



## Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 83  
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.ziembinska@brebank.pl

Artur Pluska  
analityk  
tel. +48 22 526 70 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>24.10.2011 PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	paź	48.1	48.5	48.5	48.8
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt)	paź	48.5	48.8	50.0	50.3
11:00	GER	PMI w przemyśle (pkt)	paź	49.8	49.7		
<b>25.10.2011 WTOREK</b>							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	wrz	8.1	9.9	11.3	11.6
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	wrz		11.6	11.6	
14:00	POL	Koniunktura konsumencka (GUS)					
14:00	HUN	Decyzja MNB (%)	lis	6.00	6.00		
15:00	USA	Case-Shiller Index (%)	sier	-3.65	-4.11		
16:00	USA	Zaufanie konsumentów Cboard (pkt)	paź	46.0	45.4		
<b>26.10.2011 ŚRODA</b>							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	wrz	-0.7	-0.1		
16:00	USA	New home sales (tys. SAAR)	wrz	300	295		
<b>27.10.2011 CZWARTEK</b>							
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt)	paź	-19.9	-19.9		
11:00	EUR	Koniunktura ESI (pkt)	paź	93.7	95.0		
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	22.10	400	403		
14:30	USA	PKB preliminary (SAAR)	III kw	2.3	1.3		
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	wrz	0.1	-1.2		
<b>28.10.2011 PIĄTEK</b>							
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE r/r (%)	wrz	1.7	1.6		
14:30	USA	Wydatki konsumpcyjne m/m (%)	wrz	0.6	0.2		
15:55	USA	Zaufanie konsumentów Umich flash (pkt)	wrz	58.0	57.5		
16:00	USA	Dochody osobiste m/m (%)	paź	0.3	-0.1		

## W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** We wtorek opublikowane zostaną sprzedaż detaliczna oraz stopa bezrobocia. Oczekujemy spadku sprzedaży wobec poprzedniego odczytu, który przypadkowo pozytywnie został zaburzony. Spodziewamy się kontynuacji spadkowego trendu. Odnośnie stopy bezrobocia raczej należy się spodziewać wzrostu, co potwierdzają wstępne dane Ministerstwa Pracy.
- **Gospodarka globalna.** Dziś poznamy PMI w przemyśle oraz usługach zarówno z gospodarki Niemiec jak i strefy euro. Spodziewamy się kontynuacji trendu pogarszających się wskaźników, co jest związane z pogarszającymi się perspektywami wzrostu gospodarczego oraz kryzysem zadłużenia strefy euro. We wtorek publikacja zaufania konsumentów z USA, gdzie po ostatnich słabych odczytach jest spodziewana nieznaczna poprawa. W środę poznamy zamówienia na dobra trwałe z gospodarki amerykańskiej, gdzie spodziewany jest głębszy spadek niż przed miesiącem z powodu niepewności sytuacji w gospodarce USA i globalnej. W czwartek koniunktura ESI w strefie euro, która wskaże poziom nastrojów gospodarczych. Spodziewany jest kolejny spadek. Piątek zdominowany danymi tylko z USA, gdzie największą uwagę inwestorów powinna przykuć inflacja bazowa PCE. Spodziewana jest w zasadzie stabilizacja inflacji PCE, która potwierdziłaby słaby sentyment konsumentów oraz ich siłę nabywczą.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka (NBP): Możliwość ataku spekulacyjnego na złotego pod koniec roku jest mało prawdopodobna.
- Belka (NBP): Podtrzymuje prognozę NBP dotyczącą wzrostu PKB w 2012 roku na poziomie 3,2%.
- Chojna-Duch (RPP): W 2012 r. możliwy jest wzrost PKB nawet na poziomie 3,5%. Stopy procentowe w 2012 r. mogą zarówno wzrosnąć jak i zostać obniżone.
- Kaźmierczak (RPP): Najpierw inflacja musi osiągnąć cel, aby RPP mogła stymulować wzrost PKB, a mówienie obecnie o obniżkach stóp jest przedwczesne.
- Raport tzw. trojki (EBC, MFW, KE): Aby ustabilizować poziom greckiego długu oraz uniknąć konieczności znacznego zwiększenia drugiego pakietu pomocy, posiadacze greckich obligacji będą musieli zaakceptować większe straty.
- Rompuy (Przewodniczący Rady Europejskiej): Europie uda się do środy podjąć decyzje ws. planu naprawczego dla strefy euro.

Decyzja RPP (9.11.2011)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	2.005	0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.198	0.018
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.813	-0.106
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		



## Redukcja deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2011r.

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych na koniec 2010 r. wyniósł 111 mld zł, tj. 7,8% po korekcie. Na deficyt całego sektorałożyły się: deficyt podsektora instytucji rządowych na poziomie 82 mld zł (5,8% PKB), podsektora instytucji samorządowych 17,1 mld zł (1,2% PKB) oraz podsektora funduszy ubezpieczeń społecznych 11,9 mld zł (0,8% PKB). W stosunku do 2009r. jedynie deficyt podsektora funduszy ubezpieczeń społecznych okazał się o 0,2 p. proc. niższy. W pozostałych podsektora wzrósł odpowiednio 0,5 p. proc. i 0,2 p. proc.

W 2011 r. deficyt sektora zaplanowany na poziomie 85,5 mld zł, tj. 5,6%, zgodnie z zapowiedziami w Aktualizacji Programu Konwergencji 2011. Deficyt podsektora rządowego ma zostać zredukowany do 67,8 mld zł (4,5% PKB), podsektora samorządowego 10,1 mld zł (0,7% PKB) oraz podsektora ubezpieczeń społecznych 7,6 mld zł (0,5% PKB). Z tablic notyfikacyjnych Eurostat wynika, że deficyt budżetowy na 2011r. do przeliczeń deficytu i długu publicznego wg metodologii unijnej przyjęto na poziomie 37,9 mld zł, tj. 2,2 mld zł więcej niż w projekcie ustawy budżetowej na 2012r.

Przyjęcie wyższego deficytu w kontekście ostatnich wypowiedzi MF odnośnie planowanego wykonania deficytu (nie więcej niż 28 mld zł) pozostaje w pewnej sprzeczności. Wydaje się nam, że może to wynikać z wysoce ostrożnościowego podejścia w prognozach długu przy jednocześnie istniejących ryzyk, które mogą wpłynąć ostatecznie na poziom długu. Wykonanie deficytu w obszarze podsektora rządowego i ubezpieczeń społecznych wydaje się niezagrożony, niespodzianką może być deficyt podsektora samorządowego, jak co roku.

Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych na koniec 2010 r. wyniósł 776,8 mld zł, co w relacji do PKB stanowi 54,9% po korekcie. Różnica pomiędzy państwowym długiem publicznym (metodologia krajowa) oraz długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych (metodologia unijna) wyniósł 28,9 mld zł, tj. 2,1 % PKB, na co składają się przede wszystkim zobowiązania Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) wynikające z wyemitowanych obligacji, zaciągniętych kredytów oraz nabytych aktywów infrastrukturalnych.

Na koniec 2011 r. dług sektora instytucji rządowych i samorządowych ma wynieść 865,1 mld zł, tj. 57% PKB. Różnica pomiędzy długiem wg metodologii krajowej oraz unijnej wzrośnie do 48,1 mld zł, tj. 3,2% PKB, z czego nadal tutaj dominującym składnikiem pozostaną zobowiązania KFD.

Dług z roku na rok rośnie zbliżając się stopniowo do progu 60%, będącego jednym z kryteriów fiskalnych z Maastricht. Poziom długu sektora instytucji rządowych i samorządowych będzie w najbliższym okresie elektryzował rynek, a w szczególności inwestorów zagranicznych. Wzmoczona czujność będzie wynikać nie tylko z samego faktu wzrostu długu ale z rosnącego ryzyka związanego z przekroczeniem poziomu kryterium z Maastricht 60%. Większość zagranicznych inwestorów nie do końca rozróżnia dług liczonego wg krajowej od unijnej metodologii i w związku z tym przekroczenie utożsamiają z krajowymi regulacjami, tj. progiem konstytucyjnym i ustawowym, które nakładają ostre sankcje na sektor w przypadku jego

przekroczenia. W kolejnych latach spodziewana jest redukcja zadłużenia, w 2012 r. do 55,2%, a w 2015 r. do 50,1%.



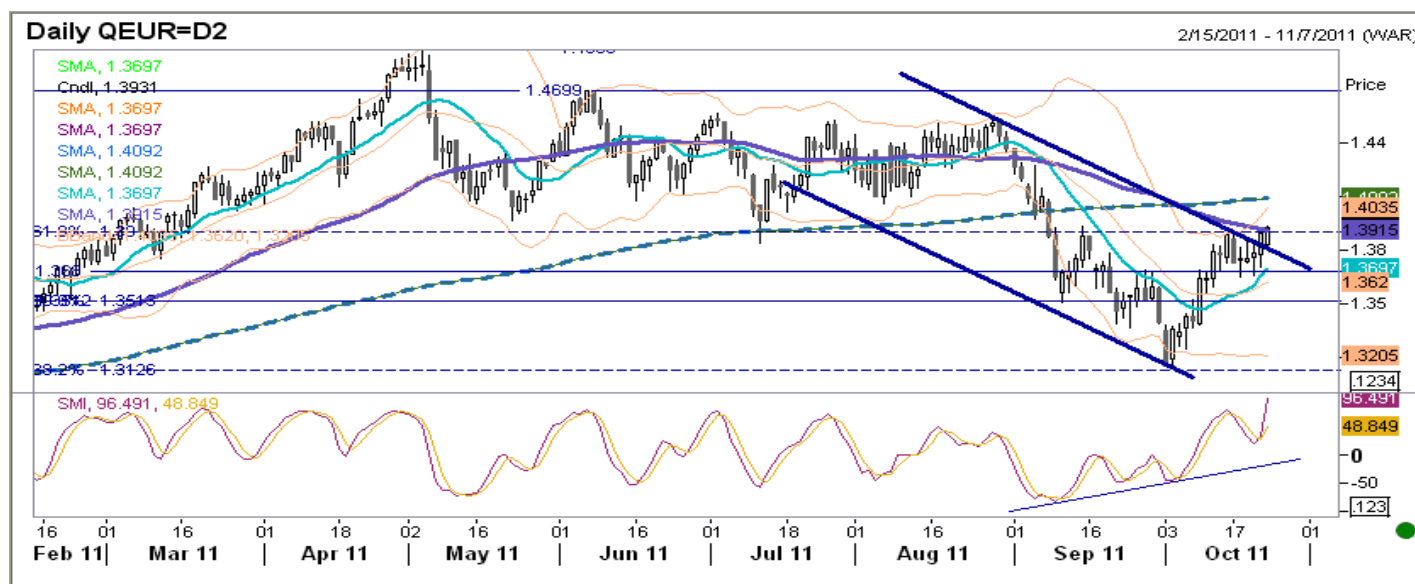
### EURUSD fundamentalnie

EURUSD po weekendzie bez większych zmian. Jeszcze w piątek niezłe rally na tej parze walutowej, wywołane prawdopodobnie przez plotki o ostatecznym rozwiązaniu sprawy Grecji (haircut 50-60%). Tymczasem wyniki szczytu są dość rozczarowujące: nie ustalono nic nowego, plotki mówią o 40% haircut dla długu Grecji, zlewarowaniem EFSF w wyniku zastosowania „first loss insurance”, rekapitalizacji banków w okolicach 100mld EUR. Nową - choć nie tak wcale zaskakującą kwestią - jest przyznanie Grecji kolejnej transzy środków. Reszta wyników na nowym szczycie w środę. Jeśli powyższe elementy zostaną doprecyzowane można spodziewać się krótkiego relief rally, zwłaszcza że pozycjonowanie jest lekkie (wciąż niewiele pozycji dłużych w EUR), a obawy recesyjne w gospodarce odwracają się (PMI w Chinach znów powyżej 50pkt.). Czekamy do szczytu w środę. Tymczasem dziś publikacje indeksów PMI dla strefy euro, w środę śledzone będą dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, a w czwartek dane o PKB (advance estimate).

### EURUSD technicznie

EURUSD wybity z kanału deprecyjnego, oparty na Fibo oraz średniej MA55. Tyle na wykresie dziennym. Na tygodniowym notowaniu osiągnęły węzeł średnich ruchomych (na razie MA14, zaraz MA55 oraz MA200). Te wszystkie poziomy powinny w najbliższych dniach stawić solidny opór. W normalnej sytuacji wyprowadzenie EURUSD oraz zasięki z ww. poziomów oporu zachęcałyby do zajmowania krótkich pozycji z krótkim S/L. Przetłamanie jednak ww. poziomów może wygenerować b. duży impuls popytowy (krótkookresowy). Tak więc na razie neutralnie.

Wsparcie	Opór
1,3831	1,4090
1,3680	1,4030
1,3516	1,3900





### EURPLN fundamentalnie

Złoty nieznacznie mocniejszy w piątek i na dzisiejszym otwarciu - przypisać to można tylko i wyłącznie czynnikom globalnym (EURUSD), a nie krajowym. Notyfikacja fiskalna z piątku bez wpływu na kurs - idealna zgodność ze strategią zarządzania długiem - tak więc 44,9% deficytu GG nie stanowi niespodzianki. W tym tygodniu podstawową determinantą kursu będą ruchy na EURUSD oraz wydarzenia na Węgrzech (ciekawym wynikiem posiedzenia NBH, część członków już teraz chciałaby uzupełniać premię za ryzyko w stopach procentowych).

### EURPLN technicznie

Złoty przebił się przez średnią ruchomą oraz środek wstęgi Bollingera, zaznaczając lokalne przyspieszenie trendu deprecjacyjnego. Jak na razie realizuje się nakreślony przez nas scenariusz podwójnego dna (wykres dzienny), co sprzyjać powinno dalszej korekcie w górę. Najbliższy opór na 4,4650 - jego pokonanie świadczyć będzie o dużym squeeze na pozycjach i pozycjonowaniu pod atak na poziomy interwencyjne (scenariusz „kryzysowy”).

Wsparcie	Opór
4,3710	4,5200
4,3380	4,4650
4,3270	4,4118





IRS	BID	ASK
1Y	4.78	4.85
2Y	4.7002	4.75
3Y	4.6803	4.73
4Y	4.7303	4.78
5Y	4.7953	4.85
6Y	4.8553	4.91
7Y	4.9003	4.95
8Y	4.9352	4.99
9Y	4.9603	5.01
10Y	4.9803	5.03

depo	BID	ASK
ON	4.2	4.5
1M	4.5	4.7
3M	4.6	4.8

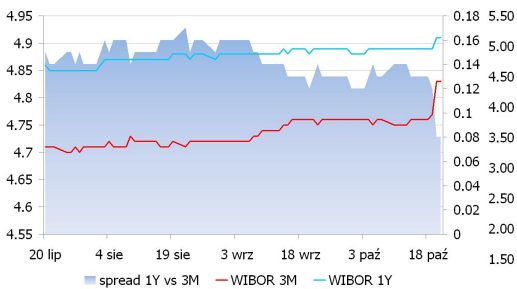
FRA	BID	ASK
1x2	4.63	4.68
1x4	4.78	4.88
3x6	4.81	4.84
6x9	4.69	4.72
9x12	4.54	4.60

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3960
USD/PLN	3.1969
CHF/PLN	3.5893

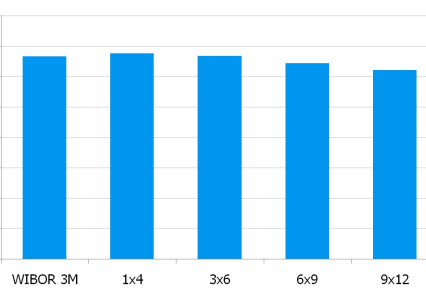
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3864
EUR/JPY	105.60
EUR/PLN	4.3828
USD/PLN	3.1668
CHF/PLN	3.5769

WIBOR 3M i 1Y



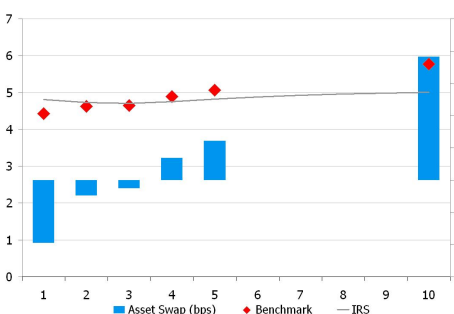
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



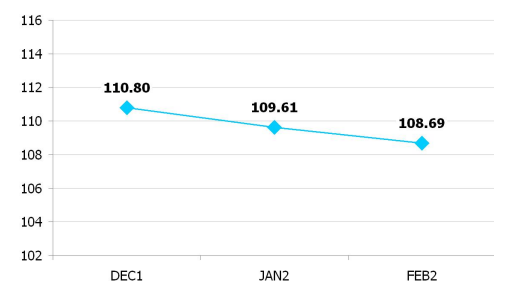
Asset swap i IRS



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. DYSTRYBUJCA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.