



## 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.zieminaska@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>26.09.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	GER	Indeks IFO	wrz	106.5		108.7	107.5
16:00	USA	New home sales (tys. SAAR)	sier	293		302 (r)	295
<b>27.09.2011 WTOREK</b>							
14:00	POL	Koniunktura konsumencka (GUS)					
15:00	USA	Case Shiller indeks cen domów r/r (%)	lip	-4.40		-4.40 (r)	-4.11
16:00	USA	Zaufanie kons. Cboard	wrz	46.0		45.2 (r)	45.4
<b>28.09.2011 ŚRODA</b>							
9:00	GER	CPI flash m/m (%)	wrz	-0.1		0.0	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	sier	-0.4		4.1	
<b>29.09.2011 CZWARTEK</b>							
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów final (pkt)	wrz	-18.9		-18.9	
11:00	EUR	Koniunktura ESI (pkt)	wrz	96.0		98.3	
14:00	POL	Rachunek C/A (mln EUR)	II kw.				-3364
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	23.09	420		423	
14:30	USA	PKB final (% SAAR)	II kw.	1.2		1.0	
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	sier	-1.7		-1.3	
<b>30.09.2011 PIĄTEK</b>							
11:00	EUR	HICP flash r/r (%)	wrz	2.5		2.5	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	wrz			4.2	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE r/r (%)	sier	1.7		1.6	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	sier	0.1		0.3	
14:30	USA	Wydatki konsumpcyjne m/m (%)	sier	0.2		0.8	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	wrz	55.5		56.5	
15:55	USA	Zaufanie kons. Umich flash (pkt)	wrz	57.8		57.8	

## Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Z Niemiec poznamy wskaźnik inflacji w ujęciu m/m, gdzie rynek spodziewa się nieznacznego spadku. Z USA poznamy zamówienia na dobra trwałe. Spodziewany jest spadek, co byłoby to zgodne ze scenariuszem hamującej sprzedaży detalicznej w związku ze wzrostem niepewności odnośnie globalnego wzrostu gospodarczego i kryzysu zadłużenia w Europie.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Rząd przyjął na wtorkowym posiedzeniu budżet państwa na 2012 rok zgodnie z projektem przedłożonym przez Ministra Finansów. Deficyt zaplanowano na poziomie 35 mld zł. Budżet skonstruowano przy założeniu wzrostu PKB o 4,0% oraz inflacji średniorocznej 2,8%. Dług publiczny spadnie z 53,8% PKB w tym roku poniżej 50% PKB w roku 2013. Kurs euro-złotego na koniec 2011 roku wyniesie 4,35, a na koniec 2012 roku złoty umocni się do poziom 4,00 za euro.
- Rostowski (MinFin): Budżet jest bezpieczny nawet, jeżeli wzrost PKB w 2012 roku wyniesie 3%.
- Dominik (MinFin): Sprzedaż walut przez BGK bezpośrednio na rynku walutowym może ograniczyć zmienność kursu złotego, jednak wymiana środków na zlecenie Ministerstwa Finansów nie ma na celu osiągnięcia żadnego konkretnego poziomu kursu.
- Papandreu (Premier Grecji): Grecja może przezwyciężyć obecny kryzys i wywiąże się ze swoich zobowiązań w sferze reform i oszczędności. Zaapelował też o solidarność pozostałych krajów europejskich z Grekami.
- Merkel (Niemcy): Odrzuciła możliwość wdrożenia nowych programów pobudzania koniunktury gospodarczej. Walka z kryzysem zadłużenia poprzez zaciąganie kolejnych długów to zły pomysł.

Decyzja RPP (5.10.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.882	0.006
USAGB 10Y	N/A Item is stale	N/A Item is stale
POLGB 10Y	5.901	-0.108
Dotyczy benchmarków Reuters		



## Stabilne zaufanie konsumentów

Indeks optymizmu konsumentów Conference Board „zatrzymał się” we wrześniu na poziomie 45,4pkt. po silnym spadku w sierpniu (dane ankietowe zbierane były do 15 września). Nie ma się co oszukiwać, że optymizm konsumentów utrzymuje się na bardzo niskim poziomie - relatywnie pozytywna reakcja rynkowa na dane to skutek oczekiwań (tail risk) na możliwość dalszych, gwałtownych spadków.

Jednak nawet stabilizacja indeksu ukrywa dodatkowe, negatywne zjawisko. Mianowicie, dalszemu (znacznemu) obniżeniu uległy oczekiwania dotyczące przyszłych zarobków - tym samym powtarzające się od wielu miesięcy utyskiwania na sytuację na rynku pracy przełożyły się na zrewidowanie ścieżki przyszłego dochodu, która będzie miała negatywny wpływ na (i tak już nadszarpniętą przez poprzednio wysokie odczyty inflacyjne) konsumpcję. Pozostałe zmiany pośród innych aspektów optymizmu konsumentów odnotowały jedynie marginalne zmiany w stosunku do poprzedniego odczytu.

Choć w ostatnim czasie udrożniły się łańcuchy dostaw a inflacja nieznacznie spowolniła (przede wszystkim dotyczy to cen surowców, a zwłaszcza paliw, które są niewrażliwym składnikiem amerykańskiego koszyka konsumpcyjnego), kondycja rynku pracy i konsumpcji pozostawia wiele do życzenia i w najbliższym czasie trudno spodziewać się istotnego spadku stopy bezrobocia oraz przyspieszenia konsumpcji. Gospodarka amerykańska otrze się tym samym o recesję. Prawdopodobieństwo faktycznego wejścia w recesję będzie w dużej mierze zależało od tego, czy obecnie luźne (jak na stan koniunktury) warunki kredytowania ulegną pogorszeniu wraz z narastaniem problemów płynnościowych (zaufania) na rynku międzybankowym, gdyż na dzień dzisiejszy Fed ma chwilowo związane ręce (ostatni operational twist pokazuje, że Bernanke wolał zrobić cokolwiek niż nic).

## Rządu przyjął optymistyczny projekt budżetu państwa na 2012 r. i Strategię zarządzania długiem

Projekt budżetu państwa zakłada deficyt budżetowy na poziomie 35 mld zł. Budżet został przygotowany przy założeniu 4% wzrostu PKB oraz inflacji średniorocznej 2,8%. W stosunku do założeń z maja br. podniesiono dochody z tytułu dywidendy o 2 mld zł. Naszym zdaniem w obecnym otoczeniu makroekonomicznym, w warunkach kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, spowalniającej gospodarki globalnej oraz wynikającej z tego dużej niepewności na rynkach, założenie wzrostu gospodarczego oraz poziom deficytu są optymistyczne. Nasza prognoza wzrostu gospodarczego w przyszłym roku wskazuje, że większa kontrybucja do wzrostu będzie eksportu netto, a mniejsza po stronie spożycia indywidualnego oraz inwestycji. Oznacza, to że wykonanie zaplanowanych dochodów w przyszłym roku może być zagrożone, a tym bardziej utrzymanie deficytu na poziomie nie większym niż 35 mld zł.

Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych na lata 2012-15 zakłada wzrost długu publicznego wg metodologii krajowej z poziomu 52,8% w 2010 do 53,8% PKB w tym roku. W latach 2012-2013 dług publiczny będzie systematycznie spadał i obniży się poniżej poziomu 50%, tj. I prognozie ostrożno-

ściowego przewidzianego w Ustawie o finansach publicznych. Do prognoz długu na 2011 r. i 2012 r. MF przyjął założenie kursu euro na poziomie odpowiednio 4,35 zł i 4,0 zł. Zatem główną przyczyną wzrostu relacji długu w tym roku jest deprecjacja złotego wynikająca z kryzysu zadłużeniowego w strefie euro i wzrostu awersji inwestorów do ryzyka. Odnośnie długu publicznego wg metodologii unijnej Strategia zakłada obniżenie relacji z poziomu 55,8% w 2010 r. do 50,1% PKB w 2015 r.

Celem Strategii, niezmiennie od kilku lat, jest minimalizacja kosztów obsługi długu przy przyjętych ograniczeniach odnośnie ryzyka. Utrzymane zostały również zadania zwiększania płynności, efektywności i przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych. Strategia przewiduje wzrost kosztów obsługi długu w 2011 r. do poziomu relacji 2,5 PKB, w 2012 r. do 2,7, a w kolejnych latach będzie spadała i obniży się do 2,2 w 2015 r. Przejściowy wzrost kosztów wynika z osłabionego złotego oraz dalszego wzrostu długu SP. W kolejnych latach spadek tej relacji prawdopodobnie wynika z założonej aprecjacji złotego oraz dodatniego efektu wzrostu PKB.

W Strategii utrzymane zostało elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty i instrumentów, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi i przy ograniczeniach wynikających z przyjętych poziomów ryzyka oraz możliwego wpływu na politykę pieniężną. Głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych nadal pozostaje rynek krajowy. Udział długu zagranicznego będzie kształtował się w granicach 20-30% długu Skarbu Państwa (SP). Dość szerokie pasmo dopuszczalnego udziału długu zagranicznego w długi SP wynika z kalkulacji ryzyka kursu walutowego. W zakresie ryzyka refinansowania będzie realizowana strategia wydłużania średniej zapadalności długu krajowego. W zakresie ryzyka stopy procentowej natomiast MF planuje utrzymanie duration długu krajowego w zakresie 2,5-4,0 lat.

Utrzymanie elastycznego podejścia do finansowania przy wyborze rynku oraz dopuszczalnego pasma udziału długu zagranicznego w długi SP, naszym zdaniem, tworzy ciasny margines finansowania się na rynkach zagranicznych w nadchodzącym roku.

Prognoza długu na ten rok jest obciążona pewnym ryzykiem po stronie kursu walutowego. W przypadku eskalacji kryzysu zadłużenia i dalej spowalniającej gospodarki globalnej należy raczej spodziewać się odrotu inwestorów i silnej presji na osłabienie złotego. Z drugiej strony należy pamiętać, że MF posiada ponad 6 mld EUR i wykorzystuje te środki (przez BGK) w obronie kursu. Wzmocnionej sprzedaży walut należy spodziewać się w IV kwartale br. celem przeciwdziałaniu ewentualnemu dalszemu osłabieniu się złotego. Dodatkowo ostatnia interwencja BGK oraz NBP pokazały, że obie instytucje potrafią razem współdziałać.



### EURUSD fundamentalnie

Wczoraj bardzo duża huśtawka na EURUSD, przejściowo EURUSD znajdował się nawet na poziomie 1,3668. Inwestorzy wyraźnie oczekują na nowe ustalenia w sprawie Grecji, a przede wszystkim ustalenia w sprawie rozszerzenia EFSF. Wczoraj udało się (w obecnych warunkach rynkowych czytaj - sprzedały się) aukcje w Hiszpanii i we Włoszech. Dodatkowo w Grecji udało się przegłosować podatek od nieruchomości, co jest prekwizytem do nowej wizyty Trojki i uwolnienia kolejnej transzy pomocy (początek listopada). W najbliższych dniach odbędzie się cała seria głosowań nad EFSF w parlamentach narodowych (nie chodzi o zwiększenie jego wartości do 2 bn EUR, lecz ratyfikację zmian prowadzących do możliwości pełnego wykorzystania dotychczasowych 450mld EUR); dziś głosuje Finlandia, jutro Niemcy. Na froncie makro dziś oczekiwanie na dane o dobrach trwałych w USA (14:30) - negatywne zaskoczenie zwiększy ryzyko recesji w USA i tym samym - umocni dolara...

### EURUSD technicznie

Penetracja w górę kanału deprecjacyjnego EURUSD (wykres dzienny), notowania zawróciły na średniej MA14. W najbliższym czasie będzie to poziom przyciągania kursu. Perspektywa nieco lepsza niż wczoraj, lecz trend spadkowy na Stochasitc (wykres tygodniowy) jest kontynuowany. Niewykluczone, że dziś dojdzie do kolejnego ataku na 1,3660-80 po czym notowania powrócą do trendu spadkowego.

Wsparcie	Opór
1,3515	1,3840
1,3386	1,3747
1,3100	1,3360-80





### EURPLN fundamentalnie

EURPLN zmienny w ślad za sporą zmiennością na EURUSD, jednak interwencja skutecznie powstrzymała wybicia ponad 4,43. Brak nowych danych, nic do dodania odnośnie wczorajszego komentarza. Plotki rynkowe głoszą, że NBP trzyma wciąż rękę na pulsie sprawdzając ceny w bankach.

### EURPLN technicznie

Złoty na dole kanału deprecyjnego, oparty dodatkowo o średnią MA-14. Przy wzrostowym układzie średnich (choć każdy wskaźnik trendu wskaże na reżim deprecyjny złotego) obecny układ może być zachętą mimo wszystko dla długich pozycji w EURPLN (zwłaszcza jak posypie się sytuacja w strefie euro). Neutralizacja negatywnej dla PLN perspektywy poniżej 4,33-34.

Wsparcie	Opór
4,33-34	4,5405-90
4,2685	4,5213
4,1600	4,4120





IRS	BID	ASK
1Y	4.706	4.75
2Y	4.6405	4.69
3Y	4.6605	4.71
4Y	4.7005	4.75
5Y	4.7605	4.81
6Y	4.8055	4.86
7Y	4.8405	4.89
8Y	4.8705	4.92
9Y	4.8955	4.95
10Y	4.9155	4.97

depo	BID	ASK
ON	3.3	3.6
1M	4.5	4.6
3M	4.5	4.7

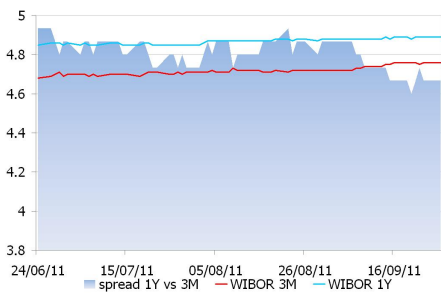
FRA	BID	ASK
1x2	4.60	4.65
1x4	N/A Item is stale	N/A Item is stale
3x6	N/A Item is stale	N/A Item is stale
6x9	N/A Item is stale	N/A Item is stale
9x12	N/A Item is stale	N/A Item is stale

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3915
USD/PLN	3.2563
CHF/PLN	3.5971

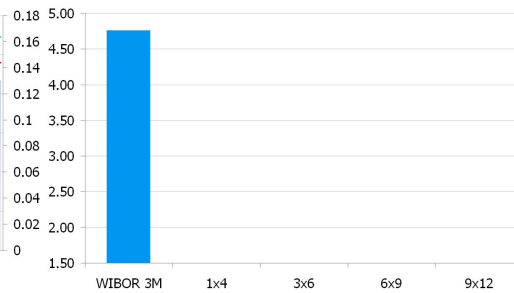
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3588
EUR/JPY	104.33
EUR/PLN	N/A Item is
USD/PLN	N/A Item is
CHF/PLN	N/A Item is

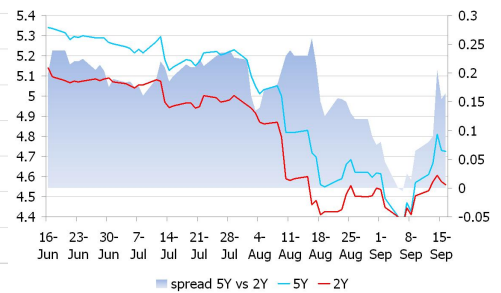
WIBOR 3M i 1Y



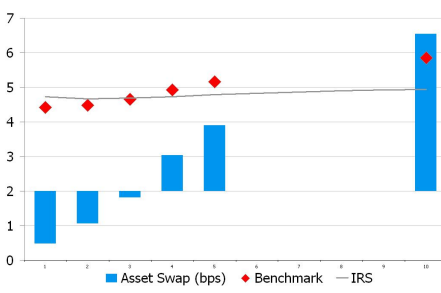
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



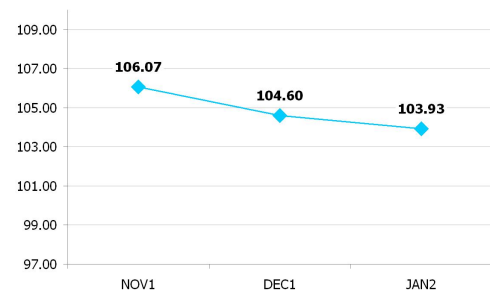
Asset swap i IRS



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 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 UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.