 2010 oszacowano na 245,5 mld zł, wydatki na nie więcej niż 297,7 mld zł. Dochody podatkowe i niepodatkowe w 2010 r. wzrosną nominalnie o 4,1% wobec 2009 roku (w 2009 MinFin szacuje 1,2% r/r spadek dochodów). Relacja tych dochodów do produktu krajowego brutto w 2010 r. wyniesie 17,9% wobec 17,6% w 2009, kiedy to w b. silnym stopniu ujawniła się typowa dla okresu spowolnienia mniejsza ściągalność podatków.

Dochody podatkowe mają być większe w 2010 roku o 6% w porównaniu z 2009 rokiem (MinFin szacuje, że w 2009 roku dochody podatkowe wzrosną o 2,3% w porównaniu z rokiem 2008). Relacja wpływów podatkowych do PKB ma wzrosnąć z 15,7 do 16,3% w 2010 roku. Wpływy z VAT mają wzrosnąć o 8,9% z -4,2% r/r zanotowanych w 2009 roku.

Szacunki te bazują na następujących założeniach makro: spadku zatrudnienia w gospodarce o 1,0%, realnym wzroście PKB o 1,2%, średniorocznym wskaźniku inflacji na poziomie 1,0%, realnym wzroście wynagrodzeń w gospodarce narodowej o 1,0%, wzroście spożycia ogółem o 1,2% i średnim kursie EURPLN na poziomie 3,85. Szacunki te należy uznać za konserwatywne; widzimy znaczne ryzyko, że zarówno wzrost gosp., jak i inflacja okażą się wyższe od prognoz MinFinu dodatkowo wspierając stronę dochodową budżetu.

Ustalony w projekcie ustawy budżetowej limit wydatków na rok 2010 wynosi jest wyższy od zaplanowanego w ustawie o zmianie ustawy budżetowej na 2009 r. o 8,9%, co oznacza realny wzrost o 7,8% (wzrost wydatków zdeterminowany jest ustawą o obronności, waloryzacją rent i emerytur oraz wzrostem nakładów na infrastrukturę). Wzrasta również stosunek wydatków do PKB do 21,8% z 20,4% w 2009. Co należy uznać jako dowód wzrostu ekspansywności polityki fiskalnej w roku 2010.

#### **Finansowanie:**

Finansowanie planowanego w 2010 r. deficytu budżetowego (52, mld zł), deficytu budżetu środków europejskich (15,3 mld zł), ujemnego salda przychodów z prywatyzacji i ich rozdysponowania (13,3 mld zł) oraz ujemnego salda prefinansowania (0,9 mld zł) zostało podzielone w proporcjach 60,9 mld zł na krajowe i 20,8 mld zł na zagraniczne.

#### **W rezultacie planowane w 2010 r. potrzeby pożyczkowe netto kształtują się na poziomie**

**82,1 mld zł wobec 521 mld zł w 2009 r.** Potrzeby pożyczkowe brutto oszacowano na 203,9 mld zł wobec ponad 163 mld zł w roku 2009. **Najważniejsze z punktu widzenia rynku długu emisje obligacji i bonów mają w przyszłym roku wynieść 169 mld zł wobec szacowanych 137 mld zł w roku 2009. Oznaczać to będzie, że MinFin będzie emitował papiery o wartości prawie 15 mld zł miesięcznie.** Emisje zagraniczne mają wynieść nieco ponad 20 mld zł, co byłoby wynikiem zbliżonym do tegorocznego. Potrzeby pożyczkowe netto przedstawiono w tabelach poniżej.

| Wyszczególnienie (salda pozycji)    | 2009 PW       | 2010          | 3:2   |
|-------------------------------------|---------------|---------------|-------|
|                                     | <i>mln zł</i> | <i>mln zł</i> | %     |
| 1                                   | 2             | 3             | 4     |
| Finansowanie krajowe                | 34.504,0      | 60.941,1      | 176,6 |
| 1. Skarbowe papiery wartościowe     | 35.202,1      | 60.897,3      | 173,0 |
| 1.1. SPW rynkowe                    | 33.782,9      | 59.333,2      | 175,6 |
| a) bony skarbowe                    | -2.952,2      | 8.938,6       |       |
| b) obligacje rynkowe                | 36.735,1      | 50.394,6      | 137,2 |
| - o zmiennym oprocentowaniu         | -2.532,5      | 3.844,3       |       |
| - o stałym oprocentowaniu           | 39.470,2      | 43.993,6      | 111,5 |
| - indeksowane                       | -202,6        | 2.556,7       |       |
| 1.2 Obligacje oszczędnościowe       | 1.522,3       | 1.670,0       | 109,7 |
| 1.3 Obligacje nierynkowe (dla BGŻ)  | -103,1        | -105,9        | 102,8 |
| 2. Pożyczki udzielone               | -444,6        | 43,8          |       |
| 3. Pozostałe przychody i rozchody   | 15,7          | 0,0           | 0,0   |
| 4. Środki na rachunkach budżetowych | -269,2        | 0,0           | 0,0   |

| Wyszczególnienie (salda pozycji)  | 2009 PW       | 2010          | 3:2   |
|---|---------------|---------------|-------|
|   | <i>mln zł</i> | <i>mln zł</i> | %     |
| 1   | 2             | 3             | 4     |
| Finansowanie zagraniczne  | 9.331,7       | 20.797,2      | 222,9 |
| 1. Obligacje skarbowe   | 11.577,2      | 13.267,3      | 114,6 |
| 2. Kredyty otrzymane  | 6.424,3       | 7.979,2       | 124,2 |
| 3. Ekofundusz   | -93,7         |               |       |
| 4. Kredyty udzielone  | -1.048,9      | -506,7        | 48,3  |
| 5. Udział w organizacjach międzynarodowych  | -352,3        | -5,9          | 1,7   |
| 6. Pozostałe przychody i rozchody   | -7.174,8      | 63,3          |       |
| 6.1 Przepływy związane z rachunkiem walutowym                                     | -7.238,5      |               |       |
| 6.2 Przedterminowa spłata zobowiązań  |               |               |       |
| 6.3 Wpływy od podmiotów krajowych na spłatę udostępnionych kredytów zagranicznych | 63,7          | 63,3          | 99,4  |
| 6.4 Inne rozliczenia  |               |               |       |

**Wnioski:** Widzimy pewne ryzyko związane zarówno ze strategią finansowania deficytu, jak i zapobieganiu spirali zadłużenia całego sektora finansów publ. przez zwiększenie przychodów z prywatyzacji. Ryzyko to może znaleźć odzwierciedlenie, w krótkim okresie, w wyższych rentownościach polskich papierów. Wielkość emisji zaplanowanych na rok przyszły niezaprzeczalnie robi wrażenie na uczestnikach rynku. Rynki pilnie śledzić będą więc postępy w emisjach i prywatyzacji. Pierwszym sprawdzianem dla rządu będzie emisja PKO BP. MinFin musi również dalej budować poduszkę płynnościową, aby w niesprzyjających warunkach rynkowych móc zrezygnować z przeprowadzania aukcji obligacji - choćby jedna nieudana aukcja papierów skarbowych mogłaby mieć tragiczne skutki dla rynku. Nie ma więc co liczyć na mniejsze podaże w IV kw. Dużym wsparciem dla finansowania budżetu może okazać się nadpłynność w polskim sektorze bankowym oraz polityka taniego pieniądza w strefie euro, która powoduje, że pomimo wzrostów na giełdach spadają rentowności europejskich obligacji (historycznie dominuje zależność odwrotna), czyniąc rentowności polskich papierów relatywnie jeszcze atrakcyjnymi dla

inwestorów zagranicznych. **Należy jednak pamiętać, że strategia rządu wystawia polskie finanse publiczne na większe niż kiedykolwiek ryzyko związane z kształtowaniem się globalnej koniunktury. Pogorszenie sentymentu globalnego (podkreślamy, że scenariusz ten nie jest naszym bazowym, choć ryzyko jego wystąpienia może być odzwierciedlone w cenach obligacji już w najbliższym okresie) a więc i fiasko prywatyzacji wystawiłyby Polskę na ryzyko przekroczeni 55% progu długu do PKB. Oznaczałoby drastyczne cięcia wydatków i prawdopodobnie ograniczenie dynamiki PKB w kolejnych latach.**

## Posiedzenie RPP, 30. września

| Decyzja RPP      | Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*) |
|------------------|--|
| Stopy bez zmian  | <b>100%</b>  |
| Obniżka o 25 bps | <b>0%</b>  |

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

| Fixing NBP |       |
|------------|-------|
| EUR/PLN    | 4,125 |
| USD/PLN    | 2,876 |
| CHF/PLN    | 2,718 |

| Poziomy otwarcia |         |
|------------------|---------|
| EUR/USD          | 1,433   |
| EUR/JPY          | 133,350 |
| EUR/PLN          | 4,097   |
| USD/PLN          | 2,859   |
| CHF/PLN          | 2,696   |

Złoty dzielnie przetrwał wczorajszą sesję, sesję, która miała być zarazem testem wiarygodności polskiego Ministra Finansów. Na scenariusz taki duży wpływ miał fakt, że Amerykanie świętowali Labor Day. Po odrobinie większej zmienności w godzinach przedpołudniowych, kiedy to przez chwile widzieliśmy poziomy powyżej 4,1230 złoty ostatecznie umocnił się do poziomów poniżej 4,10 wobec euro. Duży wpływ na kurs złotego i walut regionu miał dobry sentyment na giełdach i kolejne lepsze dane z gospodarki niemieckiej. Zauważmy, jednak, że złoty był relatywnie najsłabszą walutą regionu (wpływ netto informacji o wzroście deficytu był negatywny na złotego). Niewykluczone, że zaległości te złoty nadrobi w kolejnych dniach.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Range. Silny opór przy 1,4408, wsparcie przy 1,4198. 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).

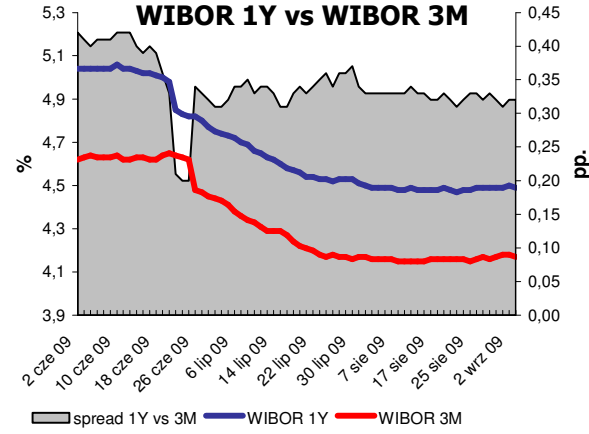
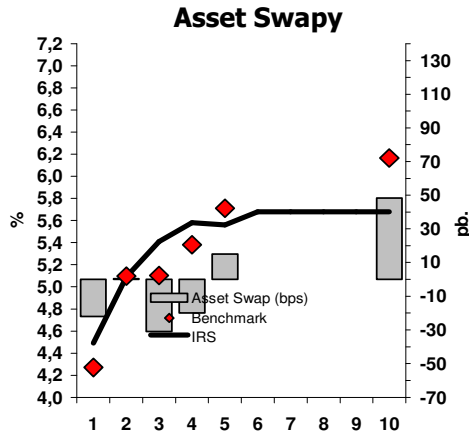
| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,0770   | 4,2700 |
| 4,0616   | 4,2265 |
| 3,89/85  | 4,2012 |



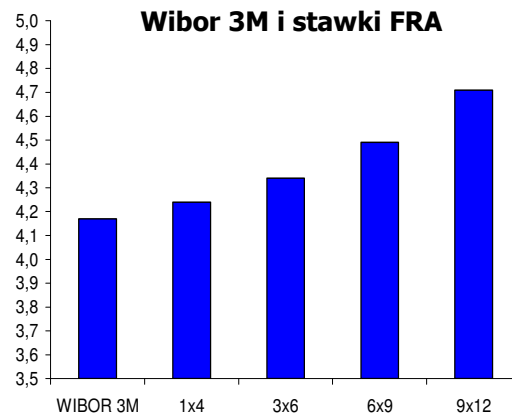
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, PLN

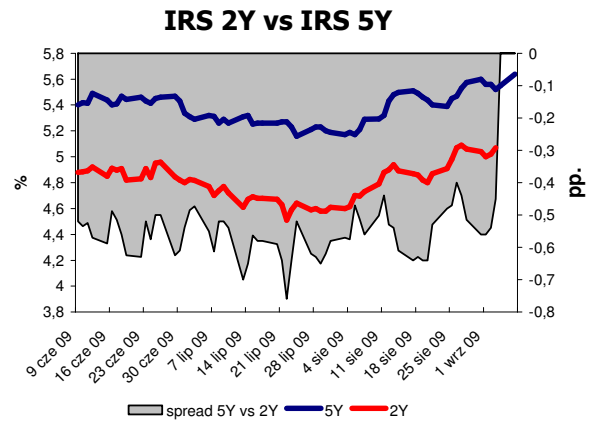
| IRS | BID  | ASK  |
|-----|------|------|
| 1Y  | 4,47 | 4,51 |
| 2Y  | 5,07 | 5,11 |
| 3Y  | 5,39 | 5,43 |
| 4Y  | 5,56 | 5,60 |
| 5Y  | 5,54 | 5,58 |
| 6Y  | 5,66 | 5,70 |
| 7Y  | 5,66 | 5,70 |
| 8Y  | 5,66 | 5,70 |
| 9Y  | 5,66 | 5,70 |
| 10Y | 5,66 | 5,70 |



| depo | BID  | ASK  |
|------|------|------|
| ON   | 2,45 | 2,95 |
| 1M   | 3,25 | 3,52 |
| 3M   | 3,80 | 4,17 |

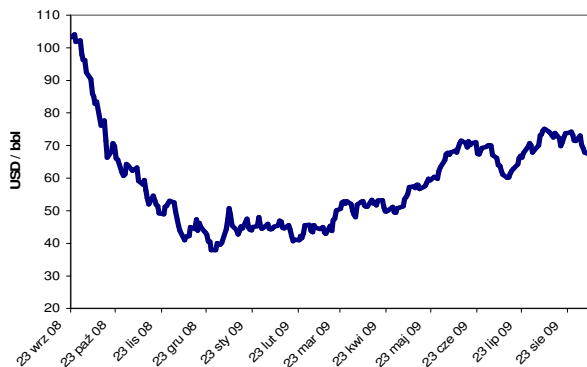


| FRA  | BID  | ASK  |
|------|------|------|
| 1x2  | 3,47 | 3,52 |
| 1x4  | 4,21 | 4,24 |
| 3x6  | 4,30 | 4,34 |
| 6x9  | 4,45 | 4,49 |
| 9x12 | 4,67 | 4,71 |

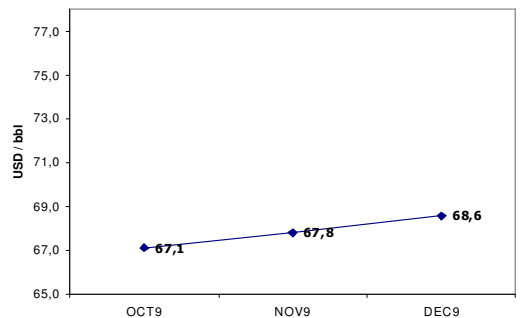


## Surowce: ropa naftowa

### 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 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. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.*