



Kalendarium danych

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

PONIEDZIAŁEK 16.03	
11:00	(EMU) Inflacja HICP [luty]; konsensus 1,2% r/r , poprzednio 1,2% r/r (p) <i>Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii na poziomie 1,5% r/r wobec 1,5% przed miesiącem.</i>
13:30	(USA) Empire state index [marzec]; konsensus -32,0 pkt. , poprzednio -34,6 pkt.
14:15	(USA) Produkcja przemysłowa [luty]; konsensus -1,2% m/m , poprzednio -1,8% m/m <i>Wykorzystanie mocy wytwórczych na poziomie 71,1% wobec 72% przed miesiącem.</i>
WTOREK 17.03	
11:00	(GER) Index ZEW [marzec]; konsensus -7,3 pkt. , poprzednio -5,8 pkt.
13:30	(USA) Housing starts [luty]; konsensus 453 tys. SAAR , poprzednio 470 tys. SAAR
13:30	(USA) Housing permits [luty]; konsensus 510 tys. SAAR , poprzednio 530 tys. SAAR
14:00	(POL) Zatrudnienie [luty]; prognoza BRE -0,8% r/r , konsensus -0,2% r/r , poprzednio 0,7% r/r <i>Pogłębienie spadków indeksów koniunktury dotyczących zatrudnienia. Kolejne sygnały o zwolnieniach grupowych. 80 tys. więcej bezrobotnych zarejestrowanych w UP.</i>
14:00	(POL) Płace [luty]; prognoza BRE 5,1% r/r , konsensus 5,2% r/r , poprzednio 8,1% r/r <i>Jeden dzień roboczy mniej r/r. Pogłębienie spadków indeksów koniunktury dotyczących zatrudnienia. Kolejne sygnały o zwolnieniach grupowych.</i>
ŚRODA 18.03	
13:30	(USA) Inflacja CPI [luty]; konsensus 0,3% m/m , poprzednio 0,3% m/m <i>Inflacja bazowa (po wyłączeniu żywności i energii) na poziomie 0,1% m/m wobec 0,2% przed miesiącem.</i>
14:00	(POL) Produkcja przemysłowa [luty]; prognoza BRE -19,1% r/r , konsensus -16,6% r/r , poprzednio -14,9% r/r <i>Szybsze tempo spadku indeksów koniunktury (produkcja sprzedana, zamówienia). Duży spadek produkcji w styczniu to naszym zdaniem nie tylko efekt przestojów (np. przerwy w dostawach gazu) ale raczej spadku popytu. Silne efekty bazowe z 2008 roku; wyższa produkcja samochodów Samar stwarza ryzyko wyższego odczytu.</i>
14:00	(POL) PPI [luty]; prognoza BRE 3,8% r/r , konsensus 3,4% r/r , poprzednio 3,0% r/r <i>Wzrost cen ropy naftowej. Wzrosty cen surowców wyrażonych w PLN w zakresie 10-27%, w walutach bazowych od -4% do 10%. Podwyżki cen energii elektrycznej.</i>
19:15	(USA) Decyzja FOMC; konsensus 0,25% , poprzednio 0,25% <i>Perspektywy dalszego wzrostu bezrobocia oraz ciągłe problemy z funkcjonowaniem rynków finansowych zachęcają do dalszego zwiększenia bilansu Fed. Dzień wcześniej ruszy 200 mld transza z TALF (dostarczenie płynności na kredyty dla konsumentów i przedsiębiorstw). Na skupowanie obligacji skarbowych przez Fed jest jeszcze zbyt wcześnie.</i>
CZWARTEK 19.03	
11:00	(EMU) Produkcja przemysłowa [styczeń]; konsensus -1,5% m/m , poprzednio -2,6% m/m
13:30	(USA) Nowo-zarejestrowani bezrobotni [tydz. do 13.03]; poprzednio 654 tys.
14:00	(POL) NBP „Minutes” [posiedzenie lutowe]
15:00	(USA) Philly Fed Index [marzec]; konsensus -40 pkt. , poprzednio -41,3 pkt.
PIĄTEK 20.03	
14:00	(POL) Inflacja bazowa [luty]; prognoza BRE 2,6% r/r , konsensus 2,5% , poprzednio 2,6% (styczeń, nowy koszyk)

Makroekonomia

Duży miesięczny wzrost inflacji w lutym, szybkie hamowanie importu

Inflacja. W lutym roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,3%. Diabeł tkwi jednak w szczegółach – **miesiąc do miesiąca ceny konsumenta wzrosły aż o 0,9%, a niższy od konsensusu wskaźnik roczny był efektem wprowadzenia nowego koszyka inflacyjnego.** W nowym koszyku zmniejszyły się wagi żywności, wzrosły wagi łączności i użytkowania mieszkania i nośników energii. Nowe wagi obniżyły roczny wskaźnik inflacji o około 0,3 pkt proc (można pokusić się więc o stwierdzenie, że przy starym koszyku inflacja wyniosłaby 3,6%, czyli tyle co nasza prognoza).

Wracając do zasadniczego przedmiotu analizy; miesięczny wzrost cen konsumenta był przede wszystkim warunkowany podwyżkami cen kontrolowanych (ceny energii wzrosły aż o 2,9% m/m), wzrostem cen paliw (7,1% m/m) oraz wzrostem cen usług (zdrowie, użytkowanie mieszkania, rekreacja). Co do natury wzrostu inflacji – wynikał on przede wszystkim z zaległych podwyżek cen usług i cen kontrolowanych, ale w pewnym stopniu mógł to być również wynikać osłabienia złotego (patrz paliwa i ceny artykułów z kategorii rekreacja).

Inflacja bazowa w lutym prawdopodobnie wzrosła do 2,7% z około 2,6% zanotowanych w styczniu. Co do krótko-terminowych perspektyw – oczekujemy podwyższonych wskaźników inflacji przez kolejne kilka miesięcy. Będzie to spowodowane zarówno podwyżkami z początku roku, jak i słabszym złotym oraz prawdopodobnie trendem wzrostowym na cenach żywności. Nie oczekujemy jednak dalszego wzrostu inflacji bazowej. Na koniec roku inflacja powinna obniżyć się do poziomu poniżej celu NBP (2,5%).

C/A. W styczniu ujemne saldo na rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się do -1078 mln EUR. Za główną przyczynę zawężenia deficytu należy uznać znaczne zmniejszenie deficytu w obrotach towarowych (-441 mln EUR) oraz niższe dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich.

Wyjątkowo interesująca jest kompozycja bilansu handlowego. Choć nieco niższy od oczekiwań spadek eksportu o 25,2% r/r nie jest zaskoczeniem (znaczne spadki produkcji dóbr inwestycyjnych i zaopatrzeniowych w styczniu; z drugiej strony sygnały o ożywieniu handlu przygranicznego), wyraźnie przyspieszyła kontrakcja importu, który w styczniu zmniejszył się o 26,6%. W omawianym okresie zanotowano dodatnie saldo usług w wysokości 210 mld zł. **Wygląda na to, że wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne (charakteryzujące się dość dużą importochłonnością) zostały na początku roku ograniczone znacznie szybciej niż wcześniej oczekiwaliśmy.**

Co do finansowania deficytu, odnotowano zwiększenie finansowania w postaci bezpośrednich inwestycji zagranicznych (saldo na poziomie 1475 mln EUR) oraz zmniejszenie salda inwestycji portfelowych (saldo zakupów papierów skarbowych dokonanych przez nierezydentów było niższe od planowanych wykupów długu MF) do -725 mln EUR.

Szybkie pogorszenie importu połączone z ustabilizowaniem spadków dynamiki eksportu sugeruje, że w dalszych miesiącach może dojść do polepszenia bilansu handlowego. Jako przyczyny należy tu wymienić osłabienie konsumpcji (wzrost stopy oszczędności), pierwsze symptomy stabilizacji aktywności w sektorze przemysłowym, a także możliwe wzrosty handlu przygranicznego i wzrost re-eksportu (samochody). Wydaje się, że dostosowanie do (chwilowo?) niższego napływu inwestycji portfelowych oraz wyższych kosztów obsługi

zadłużenia będzie częściowo niwelowane przez poprawę bilansu handlowego, a także – wraz z powolnym zmniejszeniem awersji do ryzyka – powolny powrót zainteresowania aktywami rynków wschodzących.

Piątkowe dane, a przede wszystkim lepsze dane o deficycie na rachunku obrotów bieżących wspierają oczekiwania na obniżkę stóp (wyższa inflacja m/m nie zrobi na Radzie większego wrażenia; poza tym konsensus poglądów w RPP wskazuje na spadki inflacji w dalszej części roku). **Naszym zdaniem RPP, przede wszystkim ze względu na mocniejszego złotego, obniży stopy o 25 pb. na marcowym posiedzeniu.**

Komentarze członków RPP

Zacznijmy od komentarzy jastrzębi. **Wasilewska-Trenkner** niezmiennie twierdzi, że RPP powinna powstrzymać się od obniżek stóp, by nie stwarzać wrażenia, że pieniąż jest tani, podczas, gdy nie jest tani. Przyznajemy, że nie do końca rozumiemy ten mechanizm kształtowania oczekiwań. **Noga** z kolei zastrzega, że w marcu nie musi dojść do obniżki stóp, lub będzie ona niewielka ze względu na osłabienie złotego. Podkreśla jednak, że „ogólnie” jest zwolennikiem małych 25pb obniżek stóp. Noga wydaje się dość dużym optymistą zarówno w kwestii wzrostu, jak i obniżania inflacji. Jego zdaniem inflacja na trwałe obniży się do poziomu celu w I kw. 2010. Dynamika wzrostu gospodarczego może zaś w tym roku przekroczyć 2% r/r.

Przedstawiciel bardziej umiarkowanych gołębi **Owsiak** widzi przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych (obniżka stopy rezerwy obowiązkowej i stopy depozytowej musi być jednak poprzedzona dalszymi analizami). Nadchodzące dane, zdaniem członka RPP, mogą tę przestrzeń tylko poszerzyć. Owsiak podkreślił, że kurs złotego pozostaje ważną zmienną decyzyjną. Decyzję o obniżeniu stóp procentowych wspierać jednak powinny decyzje ECB i SNB o obniżkach stóp. Komentując lutowe dane o inflacji, Owsiak wskazał, że głównym powodem wzrostu cen konsumenta były kurs walutowy i podwyżki cen energii. Uważa on jednak, że w najbliższych miesiącach inflacja nie przebije granicy 3,5%.

Przechodząc do kwestii przyjęcia euro, w dzisiejszych serwisach odnajdujemy dość zdecydowany komentarz wpływowego członka RPP **Wojtyny** odnośnie zapowiedzi MinFinu wejścia do ERM2 bez zmiany konstytucji. Wojtyna ripostuje, że wejście do ERM2 bez zmiany konstytucji może oznaczać, że „nie jest to krok do końca przemyślany przez rząd”.

USA: zawężenie deficytu handlowego, nieco wyższy optymizm konsumentów

Deficyt handlowy spadł w styczniu do 36 mld USD z -39,9 mld USD odnotowanych miesiąc wcześniej (konsensus rynkowy na poziomie -38,2 mld USD). Zawężenie deficytu to przede wszystkim wynik niższych cen paliw, które spowodowały spadek wartości importu o około 11,5 mld. Jednocześnie doszło do spadku eksportu (na pierwszy plan wybijają się statystyki dotyczące samochodów, gdzie wartość eksportu obniżyła się o 28% w stosunku do grudnia i obecnie plasuje się 46,3% niżej w ujęciu u rocznym). Choć nominalnie deficyt zmniejszył się, w ujęciu realnym nastąpiło jego zwiększenie z 42,9 mld USD do 44,0 mld. Z uwagi na globalne spowolnienie tendencja zmniejszania eksportu prawdopodobnie utrzyma się w kolejnych miesiącach; z kolei lekkie wzrosty cen ropy naftowej (cięcia produkcji OPEC, powrót apetytu na ryzyko) spowodują podwyższenie importu. Powolne zwiększanie deficytu handlowego w ujęciu realnym sugeruje, że będzie on ujemnym kontrybutorem do tempa wzrostu PKB w I kwartale.

Indeks optymizmu konsumentów opracowany przez Uniwersytet Michigan wzrósł w marcu do 56,6 pkt. z 56,3 pkt. na koniec lutego (oczekiwania na poziomie 55 pkt.). Choć trudno w tym przypadku mówić o odwróceniu tendencji, istotna wydaje się sama stabilizacja. Warto także zwrócić uwagę na różnice we wskazaniach optymizmu według Conference Board i Uniwersytetu Michigan. Ten pierwszy kładzie większy nacisk na funkcjonowanie rynku pracy i tym samym zdecydowanie niższe odczyty nie powinny dziwić. Z kolei indeks Michigan był historycznie lepszym predyktorem zmian konsumpcji i dodatkowo charakteryzuje się dodatkowo mniejszą zmiennością niż Conference Board. Wskazania tego indeksu zgodne są także z tendencją obserwowaną dla sprzedaży detalicznej (w I kwartale być może odnotowany zostanie wzrost), co pozwala sądzić, że rzeczywiście pojawiają się symptomy stabilizacji konsumpcji, która w dalszej części roku zostanie dodatkowo wsparta środkami z pakietu fiskalnego.

Posiedzenie RPP, 25. marca

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Stopy bez zmian	50%
Obniżka o 25 bps	50%
Obniżka o 50 bps	0%
Obniżka o 75 bps.	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
APR9	4372	-128
MAY9	4470	-118
JUN9	4591	-124

Data: 2009-03-16

Godzina: 9:03:32

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
4,4833	3,4721

EUR/USD 1,2915 EUR/JPY 126,30 EUR/PLN 4,5045 USD/PLN 3,4655

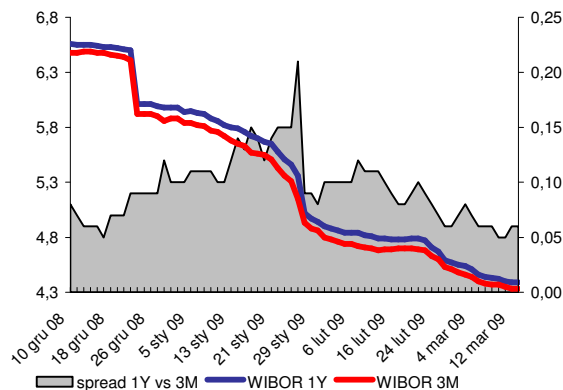
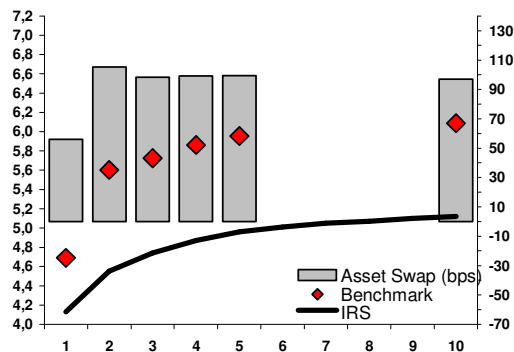
EURUSD zakończył ostatni tydzień w okolicach 1,2920 przy spokojnym handlu. Po chwilowym umocnieniu dolara podczas weekendu dziś otwarcie zbliżone do końca ubiegłego tygodnia. Nadchodzący tydzień przyniesie wiele istotnych publikacji: produkcja przemysłowa w USA (dziś), dane z rynku domów i indeks ZEW (wtorek), decyzja FOMC i inflacja CPI (środa). Duże przełożenie publikowanych danych na percepcję ryzyka będzie istotną determinantą kształtowania kursu EURUSD (oprócz zachowania indeksów giełdowych).

Duża moc na złotym. W piątek złoty zbliżył się do poziomu 4,45 za euro. Koło południa obserwowaliśmy pewną korektę do 4,53, jednak niezłe wyniki giełd spowodowały

umocnienie złotego na zakończenie sesji. Dziś nieco słabsze otwarcie na złotym. Spodziewamy się jednak powrotu mocy w trakcie sesji. Spadek globalnej awersji do ryzyka powinien przede wszystkim wspierać mocno przecenione waluty, a w tym złotego.

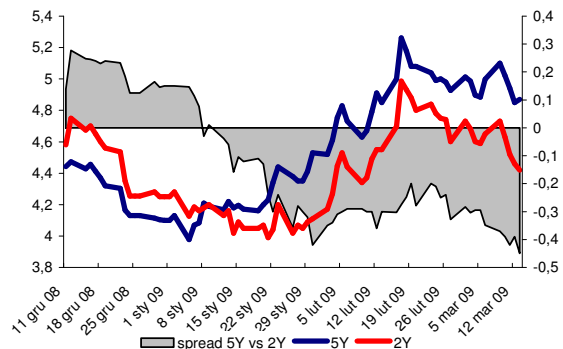
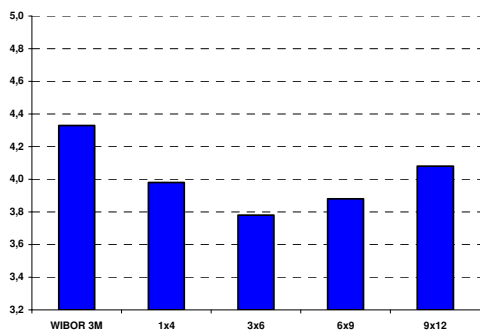
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,08	4,18
2Y	4,50	4,60
3Y	4,69	4,79
4Y	4,82	4,92
5Y	4,91	5,01
6Y	4,96	5,06
7Y	5,00	5,10
8Y	5,02	5,12
9Y	5,05	5,15
10Y	5,07	5,17



depo	BID	ASK
ON	2,70	3,00
1M	3,82	4,02
3M	4,15	4,35

FRA	BID	ASK
1x2	3,92	3,97
1x4	3,92	3,98
3x6	3,72	3,78
6x9	3,82	3,88
9x12	4,02	4,08



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 OSWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRAWOWANIA, BEZ ZASTĘPIENIA 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 UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.