



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

Daily Letter

czwartek, 4 grudnia 2008

STRON: 5

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
GBR	13:00	Decyzja BoE	-	-	2,0%	3,0%
EMU	13:45	Decyzja ECB	-	-	2,75%	3,25%
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 28.11	-	540 tys.	529 tys.
USA	16:00	Zamówienia w przemyśle m/m	Październik	-	-2,8%	-2,5%

Makroekonomia

Dziś decyzje banków centralnych: Banku Anglii i ECB

O godzinie 13:00 decyzje ogłosi Bank Anglii. Po ostatniej obniżce o skali 150 pb. rozluźnienie monetarne będzie kontynuowane. Wydaje się jednak, że BoE może chwilowo zastosować technikę mniejszych kroków (25-75 pb.), powołując się na ogłoszone ostatnio ekspansywne działania władz fiskalnych. Gdyby te jednak okazały się niewystarczające do zażegnania silnej recesji i groźby procesów deflacyjnych (nowa projekcja inflacyjna na początku 2009), polityka szybkich obniżek może zostać błyskawicznie wznowiona. **Do połowy roku 2009 stopy procentowe mogą spaść do historycznego minimum 1,5%.**

O godzinie 13:45 do podany zostanie wynik posiedzenia ECB. Duży spadek inflacji (roczny wskaźnik spadł o 1 pkt proc. w listopadzie) oraz silne obniżenie aktywności gospodarczej umożliwiają znaczne obniżki stóp procentowych. **Niektórzy członkowie Rady Gubernatorów (m. in. L. Bini Smaghi) wskazują jednak, że obecnie przyblokowany kanał transmisji polityki pieniężnej może prowadzić do obniżenia wiarygodności polityki pieniężnej** (mimo hojnych obniżek stopy rynkowe utrzymują się na relatywnie wysokim poziomie; szersza publiczność może to poczytać jako sygnał ogólnej nieefektywności działań monetarnych). Z tego względu pojawiają się głosy, aby działania ECB skupiały się bardziej na działaniach przywracających wzajemne zaufanie w sektorze bankowym (według wzorców stosowanych przez Fed). Dziś Rada Gubernatorów zapozna się także z najnowszymi prognozami dotyczącymi inflacji i PKB. Mimo wspomnianego braku zdecydowania niektórych członków, wiele wskazuje na to, że ECB może obniżyć dziś stopy o 75, a nawet 100 pb.

Przełomowy wywiad z M. Pietrewiczem?

M. Pietrewicz nie jest pewny, czy wchodzenie do ERM2 jest obecnie dobrym pomysłem z uwagi na dużą zmienność sytuacji. **W kwestii bieżącej polityki pieniężnej daje się natomiast poznać jako zwolennik bardziej zdecydowanych kroków (czy w zamyśle członka znajduje się przejście na kroki 50 punktowe?).** Nie przeszkadza

Patrząc na kształt krzywej FRA wydaje się nam, że rynek ciągle nie docenia możliwości większych, skumulowanych obniżek na przełomie 2008/2009.

przy tym (odmiennie niż w przypadku poglądów D. Filara) ograniczone przełożenie impulsów monetarnych na wysokość rynkowych stóp procentowych. M. Pietrewicz jest pierwszym z członków, którzy pokusili się o ustalenie dolnej granicy stóp procentowych w 2009 roku – możliwe jest, że do grudnia zostaną one obniżone do poziomu 4% (liczba ta jest zbliżona do naszych prognoz). **Jeśli chodzi o grudniową decyzję, kolejnego jej wsparcia udzielił S. Skrzypek nie wykluczając, że stopy procentowe zostaną po raz kolejny obniżone.**

Słabe dane realne będą sprzyjać szybkiej ewolucji stanowiska RPP w kierunku poglądów reprezentowanych przez jej bardziej łagodnych członków. Podtrzymujemy przy tym nasz pogląd, że do obniżki stóp procentowych dojdzie w grudniu (z uwagi jednak na nie do końca wykrystalizowany konsensus w Radzie, raczej nie będzie to obniżka 50-punktowa). Spodziewamy się jednocześnie, że po grudniowej decyzji dojdzie do wzmocnienia oczekiwań na 50-cio punktową obniżkę na początku roku 2009. Patrząc na kształt krzywej FRA wydaje się nam, że rynek ciągle nie docenia możliwości większych, skumulowanych obniżek na przełomie 2008/2009.

(Ponownie) seria słabych danych z USA

Opublikowane wczoraj dane z gospodarki amerykańskiej niemal jednoznacznie wskazują na pogłębienie recesji. Po pierwsze, w listopadzie zanotowano spadek indeksu ISM non-manufacturing (określanego popularnie indeksem ISM dla usług) do najniższego historycznie poziomu 37,3 pkt. **Należy podkreślić, że waga tego indeksu w określaniu punktów zwrotnych gospodarki (pomimo krótszej historii niż odpowiedni indeks dla przemysłu) systematycznie rośnie.** Przechodząc do wniosków jakościowych, respondenci wskazywali tym razem na szeroko zakrojone „ciąćcia” kosztów w handlu detalicznym i innych usługach, bardziej staranny dobór kontrahentów (spadek zaufania do nowych klientów) i spadek optymizmu konsumentów. Podobnie jak w poprzednich miesiącach zła koniunktura nie wpłynęła na działalność placówek medycznych i edukacyjnych.

Pogarszająca się sytuacja na rynku pracy będzie jednak czynnikiem, który zdecydowanie zaważy na optymizmie konsumentów i odsunie moment odbicia gospodarczego na koniec 2009 roku.

Znaczny, dziesięciopunktowy, spadek składowej indeksu ISM non-manufacturing ujmującej zatrudnienie zgodny jest z wynikami opublikowanego również wczoraj badania ADP, wskazującego na sięgający 250 tys. osób spadek zatrudnienia w sektorze prywatnym. **Bazując na historycznej zależności pomiędzy wynikami tego badania a zmianami zatrudnienia poza rolnictwem (non-farm payrolls, publikacja w piątek) można oczekiwać ponad trzystutysięcznego spadku w tej ostatniej kategorii.** Odczyt ten będzie więc wskazywał na dalsze pogłębienie recesji, a w szczególności na dalsze spadki konsumpcji. **Ponurego obrazu dopełniają wnioski z tzw. Beżowej Księgi, szczegółowego raportu na temat koniunktury w poszczególnych dystryktach Fed.**

Jedynymi pozytywnymi sygnałami, na które zresztą gwałtownym i krótkotrwałym rally zareagowały giełdy były dane o nowych wnioskach o kredyty hipoteczne (bardzo wolatylny indeks MBA wzrósł o 112,1%!) i wzroście wartości sprzedaży przez Internet. **Pogarszająca się sytuacja na rynku pracy będzie jednak czynnikiem, który zdecydowanie zaważy na optymizmie konsumentów i odsunie moment odbicia gospodarczego na koniec 2009 roku.** Do tego czasu należy oczekiwać dalszych obniżek stóp procentowych (prawdopodobnie do 0,5%), zapowiedzi utrzymania niskich stóp przez dłuższy okres oraz akcji Fed polegających na wykupie instrumentów opartych o pożyczki hipoteczne. Działania te mają na celu ponowne odblokowanie rynku kredytów hipotecznych, kredytów samochodowych i konsumpcyjnych.

Posiedzenie RPP, 23. grudnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	0%
Stopy bez zmian	20%
Obniżka o 25 bps	80%

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
JAN9	4441	-103
FEB9	4673	-107
MAR9	4893	-93

Data: 2008-12-04

Godzina: 9:08:01

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8457	3,0468

EUR/USD 1,2670 EUR/JPY 117,80 EUR/PLN 3,8800 USD/PLN 3,0625

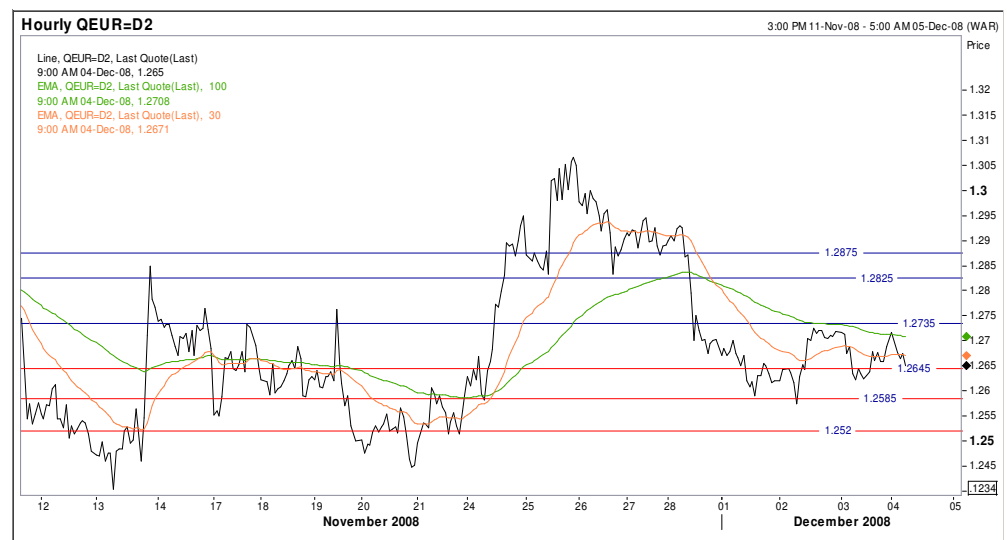
Oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych BoE i ECB, niższe odczyty PMI w strefie euro oraz ISM w sektorze usług USA były bodźcem do wyprzedzaży wspólnej waluty. Spadki giełd europejskich i azjatyckich przyczyniły się do wzrostu awersji do ryzyka – w konsekwencji zyskał jen i dolar (choć oferujące słabą stopę zwrotu, ale z pewnych papierów dłużnych). Dzisiejsze decyzje banków centralnych raczej w pełni zdyskontowane; możliwy intensyfikacja awersji do ryzyka po kolejnym ujemnym odczycie nowych zamówień w amerykańskim przemyśle.

Złoty słabszy, polowanie na stoplosy powyżej 3,88/3,90 EUR/PLN przy płytkim rynku. Rynek czeka na dużą obniżkę stóp w strefie euro.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Poziom oporu 1,2735 obronił się, prawdopodobna korekta (wyprzedzaż) euro, test wsparcia 1,2645/20... Silny poziom wsparcia ok. 1,2450.

wsparcie	Opór
1,2645	1,2875
1,2585	1,2825
1,2520	1,2735

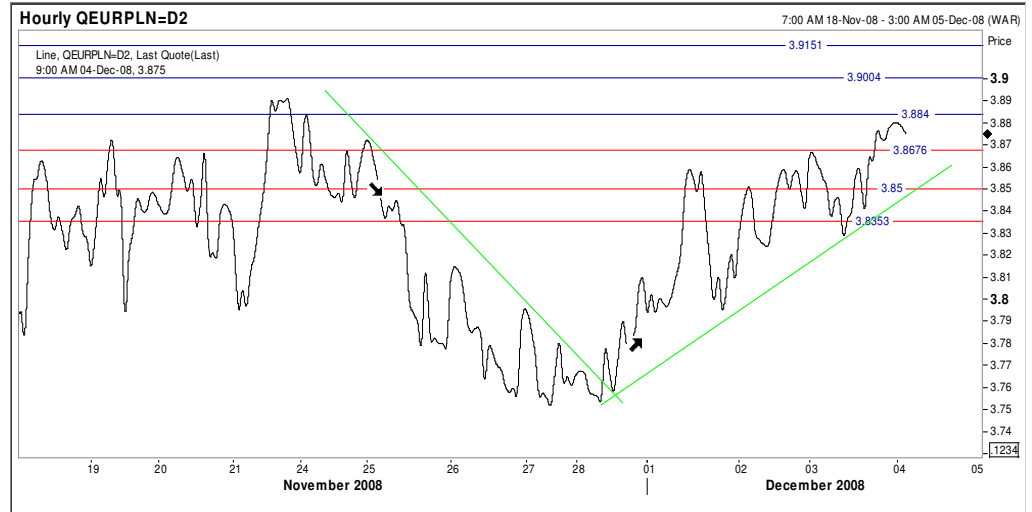


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Realizacja zysków po odbiciu od poziomu oporu 3,8840; ewentualne przełamanie otwiera drogę na 3,90/3,9150. Silny poziom wsparcia ok. 3,8350.

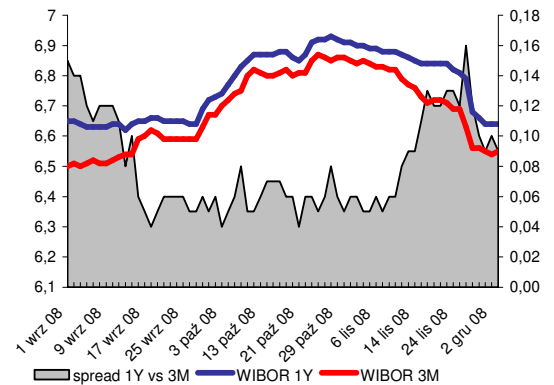
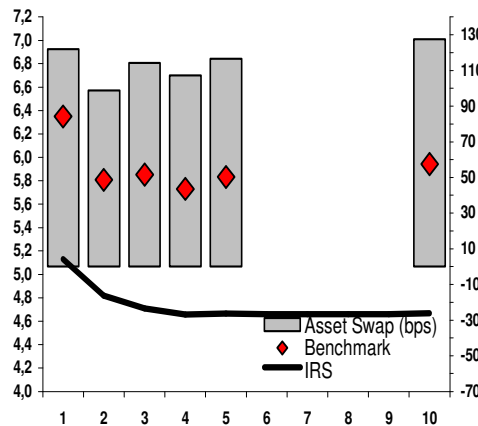
Wsparcie	opór
3,8675	3,9150
3,8500	3,9000
3,8350	3,8840



Źródło: Reuters

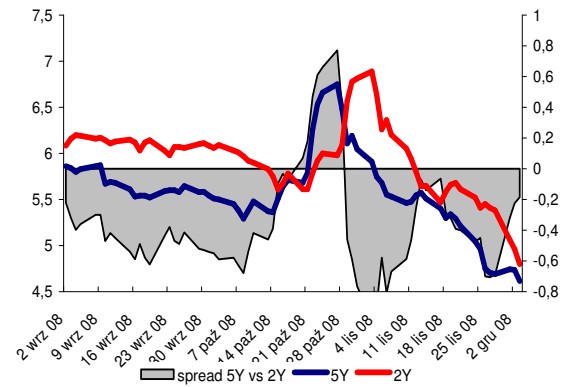
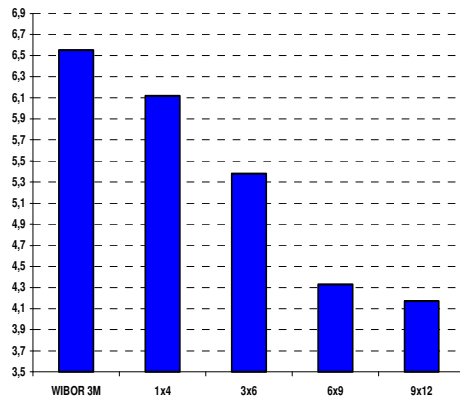
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,98	5,28
2Y	4,67	4,97
3Y	4,66	4,76
4Y	4,62	4,70
5Y	4,62	4,72
6Y	4,61	4,71
7Y	4,61	4,71
8Y	4,61	4,71
9Y	4,61	4,71
10Y	4,62	4,72



depo	BID	ASK
ON	5,30	5,80
1M	6,09	6,29
3M	6,32	6,52

FRA	BID	ASK
1x2	6,04	6,09
1x4	6,07	6,12
3x6	5,33	5,38
6x9	4,28	4,33
9x12	4,12	4,17



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 UPRZĘDNIEGO 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, 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 UPRZĘDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.