



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA  
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



JACEK KOTŁOWSKI TEL. 829 0183  
ERNEST PYTLARCZYK TEL. 829 0166  
ARTUR ULBRICH TEL. 829 1207  
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188  
E-MAIL: research@brebank.com.pl

**Daily Letter**

**wtorek, 20 marca 2007**

STRON: 4

## Makroekonomia

### Produkcja przemysłowa w lutym bliska oczekiwaniom

*Dynamika produkcji  
powinna utrzymać się na  
poziomie zbliżonym do  
12%*

*Wzrost PKB w I kw.  
może wynieść nawet  
7,2% r/r*

*Wzrost PPI związany z  
cenami surowców, ale i  
wzrostami cen w innych  
kategoriach*

Według danych GUS produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 12,9% r/r (spadek o 2,1% m/m). Lutowy wynik jest wprawdzie nieznacznie gorszy niż konsensus prognoz (13,3%) i wynik styczniowy (15,6%), jednak nadal jest to wynik bardzo dobry; **wzrost produkcji w przetwórstwie przemysłowym wyniósł 15,8% r/r**, a o niższej dynamice całości produkcji zadecydowały głównie wyniki górnictwa (spadek o 4,4% r/r) i wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną i gaz (spadek o 4% r/r). Sądzymy, że w przyszłych miesiącach dynamika produkcji sprzedanej przemysłu utrzyma się na poziomie zbliżonym do 12% (na koniec 2006 dynamikę tą oceniano na około 10,5%).

**Luty był również drugim z rzędu miesiącem z bardzo wysoką, 57,1% r/r, dynamiką produkcji budowlanej.** Częściowo wzrosty te można jednak tłumaczyć korzystnymi warunkami atmosferycznymi, jednak boom w budownictwie jest zjawiskiem niezaprzeczalnym.

Sądzymy, że wzrost PKB w I kw. może wynieść nawet 7,2% r/r, z wysoką kontrybucją przemysłu i budownictwa do wartości dodanej (przy czym trzeba pamiętać o stosunkowo niedużym udziale budownictwa w łącznej wartości dodanej w I kw.).

Ceny producenta wzrosły w lutym o 0,3% m/m, co daje roczną dynamikę 3,6% (3,1% r/r w styczniu po rewizji w górę) i przewyższa konsensus (3,2%) oraz naszą prognozę (3,4%). Z jednej strony przyspieszenie dynamiki PPI jest związane z mniej korzystnym przebiegiem cen surowców – w lutym wzrosły ceny hurtowe paliw (3,4% m/m), w porównaniu z poprzednimi miesiącami wyraźnie wyhamowały również spadki cen metali. Nałożyły się jednak na to również wzrosty cen w znacznej części innych kategorii, roczny wzrost cen w przetwórstwie przemysłowym wzrósł do 3,0% (2,3% w styczniu). Ze względu na niekorzystną bazę roczny PPI prawdopodobnie osiągnął już najwyższy poziom w tym roku. Wg naszych wstępnych szacunków w marcu dynamika PPI może być nieznacznie niższa – 3,4% r/r, w kwietniu prawdopodobnie spadnie do ok. 2%. W miesiącach letnich bardzo prawdopodobny jest spadek poniżej 1%. Wyższy od oczekiwań przebieg PPI oznacza jednak, że prawdopodobieństwo deflacji w lecie jest niskie.

**Wczorajsze dane są kolejnym sygnałem wskazującym, że luka popytowa w polskiej gospodarce ulega stopniowemu domknięciu.** Warto przypomnieć, że w ostatnim komunikacie RPP dość wyraźnie podkreśliła zagrożenie dla inflacji ze strony wysokiego tempa wzrostu gospodarczego i domykającej się luki popytowej. Dlatego **sądzymy, że dobre dane o produkcji zwiększają prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych. Pomimo tego szanse na podwyżkę w kwietniu są naszym zdaniem cały czas mniejsze niż 50%.** Z kolei wysoki PPI ze względu na wysoki poziom marż nie powinien przełożyć się na dynamikę cen detalicznych i przez Radę powinien zostać zinterpretowany neutralnie.

## Wypowiedzi członków RPP

*Większość wczorajszych wypowiedzi członków RPP potwierdza wcześniejsze oceny*

*Prof. Filar i Noga za podwyżkami stóp, prof. Wojtyła powtórzył, że horyzont możliwej podwyżki przesunął się na I połowę roku, S. Nieckarz uważa, że presja inflacyjna pozostaje łagodna, prof. Owsiak niepewny*

Wczorajszy dzień obfitował w wypowiedzi członków RPP. W większości przypadków wypowiedzi nie stanowiły zaskoczenia i potwierdzały wcześniejsze oceny poglądów członków RPP.

**Prof. D. Filar sądzi, że wzrostowy trend inflacyjny zostanie utrzymany**, a gdyby „nachylenie trendu inflacyjnego się utrzymało, to w II połowie przyszłego roku CPI wyraźnie przekroczy 2,5%”. W takiej sytuacji reakcja RPP może być jedna, przy czym prof. Filar uważa, że jest jeszcze szansa, aby wystarczyły podwyżki nieduże, rozdzielone 3-4 miesiącami przerwy.

Podobną ocenę przedstawił **prof. M. Noga – komentując wczorajsze dane stwierdził on, że wysokie tempo wzrostu cen producenta przemawia za podwyżką stóp procentowych.**

**Prof. A. Wojtyła powtórzył oceny przedstawione w ub. tygodniu – ostatnie dane o wzroście gospodarczym czy wzroście wynagrodzeń przybliżają możliwą podwyżkę stóp na I połowę roku**, a Rada dużą wagę przyłoży do publikowanej w kwietniu projekcji inflacyjnej.

Przeciwną opinię przedstawił **S. Nieckarz – jego zdaniem presja inflacyjna pozostaje łagodna** i „nie ma sygnałów, by wzrosła w ciągu najbliższych 12 miesięcy”, w związku z czym nie należy oczekiwać szybkiej podwyżki stóp.

**Prof. S. Owsiak wreszcie uważa, że Rada nie może podejmować zbyt pochopnych decyzji, które mogłyby zdusić wzrost gospodarczy, choć przyznaje on, że ewentualna podwyżka o 25 bps miałyby znaczenie psychologiczne**, nie powinna natomiast wywrzeć istotnego wpływu na realną sferę gospodarki. Widzi on rosnące zagrożenia dla inflacji – ze strony rynku pracy czy krótkoterminowej presji ze strony wysokich inwestycji, jednak nie jest on pewny, czy te czynniki ryzyka zaczną oddziaływać silniej w najbliższym czasie (w dość obszernym wywiadzie przedstawia on liczne argumenty w obie strony). Wypowiedź prof. Owsiaka wskazuje na jego dużą niepewność co do oceny perspektywy inflacyjnych w horyzoncie oddziaływania polityki monetarnej, nie można wykluczyć, że w decyzji w sprawie stóp procentowych przyłączy się on do przedstawicieli „środka Rady”, którzy w ostatnim czasie zastrzyli ton swoich wypowiedzi.

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8778	2,9170

**Dzisiejsze poziomy otwarcia:** EUR/USD 1,3306, EUR/PLN 3,8624 USD/PLN 2,9026 (-19,84% wzg. koszyka).

*Po kontynuacji wzrostów na giełdach; indeks Nkkei wzrósł o 0,9%, jen słabszy wobec dolara,. Coraz częściej pojawiają się jednak opinie, że osłabienie jena spowodowane jest popytem japońskich importerów na dolara.*

*Kurs EUR/USD b. stabilny przed jutrzejszą decyzją Fedu. Perspektywy dla dolara pozostają jednak negatywne i możliwe testowanie poziomu 1,3340 w najbliższym czasie. Kluczowe czynniki wpływające na kurs to sytuacja na amerykańskim rynku nieruchomości i jej wpływ na wzrost gosp. oraz decyzja Fedu. Każdy mniej jastrzębi komentarz może spowodować dalsze osłabianie dolara.*

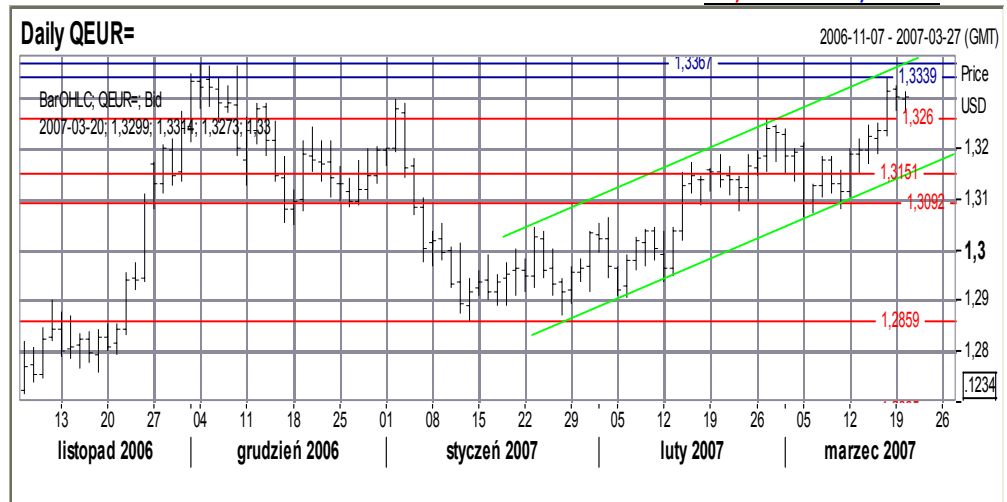
Złoty umacnia się zmierzając w kierunku 3,85-3,86 za euro. Powodem umocnienia jest rewaluacja słowackiej korony, i wzrosty na giełdach i uspokojenie na rynkach kapitałowych.

Czynnik słowacki przyczynił się również do wzmocnienia forinta do poziomu 245,25 wobec euro, najsilniejszego poziomu od września 2005. Na chwilę obecna rewaluacja forinta, wzorem słowackiej korony wydaje się jednak mało prawdopodobna. Rynek złotego praktycznie zignorował natomiast wypowiedź prof. Nogi z RPP, tradycyjnie przepowiadającego podwyżki stóp procentowych.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

EUR/USD tradowany będzie w przedziale 1,3280 i 1,3340 (wsparcie i opór z ostatnich godzin).

wsparcie	opór
1,3280	1,3340
1,3200	1,3367
1,2859	1,348



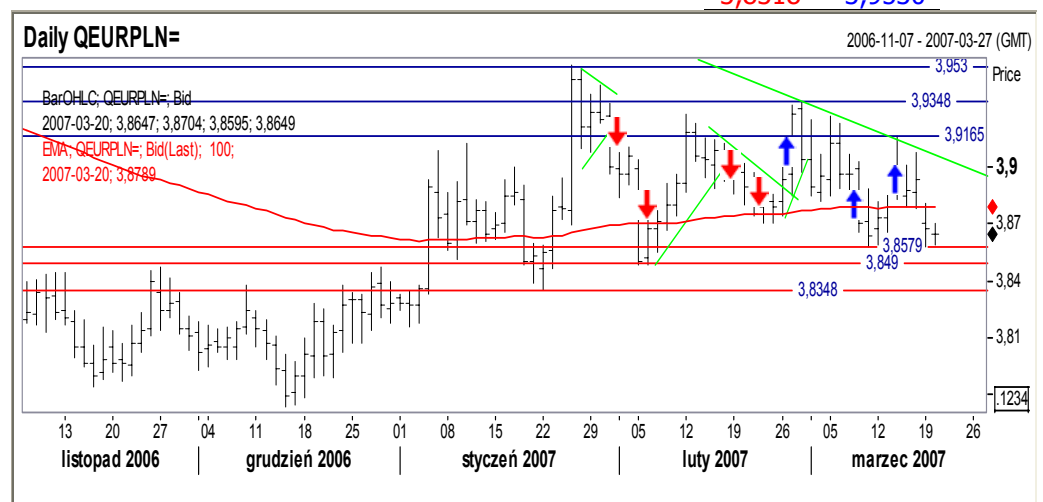
Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

	EURPLN	
SPOT	2,9041	2,9055
<b>ATM</b>	<b>BID</b>	<b>ASK</b>
1 W	6,70	7,70
1 M	6,70	7,70
2 M	6,60	7,60
3 M	6,60	7,60
6 M	6,65	7,35
1 Y	6,55	7,25
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,30	1,42
Fly	0,30	0,40

Złoty w trendzie aprecjacyjnym. Przebicie 3,579 jednak mało prawdopodobne.

wsparcie	opór
3,8579	3,9166
3,849	3,9318
3,8318	3,9530

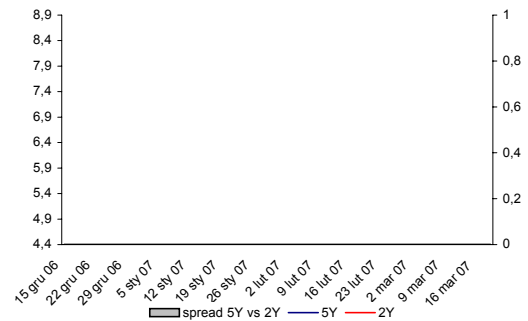
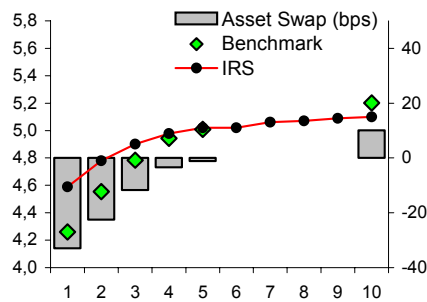


Źródło: Reuters

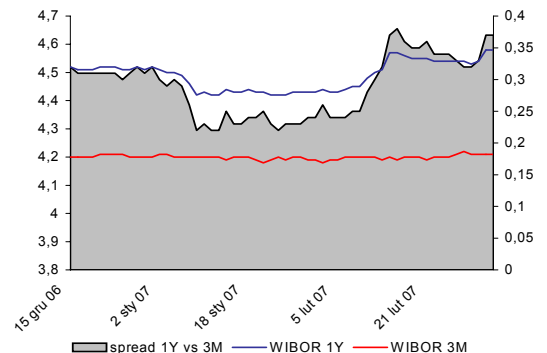
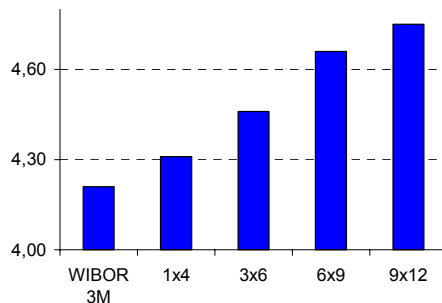
USDPLN		
SPOT	3,8639	3,8658
ATM	BID	ASK
1 W	8,30	9,30
1 M	8,30	9,30
2 M	8,25	9,25
3 M	8,25	9,25
6 M	8,40	9,10
1 Y	8,35	9,05
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,30	1,35
Fly	0,40	0,65

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,54	4,64
2Y	4,73	4,83
3Y	4,85	4,95
4Y	4,93	5,03
5Y	4,97	5,07
6Y	4,97	5,07
7Y	5,01	5,11
8Y	5,02	5,12
9Y	5,04	5,14
10Y	5,05	5,15



depo	BID	ASK
ON	3,97	4,12
1M	4,01	4,11
3M	4,06	4,21
FRA	BID	ASK
1x2	4,10	4,15
1x4	4,25	4,31
3x6	4,40	4,46
6x9	4,60	4,66
9x12	4,69	4,75



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych wtorek, 20 marca 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	13:30	Rozpoczęcie budów	Luty	-	1,550 mln	1,571 mln

### UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE 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. BANK NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SKUTKI DECYZJI PODJĘTYCH NA PODSTAWIE POWYŻSZEGO OPRAWOWANIA I ZAWARTYCH W NIM TREŚCI. KWOTOWANIA ZAWARTE W DOKUMENCIE SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYPANKOWEGO Z DNIA POPZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY, NIE SĄ ZATEM OFERTĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY WYMIENIONYCH W NIM INSTRUMENTÓW ANI TEŻ PROPOZYCJĄ DOKONANIA JAKIEJKOLWIEK INWESTYCJI. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.