

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 0 22 829 0188

E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 7

Daily Letter**wtorek, 20 października 2009****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Housing starts SAAR	Wrzesień	-	607tys.	598tys.
USA	14:30	Housing permits SAAR	Wrzesień	-	590tys.	590tys.
USA	14:30	PPI m/m	Wrzesień	-	0,1%	1,7%

Makroekonomia**Dobre dane o produkcji przemysłowej. Spadek dynamiki cen producentów.**

We wrześniu produkcja przemysłowa spadła o „jedyne” 1,3% r/r (konsensus prognoz - 2,4% r/r). Po uwzględnieniu czynników sezonowych spadek wyniósł 2,1% r/r wobec 3,1% spadku zanotowanego w sierpniu. We wrześniu zanotowano spadki w 17 spośród 34 sekcji. Obejmują one m.in. produkcję metali, pojazdów samochodowych, maszyn i urządzeń i wydają się być coraz łagodniejsze. Z kolei wzrosty notowane są od wielu miesięcy w przemyśle spożywczym, produkcji elektroniki i komputerów.

Dzisiejsze dane niwelują powstały w poprzednim miesiącu rozdźwięk między wskaźnikami wyprzedzającymi i „twardymi danymi”. W połączeniu z najnowszym, opublikowanym dzisiaj, zestawem badań koniunktury NBP (wszystkie wskaźniki w górę) wskazują one na kontynuację fazy wczesnego ożywienia w polskiej gospodarce. **Na podstawie prawie pełnego zestawu danych miesięcznych za III kw. szacujemy, że dynamika PKB mogła znacząco przekroczyć tą zanotowaną w II kw. 2009, czyli 1,1% r/r.**

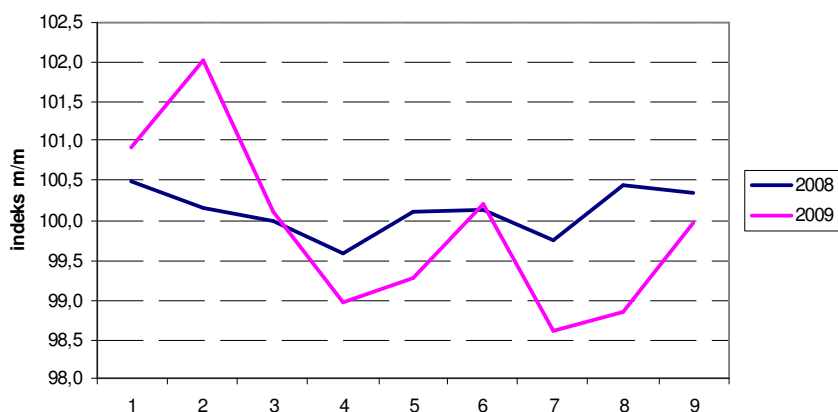
We wrześniu zanotowano 5,7% r/r wzrost produkcji budowlanej wobec 11,0% zanotowanych w sierpniu. Dane te nadal wskazują na polepszające się perspektywy dla inwestycji w kolejnych kwartałach. Spadki dynamiki produkcji to przede wszystkim efekt zmiany struktury jej wzrostu – realizowanych jest coraz więcej inwestycji infrastrukturalnych, pogłębiają się spadki w mieszkaniówce (w kolejnych miesiącach można jednak poszukiwać symptomów odwrócenia tej tendencji wraz z normalizacją sytuacji na rynku kredytowym oraz dalszym wzrostem optymizmu konsumentów).

Silna dezinflacja w cenach producentów

We wrześniu ceny producentów kontynuowały spadki w ujęciu miesięcznym. 0,2% obniżka cen w porównaniu z sierpniem przełożyła się na wzrost cen w ujęciu rocznym o 1,6% - sporo poniżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy (odpowiednio 2,2% oraz 2,3%). Znaczna obniżka dynamiki rocznej cen producentów wynika po części ze znacznej

rewizji poprzednich danych (o 0,3% w dół, już trzeci miesiąc z rzędu) oraz czynników o charakterze jednorazowym (trudny do wytłumaczenia aż 3,7% miesięczny spadek cen w kategorii koksu i produktów rafinacji ropy naftowej).

Porównanie miesięcznej dynamiki cen producentów w 2008 i 2009 roku w kolejnych miesiącach



Silne efekty dezinflacyjne widoczne są jednak również po stronie cen w przetwórstwie przemysłowym po wyłączeniu silnie zmiennego koksu (co można uznać w pewnym sensie za bazowy wskaźnik PPI). Dynamika cen producentów liczona w ten sposób obniżyła się do 0,4% w ujęciu rocznym z 0,7% w miesiącu poprzednim (porównanie miesięcznych dynamik w kolejnych miesiącach 2008 i 2009 roku prezentujemy na poniższym wykresie). Choć dynamika obniżek cen słabnie, dezinflacyjne tendencje utrzymują się w kolejnych miesiącach a zaburzeń w spadkowym trendzie możemy na razie oczekiwać wyłącznie ze strony cen surowców oraz kursu walutowego.

Bezpośrednim efektem publikacji danych o produkcji i PPI było umocnienie złotego. Wydaje się nam, że bardziej długofalowym skutkiem coraz lepszych danych dla sfery realnej będzie poza dalszym umocnieniem polskiej waluty również kompresja premii za ryzyko obecnej w rentownościach polskich papierach (zawężenie spreadów do obligacji niemieckich). Ze względu na perspektywy obniżenia inflacji (głównie ze względu na efekty bazowe, silne spadki cen producentów) lepsze dane ze sfery realnej nie powinny się już teraz przełożyć na oczekiwania co do szybszego zacieśnienia polityki monetarnej. Nasz krótkookresowy scenariusz dotyczący kształtowania się oczekiwań na zacieśnienie monetarne zdają się wspierać kolejne wypowiedzi członków RPP. W piątek J. Czekaj widział szanse obniżek w przyszłym roku, dziś S. Owsiak podkreślił, że stopy powinny pozostać bez zmian przez 6-7 kwartałów.

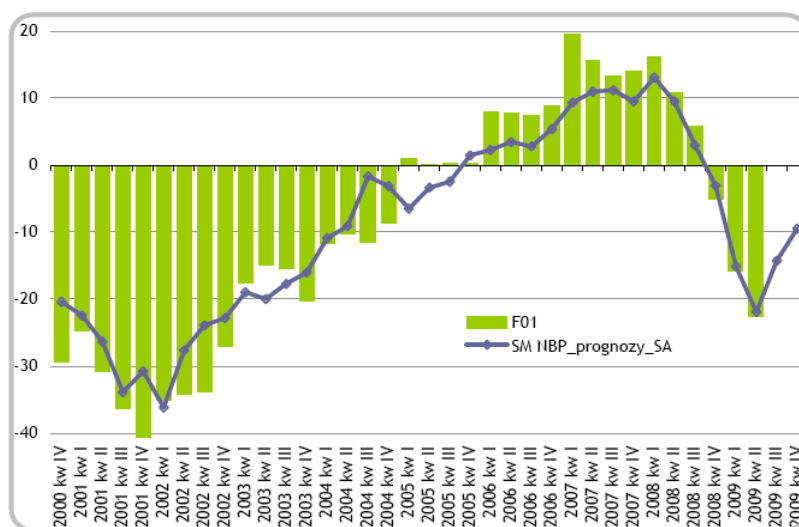
Kolejne bardzo korzystne badania koniunktury NBP

Opublikowane wczoraj badania koniunktury NBP (dotyczące III kwartału z prognozą na IV kwartał, przeprowadzone na próbie 892 przedsiębiorstw niefinansowych reprezentujących wszystkie sekcje PKD) pokazały poprawę sytuacji w gospodarce niemal we wszystkich obszarach działalności gospodarczej. Większość publikowanych wskaźników koniunktury dno w bieżącym

cyklu osiągnęła na początku roku a kolejne kwartały przynosiły z reguły poprawę występujących tendencji. Z uwagi na kompleksowy charakter badania (przekładający się automatycznie na objętość opracowania) skupiamy się wyłącznie na wybranych kwestiach: rynku pracy, inwestycjach oraz działalności eksportowej.

Po szybkim pogorszeniu sytuacji na rynku pracy na przełomie 2008 i 2009, na polu tym następuje wyraźna poprawa (patrz rysunek poniżej). Na szczególną uwagę zasługują dwa fakty. Po pierwsze poziomy wskaźników zatrudnienia znajdują się obecnie w wyraźnie rosnącym trendzie oraz znacznie powyżej poziomów odnotowanych podczas poprzedniego spowolnienia. Okazuje się, że redukcje kosztów w przedsiębiorstwach znacznie częściej dotyczyły sfery produkcji i sprzedaży niż kosztów zatrudnienia – faktycznie więc zjawisko chomikowania zatrudnienia (labor hoarding) o którym wspominał wczoraj M. Noga może mieć miejsce. Co więcej, duża liczba przedsiębiorstw korzysta z rządowego pakietu anty kryzysowego, a głównie – elastycznego czasu pracy. W ten sposób brak większych redukcji zatrudnienia został skompensowany skróceniem tygodnia pracy i szybkim hamowaniem płac. Co ciekawe, wraz z poprawą prognoz zatrudnienia następuje też poprawa prognoz płac. Odnotowano zarówno spadek odsetka firm obniżających płace, jak i wzrost odsetka podmiotów planujących dokonać podwyżek. Podwyżki wynagrodzeń zamierzają głównie duże przedsiębiorstwa. Uważamy, że tendencja ta może się szybko nasilać wraz z rozpędzaniem sfery popytowej gospodarki.

PLANY ZATRUDNIENIA - III KW. 2009 R.



Rys. 46 Wskaźnik prognoz zatrudnienia (saldo odpowiedzi „wzrost” i „spadek”; odsezonowane) a saldo zatrudnienia wg F01 (% firm zwiększających w ciągu roku zatrudnienie minus % zwiększających; zmiany o co najmniej 1%)

Co do działalności inwestycyjnej, niskie wykorzystanie mocy wytwórczych (oprócz budownictwa we wszystkich sekcjach kształtuje się poniżej historycznej średniej) na razie skutecznie zniechęca przedsiębiorstwa do rozbudowy aparatu produkcyjnego. Stąd też wyraźny pesymizm utrzymuje się wśród producentów dóbr inwestycyjnych. Niemniej jednak, widoczna jest poprawa w tym zakresie w porównaniu do początku roku. Z kolei w twardych danych widzimy (budownictwo), że inwestycje prywatne zastępowane są na

razie z powodzeniem przez inwestycje publiczne, co zapewnia efektywne wykorzystanie zasobów pracy (Polska jest jak dotąd liderem w wydawaniu środków UE w ramach perspektywy 2007-2013).

Odnosnie działalności eksportowej niski popyt zagraniczny rekompensuje relatywnie wysoka, mimo zanotowanego w ostatnich dwóch kwartałach spadku, opłacalność sprzedaży zagranicznej związana wciąż z korzystnym dla eksporterów kursem złotego, zwłaszcza względem euro. Uważamy, że konkurencyjność cenowa – choć ważna na wstępnym etapie dostosowań i łagodząca równowagę gospodarki – będzie w kolejnych miesiącach odgrywać mniejszą rolę. Polski eksport skorzysta natomiast najprawdopodobniej z globalnego cyklu, z większą kontrybucją handlu wewnątrzgałęziowego.

Jako podsumowanie powyższych kwestii cytujemy bezpośrednio jeden z wniosków z raportu: „Spośród firm, które zetknęły się ze skutkami kryzysu, większość w najbliższych miesiącach spodziewa się poprawy sytuacji bądź już przezwyciężyła trudności”.

Posiedzenie RPP, 28. października

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

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	4,199
USD/PLN	2,811
CHF/PLN	2,772

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,497
EUR/JPY	135,700
EUR/PLN	4,164
USD/PLN	2,781
CHF/PLN	2,751

Początkowe tendencje dolara do umocnienia z sesji europejskiej i amerykańskiej doprowadziły EURUSD blisko poziomów 1,483 – handel przebiegał głównie pod dyktando oczekiwań na kolejne werbalne interwencje odnośnie siły euro, dokonywane przez ministrów finansów strefy euro. Dalsze komentarze członków Fed, potwierdzające niski poziom stóp procentowych przez długi okres czasu zaważyły na walucie amerykańskiej, która w sesji azjatyckiej osłabiła się do 1,4994 jednak kluczowy psychologiczny poziom 1,50 nie został złamany. Dziś kluczowe dane z amerykańskiego rynku domów (część podażowa – budownictwo); jeśli dojdzie do pozytywnego zaskoczenia niewykluczone, że notowania EURUSD przekroczą 1,50.

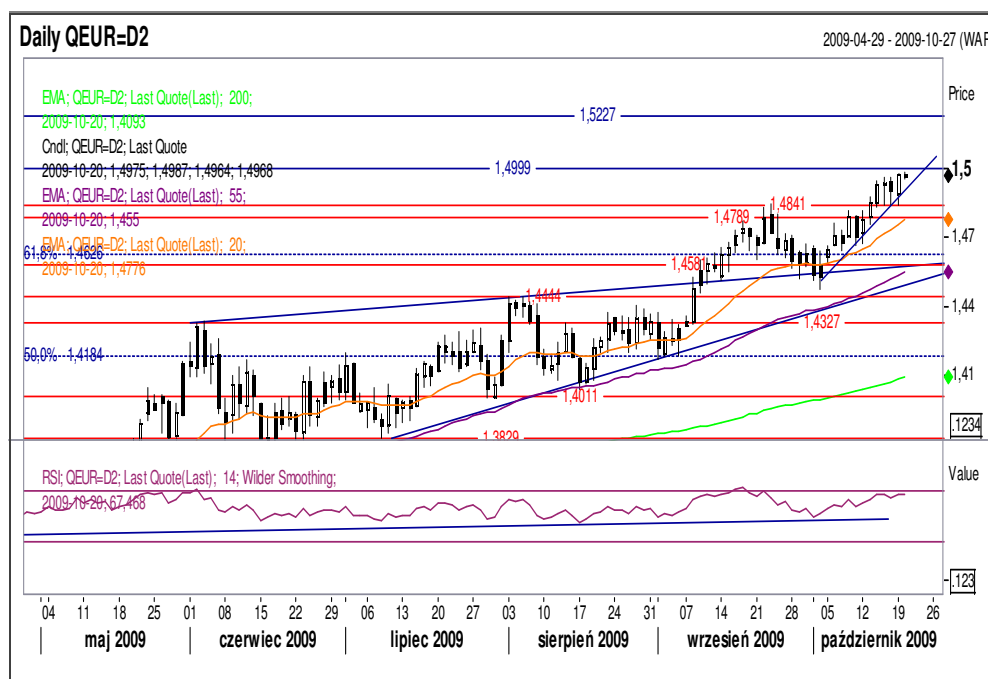
Umocnienie złotego. Przez większą część wczorajszej sesji mieliśmy wrażenie, że przy każdym zejściu EURPLN w okolice 4,19 pojawia się podaż polskiej waluty. Mechanizm taki może mieć związek z hedgowaniem znacznej ekspozycji w polskiej walucie. Od 14.00 po publikacji danych o produkcji sentyment na EURPLN uległ znacznej poprawie. Kolejnym czynnikiem okazały się wzrosty na amerykańskich indeksach giełdowych i zbliżenie EURUSD do poziomu 1,5000. Złoty zakończył więc sesję na poziomach zbliżonych do 1,6400 wobec euro. Rewizje przez banki prognoz PKB w górę (wydaje nam się, że takie skutki pociągnie za sobą wczorajsza publikacja danych o produkcji) mogą dodatkowo poprawić sentyment na

polskiej walucie w kolejnych dniach.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Przebity opór na poziomie 1,4965. Silne momentum (RSI na poziomie 70). Testowanie poziomu 1,5000 to kwestia najbliższych godzin. Cel dla EURUSD to poziom 1,5225 (Fibo). Dopiero przebicie w dół średniej 20 dniowej (1,4750) może sygnalizować głębszą korektę ostatniego umocnienia euro.

Wsparcie	Opór
1,4841	1,5284
1,4790	1,5225
1,4580	1,5000



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Wczorajsze niższe zamknięcie potwierdza przebicie ograniczenia krótkookresowego trendu deprecyjnego. Kolejny poziom to 4,12 i Fibo na poziomie 4,06.

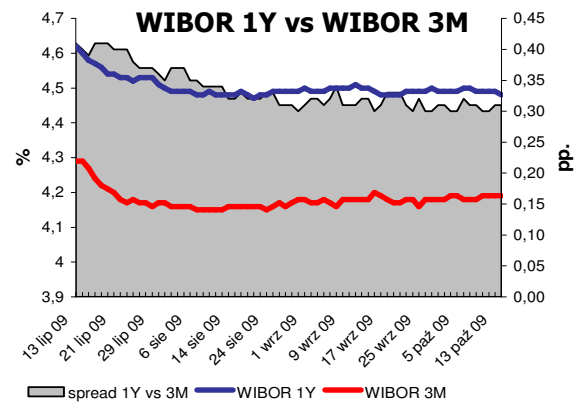
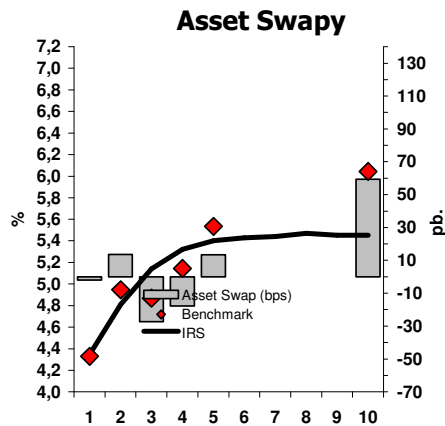
Wsparcie	Opór
4,0616	4,4200
4,0000	4,2964
3,89/85	4,2700



Źródło: Reuters

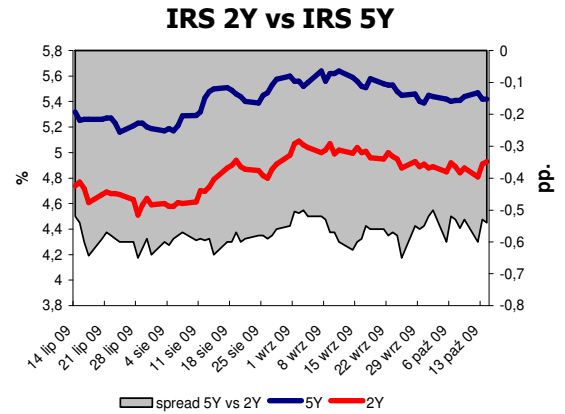
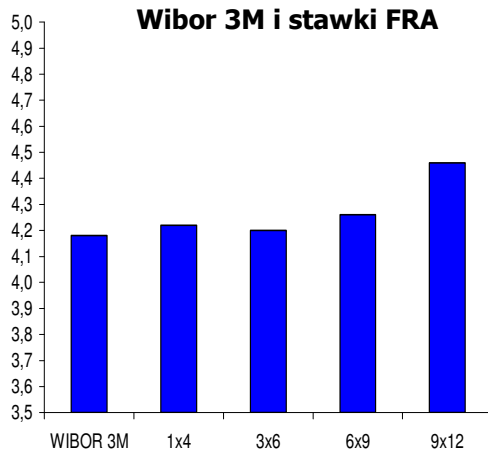
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,31	4,39
2Y	4,79	4,83
3Y	5,12	5,16
4Y	5,30	5,34
5Y	5,38	5,42
6Y	5,41	5,45
7Y	5,42	5,46
8Y	5,43	5,51
9Y	5,43	5,47
10Y	5,43	5,47



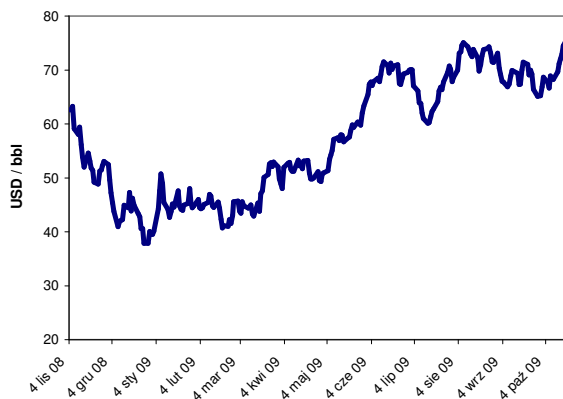
depo	BID	ASK
ON	2,59	2,89
1M	3,32	3,52
3M	3,95	4,18

FRA	BID	ASK
1x2	3,51	3,57
1x4	4,16	4,22
3x6	4,16	4,20
6x9	4,22	4,26
9x12	4,42	4,46

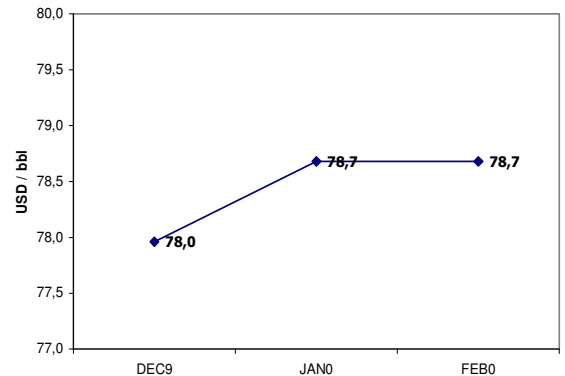


Surowce: ropa naftowa

Indeks cen ropy naftowej



Ropa brent: krzywa terminowa



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. BRE BANK S.A. (LUB JEGO PRACOWNICY) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. 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 UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.