



ERNEST PYTLARCZYK TEL. 829 0166
MARCIN MAZUREK TEL. 829 0183
RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
E-MAIL: research@brebank.com.pl

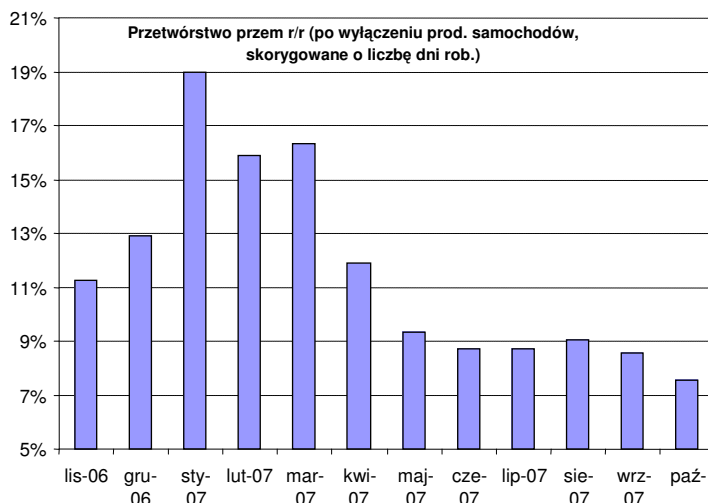
STRON: 6

Makroekonomia

Dane o produkcji przemysłowej i PPI rzeczywiście zaskakujące?

Zaskoczeniem jest 0,2% spadek cen odnotowany w przetwórstwie przemysłowym. Wynika on jednak w dużej mierze z rewizji w dół danych za poprzedni miesiąc.

Tempo wzrostu cen producenta wyniosło w październiku 2,2% w stosunku rocznym (oczekiwania rynkowe usytuowane na poziomie 2,5%, nasza prognoza 2,5%). W stosunku miesięcznym ceny obniżyły się o 0,2%. Jedyne wzrosty cen zostały wygenerowane w górnictwie (1,0%) i były one zgodne z naszymi szacunkami. Zaskoczeniem jest 0,2% spadek cen odnotowany w przetwórstwie przemysłowym. Wynika on jednak w dużej mierze z rewizji w dół danych za poprzedni miesiąc. Nie zmienia to jednak faktu, że mimo rosnących cen surowców i ropy (część wzrostów została zamortyzowana przez silnego złotego) przedsiębiorstwa przetwórcze nie podniosły cen swoich produktów. Wy tłumaczeniem tego fenomenu może być ciągle dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw lub/i troska przedsiębiorców o utrzymanie konkurencyjności produkowanych przez nich towarów w obliczu mocnego złotego. Decyzja o utrzymaniu cen na niskim poziomie może mieć zatem znaczenie strategiczne (w tym kontekście deprecjacja złotego mogłaby wywołać szybki wzrost cen płynący z dwóch, uzupełniających się źródeł: wyższe ceny surowców denominowane w złotych oraz (odłożone w czasie) podwyżki cen nie mające wpływu na konkurencyjność międzynarodową w obliczu osłabiającego się złotego.



W październiku produkcja przemysłowa wzrosła o 10,6% r/r i 9,4% m/m, a więc znacznie powyżej konsensusu prognoz (9,4% r/r). **Po wyrównaniu sezonowym produkcja odnotowała wzrost o 8,6% r/r, co mniej więcej wpisuje się w średniookresowy**

Lepszy od oczekiwań wzrost produkcji wynikał w części z przyspieszenia w sekcji „produkcja i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę”. Przyczyną tego mogły być m.in. dość niskie temperatury w październiku, poniżej długookresowej średniej.

trend wzrostu produkcji Lepszy od oczekiwań wzrost produkcji wynikał w części z przyspieszenia w sekcji „produkcja i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę”, gdzie dynamika wzrostu osiągnęła odpowiednio 11,8% r/r i 23,1% m/m. Przyczyną tego mogły być m.in. dość niskie temperatury w październiku, poniżej długookresowej średniej. W przetwórstwie przemysłowym dynamika wzrostu wzrosła do 10,8% r/r, podobnie jak cały agregat. **Do dobrego wyniku przetwórstwa przyczyniła się m.in. większa produkcja samochodów. Należy podkreślić, że najbardziej stabilny składnik produkcji przemysłowej, czyli przetwórstwo przemysłowe po wyłączeniu wolatylnej produkcji samochodów zanotował nieco niższą roczną dynamikę w porównaniu z wrześniem – patrz wykres.** W przemyśle wydobywczym zanotowano wzrost produkcji o 2,5% r/r i 11,3% m/m, co zmienia strukturę wzrostu w porównaniu z poprzednimi miesiącami. Zmiana ta może w części wynikać, oprócz efektu większej liczby dni roboczych, z rosnącego popytu na węgiel, napędzanego sytuacją na globalnych rynkach surowców energetycznych. W najbliższym czasie spodziewamy się utrzymania dynamiki produkcji przemysłowej w średniookresowym trendzie, co z uwagi na efekty bazowe będzie lekko obniżało roczne tempa wzrostu produkcji (do 7-8% r/r).

Reakcja członków RPP na dane o PPI i produkcji przemysłowej

Po publikacji danych o produkcji byliśmy świadkami wypowiedzi trzech członków RPP. Zdaniem Sławińskiego presja popytowa na wzrost cen może być w polskiej gospodarce ograniczona poprzez słabsze otoczenie zewnętrzne. Cały czas jednak obawia się efektów drugiej rundy związanych powiązanych ze wzrostem cen ropy i żywności. Sławiński podkreśla różnice między sytuacją w jakiej znalazła się Rada obecnie i tą w 2004 roku (szok przedakcesyjny i krótkotrwały wzrost inflacji do 4,5%). **Tym razem ukształtowanie się wyższych oczekiwań inflacyjnych jest zdaniem Sławińskiego znacznie bardziej realne.** Sławiński podkreśla rolę płynnego kursu złotego w stabilizacji inflacji. Na chwilę obecna nie widzi zagrożenia rosnącym deficytem na rachunku obrotów bieżących.

S. Owsiak stwierdził, że skumulowane dane zwiększają prawdopodobieństwo podwyżki w listopadzie (dla rynku jest ona praktycznie przesądzona). Zdaniem Owsiaaka jak na razie nie potwierdzają się prognozy o spowolnieniu gospodarczym, jednak uzależnia on dalszą ścieżkę stóp właśnie od kwestii wzrostu. **Naszym zdaniem takie warunkowanie (pomimo oficjalnego celu inflacyjnego) będzie coraz bardziej istotne wraz ze wzrostem poziomu stóp – dla części RPP kwestia wzrostu wydaje się być mimo wszystko nadrzędna.**

Filar – w przypadku zaniechania podwyżek stóp w grudniu być może konieczny będzie ruch 50 punktowy

D. Filar uważa, że konieczne jest znaczne przyspieszenie cyklu (choć docelowy pułap stóp nie ulega zmianie) – w przypadku zaniechania podwyżek stóp w grudniu być może konieczny będzie ruch 50 punktowy. Członek RPP uważa, że podwyżki nie zagrażą wzrostowi gospodarczemu (dobre dane o produkcji) i nie są reakcją na wysoki wskaźnik CPI tylko rosnącą nierównowagę w gospodarce – głównie na rynku pracy. Filar uważa także, że silny złoty (którego obserwowana ostatnio aprecjacja nie wynikała z czynników fundamentalnych) nie jest dostatecznym ubezpieczeniem od rosnącej inflacji (szczególnie tej mierzony w ujęciu bazowym). Podwyżka w listopadzie jest w tym kontekście przesądzona i wydaje się, że jednak nie dojdzie do kolejnej już w grudniu (siła tradycji, z którą związani są pozostali członkowie Rady prawdopodobnie przeważą). **Styczniowy wzrost inflacji (odczyt za grudzień z bardzo niską bazą na żywności), którego się spodziewamy, może rzeczywiście skłonić RPP do szybkiego i zdecydowanego działania ukierunkowanego na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych i poprawę własnej wiarygodności.**

Spodziewamy się zacieśnienia polityki pieniężnej w kolejno styczniu i w lutym oraz nie wykluczamy, że 50 procentowa podwyżka w pojawi się w jednym z tych miesięcy.

Niespójne dane o nieruchomościach z USA oraz Fed „Minutes”

Nowo rozpoczęte budowy domów w USA nieoczekiwanie wzrosły w październiku (konsensus przewidywał spadek do 1,14 mln), a pozwolenia na budowę kontynuowały trend spadkowy. Wydaje się, że jest to zdarzenie incydentalne, wynikające prawdopodobnie z efektów statystycznych. Nie zmienia to perspektyw amerykańskiego rynku nieruchomości. Spadające pozwolenia budowlane (wskaźnik wyprzedzający w stosunku do rzeczywiście rozpoczętych inwestycji) sugerują obniżenie aktywności po stronie podaży – prawidłową reakcją na spadek cen i rosnące zapasy niesprzedanych domów. Im szybciej dojdzie do ustabilizowania sytuacji na rynku nieruchomości, tym bardziej prawdopodobny jest powrót w 2009 roku w otoczenie ścieżki długookresowego wzrostu.

Płynące z rynku nieruchomości zagrożenia dla wzrostu gospodarczego znalazły odzwierciedlenie w „Minutes” opublikowanych przez Fed. Dołączony zestaw prognoz pokazał, że niepewność odnośnie wzrostu gospodarczego jest znacznie wyższa niż dotycząca inflacji. Łącząc ten fakt z komentarzami o względnej stabilności inflacji bazowej w przyszłości można zauważyć rosnące zaniepokojenie o wzrost gospodarczy (nie mniej jednak ryzyka dla inflacji i wzrostu są oficjalnie uznawane jako zbilansowane). Wyciągnięcie bardziej jednoznacznych wniosków psuje troska członków FOMC o słabość dolara. Sytuacja po sprawozdaniu z posiedzenia nie stała się bardziej jasna – Fed pozostaje wciąż „data dependent” a przyszłe działania należy wiązać raczej z szacunkami spowolnienia gospodarczego. Większość głosujących członków Fed uważa, że dotychczasowa reakcja FOMC była wystarczająca. Niemniej jednak zapowiedź wyjątkowo słabych danych realnych (przyszłe odczyty ISM) może zmniejszyć komfort decyzji podejmowanej 11 grudnia.

Posiedzenie RPP, 28. listopada

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)
Podwyżka o 25 bps	100%
Stopy bez zmian	0%
Obniżka o 25 bps	0%

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,6848	2,4933

EUR/USD 1,4845 EUR/JPY 161,60 EUR/PLN 3,6760 USD/PLN 2,4760

W czasie sesji amerykańskiej spadek (zapoczątkowany jeszcze wczoraj rano) kursu dolara do rekordowo niskich poziomów (EUR/USD 1,4852) spowodowany obawą o rynek nieruchomości (pokłosie jeszcze poniedziałkowych danych NAHB) i wysokimi cenami ropy oraz ich ewentualnym wpływem na wzrost w USA. Te obawy zostały potwierdzone przez „minutę” Fed i nowe projekcje członków Fed przygotowane dla gospodarki amerykańskiej (obniżenie trendu PKB w 2008, ale jednocześnie obawy o wzrost inflacji). W czasie sesji dalekowschodniej dolar utrzymywał się w pobliżu rekordowo niskiego poziomu. Spadki na

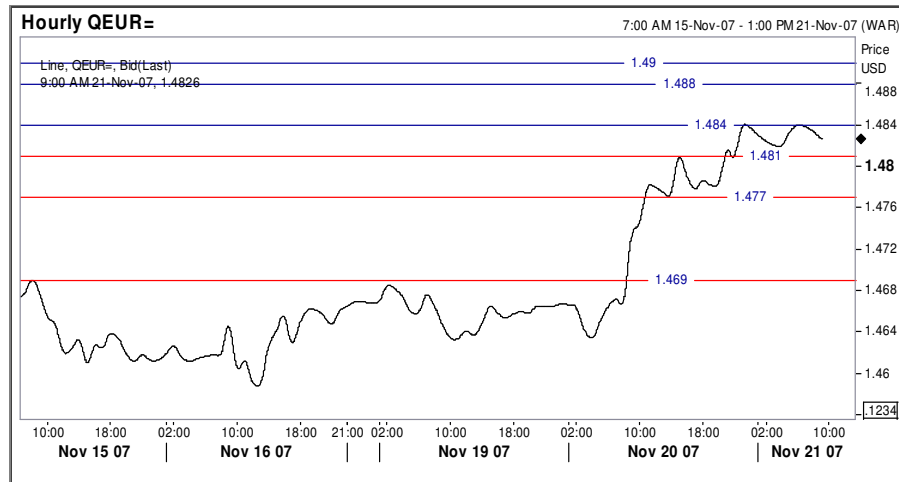
giełdach sprzyjały wyprzedaży walut wobec jena, który wzmocnił się do poziomu 108,85 wobec USD i 168,18 wobec EUR.

Wzmocnienie złotego pod koniec wczorajszej sesji to przede wszystkim efekt ruchów na EUR/USD – osłabienie dolara oraz wzrost oczekiwań dot. obniżki stóp w USA sprzyjają walutom rynków wschodzących; odreagowanie wcześniejszej wyprzedaży PLN sugeruje test poziomów wsparcia 3,6720/3,6685 (zlecenia eksporterów powyżej 3,6850 wyznaczają silny poziom oporu).

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

O ile realizacja zysków zostanie powstrzymana na poziomie 1,4780/70 to możliwy jest test poziomów 1,4840/1,4880 (b. silny poziom oporu).

wsparcie	opór
1,4810	1,4900
1,4770	1,4880
1,4690	1,4840



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

	EUR/PLN	
SPOT	3,6783	3,6825
ATM	BID	ASK
1 W	7,50	8,50
1 M	6,60	7,60
2 M	6,10	7,10
3 M	5,90	6,90
6 M	5,65	6,35
1 Y	5,55	6,25
	DELTA = 25	
	1 M	1 Y
PR	0,40	0,55
Fly	0,30	0,40

Odreagowanie dotychczasowej wyprzedaży PLN – przy silnym poziomie oporu ok. 3,6850/80 – sugeruje test poziomów wsparcia 3,6720/3,6685. Kluczowy (nadal) sentyment na rynkach bazowych.

wsparcie	opór
3,6685	3,6950
3,6620	3,6875
3,6550	3,6815

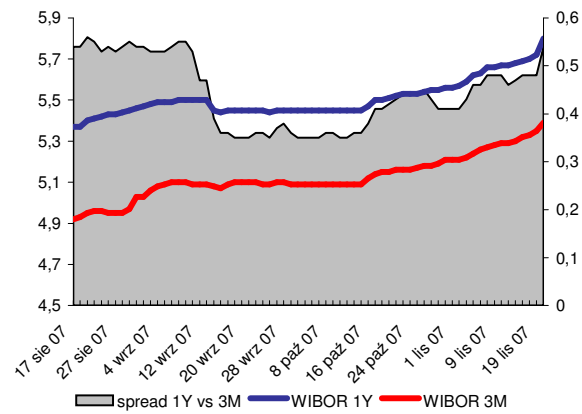
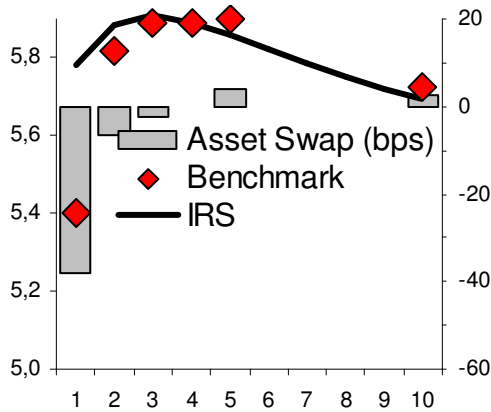
USDPLN		
SPOT	2,4879	2,4899
ATM	BID	ASK
1 W	11,50	12,50
1 M	10,75	11,75
2 M	10,00	11,00
3 M	9,70	10,70
6 M	9,55	10,25
1 Y	9,15	9,85
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,50	0,55
Fly	0,30	0,35



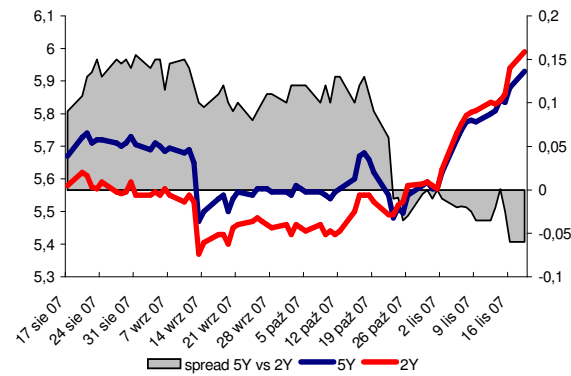
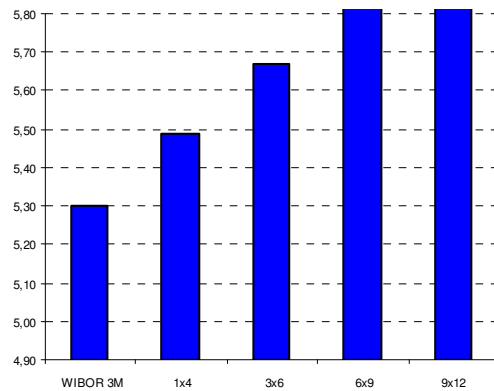
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,88	5,98
2Y	5,99	6,09
3Y	6,00	6,10
4Y	5,96	6,06
5Y	5,92	6,02
6Y	5,86	5,96
7Y	5,81	5,91
8Y	5,78	5,87
9Y	5,73	5,84
10Y	5,71	5,80



depo	BID	ASK
ON	4,80	4,90
1M	4,90	5,10
3M	5,12	5,32
FRA	BID	ASK
1x2	5,26	5,33
1x4	5,42	5,47
3x6	5,60	5,65
6x9	5,78	5,83
9x12	5,83	5,88



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Nowo zarejestrowani bezrobotni	tydz. do 15.11	-	-	-
USA	16:00	Indeks Michigan (finalny)	listopad	-	75 pkt.	80,9 pkt.

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 POPZEDNIEGO 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 UPZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.