

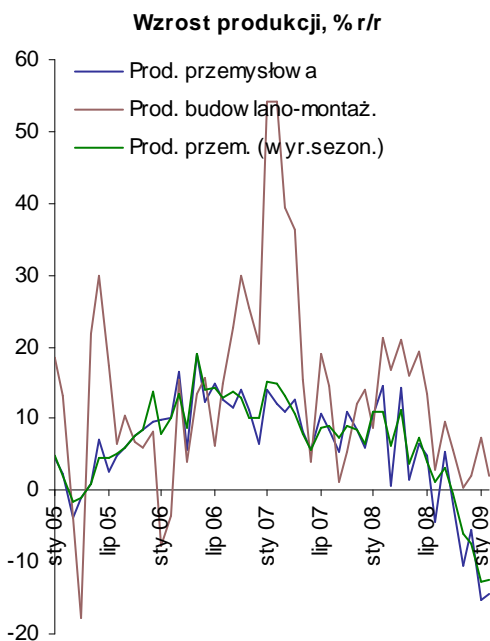
Opublikowane dziś dane o produkcji okazały się nieco lepsze od prognoz, ale różnica była nieznaczna i w sumie dane potwierdziły nasze szacunki, że wzrost PKB w I kw. br. będzie w przedziale 0-1%. Tym samym dane o produkcji stanowią istotny argument na rzecz kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP. Czynnikiem ryzyka dla dalszego łagodzenia polityki pieniężnej pozostaje zachowanie kursu złotego i jego wpływ na perspektywy inflacji. W tym kontekście argumentem dla jastrzębi z RPP może być zaskakująco silne przyspieszenie inflacji PPI w lutym. Niemniej, nadal spodziewamy się, że w marcu Rada obniży stopy o 25 pb. Dane nie miały widocznego wpływu na polski rynek, który wraz z globalnymi rynkami wyczekuje dziś na wynik posiedzenia amerykańskiego banku centralnego.

Dane o produkcji słabe, choć nieco lepsze od prognoz

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 2,7% m/m i spadła o 14,3% r/r wobec spadku o 15,3% r/r w styczniu i oczekiwań wg ankiety *Parkietu* (sprzed publikacji lepszego od prognoz wskaźnika PMI za luty) na poziomie -16,6% r/r. Nasza prognoza wskazywała na -15,7% r/r. Jedną z przyczyn głębokiego spadku produkcji w ujęciu rocznym w lutym jest efekt mniejszej liczby dni roboczych (podobnie jak w styczniu o 1). Niemniej, również oczyszczona z tego efektu sezonowo dostosowana roczna dynamika produkcji przemysłowej zanotowała słaby wynik na poziomie -12,4% r/r wobec -12,7% w styczniu. Tym samym dane potwierdzają znaczne osłabienie aktywności gospodarczej w przemyśle w I kw. br. pod wpływem spadku popytu zagranicznego (duże spadki produkcji w branżach zorientowanych na eksport, np. w produkcji metali oraz produkcji samochodów) i osłabienia popytu krajowego.

Podobnie jak w poprzednich miesiącach, nieco bardziej optymistyczne wiadomości niż z przemysłu napłynęły nt. sytuacji w budownictwie. Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 17,2% m/m i 1,2% r/r (sezonowo dostosowany wzrost o 2,3% r/r) wobec wzrostu o 7,4% r/r w styczniu. Konsensus rynkowy wynosił 0,2% r/r, a nasza prognoza -0,1% r/r. Tym samym, zgodnie z oczekiwaniami nastąpiło wyraźne spowolnienie dynamiki produkcji budowlanej (choć nadal pozostaje ona dodatnia), ponieważ relatywnie dobre wyniki produkcji budowlano-montażowej w minionych miesiącach były rezultatem długiego cyklu produkcyjnego (a więc opóźnionego efektu dobrej koniunktury sprzed kilku kwartałów). Kolejne miesiące przyniosą wg nas dalsze obniżenie dynamiki produkcji w tym sektorze. W całym 2009 roku spodziewamy się, że zarówno produkcja przemysłowa, jak i budowlana zanotują spadki o ok. 3%.

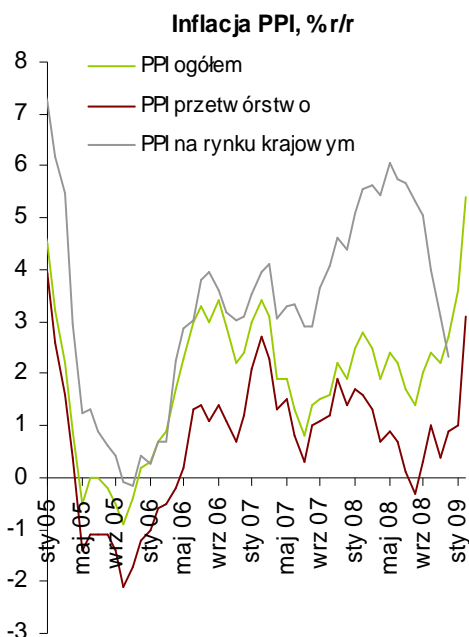
W kontekście polityki pieniężnej i decyzji RPP w marcu, duże znaczenie danych o produkcji podkreślał kluczowy dla wyników głosowań nt. zmian stóp członek Rady, Jan Czekaj. Naszym zdaniem, chociaż dane o produkcji są nieco lepsze od prognoz, to różnica jest nieznaczna i w sumie dane potwierdzają nasze szacunki, że wzrost PKB w I kw. br. będzie w przedziale 0-1%. Tym samym dane o produkcji stanowią istotny argument na rzecz



kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej przez polski bank centralny. Biorąc pod uwagę dotychczas opublikowane dane (większy od oczekiwań przyrost inflacji CPI w lutym, ale implikujący obniżenie szacunku inflacji bazowej; głębokie załamanie obrotów handlowych; spadek dynamiki kredytów po eliminacji efektu kursowego; potwierdzenie pogorszenia sytuacji na rynku pracy i dzisiejsze dane o produkcji), spodziewamy się nadal obniżki stóp o 25 pb na posiedzeniu Rady w tym miesiącu.

Zaskakująco wysoki PPI

Czynnikami ryzyka dla dalszego łagodzenia polityki pieniężnej pozostaje zachowanie kursu złotego i jego wpływ na perspektywy inflacji. W tym kontekście argumentem dla jastrzębi z RPP może być zaskakująco silne przyspieszenie inflacji PPI w lutym. Wpłynęło na to kilka czynników: wzrost cen surowców wyrażonych w złotych, wzrost cen paliw, a także efekty deprecjacji złotego widoczne w cenach w przetwórstwie przemysłowym. Jeśli chodzi o efekty deprecjacji złotego, to w odniesieniu do PPI ogółem powoduje ono automatycznie silny efekt statystyczny polegający na wzroście złotowej wartości cen eksportowych. Nie świadczy to jednak o presji cenowej na poziomie producentów na rynku krajowym. Niemniej, dane o silnym wzroście cen w przetwórstwie przemysłowym za luty (silniejszym niż wynikałoby tylko w efekcie wzrostu cen eksportowych) sugerują, że przełożenie osłabienia złotego na ceny na rynku krajowym prawdopodobnie przybrało na sile, mimo istotnego ograniczenia popytowego. Powstaje pytanie na ile silne mogą być efekty wtórne tego faktu (przełożenie na CPI), szczególnie, że przy odreagowaniu złotego z rekordowo słabych poziomów w lutym zjawisko to może się okazać przejściowe. Efekty osłabienia złotego na ceny produkcji na rynku krajowym będą wg nas ograniczone głównie do cen surowców i paliw (przy mało elastycznym popycie i braku możliwości substytucji podaży krajową produkcją nawet w dłuższym terminie). Dlatego dynamika cen na rynku krajowym prawdopodobnie średnio w tym roku będzie wyraźnie niższa niż w 2008 roku, gdy wyniosła niemal 5%, i w niektórych miesiącach br. może być poniżej celu inflacyjnego NBP. Nie ma na razie danych nt. PPI na rynku krajowym za pierwsze miesiące tego roku, ale roczna dynamika tego indeksu mocno spadała w II połowie 2008 r. (do 2,3% w grudniu), pomimo trwającego od sierpnia ub.r. osłabienia złotego.



Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group