

9 października 2014

## Raport Dzienny

### Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 66  
[ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Marcin Mazurek  
starszy analityk  
tel. +48 22 829 01 83  
[marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
[piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

Karol Klimas  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[karol.klimas@mbank.pl](mailto:karol.klimas@mbank.pl)

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
tel. +48 22 829 00 00  
fax. +48 22 829 00 33  
<http://www.mbank.pl>

### Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

| Godzina                 | Kraj | Zmienna                               | Okres | Prognoza |           | Poprzednio | Odczyt |
|-------------------------|------|---------------------------------------|-------|----------|-----------|------------|--------|
|                         |      |                                       |       | mBank    | konsensus |            |        |
| 06.10.2014 PONIEDZIAŁEK |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 8:00                    | GER  | Zamówienia w przemyśle m/m (%)        | sie   |          | -2.5      | 4.9 ( r )  | -5.7   |
| 07.10.2014 WTOREK       |      |                                       |       |          |           |            |        |
|                         | JAP  | Decyzja BoJ (bln JPY)                 | paź   |          | 270       | 270        | 270    |
| 8:00                    | GER  | Produkcja przemysłowa m/m (%)         | sie   |          | -1.5      | 1.6        | -4.0   |
| 10:30                   | GBR  | Produkcja przemysłowa m/m (%)         | sie   |          | 0.2       | 0.5        | 0.0    |
| 08.10.2014 ŚRODA        |      |                                       |       |          |           |            |        |
|                         | POL  | Decyzja RPP (%)                       | paź   | 2.25     | 2.25      | 2.50       | 2.00   |
| 20:00                   | USA  | Minutes FOMC                          | wrz   |          |           |            |        |
| 09.10.2014 CZWARTEK     |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 1:50                    | JAP  | Zamówienia na maszyny m/m (%)         | sie   |          | 1.0       | 3.5        | 4.7    |
| 8:00                    | GER  | Eksport m/m (%)                       | sie   |          | -4.1      | 4.8 ( r )  | -5.8   |
| 8:00                    | GER  | Import m/m (%)                        | sie   |          | 0.4       | -1.8       | -1.3   |
| 9:00                    | CZE  | CPI r/r (%)                           | wrz   |          | 0.9       | 0.6        |        |
| 13:00                   | GBR  | Decyzja BoE (%)                       | paź   |          | 0.50      | 0.50       |        |
| 14:30                   | USA  | Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 04.10 |          |           | 287        |        |
| 10.10.2014 PIĄTEK       |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 8:45                    | FRA  | Produkcja przemysłowa m/m (%)         | sie   |          |           | 0.2        |        |
| 9:00                    | HUN  | CPI r/r (%)                           | wrz   |          | -0.3      | 0.2        |        |
| 10:00                   | ITA  | Produkcja przemysłowa m/m (%)         | sie   |          | 0.5       | -1.0       |        |

### Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka globalna.** Jak co miesiąc, dane o inflacji w Czechach (publikacja o godzinie 9:00) pozwolą na doprecyzowanie naszej prognozy inflacji za wrzesień. W ciągu dnia warto również zwrócić uwagę na cotygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy.

### Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Rada Polityki Pieniężnej na śródownym posiedzeniu obniżyła stopę referencyjną o 50 pb, wynosić będzie ona od czwartku 2,00 proc. w skali rocznej - podała RPP w komunikacie. Stopa lombardowa obniżona została o 100 pb do 3,00 proc. Stopa depozytowa pozostała bez zmian, 1,00 proc., a stopa redyskonta weksli została obniżona o 50 pb do 2,25 proc.
- RPP nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje, w tym projekcja inflacji, potwierdzą istotne ryzyko utrzymania się dynamiki CPI w średnim okresie poniżej celu NBP - wynika z komunikatu po październikowym posiedzeniu Rady.
- Instytut Samar: Polskie fabryki we wrześniu 2014 roku wyprodukowały 52.982 samochody osobowe i dostawcze, o 140,09 proc. więcej w stosunku do sierpnia i o 1,5 proc. mniej w stosunku do września 2013 roku.
- OECD: Wskaźniki wyprzedzające (CLI) w strefie euro sygnalizują utratę dynamiki wzrostu. CLI sygnalizują utratę dynamiki wzrostu w Niemczech, Japonii i Włoszech.
- USA: Spowolnienie w światowej gospodarce oraz umacniający się dolar zagrażają ożywieniu gospodarki amerykańskiej.

| Decyzja RPP (8.10.2014) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. | Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps         | 0%                                                               | GERGB 10Y                   | 0.893        | -0.012       |
| stopy bez zmian         | 0%                                                               | USAGB 10Y                   | 2.330        | -0.010       |
| obniżka 25 bps          | 100%                                                             | POLGB 10Y                   | 2.930        | 0.008        |
| <b>PROGNOZA mBanku</b>  | <b>obniżka 25 bps</b>                                            | Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

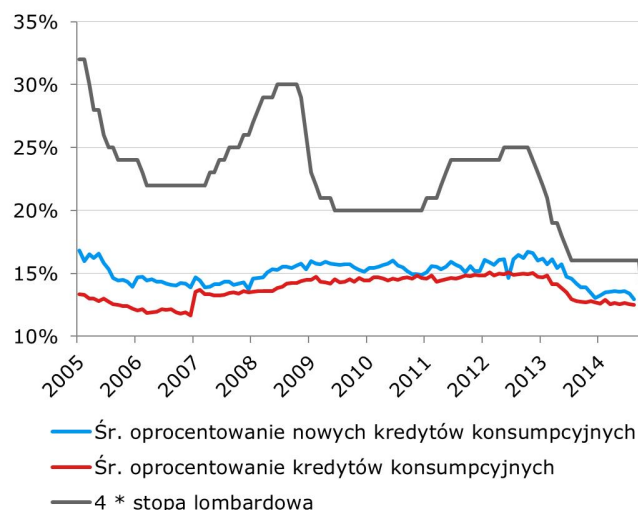
## RPP: Blitzkrieg na stopach procentowych

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną o 50pb, do 2,0%, pozostawiła stopę depozytową bez zmian na poziomie 1,0% oraz obniżyła stopę lombardową o 100pbn do poziomu 3,0%. Dodatkowo zmieniono zasady naliczania odsetek od rezerwy obowiązkowej z 0,9 stopy redyskontowej na 0,9 stopy referencyjnej. Ostatnie działanie idealnie wpisuje się w porządku po stronie kosztowej NBP.

Podstawą do decyzji było naszym zdaniem nie tylko zdiagnozowanie spowolnienia koniunktury, ale przede wszystkim odnotowanie środowiska niskiej inflacji, które z uwagi na to spowolnienie i tendencje globalne zostało przypieczętowane. Cały komunikat utrzymany jest w bardzo gołym tonie z mnóstwem odniesień do słabości gospodarczej w Polsce i zagranicą, a także cechuje się nagromadzeniem wzmianek o czynnikach petryfikujących niską inflację po stronie kosztowej i popytowej.

Ocena ryzyka utrzymywania się inflacji poniżej celu w średnim okresie jest bezpośrednią przesłanką za kontynuacją rozluźniania polityki pieniężnej. Naszym zdaniem inflacja jest i pozostanie niska z uwagi na otoczenie globalne, co powinna wskazać projekcja inflacyjna (na razie prezes Belka powoływał się tylko na eksperckie prognozy niskiej inflacji). Będzie to przyczynek do kolejnej obniżki stóp procentowych w listopadzie. Oceniamy, że może to być kolejne 50pb zaś skalę poluzowania w całym cyklu oceniamy na co najmniej 100 punktów. Konferencja po posiedzeniu wskazuje, że cykl poluzowania to może być swoisty blitzkrieg, gdyż większość w RPP chce dokonać dostosowania stóp możliwie szybko, aby nie powodować aberracji na rynkach finansowych w wyniku spekulacji na rozciągnięcie rozluźnienia w czasie.

Słowo komentarza należy się również stopie lombardowej. Prezes Belka stwierdził, że niesymetryczna skala cięcia była kwestią techniczną (de facto teraz spread stopy referencyjnej do depozytowej i lombardowej jest symetryczny po 100pb z każdej strony). Niemniej 4-ro krotność stopy lombardowej wyznacza maksimum oprocentowania kredytów gotówkowych i kartowych. W związku z faktem, że maksimum to przesunęło się o 400pb w dół, obecnie (w końcu) jest ustawione poniżej średniego oprocentowania nominalnego tychże kredytów o około 150pb (patrz wykres). Oznacza to, że poziom stopy lombardowej stał się wiążącym ograniczeniem dla oprocentowania nominalnego typowego kredytu gotówkowego, co w segmencie konsumpcyjnym automatycznie przywróciło skuteczność polityki pieniężnej (czytaj: przełożenie wielkości stóp procentowych przynajmniej na poziomy nominalnego oprocentowania, niekoniecznie rzeczywistego – na tym drugim polu stopa nominalna musi się zmierzyć z kosztami ryzyka, gdyż banki mogą żądać dodatkowych zabezpieczeń, zwłaszcza że w tym segmencie może ujawniać się negatywna selekcja). Jakkolwiek więc techniczna jest argumentacja za asymetrycznym cięciem stopy lombardowej, produktem ubocznym jest de facto teoretyczne zwiększenie efektywności polityki pieniężnej w segmencie kredytów konsumpcyjnych, a zwłaszcza wśród konsumentów charakteryzujących się prawdopodobnie 100% skłonnością do konsumpcji (każda złotówka zaoszczędzona na kosztach obsługi kredytu to złotówka wydana, a 1 p.proc. oprocentowania kredytów konsumpcyjnych jest wart 1,2 mld zł w skali rocznej).



## EURUSD fundamentalnie

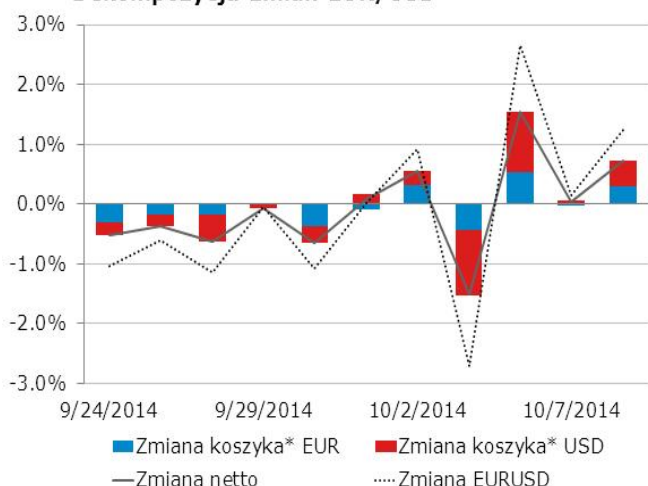
Dzień na EURUSD upływał pod znakiem stabilizacji (notowania wahały się pomiędzy 1,2630 a 1,2680) aż do wieczornej publikacji Minutes z wrześniowego posiedzenia Fed, których treść okazała się być dużą niespodzianką, po gołębiej stronie. Powód? Członkowie FOMC akcentowali szereg zewnętrznych i wewnętrznych ryzyk dla wzrostu gospodarczego i inflacji (m.in. mocny dolar, słabość gospodarcza i inflacyjna w większości głównych partnerów handlowych), a wiele miejsca poświęcono uzależnieniu kształtu przyszłej ścieżki stóp procentowych od napływających danych. To, w powiązaniu z realizacją przynajmniej części ryzyk od czasu posiedzenia, spowodowało istotne przesunięcie oczekiwań dotyczących zacieśnienia polityki pieniężnej (pierwsza podwyżka przesuwana się z II na III kwartał 2015). Efekt? Skokowe osłabienie dolara, które w przypadku EURUSD sprowadziło kurs prawie o figurę wyżej, do 1,2760. Dziś znów dzień praktycznie bez danych, a gołębie nastroje inwestorów mają szansę się utrzymać.

## EURUSD technicznie

Notowania wybiły się ponad 1,2700 i przekroczyły linię trendu spadkowego na wykresie 4h. W obecnej chwili należy uznać, że wygenerował się układ na kontynuację korekty w górę. Dlatego też decydujemy się na zamknięcie naszej pozycji long EURUSD po 1,2735 (nasz zysk z tej pozycji wynosi 150 pipsów). Czekamy na rozwój sytuacji z zaznaczeniem, że będziemy bardziej zainteresowani sprzedawaniem niż kupowaniem EURUSD.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,2501   | 1,3000 |
| 1,2400   | 1,2883 |
| 1,2043   | 1,2760 |

### Dekompozycja zmian EUR/USD



\* Koszyki walutowe wyliczane są jako ważona średnia geometryczna notowań względem GBP, JPY, CAD, CHF.



## EURPLN fundamentalnie

Dzień pod znakiem dużej zmienności, ale z happy endem. Ciężkie stóp procentowych w większej skali niż oczekiwano (więcej czytaj w sekcji analiz) spowodowało złotego na moment w okolice 4,20, ale ruch okazał się być krótkotrwały. Gołębi komunikat i konferencja prezesa Belki przyniosły już istotne umocnienie złotego, napędzane gorączkowymi zakupami obligacji skarbowych. Łączna skala oddziaływania czynników krajowych to jednak niewiele więcej niż jeden grosz i błędnie przy efekcie, jaki na notowania złotego wywarła publikacja gołębi „minutes” FOMC. Przecena dolara i wzrost wartości aktywów EM przyniosły spadek EURPLN prawie do 4,17 (o przecenie na USDPLN nawet nie wspominamy...). Dziś rano wracamy do wczorajszego poziomu otwarcia. O ile w średnim okresie bilans ryzyk wskazuje raczej na słabszego złotego, o tyle dziś polską walutę (i obligacje) mogą umacniać te same czynniki, co całe uniwersum EM.

## EURPLN technicznie

Po zmiennym dniu (przekroczenie średnich w górę, potem w dół i oparcie się na MA200 z dziennego) powrót do wczorajszego otwarcia. EURPLN generuje ostatnio sporo fałszywych sygnałów poruszając się w konsolidacji dobrze ograniczonej de facto tylko od dołu przez MA200 z dziennego i poziom 4,17. Na 4h notowania utrzymały się ponad linią trendu spadkowego. Układ cena-oscylator sugeruje, że dziś możemy zobaczyć dywergencję w kierunku long EURPLN. Pozostajemy na pozycji long EURPLN (wejście 4,1860, S/L 4,1640).

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,1736   | 4,2336 |
| 4,1657   | 4,2166 |
| 4,1436   | 4,1943 |

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



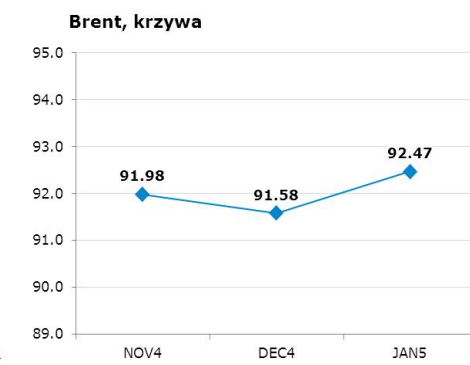
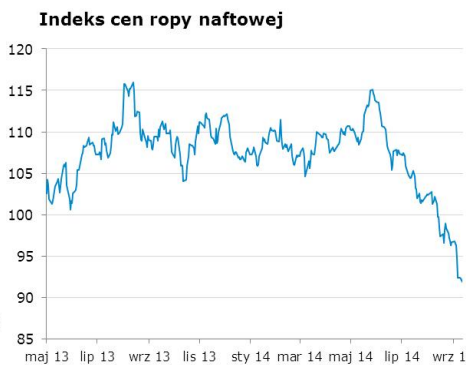
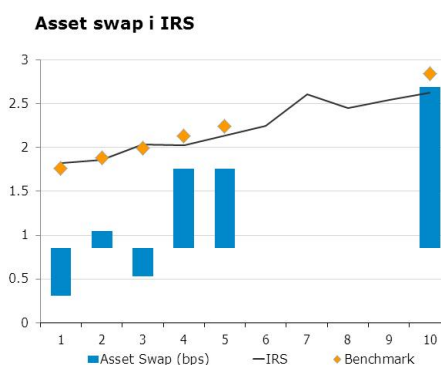
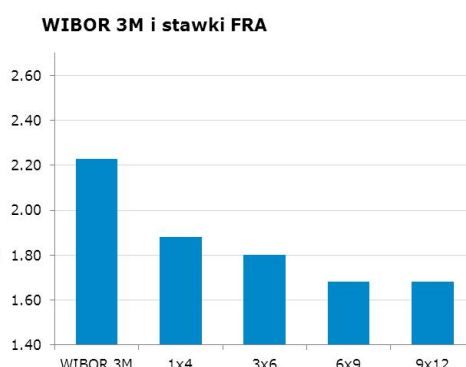
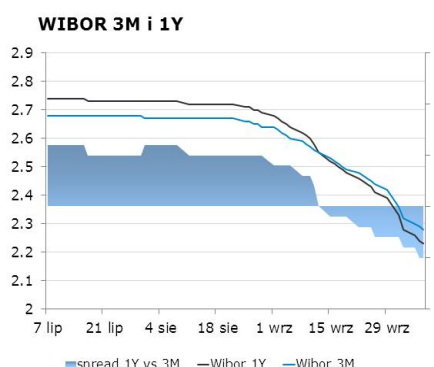
\* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.



| IRS | BID   | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|-------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 1.81  | 1.84 | ON   | 1.9 | 2.2 | EUR/PLN    | 4.1856 |
| 2Y  | 1.835 | 1.89 | 1M   | 2.1 | 2.3 | USD/PLN    | 3.3050 |
| 3Y  | 2.02  | 2.05 | 3M   | 1.9 | 2.2 | CHF/PLN    | 3.4520 |
| 4Y  | 2.01  | 2.04 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 2.13  | 2.15 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 2.23  | 2.26 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 2.59  | 2.62 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 2.44  | 2.47 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 2.52  | 2.56 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 2.61  | 2.64 |      |     |     |            |        |

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 2.11 | 2.16 | EUR/USD          | 1.2732 |
| 1x4  | 1.83 | 1.88 | EUR/JPY          | 137.62 |
| 3x6  | 1.75 | 1.80 | EUR/PLN          | 4.1759 |
| 6x9  | 1.63 | 1.68 | USD/PLN          | 3.2780 |
| 9x12 | 1.63 | 1.68 | CHF/PLN          | 3.4434 |



### Uwaga!

Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów opartej na informacji 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 mBanku S.A. 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. mBank 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 mBanku S.A., 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 pisemną zgodą autorów.