



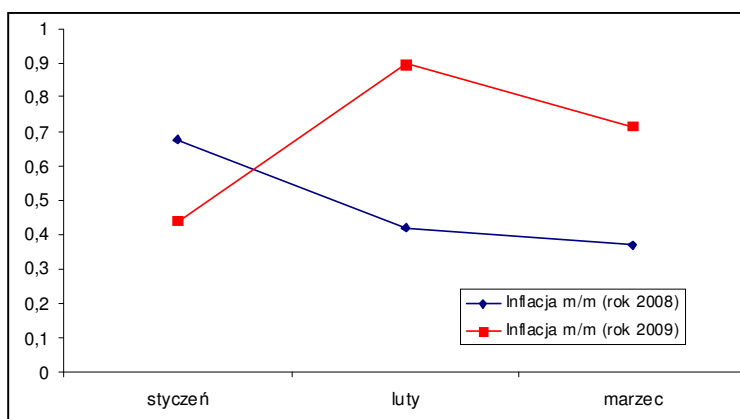
## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

| KRAJ | GODZINA | WSKAŹNIK                       | ZA OKRES       | BRE | KONSENSUS | POPZEDNIO |
|------|---------|--------------------------------|----------------|-----|-----------|-----------|
| EMU  | 11:00   | Produkcja przemysłowa m/m      | Luty           | -   | -         | -3,5%     |
| EMU  | 11:00   | Inflacja HICP r/r              | Marzec         | -   | 0,6%      | 0,6% (p)  |
| USA  | 14:30   | Housing starts SAAR            | Marzec         | -   | 540 tys.  | 583 tys.  |
| USA  | 14:30   | Housing permits SAAR           | Marzec         | -   | 545 tys.  | 564 tys.  |
| USA  | 14:30   | Nowo-zarejestrowani bezrobotni | Tydz. do 04.04 | -   | 675 tys.  | 669 tys.  |
| USA  | 16:00   | Philly Fed Index               | kwiecień       | -   | -32pkt.   | -35pkt.   |

## Makroekonomia

### Wzrost inflacji w marcu

W marcu roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,6% z 3,3% zanotowanych w lutym. W ujęciu miesięcznym ceny konsumenta wzrosły o 0,7% (w lutym wzrosły o 0,9%). Wyższa inflacja tym razem wygenerowana została jednak głównie przez wzrost cen żywności (1,9% m/m) spowodowany między innymi niedoborem cukru w granicach UE, a także niską podażą wieprzowiny na rynku krajowym, co wywołało zaburzenie sezonowego wzorca (patrz wykres miesięcznych przyrostów – oprócz żywności pokazuje on także wyższe wzrosty cen regulowanych na początku roku oraz efekty kursowe w cenach paliw). Istotne wzrosty cen zanotowano również w kategorii użytkowanie mieszkania 0,5% m/m oraz restauracje i hotele. Obniżyły się ceny energii i łączności.



Szacujemy, że roczny wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii ustabilizował się na poziomie z poprzedniego miesiąca (2,4%). Oczekujemy, że wskaźnik ten w kolejnych miesiącach powinien się jednak stopniowo obniżyć. Inflacja CPI przez najbliższe

miesiące pozostanie z kolei prawdopodobnie na podwyższonym poziomie (w kwietniu utrzyma się w pobliżu marcowego poziomu), na co znaczny wpływ mogą mieć właśnie ceny żywności (wydaje nam się, że na części subkategorii żywności można zaobserwować trend rosnący). Umocnienie złotego, dalszy spadek presji popytowej oraz stagnacja płac powinny skutkować spadkiem inflacji pod koniec 2009 roku (do poziomu 2,0-2,6% r/r).

Wczorajsze dane skutkowały nieznacznym wzrostem rentowności (+5pb) na całej krzywej. Nie wydaje nam się, aby były one jednak prawdziwym zaskoczeniem zarówno dla rynku, jak i samej RPP. Cześć członków Rady od jakiegoś czasu wskazywała na przejściowy wzrost inflacji. Wydaje nam się, że umocnienie złotego oraz perspektywy dalszego spadku popytu sprawiają, że koniec cyklu poluzowania monetarnego jest ciągle odległy.

Potwierdzają to najnowsze komentarze członków RPP. Choć jastrzębie w dalszym ciągu tkwią na swych stanowiskach, obóz pro-obniżkowy wydaje się w dalszym ciągu dobrze ukonstytuowany. Noga powtarza, że należy się wstrzymać z obniżkami w kwietniu i maju, lecz jednocześnie podkreśla oczekiwania na jeszcze jedną obniżkę w tym roku. Wasilewska-Trenkner jest również przeciwna poluzowaniu polityki pieniężnej, aby nie stwarzać dodatkowego dysparytetu między stopą referencyjną a rynkową (członkini ma tu na myśli stopę oprocentowania depozytów bankowych). Z kolei Sławiński uważa, że publikacja inflacji nie zmienia nastawienia RPP, bo wyższy wzrost cen był w dużej mierze oczekiwany.

Czekaj i Pietrewicz opowiadają się za dalszymi obniżkami stóp procentowych, prawdopodobnie w małych ruchach po 25pb. w trosce o stabilność złotego. Obydwaj członkowie wskazują na trudną sytuację w sferze realnej gospodarki (spadek inwestycji, zatrudnienia) i fakt, że w tych warunkach raczej niemożliwe jest wystąpienie presji inflacyjnej. Pietrewicz przywołuje także wyprzedzający charakter polityki pieniężnej i konstatuje, że należy się obecnie skupić na elementach, które kształtują procesy gospodarcze w średnim i długim okresie. Oceniamy, że RPP może zdecydować się na obniżkę stóp jeszcze w kwietniu. Docelowo zaś stopa bazowa spadnie do poziomu 3,25%.

## **10,6 mld zł deficytu budżetowego po marcu**

Po 3 miesiącach 2009 roku deficyt budżetowy osiągnął poziom 10,6 mld zł, czyli 58,3% wielkości planowanej na cały 2009 rok (wynik okazał się jednak nieco lepszy niż wartość podana przy okazji ujawnienia harmonogramu realizacji deficytu). Dochody budżetu osiągnęły poziom 66,3 mld zł (wzrost o 7% w porównaniu do roku 2008), czyli 21,9% planu. Wydatki wzrosły do 76,9 mld zł (wzrost o ponad 22% w porównaniu do analogicznego okresu 2008 roku), czyli 24,0% planu.

Należy podkreślić, że wpływy z tytułu podatków pośrednich po raz kolejny rozczarowały wynosząc zaledwie 7,85 mld zł wobec ponad 10 mld zł osiągniętych w marcu 2008 roku. Zaledwie o 200 mln zł wyższe okazały się skumulowane wpływy z tytułu podatku od osób fizycznych w porównaniu z okresem styczeń-marzec 2008. Od początku 2009 roku przyrost niepodlegających zwrotowi środków z UE okazał się znacznie szybszy niż w roku 2008. Po trzech miesiącach środki te wynoszą już ponad 17% planu. Po stronie wydatkowej budżetu w oczy rzuca się przyspieszona wypłata subwencji dla FUS, co było głównym powodem wzrostu dynamiki wydatków w odniesieniu do roku poprzedniego.

Przy okazji publikacji szczegółów wykonania budżetu agencje podały informację, że MinFin rozważa zwiększenie deficytu budżetowego z zaplanowanych 18,2 do około 21 mld zł. Poprawka taka byłaby właściwie kosmetyczną zmianą i prawdopodobnie wynikałaby z obaw

przed negatywną reakcją rynku. Oceniamy, że ubytek dochodów budżetu może wynieść około 20 mld wobec planu (niższy wzrost konsumpcji, spadek zatrudnienia i stagnacja płac). Nawet przy uwzględnieniu faktu, że 10 mld zł wydatków zostało wyjętych z budżetu centralnego rząd nie uniknie więc konieczności głębszej rewizji założonego deficytu.

Jak do tej pory strategia rządowa kupowania czasu, elastycznych podaży obligacji dopasowanych do sytuacji na rynkach globalnych i zmniejszania ryzyka kraju (wystąpienie o FCL z IMF) wydaje się odnosić sukces. Również kwestia umiejętnego komunikowania wzrostu deficytu budżetowego wpisuje się w tę strategię. Uważamy, że w III-IV kw. sytuacja na rynkach światowych może ulec dalszej normalizacji, a ze względu na przyzwoite fundamenty i brak ryzyka niewypłacalności polskie papiery (pomimo ich dużo większej podaży) przyciągać będą inwestorów zagranicznych.

## **USA: Wykorzystanie mocy wytwórczych na historycznym minimum**

Produkcja przemysłowa w marcu spadła o 1,5% m/m (dokładnie tyle samo co w lutym i znacznie poniżej oczekiwań). Wykorzystanie mocy wytwórczych uplasowało się natomiast na poziomie 69,3% - najniższym w historii publikacji szeregu. Słabość produkcji sprzedanej przemysłu widoczna jest w całym przekroju towarowym (najniższy spadek o 0,3% odnotowano w produkcji dóbr konsumpcyjnym) i w podziale na sekcje (gdyby nie wzrost zaopatrzenia w media spadek produkcji byłby znacznie większy).

Rekordowo niskie wykorzystanie mocy wytwórczych zniechęca przedsiębiorstwa do działalności inwestycyjnej (dodatkowym anty-bodźcami są niski zysk oraz problemy z finansowaniem projektów inwestycyjnych) i będzie prowadzić do dalszej restrukturyzacji i redukcji zatrudnienia. Wolne moce wytwórcze stanowią także istotną barierę przed wzrostem inflacji, co daje zielone światło dalszemu quantitative easing.

Perspektywy na najbliższe miesiące nie są korzystne, jednak pojawiają się pierwsze symptomy stabilizacji tempa spadków gospodarki. Od dwóch miesięcy obserwujemy się lekką poprawę indeksów koniunktury (w tym regionalny NY Empire State, który wzrósł o ponad 20 punktów w kwietniu) a anecdotal evidence zawarte w Beżowej Księdze wskazuje, że pojawiają się nieśmiało sygnały zwiększenia aktywności w niektórych działach gospodarki (lekkie zwiększenie obrotów w sektorze sprzedaży domów oraz w sektorze detalicznym). Kończący się cykl zapasów oraz nadchodząca stymulacja gospodarki w postaci pakietu fiskalnego wskazują, że w drugiej połowie roku produkcja przemysłowa może rozpocząć miesięczne wzrosty. Ku takiemu scenariuszowi skłania także bieżący rekordowo niski poziom wytwarzania – prawdopodobnie bliski, lub nawet niższy, od poziomu niezbędnego do zaspokojenia podstawowych potrzeb gospodarki.

## **USA: Deflacja**

W marcu ceny konsumenta spadły w USA o 0,1%. Roczny wskaźnik inflacji obniżył się tym samym do -0,4%. Na spadek inflacji złożył się przede wszystkim spadek cen energii. Po wyłączeniu cen energii i żywności ceny konsumenta wzrosły o 0,2% m/m. Wzrost ten z kolei w głównej mierze został wygenerowany przez 11% wzrost cen wyrobów tytoniowych. Tym samym trend na cenach konsumenta systematycznie obniża się odzwierciedlając rozszerzającą się lukę popytową, a efekty statystyczne z lata 2008 (duży wzrost cen żywności i energii) prawdopodobnie obniża inflację do poziomu zbliżonego do -3%r/r w nadchodzących miesiącach. Ta „statystyczna” deflacja szybko jednak powinna zostać

unicestwiona. W perspektywie 2-3 lat należy jednak liczyć się z ponownym ożywieniem procesów inflacyjnych w związku ze zwiększoną podażą pieniądza zarówno w USA, jak i czołowych gospodarkach światowych.

### Posiedzenie RPP, 29. kwietnia

| Decyzja RPP      | Prawdopodobieństwo decyzji<br>(wyliczone według krzywej OIS*) |
|------------------|---|
| Stopy bez zmian  | <b>70%</b>  |
| Obniżka o 25 bps | <b>30%</b>  |
| Obniżka o 50 bps | <b>0%</b>   |

\* OIS – Overnight Index Swap

### Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, USc)

| Kontrakt    | Ask          | Zmiana      |
|-------------|--------------|-------------|
| <b>MAY9</b> | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b> |
| <b>JUN9</b> | <b>52,91</b> | <b>0,46</b> |
| <b>JUL9</b> | <b>54,00</b> | <b>0,39</b> |

Data: 2009-04-16

Godzina: 8:49:34

## Rynek walutowy

| Fixing NBP |         |
|------------|---------|
| EUR/PLN    | USD/PLN |
| 4,2351     | 3,1946  |

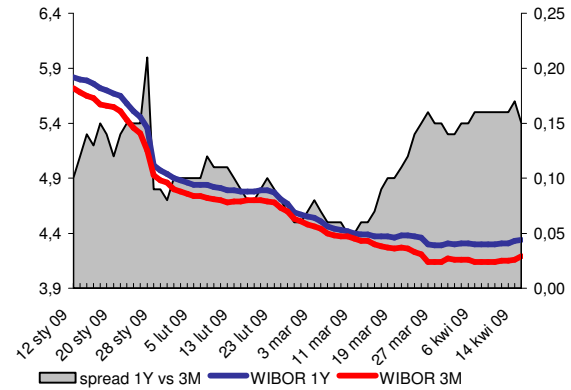
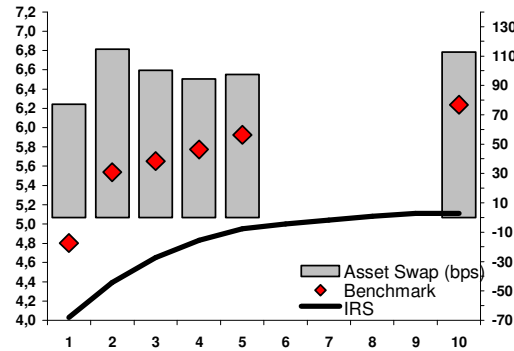
EUR/USD 1,3182 EUR/JPY 130,12 EUR/PLN 4,2800 USD/PLN 3,2530

*Wczorajsza sesja na EURUSD odbyła się przy stosunkowo dużej zmienności, lecz w stosunkowo wąskim paśmie 1,31-33. Po skokowym umocnieniu na początku sesji europejskiej, w sesji amerykańskiej dolar zaczął się osłabiać (znaczny spadek inflacji headline CPI, mocne spadki produkcji przemysłowej, w dalszym ciągu pesymistyczna beżowa księga) i pod koniec sesji azjatyckiej kurs powrócił w okolice otwarcia. Dziś kolejna seria danych: produkcja przemysłowa i inflacja w strefie euro oraz dane z rynku domów USA i Philly Fed. Prawdopodobnie czeka nas kolejna sesja o dużej zmienności.*

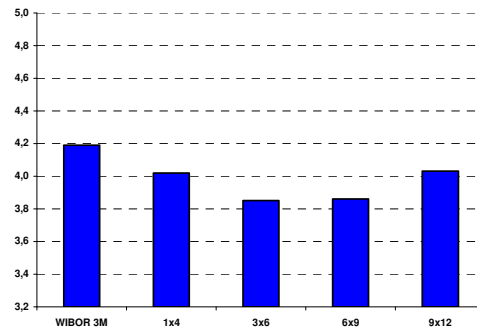
*Wczoraj złoty w godzinach przedpołudniowych ponownie zanurkował do poziomów 4,23 wobec euro (wiązałybyśmy to wydarzenie z przyptykiem optymizmu na rynek obligacji przed aukcją zamiany), po czym dość gwałtowna korekta przeciągnęła go do poziomów powyżej 4,29. Sesję kończyliśmy na poziomach wokół 4,26. Perspektywy dla złotego (w tym te wynikające z efektu różnicowania w ramach koszyka emerging markets) powinny się dalej poprawiać. Dziś prawdopodobne testowanie minimów z poprzednich dni.*

## Rynek stopy procentowej, Złoty

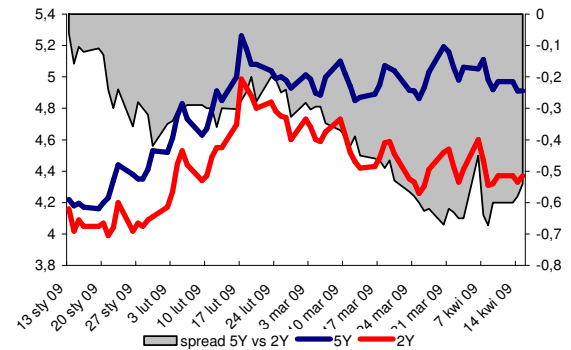
| IRS | BID  | ASK  |
|-----|------|------|
| 1Y  | 4,01 | 4,05 |
| 2Y  | 4,37 | 4,41 |
| 3Y  | 4,63 | 4,67 |
| 4Y  | 4,81 | 4,85 |
| 5Y  | 4,93 | 4,97 |
| 6Y  | 4,95 | 5,05 |
| 7Y  | 4,99 | 5,09 |
| 8Y  | 5,06 | 5,10 |
| 9Y  | 5,09 | 5,13 |
| 10Y | 5,06 | 5,16 |



| depo | BID  | ASK  |
|------|------|------|
| ON   | 2,54 | 2,84 |
| 1M   | 3,40 | 3,60 |
| 3M   | 3,95 | 4,15 |



| FRA  | BID  | ASK  |
|------|------|------|
| 1x2  | 3,76 | 3,81 |
| 1x4  | 3,96 | 4,02 |
| 3x6  | 3,81 | 3,85 |
| 6x9  | 3,82 | 3,86 |
| 9x12 | 3,99 | 4,03 |



### 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. 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 PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.