

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCYK 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](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 5

**Daily Letter****czwartek, 5 listopada 2009****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
GB	13:00	Decyzja BoE	-	-	0,5%	0,5%
EMU	13:45	Decyzja ECB	-	-	1,0%	1,0%
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 2.10	-	-	531 tys.

**Makroekonomia****Dziś decyzja ECB**

Dziś o godzinie 13:45 ogłoszona zostanie decyzja ECB. Rynek nie oczekuje ani zmian w poziomach stóp procentowych, ani znacznych rozsad w treści komunikatu. Powodem tego stanu rzeczy jest duża niepewność co do przyszłej sytuacji gospodarczej – ewentualne zmiany w nastawieniu łatwiej będzie komunikować z „podkładką” w postaci najnowszych prognoz (a te zostaną opublikowane w grudniu).

Co prawda ECB – podobnie zresztą jak Fed – odnotuje poprawę sytuacji gospodarczej, lecz jednocześnie zaznaczone zostaną obawy o trwałość ożywienia. Stanowisko ECB pozostaje stosunkowo łagodne, a wśród poszczególnych członków Rady Gubernatorów przeważają obawy o wzrost gospodarczy w 2010 roku. Na konferencji po posiedzeniu Trichet będzie się niechętnie wypowiadał o ewentualnej strategii wyjścia, choć prawdopodobnie zaznaczy, że dyskusje na ten temat są prowadzone, a nawet powstał już stosowny plan, który zostanie wprowadzony we „właściwym czasie”.

**Decyzja FOMC. Bez niespodzianek.**

Na mocy wczorajszej decyzji FOMC stopy procentowe pozostały na poziomie 0-0,25%. Zgodnie z oczekiwaniami członkowie FOMC odnotowali kontynuację poprawy koniunktury w gospodarce amerykańskiej, wyliczając jednocześnie sporo czynników ryzyka ważących negatywnie na będącej obecnie największą niewiadomą konsumpcji (słaby rynek pracy, powolny wzrost dochodów, niskie ceny domów – negatywny efekt majątkowy, trudności z dostępem do kredytu). Przedstawiciele Komitetu Otwartego Rynku spodziewają się, że poziom aktywności w gospodarce może pozostać niski przez pewien okres czasu, lecz stymulacja fiskalna i monetarna powinny sprzyjać powrotowi gospodarki na ścieżkę wzrostu, przy zachowaniu stabilności cen. Co do inflacji, FOMC spodziewa się jej niskich poziomów przez „pewien okres czasu” w związku z niskim wykorzystaniem mocy

wytwórczych i stabilnym poziomem oczekiwań inflacyjnych.

Najważniejsza część komunikatu, dotycząca oczekiwanego okresu niskich stóp procentowych została zmieniona tylko nieznacznie. Wprawdzie FOMC w dalszym ciągu stwierdza, że stopy te pozostaną na niskim poziomie przez dłuższy okres czasu („extended period” – identyczna fraza jak w poprzednich komunikatach) to tym razem explicite podaje definicję „ogólnych warunków gospodarczych”, które mają do tego doprowadzić: niskie wykorzystanie mocy wytwórczych, niską inflację i stabilne oczekiwania inflacyjne. Podawane przyczyny warunkujące niski poziom stóp procentowych są na tyle oczywiste, że można je prawdopodobnie odczytać jako sygnał ze strony FOMC, że właśnie ta część komunikatu będzie w najbliższych miesiącach podlegać zmianom i właśnie tam należy upatrywać sygnałów odnośnie przyszłej zmiany kursu polityki pieniężnej.

Co do realizowanych programów z zakresu „credit easing” nieznacznie zmniejszono limit zakupów obligacji agencji rządowych do 175 mld USD z uwagi między innymi na mniejszą dostępność tego rodzaju instrumentów dłużnych; w dalszym ciągu jednak do wykorzystania ustalonych limitów pozostaje zakup około 600 mld różnego rodzaju papierów.

B. Bernanke nie jest jeszcze gotowy, aby zakomunikować rynkom finansowym zmianę kursu polityki pieniężnej. Niemniej jednak niewykluczone, że najnowszy komunikat zawiera pewne przymiarki do przyszłej zmiany nastawienia, a przynajmniej informuje uczestników rynków, że przyglądają się uważnie właściwej części przekazu FOMC. Jest całkiem prawdopodobnie, że już na bieżącym posiedzeniu była dyskutowana zmiana okresu obowiązywania niskich stóp procentowych, jednak z uwagi na zbyt małą liczbę „jastrzębich” członków z prawem głosu, nie znalazła się ona w komunikacie – dowiemy się o tym być może z publikacji „Minutes”, które ukażą się za 3 tygodnie. B. Bernanke będzie postępował w obecnej sytuacji ostrożnie, nie tylko z uwagi na fakt, że lepiej niż większość ekonomistów zdaje sobie sprawę z konsekwencji zbyt wczesnego wycofania z luźnej polityki pieniężnej (patrz casus Wielkiej Depresji), lecz także z uwagi na jego dążenie do większej transparentności poczynań Fed. Oczekujemy, że zmiana nastawienia może pojawić się na przełomie roku 2009/2010 (niewykluczone, że w grudniu), kiedy z większym prawdopodobieństwem będzie można ocenić trwałość obecnego ożywienia (czy pojawią się efekty drugiej rundy” i cykl odbudowy zapasów pociągnie też za sobą zmiany w zachowaniu konsumentów). W poprzednim cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej (jeszcze za czasów Greenspana) Fed wystosował dwa ostrzeżenia przed pierwszą zmianą stóp procentowych (między pierwszym a faktyczną podwyżką upłynęło ponad pół roku). Niewykluczone, że Bernanke będzie chciał dodatkowo poprawić ten schemat komunikacji (stąd też drobne zmiany w komunikacie – choć nie w jego kluczowej części – pojawiają się już teraz). W dalszym ciągu oczekujemy, że podwyżki stóp procentowych rozpoczną się stosunkowo szybko, bo już w II połowie 2010 roku.

## Posiedzenie RPP, 25. listopada

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

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	4,266
USD/PLN	2,891
CHF/PLN	2,823

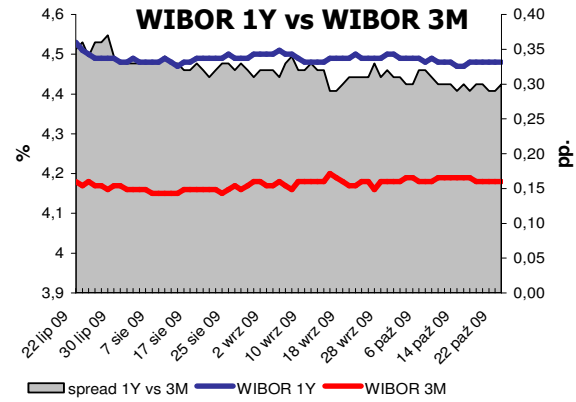
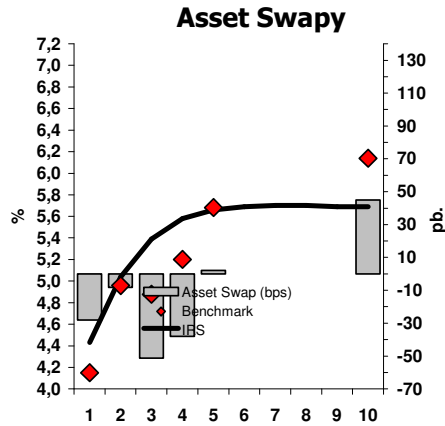
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,487
EUR/JPY	134,920
EUR/PLN	4,247
USD/PLN	2,856
CHF/PLN	2,811

EURUSD kontynuował wczoraj krótkookresowy trend aprecjacyjny zapoczątkowany jeszcze we wtorek, w godzinach popołudniowych. Pomagały w tym nie tylko twarde dane (raport ADP, choć gorszy niż można się było spodziewać po odczytach ISM, to jednak lepszy niż przed miesiącem, a więc sygnalizujący poprawę sytuacji na rynku pracy; ISM dla sektora usług), lecz także stosunkowo łagodny komunikat Fed (zgodnie z oczekiwaniami – explicite brak zmian w nastawieniu). Dziś decyzje banków centralnych (BoE i ECB) – nie należy oczekiwać niczego nowego (BoE prawdopodobnie – zgodnie z zasadą lepiej zrobić więcej niż mniej – rozszerzy program zakupów obligacji, inwestorzy nie będą jednak w tym przypadku zaskoczeni). Jest dziś szansa na ruch w kierunku 1,50.

Przez dłuższą część sesji złoty pozostawał niewrażliwy na notowania kursu EURUSD, tkwiąc uparcie w pobliżu poziomów 4,27 (podobnie zachowywał się forint, a znacznie lepiej korona czeska doświadczająca solidnej aprecjacji). Posiedzenie rządu w sprawie zmiany składek odprowadzanych do OFE przeszło raczej bez echa. Ważniejsza wydała się rekomendacja jednego z dużych banków inwestycyjnych (Goldman Sachs) odnośnie niedowartościowania PLN w stosunku do USD; w konsekwencji powróciło zainteresowanie kupujących PLN a kurs obniżył się do 4,2385.

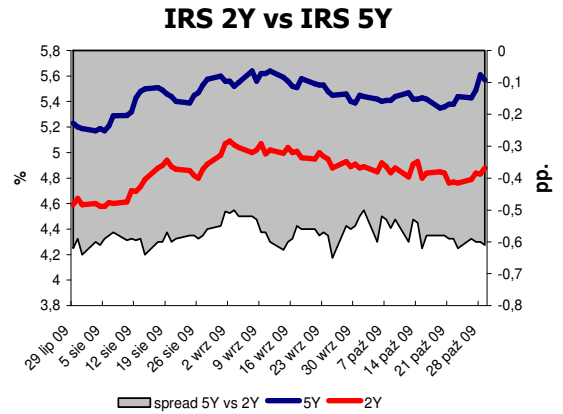
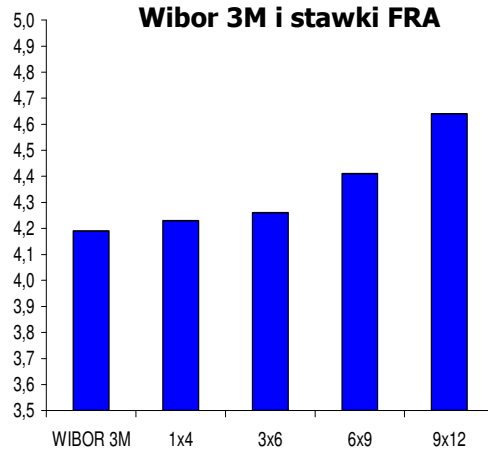
## Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,39	4,47
2Y	5,00	5,08
3Y	5,35	5,43
4Y	5,54	5,62
5Y	5,62	5,70
6Y	5,65	5,73
7Y	5,66	5,74
8Y	5,66	5,74
9Y	5,65	5,73
10Y	5,65	5,73



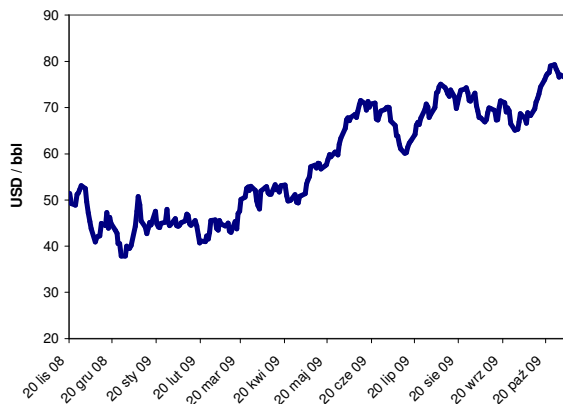
depo	BID	ASK
ON	2,72	3,02
1M	3,34	3,54
3M	3,99	4,19

FRA	BID	ASK
1x2	3,57	3,62
1x4	4,18	4,23
3x6	4,21	4,26
6x9	4,36	4,41
9x12	4,60	4,64

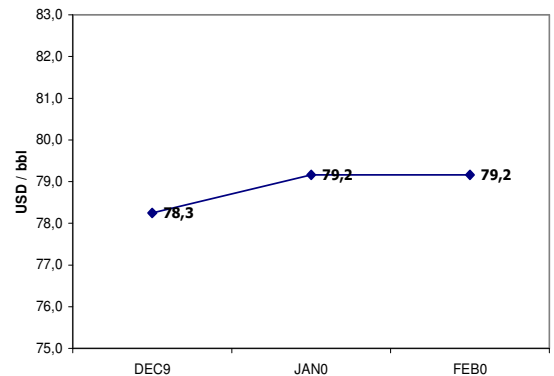


## Surowce: ropa naftowa

### Indeks cen ropy naftowej



### Ropa brent: krzywa terminowa



### 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 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 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 UPZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.