

## Makroekonomia

### RPP podwyższa stopy o 25 pb, nie widać rychłego końca cyklu

**Zgodnie z naszymi oczekiwaniami (i oczekiwaniami rynków finansowych) RPP podwyższyła stopę bazową o 25 pb do poziomu 5,5%.** Należy podkreślić, że była to już druga podwyżka tej skali z rzędu; w czasie konferencji członkowie Rady wskazali, że dwie sąsiadujące ze sobą podwyżki są przez RPP traktowane jako substytut bardziej zdecydowanego 50 punktowego ruchu, który mógłby zdaniem RPP zwiększyć zmienność na rynku. **Motywacja wczorajszej podwyżki, przedstawiona w komunikacie, praktycznie nie odbiega od motywacji podwyżki styczniowej – ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych oraz wystąpienia efektów drugiej rundy, utrzymywanie wysokiej presji płacowej.** Argumentem który pojawił się o raz pierwszy jest zaś obawa RPP przed wyższym deficytem budżetowym w 2008 roku. Należy podkreślić, że obawy o procykliczność polityki fiskalnej, choć inaczej formułowane, pojawiały się już we wcześniejszych komunikatach.

**Projekcja inflacyjna.** Niewykluczone, że do podjęcia decyzji o podwyżce mogła przyczynić się projekcja inflacyjna. Centralna ścieżka nowej projekcji jest znacznie wyższa niż w projekcji październikowej dla roku 2008 z inflacją osiagającą poziom 4,15%. W roku 2009 wartości są już zbliżone (3,75% i 3,55% w projekcji październikowej). W 2010 roku następuje dalszy, znów nieznaczny, spadek inflacji (wynikający prawdopodobnie z niższych założeń co do wzrostu w gospodarce światowej) do poziomu 3,45%. Biorąc pod uwagę wzmocnienie kursu oraz dokonane od tamtego czasu podwyżki, wydaje się nam, że projekcja nadal przedstawia dość pesymistyczny dla RPP obraz inflacji, wymagający aktywnej polityki monetarnej.

Projekcja inflacji	2008	2009	2010
październik	2,85%	3,55%	-
luty	4,15%	3,75%	3,45%

Projekcja PKB	2008	2009	2010
październik	5,30%	5,25%	-
luty	5,10%	4,80%	5,25%

**Konferencja po posiedzeniu.** Na konferencji po posiedzeniu Rady panowały jastrzębie nastroje (obecni byli Skrzypek, Sławiński, Czekaj), co może wskazywać o dużej jednomyślności przy podejmowaniu lutowej decyzji. Sławiński opowiadał się za aktywną polityką monetarną i przeciwdziałaniu wzrostowi jednostkowych kosztów pracy, które mogą

pogarszać konkurencyjność polskiej gospodarki być może bardziej niż mocny złoty. Wypowiedź ta kontrastuje ze wcześniejszymi wypowiedziami tego tradycyjnie przywiązanego do argumentów kursowych członka RPP. Prof. Sławiński podkreślił również, że wpływ spowolnienia w gosp. światowej na wzrost gospodarczy w Polsce będzie bardzo umiarkowany (obawy RPP o zduszenie wzrostu restrykcyjną polityką monetarną były w lutym nieporównywalnie mniejsze niż w poprzednim miesiącu).

Dość jastrzębio brzmiały wczorajsze wypowiedzi prof. Czekaja (powtórzone również w dzisiejszym wywiadzie). Podkreślił on, że RPP nie może wykluczyć ruchów 50 bps., czy też kolejnej decyzji o podwyżce stóp w marcu. Jako główny powód podwyżki scharakteryzował on dane styczniowe (wszystkie były wyjątkowo propodwyżkowe, podkreślił również, że w styczniu uważał, że dalsze podwyżki mogą być niekonieczne) i projekcję inflacyjną. Czekaj podkreślił, że to dane za luty zadecydują o terminie kolejnej podwyżki (podkreślił, że dane styczniowe mogą być zaburzone zmianą próbki na przełomie roku). Członek RPP zauważył jednocześnie, że nie bez wpływu na RPP będzie pozostawała polityka pieniężna innych banków centralnych – w szczególności, gdy wstrzymają się one z decyzją o podwyżkach kierując się troską o podtrzymanie wzrostu gospodarczego.

**Kilka wniosków.** Pojawiające się wczoraj oceny wielu analityków o rychłym (mającym nastąpić w marcu) końcu cyklu podwyżek uważamy za mocno przesadzone. Nie wskazują na to ani dane makro (czeka nas dalszy wzrost inflacji i inflacji netto, uważamy, że utrzyma się również dwucyfrowa dynamika płac) ani nastroje w samej RPP. Oczekujemy, że stopy wzrosną do co najmniej 6%. Losy najbliższej podwyżki zależą będą (wybitnie) od nadchodzących danych miesięcznych. Bazując na naszych prognozach krótkoterminowych uważamy że nadchodzące dane makro powinny wygenerować znaczne oczekiwania na marcową podwyżkę.

## Ben Bernanke zapowiedział dalsze cięcia oprocentowania

**Podczas przemówienia przed Komisją Bankową w Senacie, prezes Fed zapowiedział dalsze cięcia oprocentowania mimo niekorzystnego obrazu inflacji, gdyż ona sama pozostaje w dużej mierze poza zasięgiem instrumentów banku centralnego.** Głównym hamulcowym gospodarki pozostanie sektor nieruchomości i chociaż sytuacja podażowa na tym rynku powinna w najbliższym czasie zmierzać do stabilizacji, to w obecnej chwili najważniejsze wydają się dalsze spadki cen domów, które stwarzają istotne problemy dla kredytowania hipotecznego (problemy finansowania zakupów domów pozostają wciąż pierwszoplanowym zagrożeniem). Spadające ceny domów oznaczają również efekty majątkowe i ograniczenie dostępności innych, popularnych rodzajów kredytów konsumenckich. Ograniczeniu wydatków konsumentów sprzyjają nieustannie także wysokie ceny surowców energetycznych.

*Podtrzymujemy nasze wcześniejsze szacunki, że w marcu dojdzie do obniżki oprocentowania znowu o 50 pb. a stopa procentowa spadnie w pierwszej połowie roku do 2%.*

Ostatnie dane o zamówieniach na dobra trwałe wskazują, że wydatki inwestycyjne na wyposażenie i maszyny będą w dalszym ciągu głównym kontrybutorem do nakładów brutto na środki trwałe. Agregat akumulacji brutto będzie natomiast cały czas ograniczany przez przemysł mieszkaniowy oraz prawdopodobnie (zgodnie ze słowami szefa Fed) nowy czynnik hamujący pojawi się także ze strony pozostałych sekcji sektora budowlanego – również tych niezwiązanych z domami. **W połączeniu ze stagnacją wydatków konsumpcyjnych, wszystkie powyższe czynniki wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego pozostanie w najbliższych kwartałach na bardzo niskim poziomie (w wypowiedziach szefa Fed wciąż nie pojawia się termin „recesja”), co skłoni Fed do dalszych obniżek stóp procentowych.** Tym samym podtrzymujemy nasze

wcześniejsze szacunki, że w marcu dojdzie do obniżki oprocentowania znowu o 50 pb. a stopa procentowa spadnie w pierwszej połowie roku do 2%. Nie zmieniamy też poglądu, że mimo iż obecne ruchy ukierunkowane będą głównie na obronę tempa wzrostu gospodarczego, kwestia inflacji może stać się ponownie równorzędnym celem Fed w drugiej połowie roku.

### Posiedzenie RPP, 26. marca

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

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5395	2,3507

EUR/USD 1,5105 EUR/JPY 160,55 EUR/PLN 3,5170 USD/PLN 2,3285

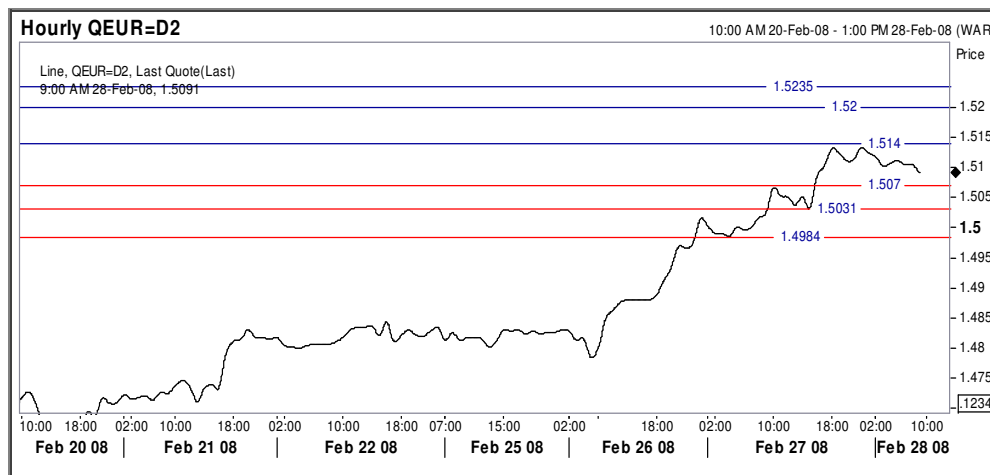
Po zaliczeniu poziomu 1,5145 podczas sesji NY (po wystąpieniu Bernanke) euro zaczęło tracić na wartości – korekta (realizacja zysków) oznacza test wsparcia 1,5030 (ewentualnie 1,4985) w krótkim terminie. Negatywne oczekiwania wobec gospodarki amerykańskiej decydują o podtrzymaniu trendu spadkowego USD w średnim terminie.

Powrót płynności oraz korekta EUR/USD powinna przynieść osłabienie złotego – realizacja zysków oznacza test poziomów oporu 3,5350/3,5450 EUR/PLN (silnym poziomem oporu pozostaje 3,5600). Zaostrzenie tonu wypowiedzi RPP sprzyja podtrzymaniu trendu wzrostowego złotego w średnim terminie (pierwszym celem jest 3,5000).

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Wystąpienie Bernanke zachęciło do wyprzedaży dolara (EUR/USD zwykował do poziomu 1,5145); dziś prawdopodobna realizacja zysków na długich pozycjach w euro oraz test poziomów wsparcia 1,5070 oraz 1,5030.. Silny poziom wsparcia ok. 1,4985.

wsparcie	opór
1,5070	1,5110
1,5030	1,5080
1,4985	1,5050

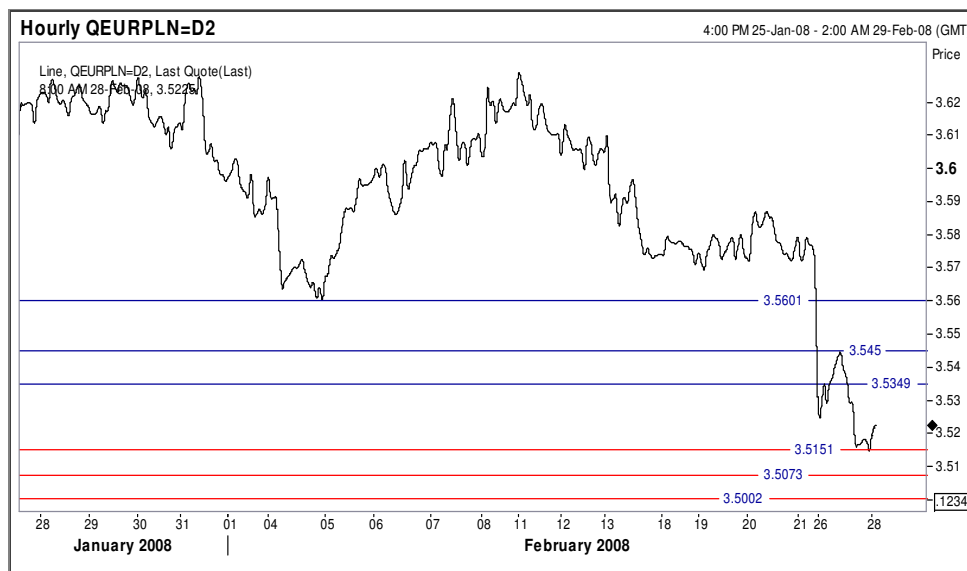


Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Popyt na PLN podczas sesji nowojorskiej oraz azjatyckiej umożliwił osiągnięcie poziomu wsparcia 3,5150 EUR/PLN; prawdopodobna realizacja zysków (oraz test poziomów oporu 3,5350/3,5450). Kontynuacja trendu wzrostowego oznacza test silnego poziomu wsparcia 3,5000 EUR/PLN...

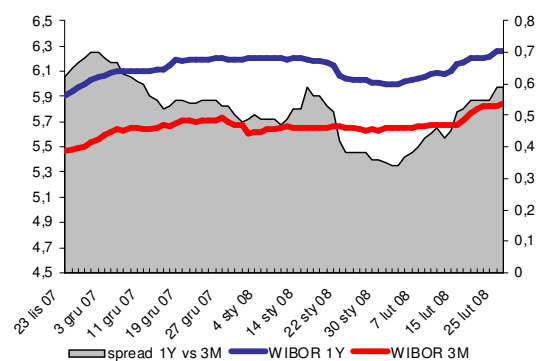
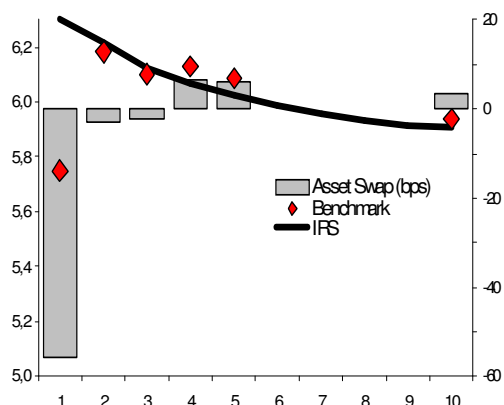
wsparcie	opór
3,5150	3,5600
3,5070	3,5450
3,5000	3,5350



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

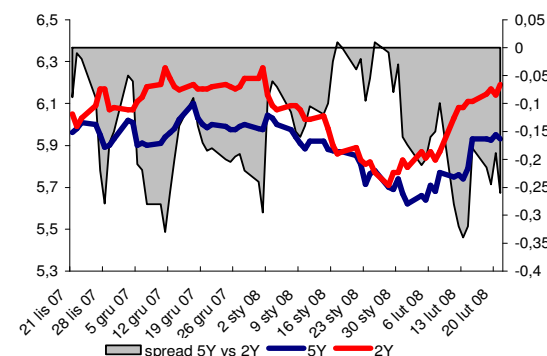
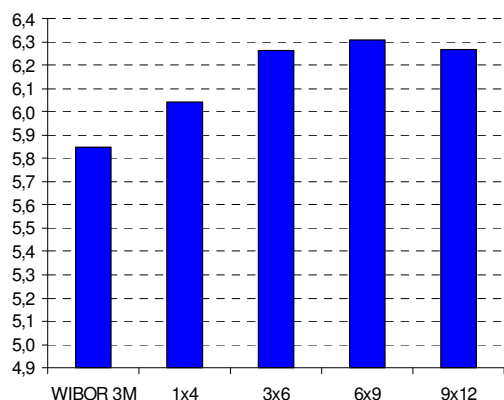
IFS	BID	ASK
1Y	6,28	6,33
2Y	6,19	6,24
3Y	6,10	6,15
4Y	6,04	6,09
5Y	6,00	6,05
6Y	5,96	6,01
7Y	5,93	5,98
8Y	5,91	5,96
9Y	5,89	5,94
10Y	5,88	5,93



depo	BID	ASK
ON	4,60	4,90
1M	5,47	5,67
3M	5,65	5,85

FRA	BID	ASK
1x2	5,75	5,80
1x4	5,99	6,04
3x6	6,21	6,26
6x9	6,26	6,31
9x12	6,22	6,27



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
USA	14:30	PKB, szacunek wstępny r/r	IV kw.	-	0,8%	0,6%
USA	14:30	Nowo zarejestrowani bezrobotni	tydz. do 22.02	-	-	-

## 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 UPRIEDZIEGO 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 JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRIEDZINĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.