



## Kalendarium danych Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

PONIEDZIAŁEK 18.02	
BRAK ISTOTNYCH DANYCH	
WTOREK 19.02	
14:00	<b>(POL) Produkcja przemysłowa [styczeń]</b> ; nasza prognoza <b>4,5% r/r</b> , konsensus <b>6,8% r/r</b> , poprzednio <b>6,2% r/r</b> <i>Brak różnicy w dniach roboczych w ujęciu rocznym. Niski poziom nowych zamówień oraz bardzo wysoki efekt bazy będą oddziaływać w kierunku niskiego odczytu.</i>
14:00	<b>(POL) Ceny producentów [styczeń]</b> ; nasza prognoza <b>2,6% r/r</b> , konsensus <b>2,1% r/r</b> , poprzednio <b>2,5% r/r</b> <i>W kierunku wzrostów wskaźnika działa podniesienie cen produkcji górnictwa związane z cenami głównych surowców; w związku z potrzebą dostosowania cenników oczekujemy też przyrostu cen w całym przetwórstwie przemysłowym.</i>
20:00	<b>(USA) Indeks NAHB [luty]</b> ; konsensus <b>20 pkt.</b> , poprzednio <b>19 pkt.</b>
SRODA 20.02	
9:00	<b>(HUN) Wynagrodzenia brutto [grudzień]</b> ; poprzednio <b>9,3% r/r</b>
14:30	<b>(USA) Inflacja bazowa CPI [styczeń]</b> ; konsensus <b>0,2% m/m</b> , poprzednio <b>0,2% m/m</b> <i>Inflacja headline ma sięgnąć 0,3% w ujęciu miesięcznym. Spadająca inflacja bazowa jest fundamentem wyjątkowo luźnej polityki pieniężnej. Większa troska o stabilność cen powróci w II połowie roku, gdy dotychczasowa policy-mix wspomogł wychodzenie gospodarki ze spowolnienia a pojawiające się ożywienie dopuści występowanie nieco wyższych realnych stóp procentowych.</i>
14:30	<b>(USA) Housing starts [styczeń]</b> ; konsensus <b>1,0 mln</b> , poprzednio <b>1,01 mln</b>
14:30	<b>(USA) Building permits [styczeń]</b> ; konsensus <b>1,04 mln</b> , poprzednio <b>1,08 mln</b> <i>Spadki aktywności na rynku nieruchomości zostaną zahamowane dopiero, gdy w pełni ujawnią się negatywne konsekwencje credit crunch – łącznie z odpisami związanymi ze stratami powiązanimi z rynkiem subprime. Pozwoli to na unormowanie sytuacji i powrót do kredytowania inwestycji dla mniej wypłacalnych klientów – tym razem jednak przy zachowaniu wyższej awersji do ryzyka.</i>
20:00	<b>(USA) FOMC „Minutes”</b>
CZWARTEK 21.02	
14:30	<b>(USA) Initial claims [tydz. do 15.02]</b> ; poprzednio <b>348 tys.</b>
PIĄTEK 22.02	
9:00	<b>(HUN) Sprzedaż detaliczna [grudzień]</b> ; poprzednio <b>-4,2% r/r</b>
10:00	<b>(EMU) PMI w przemyśle [luty]</b> ; konsensus <b>52,3 pkt.</b> , poprzednio <b>52,8 pkt.</b>
10:00	<b>(EMU) PMI w usługach [luty]</b> ; konsensus <b>50,2 pkt.</b> , poprzednio <b>50,6 pkt.</b> <i>Obydwa wskaźniki będą bardzo istotne, gdyż szala ryzyk dla EBC przechyliła się ostatnio w kierunku wzrostu gospodarczego, do czego otwarcie nie przyczynają się jeszcze decyzje, jednak możemy się spodziewać powolnej zmiany ich stanowiska w przypadku, gdy wskaźniki wyprzedzające zbliżą się do 50 punktów. W przeciwnym wypadku na pierwszym planie zostaną zagrożenia inflacyjne. Pamiętajmy, że indeksy PMI w usługach historycznie wahają się w dużym stopniu w zależności od sentymentu – możliwe jest zatem większe odbicie, zarówno w przypadku strefy euro, jak również indeksu ISM dla USA.</i>
11:00	<b>(EMU) Nowe zamówienia w przemyśle [grudzień]</b> ; konsensus <b>7,8% r/r</b> , poprzednio <b>11,9% r/r</b>

## **Makroekonomia**

### **Inflacja ostro do góry, wzrost płac ponownie dwucyfrowy**

*Inflacja CPI w lutym powinna ukształtować się, według naszych szacunków, na poziomie 4,4-4,5% r/r.*

Roczny wskaźnik inflacji wzrósł w styczniu z 4,0% zanotowanych w grudniu do 4,3% r/r, 0,8% w skali m/m (analitycy oczekiwali 4,1% r/r). Zasadniczym powodem wzrostu inflacji w styczniu były podwyżki szeregu cen regulowanych (energia, ciepła woda, wywóz nieczystości i śmieci) w kategorii „mieszkanie” (wzrost o 1,9% m/m), cen żywności (1,2% m/m) i cen w kategoriach związanych z rekreacją i kulturą. **Wydaje się, że GUS zaliczył część wprowadzonych w lutym podwyżek cen energii jeszcze w poczet stycznia (podwyżki cen energii elektrycznej zostały zapowiedziane przez np. Stoen na styczeń ale URE wyraziło zgodę na zmianę taryf dopiero od lutego). Według naszych szacunków inflacja netto wzrosła w styczniu do 2,2% wobec 1,7% zanotowanych w grudniu.** W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego wzrostu inflacji netto (złożą się na to przede wszystkim kolejne podwyżki cen regulowanych, energii i gazu), która już wiosną może zbliżyć się do poziomu 3%. Inflacja CPI w lutym powinna ukształtować się, według naszych szacunków, na poziomie 4,4-4,5% r/r.

W styczniu wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył do 11,5% r/r z poziomu 7,2% w poprzednim miesiącu. Wysoka wartość wynagrodzeń szła w parze z szybko zmieniającym się zatrudnieniem - odnotowano aż 5,9% przyrostu w stosunku rocznym po 4,9% w styczniu. **Styczeniowe dane zostały prawdopodobnie zaburzone przez coroczną zmianę próbki przedsiębiorstw badanych przez GUS (do próbki włączone zostały przedsiębiorstwa, których wielkość przekroczyła 9 zatrudnionych).** Intuicja podpowiada, że przy dużym wzroście zatrudnienia (związanym prawdopodobnie z większą ilością przedsiębiorstw w próbce) rzeczywiście mogło dojść do zawyżenia dynamiki wynagrodzeń - szybko rosnące firmy (zatrudniające coraz większą ilość pracowników) charakteryzują się prawdopodobnie także szybszym tempem wzrostu płac. Zmiana próbki badanych przedsiębiorstw implikuje, że efekty podwyższonego zatrudnienia i wynagrodzeń obserwować będziemy przez cały rok, co negatywnie odbije się na rejestrowanej wydajności pracy i w konsekwencji może prowadzić do "zjastrzбления" nastrojów nadmiernie dotąd optymistycznych członków RPP.

**Komentarze RPP oraz wnioski odnośnie przyszłej polityki monetarnej znajdują się w sekcji poniżej.**

### **Komentarze członków RPP po danych o inflacji i płacach**

*Piątkowe dane powinny uświadomić RPP, że prawdopodobnie znacznie zmieniły się warunki w jakich przyjdzie jej członkom prowadzić politykę monetarną – niższemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszyć będzie prawdopodobnie wyższa inflacja pogarszająca stronę podażową gospodarki.*

Po publikacji piątkowych danych byliśmy świadkami wypowiedzi trzech członków RPP. Znani z gołębich wypowiedzi M. Pietrewicz i S. Nieckarz byli zaskoczeni wzrostem inflacji (wobec znacznie niższego szacunku przedstawionego przez MinFin), choć jak sugerował prof. Pietrewicz RPP nie powinna reagować nerwowo, gdyż obecne działania (podwyżki stóp) będą oddziaływać na przyszłą inflację. Jego zdaniem kluczowa będzie najbliższa projekcja inflacyjna, jednak wykluczył on gwałtowną reakcję Rady w odpowiedzi na projekcję.

H. Wasilewska-Trenkner utrzymała swój pogląd o potrzebie jednej-dwóch podwyżek. Jej zdaniem polityka rządu będzie sprzyjała polityce pieniężnej; inflacja powróci do celu w 2009 roku głównie ze względu na niższe ceny żywności.

Bardziej jastrzębie elementy pojawiły się w wypowiedzi prof. Filara i prof. Nogi. Prof. Filar stwierdził, że cykl zacieśnienia monetarnego nadal trwa, a bezpieczny dla inflacji przedział stóp proc. to 5,75-6% (a nawet bliżej 6%). Jego zdaniem na stabilizację inflacji na poziomie 2,5 proc. potrzeba od pięciu do siedmiu kwartałów; w piątek profesor Filar zastanawiał się nawet nad przejściem na ruchy 50-punktowe. Zdaniem prof. Nogi inflacja przekroczy 4,5%. Do obniżenia inflacji wystarczy stopa REPO na poziomie 5,75%.

Prof. Filar w swej wypowiedzi nawiązał również do, jak się wydaje dodatkowego

średniookresowego części RPP, a więc spełnienia inflacyjnego kryterium konwergencji. Jego zdaniem odchylenie inflacji od tego celu będzie przejściowe i nie musi powodować „konfliktu [ze strategią rządu i Ministerstwa Finansów] na tym polu”.

Piątkowe dane powinny uświadomić RPP, że prawdopodobnie znacznie zmieniły się warunki w jakich przyjdzie jej członkom prowadzić politykę monetarną – niższemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszyć będzie prawdopodobnie wyższa inflacja pogarszająca stronę podażową gospodarki. Wyższa inflacja implikować będzie konieczność kontynuacji zacieśniania polityki monetarnej i wzrost oczekiwań rynkowych na podwyżki (kolejnej podwyżki spodziewamy się jednak nie wcześniej niż w marcu-kwietniu, ze względu na przeważające w radzie obawy o wzrost gospodarczy i wpływ otoczenia zewnętrznego). **Naszym zdaniem inflacja ustabilizuje się na przez kolejne miesiące powyżej górnego przedziału celu NBP, a oceniane przez prof. Filara jako przejściowe niespełnienie kryterium inflacyjnego skutkować może dość wyraźną grą inwestorów na dekonwergencję.**

## **Produkcja przemysłowa w USA zgodnie z oczekiwaniami; duży spadek indeksu Michigan**

*Scenariuszem bazowym pozostaje w dalszym ciągu zejście stopy Fed Funds w okolice 2% już w pierwszej połowie roku.*

Produkcja przemysłowa w styczniu wzrosła o 0,1% m/m – zgodnie z oczekiwaniami analityków; poprzedni odczyt został zrewidowany w górę, również do 0,1%. **Dane wydają się tylko pozornie dobre.** Produkcja przetwórstwa przemysłowego utrzymuje się na stałym poziomie od listopada, natomiast z wygenerowany w tym miesiącu wzrost całego agregatu odpowiedzialne są media (utilities). **W przekroju towarowym sytuacja wygląda nieco lepiej: w dalszym ciągu rośnie wytwarzanie dóbr konsumpcyjnych i inwestycyjnych, jednak głównymi hamulcowym pozostaje wciąż produkcja budowlano-montażowa.**

Wstępny odczyt indeksu zaufania konsumentów przygotowywanego przez Uniwersytet Michigan wyniósł w lutym 69,6 pkt. – znacznie poniżej konsensusu (76 pkt.) oraz mniej od odczytu za styczeń (78,4 pkt.). Nastroje konsumentów są w ostatnich miesiącach wyjątkowo chwiejne, jednak nie zaszkodziło to do tej pory danym o sprzedaży detalicznej w styczniu. **Negatywne efekty prawdopodobnie jednak nadejdą – niepewność sprzyja ograniczaniu wydatków.**

Ostatnie wypowiedzi B. Bernanke oraz F. Mishkina mówią jasno, że bankierzy centralni są w dalszym ciągu skłonni obniżyć stopy procentowe, gdy gospodarka będzie wykazywać kolejne oznaki spowolnienia. Sygnałem tego typu był do tej pory duży spadek indeksu ISM w usługach (choć trzeba brać poprawkę na duże i gwałtowne reakcje tego indeksu na bieżące wydarzenia), obecnie doszło także niebezpieczeństwo dalszej obniżki wydatków konsumentów. Scenariuszem bazowym pozostaje w dalszym ciągu zejście stopy Fed Funds w okolice 2% już w pierwszej połowie roku.

### **Posiedzenie RPP, 27. lutego**

<b>Decyzja RPP</b>	<b>Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)</b>
Podwyżka o 25 bps	<b>20%</b>
Stopy bez zmian	<b>80%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

## **Rynek walutowy**

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5902	2,4453

EUR/USD 1,4680 EUR/JPY 158,35 EUR/PLN 3,5740 USD/PLN 2,4350

*Oslabienie amerykańskiej waluty wobec euro w czasie piątkowej sesji spowodowane było przede wszystkim reakcją inwestorów na słabe dane makro (zwłaszcza wskaźnik zaufania konsumentów U. Michigan) i antycypowane dalsze poluzowanie polityki monetarnej. Naszym zdaniem obecne poziomy kontraktów FRA (z najniższą wartością oscylująca wokół 2,30-2,40) wskazują, że jest ciągle przestrzeń do eskalacji oczekiwań na obniżki stóp – naszym zdaniem stopa bazowa może w USA zejść do poziomu poniżej 2%. Ta sytuacja może skutkować dalszym osłabieniem dolara, choć tym razem wydaje się, że dane europejskie i polityka ECB (ewentualne obniżki stóp) będzie miała większy wpływ na kurs EUR/USD niż w poprzednich miesiącach.*

*Złoty zyskiwał w piątek na wartości – szczególnie w drugiej połowie dnia, wraz z osłabieniem jena oraz wzrostem apetytu inwestorów na „carry”. Pod koniec sesji EUR/PLN zniżkował poniżej 3,5800.. Otwarcie dzisiejszej sesji (oraz konsolidacja poniżej 3,5800) sugerują kontynuację trendu wzrostowego PLN w krótkim terminie. Celem jest 3,5600/3,5550 – gdzie możliwa wydaje się realizacja zysków. Oczekiwania na podwyżki stóp, niezależnie od wordingu RPP wspierają PLN w średnim terminie (realne wydaje się 3,50 - 3,45 EUR/PLN).*

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja w trakcie sesji azjatyckiej ok. 1,4670..  
prawdopodobna kolejna próba przełamania oporu 1,4700/1,4720  
(celem jest 1,4760/80). Pierwszym poziomem wsparcia jest  
1,4650/40 – możliwe stoplosy poniżej tego poziomu.

wsparcie	opór
1,4645	1,4760
1,4610	1,4720
1,4570	1,4700

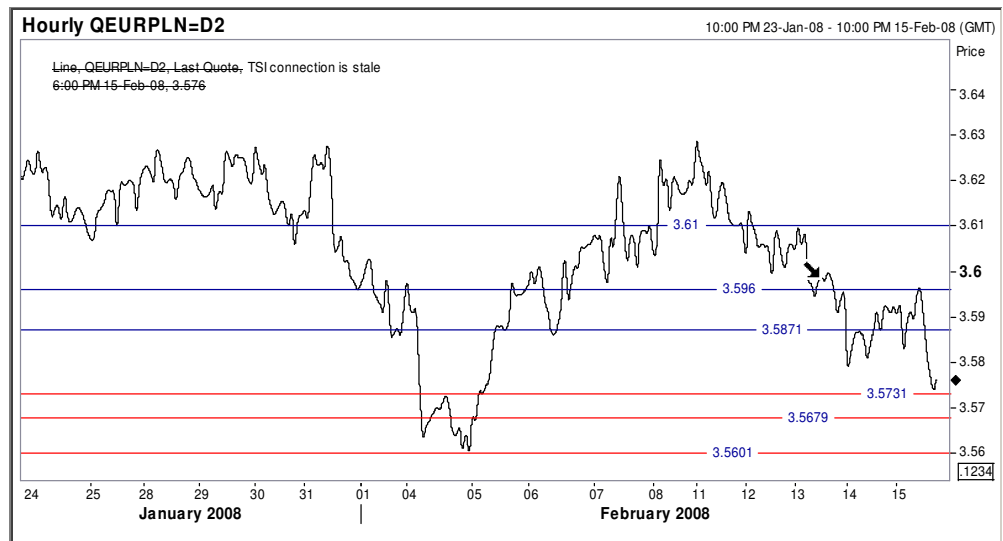


Źródło: Reuter

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Konsolidacja poniżej 3,5800 sugeruje kontynuację trendu, prawdopodobny test wsparcia 3,5730/3,5680. Możliwa realizacja zysków ok. 3,5600/3,5550 EUR/PLN, pespektywy podniesienia stóp wspierają PLN w średnim terminie (celem m/t jest 3,50).

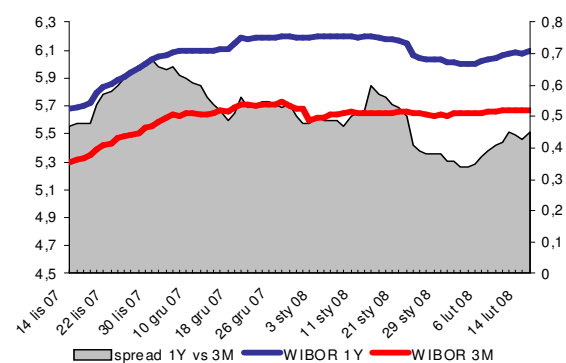
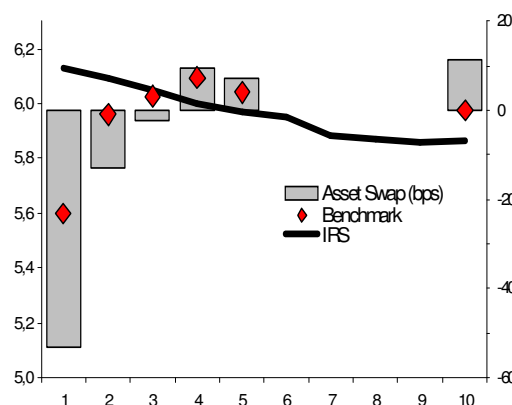
wsparcie	opór
3,5730	3,6100
3,5680	3,5960
3,5600	3,5870



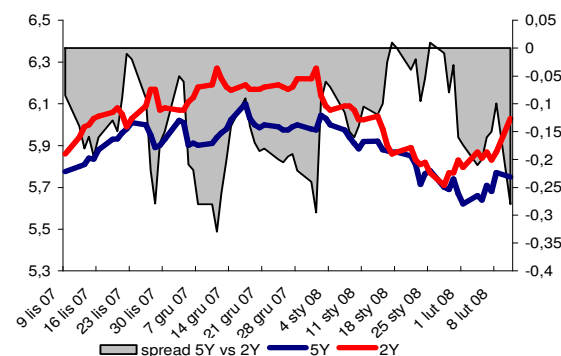
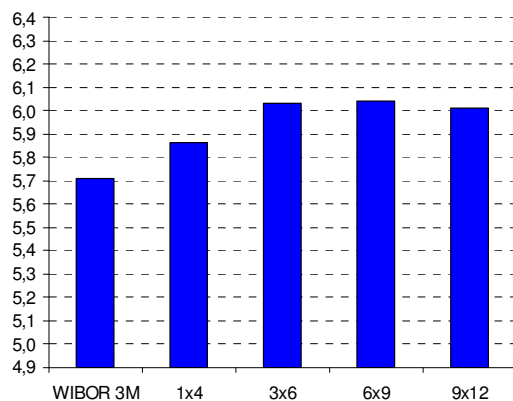
Źródło: Reuters

### Rynek stopy procentowej, Złoty

IPS	BID	ASK
1Y	6,11	6,16
2Y	6,07	6,12
3Y	6,03	6,08
4Y	5,98	6,02
5Y	5,95	5,99
6Y	5,93	5,98
7Y	5,86	5,90
8Y	5,85	5,89
9Y	5,84	5,88
10Y	5,84	5,89



depo	BID	ASK
ON	5,20	5,40
1M	5,34	5,54
3M	5,51	5,71
FRA	BID	ASK
1x2	5,63	5,70
1x4	5,81	5,86
3x6	5,98	6,03
6x9	5,99	6,04
9x12	5,96	6,01



### 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 UPZEDNIEGO 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 JAKAKOLWIEK 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.