

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
GER	11:00	Indeks ZEW	kwiecień	-	1,0pkt.	-3,5pkt.

## Makroekonomia

### Lepsze dane o produkcji przemysłowej, potwierdzenie dezinflacji w cenach producentów

**Produkcja przemysłowa.** W marcu produkcja sprzedana przemysłu spadła o 2% r/r (konsensus prognoz wskazywał na co najmniej 6% r/r spadek) wobec 14,3% r/r spadku zanotowanego w lutym. W ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła o ponad 15%. Na lepszy niż oczekiwano odczyt produkcji złożyły się naszym zdaniem następujące czynniki: przesunięcie świąt wielkanocnych względem poprzedniego roku, większa liczba dni roboczych (po odsezonowaniu produkcja spadła o 10,8% r/r) i czynniki o charakterze jednorazowym, takie jak popyt na samochody związany z niemieckim pakietem pomocowym dla przemysłu motoryzacyjnego. Imponujące wzrosty w ujęciu miesięcznym (17,8% wzrosła produkcja w przetwórstwie przemysłowym) w dużym stopniu mogą być związane z odreagowaniem bardzo gwałtownych spadków z początku roku obejmujących przede wszystkim produkcję dóbr kapitałowych (a więc produkcję maszyn i urządzeń, sprzętu transportowego itd.). Nie wydaje nam się, aby dzisiejsze dane zwiastować miały jednak odwrócenie trendu spadkowego w gospodarce. W wielu sektorach mamy wciąż do czynienia z wyraźnym przeinwestowaniem i nie należy spodziewać się dna cyklu przed II połową 2009. Wydaje nam się również, że dopiero w kolejnych kwartałach wyraźniej zaznaczy się pozytywny wpływ osłabienia złotego na sferę podaźową gospodarki.

Co do perspektyw kilkumiesięcznych oczekujemy dalszych dwucyfrowych spadków produkcji w kolejnych miesiącach (pozytywne efekty bazowe z marca działają w kwietniu dokładnie w odwrotnym kierunku).

**PPI.** W marcu ceny producentów zwiększyły się o 0,1% w ujęciu miesięcznym, co odpowiada wzrostowi o 5,6% w ujęciu rocznym (konsensus rynkowy 5,8%) wobec 5,7% po rewizji przed miesiącem.

Impuls związany z podwyżkami cen energii okazał się znacznie krótszy niż pierwotnie zakładaliśmy, co pozwoliło na utrzymanie się cen produkcji sprzedanej przetwórstwa przemysłowego na niezmiennym poziomie wobec poprzedniego miesiąca. Jest to wyraźne potwierdzenie nasilających się tendencji dezinflacyjnych w gospodarce: mimo znacznej presji kosztowej (podwyżki cen energii, efekty słabszego kursu walutowego) przedsiębiorstwa nie

zdecydowały się na dalsze podniesienie cen. Zmniejszenie wykorzystania mocy wytwórczych, obniżenie dynamiki kosztów pracy a także uspokojenie sytuacji na rynku walutowym będą skutkować obniżeniem dynamiki cen producentów w najbliższych miesiącach (niewykluczone, że przez kilka miesięcy z rządu będziemy świadkiem spadków cen producenta w ujęciu miesięcznym), zgodnie z trendem obserwowanym na wskaźnikach koniunktury.

Dane zostały zignorowane przez rynek.

## Komentarze członków RPP

Dane o produkcji przemysłowej umocniły obóz jastrzębi (**Noga, Filar**) w przekonaniu, że w kwietniu i maju powinna nastąpić przerwa w obniżkach stóp. Ocena pola do dalszych obniżek będzie zdaniem tych członków możliwa za 2 miesiące, czyli wynikać będzie prawdopodobnie głównie z najnowszej projekcji inflacyjnej. W wypowiedzi Filara pojawia się także explicite nawiązanie do realnej stopy procentowej, która w przypadku obniżki w kwietniu stałaby się ujemna, na co Rada nie jest jeszcze gotowa.

Lepsze dane wprowadziły także pewne zaniepokojenie w obozie gołębi. Choć **M. Pietrewicz** pozostał na swoim wcześniejszym stanowisku, wskazując na konieczność dalszych obniżek (na razie bez żadnej przerwy) z uwagi na słabe perspektywy gospodarcze, pewne objawy niezdecydowania pojawiły się w przypadku **Owsiaka** oraz **Czekaja**. Pierwszy z członków stwierdza wprawdzie, że istnieje pole do dalszych obniżek stóp (z decelową stopą procentową na poziomie około 3%), jednocześnie nie wyklucza jednak przerwy w obniżkach w kwietniu. Z kolei Czekaj wskazuje, że dane o produkcji przemysłowej były lepsze od oczekiwań i zostaną wzięte pod uwagę przez Radę – z tego względu „wszystko jest możliwe, jeśli chodzi o decyzje RPP”.

Choć w obecnym momencie kwietniowa obniżka nie jest jeszcze przesądzona, jej losy zostaną prawdopodobnie ustalone przez publikację danych o sprzedaży detalicznej (oczekujemy ujemnego odczytu, poniżej rynkowego konsensusu), co sugerował wcześniej sam Czekaj. Bez względu na najbliższą decyzję, oczekujemy dalszych obniżek ze strony RPP na co pozwalają będzie obniżająca się inflacja oraz utrzymanie niskiego poziomu aktywności gospodarczej. **Oczekujemy, że w ciągu najbliższych kilku miesięcy stopy procentowe zostaną obniżone do 3-3,25%.**

## Stopy procentowe na Węgrzech bez zmian

Narodowy Bank Węgier (NBH) nie zdecydował się wczoraj na zmianę stóp procentowych – główna stopa pozostała na poziomie 9,5%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi.

Komunikat po posiedzeniu można uznać za wyjątkowo zbilansowany – po raz pierwszy od wielu miesięcy decyzja o stopach procentowych zapadła przy uwzględnieniu ścieżki inflacji a nie tylko perspektyw wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej. Choć zacieśnienie fiskalne ze strony nowego rządu (podwyżki podatku VAT, ograniczenie wydatków przy jednoczesnym zmniejszeniu obciążeń podatkowych dla sektora przedsiębiorstw) w połączeniu z perspektywą niskiego wzrostu gospodarczego pozwala na ewentualne rozluźnienie polityki pieniężnej, istotną zmienną decyzyjną jest także inflacja, która w ostatnich miesiącach wzrosła z uwagi na osłabienie forinta, a jej przyszła ścieżka zostanie

istotnie podwyższona przez zmiany podatków pośrednich. Choć wydaje się, że w obecnej fazie cyklu zagrożenie ze strony wyższej inflacji nie jest aż tak poważne, istnieje także poważne ryzyko implementacji reform gospodarczych, których fiasko może obniżyć pole manewru dla polityki pieniężnej, a także spowodować dalsze niekontrolowane osłabienie forinta.

Do czasu wyjaśnienia przyszłych losów zaplanowanych reform prawdopodobnie nie dojdzie do zmian w parametrach polityki pieniężnej. Pomocna dla decydentów okaże się prawdopodobnie projekcja inflacyjna, która zostanie opublikowana w maju (nieoficjalna wersja będzie najprawdopodobniej zawierać stress-testy dla gospodarki węgierskiej w przypadku różnych scenariuszy dotyczących tempa wprowadzania reform przez rząd Banjaia).

## Posiedzenie RPP, 29. kwietnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Stopy bez zmian	<b>70%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>30%</b>
Obniżka o 50 bps	<b>0%</b>

\* OIS – Overnight Index Swap

## Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
<b>JUN9</b>	<b>49,89</b>	<b>0,01</b>
<b>JUL9</b>	<b>51,14</b>	<b>0,14</b>
<b>AUG9</b>	<b>52,23</b>	<b>0,07</b>

Data: 2009-04-21

Godzina: 8:28:05

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
4,3592	3,3600

EUR/USD 1,2919 EUR/JPY 126,57 EUR/PLN 4,4188 USD/PLN 3,4179

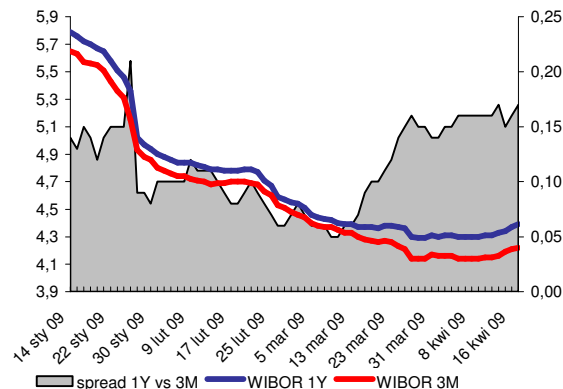
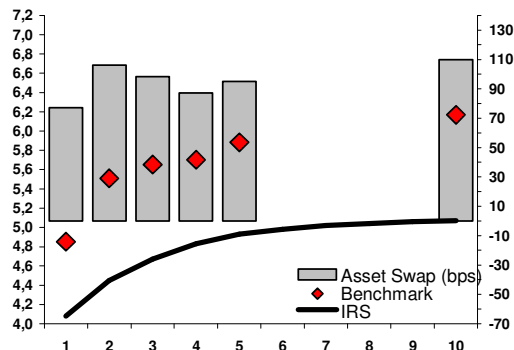
*W pierwszej części sesji europejskiej dolar lekko się osłabiał, po czym nastąpiło umocnienie związane ze spadkiem indeksów giełdowych. Koniec sesji amerykańskiej i początek azjatyckiej przyniosły stabilizację w okolicach 1,292 i umocnienie euro w końcowej części sesji. Dzisiejsze otwarcie sugeruje korektę ostatniego ruchu w górę EURUSD – z uwagi na lepszy indeks ZEW będzie ono prawdopodobnie krótkotrwałe.*

*Wczorajsza sesja na złotym zakończyła się gwałtowną korektą ostatnich wzrostów wartości polskiej waluty. Między innymi obserwowaliśmy powrót korelacji złotego i indeksów giełdowych. Duży wpływ na osłabienie z 3,30 do poziomu 4,42 miało osłabiające się euro wobec dolara. Wczorajszy ruch na złotym traktujemy jednak jako lokalnej korektę i okazję do zajmowania w polskiej walucie długich pozycji. Wydaje nam się, że rośnie liczba*

inwestorów wyróżniających złotego w koszyku CEE. Takie podejście może przełożyć się już w najbliższych dniach na ponowne testowanie poziomów poniżej 4,23 wobec euro.

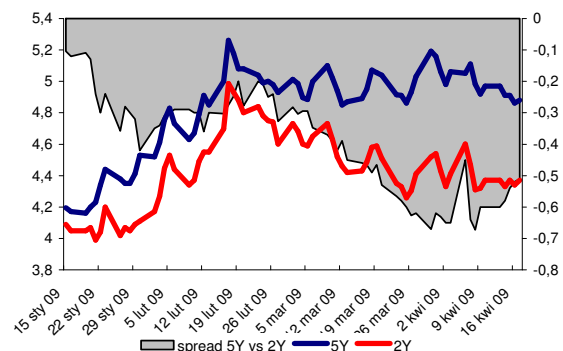
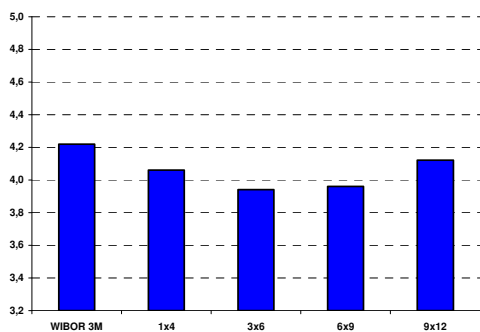
## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,03	4,13
2Y	4,40	4,50
3Y	4,62	4,72
4Y	4,78	4,88
5Y	4,88	4,98
6Y	4,93	5,03
7Y	4,97	5,07
8Y	4,99	5,09
9Y	5,01	5,11
10Y	5,02	5,12



depo	BID	ASK
ON	2,55	2,85
1M	3,45	3,65
3M	4,05	4,25

FRA	BID	ASK
1x2	3,55	3,61
1x4	4,03	4,06
3x6	3,90	3,94
6x9	3,92	3,96
9x12	4,08	4,12



### 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 UPRZEDNIEGO 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 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 OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, J EGO 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 UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.