



ERNEST PYTLARCYK      TEL. 829 0166  
MARCIN MAZUREK      TEL. 829 0183  
RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI      TEL. 829 1207  
WOJCIECH TRZEPIZUR      TEL. 829 0188  
E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

**Daily Letter****środa, 20 lutego 2008**

STRON: 5

## Makroekonomia

### Produkcja przemysłowa powyżej oczekiwań i wysoki wzrost cen producentów

*Wczorajsze dane można scharakteryzować krótko jako propodwyżkowe (szczególna tu rola wyższych cen producenta).*

Po słabszych danych w grudniu styczeń zdaje się zaprzeczać spekulacjom o gwałtownym spowolnieniu w przemyśle. W styczniu produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 10,8% r/r wobec 6,4% r/r zanotowanych w grudniu. Konsensus prognoz wynosił 6,1% r/r. Należy zwrócić uwagę, że wysoka dynamika agregatu wynika przede wszystkim ze wzrostów w przetwórstwie przemysłowym (11,1% r/r). Dynamika w przetwórstwie przemysłowej tylko w niewielkiej mierze była zakłócona poprzez wysokie wzrosty (zazwyczaj wolatylnej) produkcji samochodów (32,5% r/r, patrz wykres poniżej). Dwucyfrowe dynamiki zanotowano w takich kategoriach jak produkcja sprzętu i urządzeń radiowych i telewizyjnych, maszyn i urządzeń oraz produktów gumowych. Taka struktura wzrostu produkcji przemysłowej wskazuje na 1) silny popyt wewnętrzny oraz niesłabnący eksport oraz 2) efekty inwestycji typu greenfield (choćby fabryki telewizorów).

Ceny producentów wzrosły w styczniu o 2,8% r/r (nasza prognoza 2,6%, konsensus rynkowy 2,1%). Wzrost to przede wszystkim efekt podniesienia cen przetwórstwa przemysłowego (0,5% m/m) oraz górnictwa (10,7% m/m), będących z kolei wynikiem wysokich wzrostów cen węgla kamiennego i brunatnego; zgodnie z oczekiwaniami wzrosły także ceny metali. Relatywnie niski wzrost cen w sekcji "wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę" (2,0% m/m) wskazuje, że "reszta" podwyżek cen energii elektrycznej ujawni się w lutym, kiedy dynamika cen producentów może sięgnąć ponad 3%, dokładając się tym samym do silniejszych oczekiwań na podwyżki stóp.

**Wczorajsze dane można scharakteryzować krótko jako propodwyżkowe (szczególna tu rola wyższych cen producenta).** Wyższa dynamika produkcji to również istotna informacja dla gołębiej części Rady przywiązującej (od początku stycznia) olbrzymią wagę do kwestii szybkiego spowolnienia gospodarczego w Polsce. Oczekujemy kolejnych podwyżek stóp procentowych – w 2008 roku stopa bazowa może wzrosnąć do poziomu 6%. Przesuwamy termin najbliższej podwyżki z marca-kwietnia na luty-marzec. **Argumenty przeciw podwyżce w marcu to tradycyjnie obawa części Rady przed wybiciem z cyklu, wywołaniem oczekiwań na agresywne podwyżki i nadmiernym wzmocnieniem złotego.**

Wczorajsze dane można scharakteryzować krótko jako propodwyżkowe (szczególna tu rola wyższych cen producenta). Wyższa dynamika produkcji to również istotna informacja dla gołębiej części Rady przywiązującej (od początku stycznia) olbrzymią wagę do kwestii szybkiego spowolnienia gospodarczego w Polsce. Oczekujemy kolejnych podwyżek stóp procentowych – w 2008 roku stopa bazowa może wzrosnąć do poziomu 6%. Przesuwamy termin najbliższej podwyżki z marca-kwietnia na luty-marzec.

## Komentarze prof. Sławińskiego i prof. Wojtyny

*W wypowiedziach widać wyraźnie, że po chwilowym zainteresowaniu gospodarką globalną (artykuł prof. Wojtyny) na pierwszy plan powróciły znowu informacje krajowe*

Wczoraj wypowiedzieli się dwaj umiarkowani członkowie RPP: prof. Sławiński i prof. Wojtyna.

Pierwszy z nich uważa, że **RPP znajduje się wciąż w fazie zacieśnienia – skala podwyżek jest jednak trudna do określenia ze względu na niepewność dotyczącą wpływu hamowania strefy euro na polską gospodarkę**. Członek RPP sądzi, że dotychczasowe wzrosty inflacji były powodowane cenami żywności i paliw – **teraz dochodzi jeszcze element cen kontrolowanych, które zwiększają inflację bazową**. Dużym zagrożeniem pozostaje wzrost płac, jednak na razie nie widać efektów drugiej rundy – obserwowane podwyżki wynagrodzeń wynikają z kurczącego się zasobu pracy. Czynnikiem wspierającym politykę pieniężną w walce z inflacją jest mocny złoty.

**Skalę zacieśnienia podaje natomiast prof. Wojtyna – jego zdaniem istnieje przestrzeń na co najmniej jedną podwyżkę. Powinno do niej dojść stosunkowo szybko, gdyż ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest duże**. Z drugiej strony członek RPP uważa, że **sprowadzanie inflacji do celu zbyt szybko mogłoby być taktycznym błędem z uwagi na odmienny charakter szoków inflacyjnych**. Członek RPP obawia się najprawdopodobniej, że „nakładka żywnościowo-paliwowa” oraz efekty podwyżek cen kontrolowanych mogą szybko zniknąć, co pozostawi inflację CPI na relatywnie niskim poziomie (być może zahaczając o groźbę deflacji). **Za rozciągnięciem podwyżek w czasie przemawia także, podobnie jak u prof. Sławińskiego, niepewność odnośnie skutków spowolnienia gospodarczego na zachodzie**.

**W wypowiedziach widać wyraźnie, że po chwilowym zainteresowaniu gospodarką globalną (artykuł prof. Wojtyny w Rz.) na pierwszy plan powróciły znowu informacje krajowe. Co więcej, argumentacja członków wskazuje, że nastąpił dalszy podział w obrębie inflacji bazowej na część powodowaną czynnikami popytowymi oraz tą opartą wyłącznie o ceny kontrolowane (których efekt zdaniem niektórych ekonomistów zgaśnie w wyniku efektów statystycznych w przeciągu roku)**. Stąd też prawdopodobnie wynika brak zdecydowania odnośnie przyszłej skali zacieśnienia oraz apele o rozważność w sprowadzaniu inflacji do celu. **Wypowiedzi są zdecydowanie bardziej umiarkowane od scenariusza nakreślonego przez prof. Filara**. Skłania nas to do stwierdzenia, że podobny punkt widzenia może przyjąć większość w Radzie. Wprawdzie publikacja projekcji inflacyjnej to dogodny moment na zmianę parametrów polityki pieniężnej, to czas od ostatnio dokonanej podwyżki jest sądząc po historii decyzji RPP zbyt krótki. Co więcej, odejście od dwumiesięcznego cyklu generowałoby (według części Rady) oczekiwania na dalsze podwyżki (groźba aprecjacji złotego), chyba że poparte zostałyby łagodniejszym komunikatem. Na to jednak Rada nie może sobie w obecnej chwili pozwolić, gdyż ryzyko wygenerowania niekorzystnych oczekiwań inflacyjnych i wystąpienia efektów drugiej rundy jest zbyt duże.

### Posiedzenie RPP, 27. lutego

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

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5759	2,4290

EUR/USD 1,4715 EUR/JPY 158,65 EUR/PLN 3,5785 USD/PLN 2,4320

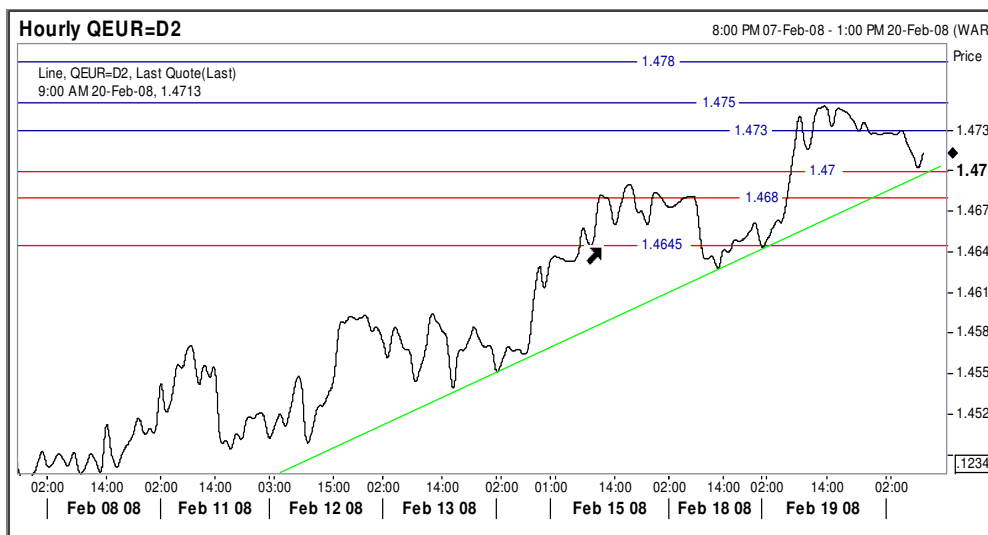
W czasie wczorajszej sesji europejskiej kurs EUR/USD osłabił się z 1,467 do 1,475. Zasadniczym powodem osłabienia amerykańskiej waluty były wzrosty cen ropy i futures na ropę (po tym jak OPEC zapowiedział, że nie zamierza zwiększać wydobycia tego surowca). Sesja dalekowschodnia przyniosła drobną korektę wcześniejszego osłabienia dolara (wraz z realizacją zysków na krótkich pozycjach na jenie). Głębokość tej korekty została ograniczona jednak przez japońskich inwestorów kupujących europejską walutę. Ustabilizowanie się oczekiwań na obniżki stóp w USA (a nawet pewna ich korekta w ostatnich dniach) może spowodować, że słabsze dzisiejsze dane z USA (rozpoczęte budowy domów i pozwolenia budowlane) mogą skutkować głębszymi zmianami na EUR/USD.

Wyższa niż oczekiwano produkcja przemysłowa oraz wypowiedzi Wiceminister Finansów K. Zajdel-Kurowskiej tylko śladowo umocniły polską walutę. Koniec sesji przyniósł nawet nieznaczne osłabienie złotego, który wydawał się podążać za walutami regionu (choć skala osłabienia była dużo mniejsza właśnie ze względu na dobre dane o produkcji przemysłowej). W najbliższym czasie spodziewamy się stabilizacji kursu polskiej waluty wobec euro w przedziale 3,56-3,60. Dziś kluczowe dla złotego oraz walut regionu powinny być amerykańskie dane.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Wyczerpanie trendu (realizacja zysków) ok. 1,4755/60.. prawdopodobna korekta oraz test wsparcia 1,4700/1,4680 (możliwe zlecenia s/l). Ponowne przełamanie 1,4730 (1,4750) sygnalizowałoby powrót do trendu wzrostowego ( z celem na poziomie 1,4850/1,4900).

wsparcie	opór
1,4700	1,4780
1,4680	1,4750
1,4645	1,4730

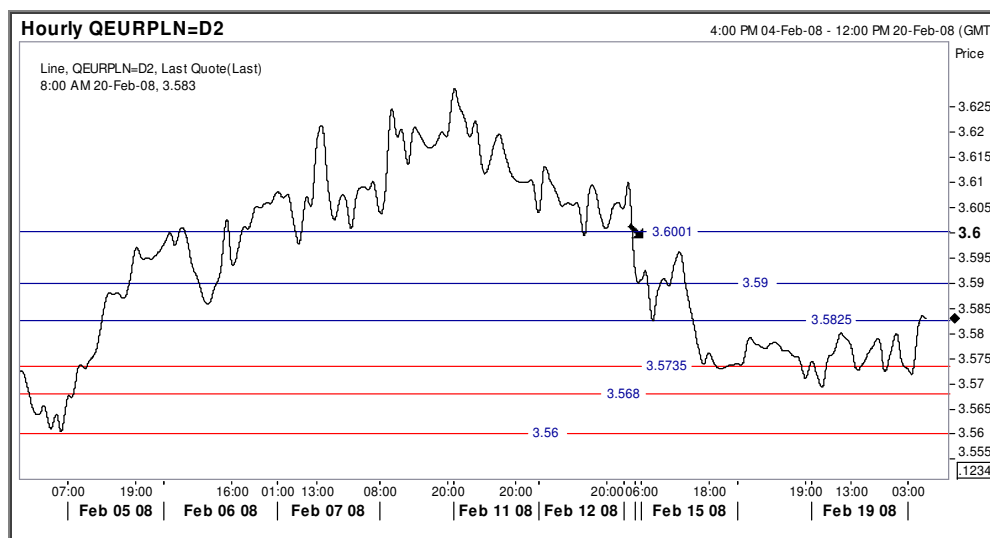


Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Korekta (umocnienie) jena oraz słabsze nastroje na giełdach azjatyckich przyczyniły się do osłabienia rynków wschodzących. Odbicie EUR/PLN od poziomu wsparcia 3,5680/70 sugeruje korektę oraz test poziomów oporu 3,5825/3,5900 (silnym poz. oporu jest 3,60 EUR/PLN).

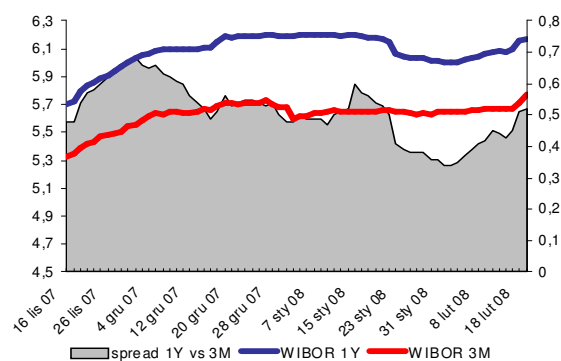
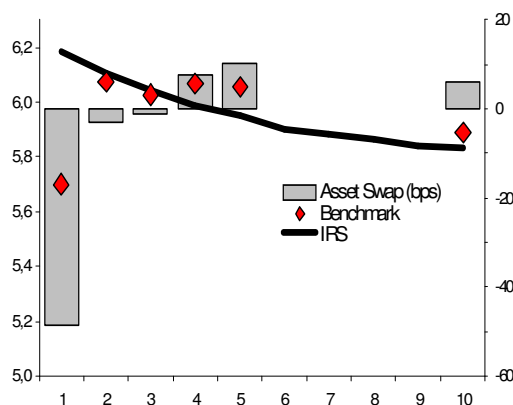
wsparcie	opór
3,5735	3,6000
3,5680	3,5900
3,5600	3,5825



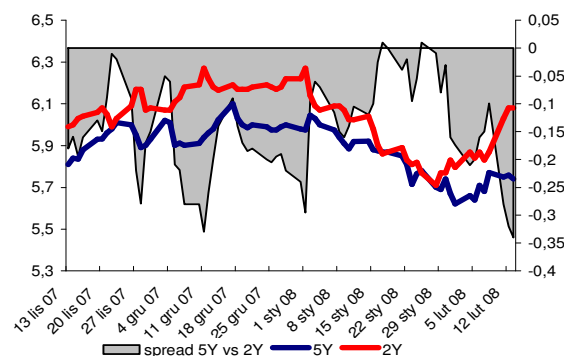
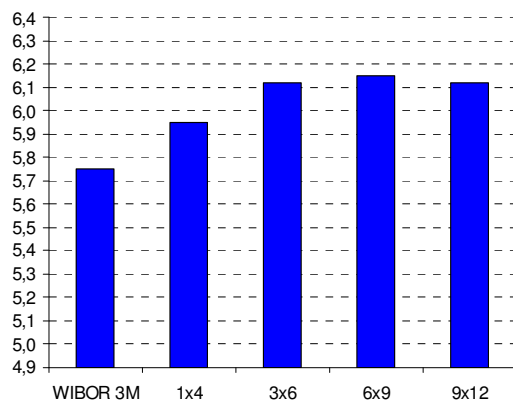
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,16	6,21
2Y	6,08	6,13
3Y	6,02	6,07
4Y	5,97	6,02
5Y	5,93	5,98
6Y	5,88	5,92
7Y	5,86	5,91
8Y	5,84	5,89
9Y	5,82	5,86
10Y	5,81	5,85



depo	BID	ASK
ON	5,18	5,38
1 M	5,32	5,52
3 M	5,55	5,75
FRA	BID	ASK
1x2	5,70	5,75
1x4	5,89	5,95
3x6	6,06	6,12
6x9	6,09	6,15
9x12	6,06	6,12



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
HUN	9:00	Wynagrodzenia brutto r/r	Grudzień	-	9,3%	9,0%
USA	14:30	Inflacja bazowa CPI m/m	Styczeń	-	0,2%	0,2%
USA	14:30	Housing starts	Styczeń	-	1,0 mln	1,01 mln
USA	14:30	Building permits	Styczeń	-	1,04 mln	1,08 mln
USA	20:00	FOMC „Minutes”	Styczeń	-	-	-

## 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 JAKĄKOLWIEK 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.