

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	9:58	PMI w przemyśle	Kwiecień	-	34,5pkt.	33,9pkt.
EMU	9:58	PMI w usługach	Kwiecień	-	41,0pkt.	40,9pkt.
EMU	11:00	Zamówienia w przemyśle r/r	Luty	-	-35,0%	-34,1%
POL	14:00	RPP "Minutes"	-	-	-	-
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 17.04	-	-	610tys.
USA	16:00	Sprzedaż domów SAAR	Marzec	-	4,65 mln	4,72 mln

## Makroekonomia

### Wszystkie miary inflacji bazowej wzrosły

W marcu doszło do wzrostu wszystkich miar inflacji bazowej, w tym inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii, która uplasowała się na poziomie 2,5% wobec 2,4% przed miesiącem. Wszystkie miary zanotowały także wzrost dynamiki miesięcznej w porównaniu z poprzednim miesiącem.

Uważamy, że wzrost inflacji bazowej oparty jest na czynnikach jednorazowych. W niektórych przypadkach wynikają one z jednorazowego dostosowania kosztów do wyższych cen energii elektrycznej, a także obejmują dostawy zapłacone przy słabszym kursie walutowym. W najbliższych miesiącach oczekujemy ukształtowania się trendu spadkowego na inflacji bazowej – w obecnych warunkach nie ma możliwości wytworzenia się trwałej presji popytowej (dynamika PKB znacznie poniżej potencjału), impulsy kosztowe będą działać w najbliższych miesiącach także w odwrotnym kierunku (obniżki cen gazu od maja) a kurs walutowy znacznie umocnił się od minimów z początku roku.

### Zaskakujące dane o deficycie sektora finansów publicznych za 2008 rok

Historyczna już informacja o deficycie sektora finansów publicznych w 2008 roku wpływa na nasze postrzeganie obecnego stanu polskiej polityki fiskalnej. Pamiętajmy, że jeszcze w grudniu 2008 roku MinFin szacował deficyt na 2,7% PKB. Podany wczoraj przez GUS wynik 3,9% jest co najmniej zastanawiający (Węgry w tym samym okresie osiągnęły deficyt rządu 3,4%) a dane za 2008 rok każą więc wątpić w to, że Polska gospodarka i polityka fiskalna rzeczywiście tak mocno błyszcza na tle regionu.

Na rozbieżności szacunków MinFinu z grudnia i tych podanych przez GUS wpłynęły następujące czynniki:

- gorszy (memoriałowo) wynik sektora rządowego spowodowany większymi ubytkami dochodów z tytułu niższej składki rentowej (około 18 mld zł), ulgi na dzieci i wzrostem

wymagalnych zobowiązań na przełomie roku wygenerowanych przez MON (około 4-5 mld zł),

- deficyt w miejsce oczekiwanej nadwyżki w sektorze samorządów (JST), na co częściowo złożyła się tzw. korekta unijna (w uproszczeniu niewydane w 2008 roku środki zaliczono jako deficyt),
- wyższy niż zakładano zwrot podatku VAT,
- większy deficyt FUS.

Pomimo iż wymagalne zobowiązania z 2008 roku już wpłynęły na wynik kasowy w 2009 roku (i zostały sfinansowane), a odwrócenie znaku tzw. unijnej korekty w tym roku nie jest wykluczone, pozostałe czynniki – w tym wynik JST – źle wróżą deficytowi *general government* w roku 2009. Do naszych dotychczasowych pesymistycznych szacunków ubytku dochodów podatkowych na szczeblu centralnym (przede wszystkim wynik już zasygnalizowanego wyraźnego spadku dynamiki konsumpcji, spadku wyników przedsiębiorstw oraz wzrostu bezrobocia) należałoby doliczyć ponad 1 pkt. proc deficytu samorządów. Oceniamy więc, że rok 2009 przyniesie dalsze pogorszenie deficytu *general government* do powyżej 4,5% PKB. Przekraczający wymagany w pakcie stabilności i rozwoju poziom 3% deficyt szesnastomiesięczny i ten szacowany na 2009, z dużym prawdopodobieństwem zwiastują objęcie Polski ponownie procedurą nadmiernego deficytu (raport KE sugerujący takie rozwiązanie ukaże się na przełomie maja i czerwca).

Pomimo, iż teoretycznie Polska mogłaby wejść do ERM2 nawet będąc objęta procedurą nadmiernego deficytu, zabieg ten może nie przynieść oczekiwanych wcześniej pozytywnych efektów i redukcji wycenianego przez rynek ryzyka kraju, jako że wobec wyraźnego spowolnienia gosp. pod dużym znakiem zapytania stanie rychłe uporanie się z deficytem (nawet przy determinacji rządu do ograniczania wydatków) i szybkie wejście do strefy euro.

Nowe szacunki deficytu (w dużej mierze znane MinFinowi na co najmniej miesiąc przed oficjalną publikacją) rzucają nowe światło na ostatnie zabiegi o uzyskanie FCL. Wydaje się, że MinFin jednak zabezpieczał się przed nie tak znowu nierealnym ryzykiem spadku zaufania do kraju (nie antycypując rzecz jasna w pełni mającego nastąpić nagłego spadku awersji do ryzyka na globalnych rynkach) niż jedynie demonstrował siłę kraju.

Co do perspektyw na najbliższe miesiące wydaje się, że kwestie budżetowe i podaże obligacji będą ważyły na rynku stopy procentowej (prawdopodobnie na przemian ze zmianami globalnej awersji do ryzyka). Pomimo iż podtrzymujemy nasz strategiczny pomysł przesuwania alokacji w stronę obligacji w średnim terminie (to właśnie ta klasa aktywów wobec pozostających przez dłuższy czas pod presją i rozmijających się ze sporządzanymi przy założeniach 5%+ wzrostu gospodarczego wyników finansowych firm w pierwszej kolejności przyciągnie inwestorów zagranicznych poszukujących godziwego wynagrodzenia za ryzyko w krajach które nie zbankrutowały) nie jesteśmy pewni, czy kupowanie obligacji już teraz jest najlepszym posunięciem taktycznym. Oceniamy, że w II kw. sytuacja budżetu pomimo cięć/ograniczenia wydatków budżetowych na mocy rozporządzeń ministra finansów znacząco się pogorszy a wolne już od czynników jednorazowych (akcyza, PIT) dochody budżetu wykażą nawet spadek w ujęciu rocznym. Podtrzymujemy nasz pogląd, że MinFin nie uniknie konieczności nowelizacji budżetu w tym roku (pierwsza odsłona tego procesu nastąpi prawdopodobnie w czerwcu).

### Posiedzenie RPP, 29. kwietnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (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>JUN9</b>	<b>49,67</b>	<b>-0,15</b>
<b>JUL9</b>	<b>50,67</b>	<b>-0,17</b>
<b>AUG9</b>	<b>51,79</b>	<b>-0,16</b>

Data: 2009-04-23

Godzina: 8:31:40

### Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
4,4212	3,4205

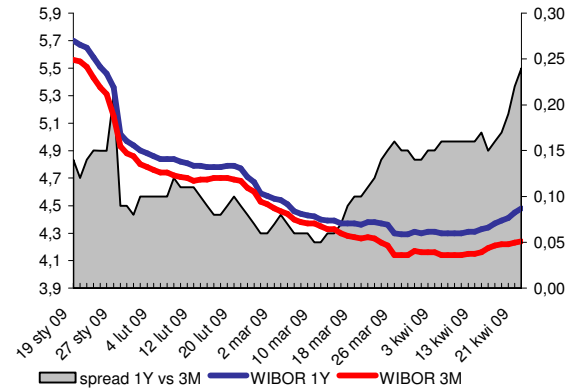
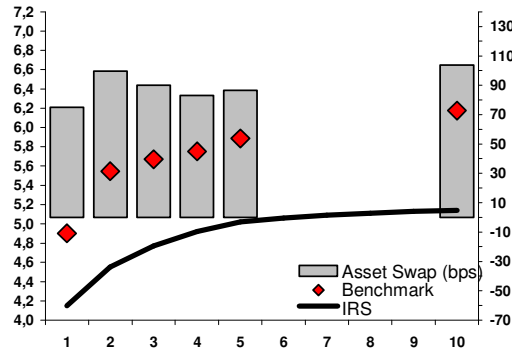
EUR/USD 1,2946 EUR/JPY 127,7 EUR/PLN 4,3853 USD/PLN 3,3902

Po umocnieniu na początku sesji dolar zaczął tracić w sesji amerykańskiej za sprawą wzrostów indeksów giełdowych i spadku awersji do ryzyka (inwestorzy zareagowali bardzo korzystnie na dobre dane o cenach domów, które jednak były już widoczne we wcześniejszych publikacjach). W konsekwencji EURUSD szybko przebił 1,30 i ustabilizował się w okolicach 1,302 dziś rano. Dziś seria danych z USA (sprzedaż domów i jobless-claims) i strefy euro (PMI oraz zamówienia w przemyśle). Jeśli sprzedaż domów nie okaże się negatywną niespodzianką, dane powinny być dalszym wsparciem euro.

Złoty osłabł znacząco na wczorajszym otwarciu osiągając poziom 4,45 wobec euro. Osłabienie to okazało się jednak krótkotrwałe i wraz z umacniającym się euro złoty powrócił do poziomów wokół 4,40. Na złotym nie zrobiła (jak na razie) większego wrażenia informacja o wyższym deficycie finansów publicznych w 2008 roku i prawdopodobnym włączeniu Polski do procedury nadmiernego deficytu. Wydaje nam się, że informacje te mają jednak potencjał, aby wyidukować osłabienie złotego na dzisiejszej sesji.

## Rynek stopy procentowej, Złoty

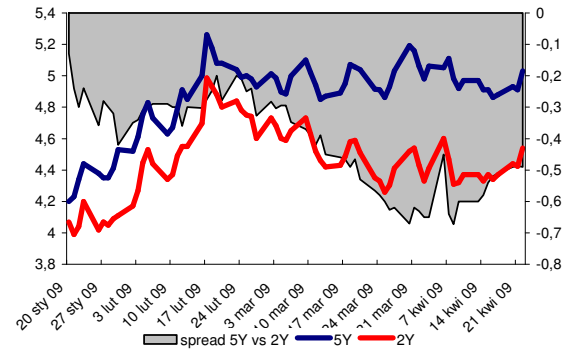
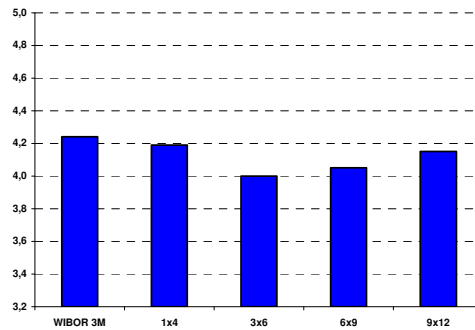
IRS	BID	ASK
1Y	4,10	4,20
2Y	4,50	4,60
3Y	4,72	4,82
4Y	4,87	4,97
5Y	4,97	5,07
6Y	5,01	5,11
7Y	5,04	5,14
8Y	5,06	5,16
9Y	5,08	5,18
10Y	5,09	5,19



depo	BID	ASK
ON	2,57	2,87
1M	3,46	3,66
3M	4,06	4,26

FRA	BID	ASK
1x2	3,58	3,64
1x4	4,13	4,19
3x6	3,95	4,00
6x9	4,00	4,05
9x12	4,10	4,15



### UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE 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 OPRAWOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOWANIU 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 OPRAWOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.