

4 grudnia 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 |            |        |
| 1.12.2014 PONIEDZIAŁEK |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 2:00                   | CHN  | PMI w przemyśle (pkt.)                | lis   |          | 50.5      | 50.8       | 50.3   |
| 9:00                   | POL  | PMI w przemyśle (pkt.)                | lis   | 52.0     | 51.0      | 51.2       | 53.2   |
| 9:50                   | FRA  | PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.) | lis   |          | 47.7      | 47.6       | 48.4   |
| 9:55                   | GER  | PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.) | lis   |          | 50.0      | 50.0       | 49.5   |
| 10:00                  | EUR  | PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.) | lis   |          | 50.4      | 50.4       | 50.1   |
| 10:30                  | GBR  | PMI w przemyśle (pkt.)                | lis   |          | 53.0      | 53.3 ( r ) | 53.5   |
| 14:45                  | USA  | PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.) | lis   |          | 55.0      | 54.7       | 54.8   |
| 16:00                  | USA  | ISM w przemyśle (pkt.)                | lis   |          | 57.8      | 59.0       | 58.7   |
| 2.12.2014 WTOREK       |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 11:00                  | EUR  | PPI r/r (%)                           | paź   |          | -1.3      | -1.4       | -1.3   |
| 3.12.2014 ŚRODA        |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 9:50                   | FRA  | PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)  | lis   |          | 48.8      | 48.8       | 47.9   |
| 9:55                   | GER  | PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)  | lis   |          | 52.1      | 52.1       | 52.1   |
| 10:00                  | EUR  | PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)  | lis   |          | 51.3      | 51.3       | 51.1   |
| 10:30                  | GBR  | PMI w usługach (pkt.)                 | lis   |          | 56.5      | 56.2       | 59     |
| 11:00                  | EUR  | Sprzedaż detaliczna m/m (%)           | paź   |          | 0.5       | -1.2 ( r ) | 0.4    |
| 13:15                  | POL  | Decyzja RPP (%)                       | gru   | 1.75     | 2.00      | 2.00       | 2.00   |
| 14:15                  | USA  | Zatrudnienie ADP m/m (tys.)           | lis   |          | 222       | 230        | 208    |
| 4.12.2014 CZWARTEK     |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 13:00                  | GBR  | Decyzja BoE (%)                       | gru   |          | 0.50      | 0.50       |        |
| 13:45                  | EUR  | Decyzja EBC (%)                       | gru   |          | 0.05      | 0.05       |        |
| 14:30                  | USA  | Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 29.11 |          |           | 313        |        |
| 5.12.2014 PIĄTEK       |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 8:00                   | GER  | Zamówienia w przemyśle m/m (%)        | paź   |          | 0.4       | 0.8        |        |
| 14:30                  | USA  | Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.)   | lis   |          | 225       | 214        |        |
| 14:30                  | USA  | Stopa bezrobocia (%)                  | lis   |          | 5.8       | 5.8        |        |
| 14:30                  | USA  | Bilans handlowy (mld)                 | paź   |          | -41.0     | -43.0      |        |
| 16:00                  | USA  | Zamówienia w przemyśle m/m (%)        | paź   |          | -0.2      | -0.6       |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka globalna.** Dziś decyzja EBC. Choć ostatnie wypowiedzi przedstawicieli EBC i seria negatywnych zaskoczeń z gospodarki europejskiej rozbudziły nadzieje na rozszerzenie programu skupu aktywów już na gruntywnym posiedzeniu (czemu sprzyja zmiana kalendarza spotkań od stycznia), podjęcie takich działań wydaje nam się mniej prawdopodobne już teraz. Z pewnością jednak w łonie EBC doszło do strukturalnej zmiany myślenia na temat procesów inflacyjnych i zagrożeń deflacyjnych, a gołębi ton konferencji jest niemal pewny (absolutnie nie spodziewamy się wycofywania z QE, a nawet można postawić na próby utwierdzania oczekiwań rynkowych odnośnie nieuchronności jego wystąpienia).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- RPP na śródnym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie, referencyjna stopa procentowa NBP wynosić będzie nadal 2,00 proc. w skali rocznej.
- EUR: Indeks PMI composite, wyniósł w listopadzie 51,1 pkt. wobec 52,1 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca - podano końcowe wyliczenia.
- USA: Wskaźnik aktywności w usługach (ISM) w USA wzrósł w listopadzie i wyniósł 59,3 pkt.

| Decyzja RPP (14.01.2015) |  | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. |  | Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|--------------------------|--|------------------------------------------------------------------|--|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps          |  | 0%                                                               |  | GERGB 10Y                   | 0.750        | 0.004        |
| stopy bez zmian          |  | 80%                                                              |  | USAGB 10Y                   | 2.282        | -0.005       |
| obniżka 25 bps           |  | 20%                                                              |  | POLGB 10Y                   | 2.532        | 0.073        |
| <b>PROGNOZA mBanku</b>   |  | <b>stopy bez zmian</b>                                           |  | Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

## **Stopy bez zmian, RPP utrzymuje łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, Belka akceptuje brak pro-obniżkowej większości.**

RPP nie zmieniła na wczorajszym posiedzeniu stóp procentowych (wynik zgodny z oczekiwaniami analityków). Treść komunikatu nie uległa znaczącym zmianom. Utrzymany, w nieco rozszerzonej formie, został również warunek przeprowadzenia dalszych obniżek stóp: „Jeśli napływające dane będą potwierdzały spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej oraz utrzyma się niski wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki, to Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej”.

Na braku obniżki, pomimo rekordowo niskiej i ujemnej inflacji, prawdopodobnie zaważyły lepsze dane o PKB za III kw. i poprawa wskaźników koniunktury (PMI), które uwiarygodniły wolę prof. Chojny-Duch. W tej sytuacji prezes NBP zdecydował się na ratowanie wizerunku RPP akceptując brak pro-obniżkowej większości w Radzie odpowiednio moderując komunikację gremium. Belka podkreślił zatem elastyczne podejście do celu inflacyjnego i brak automatycznej reakcji na deflację ze strony RPP. W odpowiedziach prezesa Belki w czasie konferencji cały czas jednak dominowały obawy o wzrost gospodarczy (scenariusz stabilizacji dynamiki PKB nazwał on optymistycznym) oraz niepewność co do funkcjonowania polskich przedsiębiorstw w warunkach spadających cen (kwestia ta może mieć wpływ na przyszłe inwestycje).

Co do wniosków na przyszłość. Ciągłe proces decyzyjny w RPP może być zaburzony przez pojedynczych członków. Ratowanie komunikacji Rady przez Prezesa może jednak sugerować podniesienie poprzeczki dla wznowienia obniżek. Niewątpliwie również momentum pro-obniżkowe mocno się wyczerpało (wskazujemy przede wszystkim na neutralne momentum w sferze realnej, choć dołek rocznej dynamiki PKB może nastąpić w IV lub I kw. 2015). Do wznowienia obniżek potrzebny jest istotny sygnał bądź z gospodarek strefy euro, bądź ze strony umacniającego się złotego (nasze realne stopy procentowe przy obecnym reżimie stabilizacji złotego wydają się super atrakcyjnym celem dla carry trades). Scenariusz ten wydaje się nam jednak realny i dlatego (po raz kolejny) nie traktujemy zapewnień RPP dosłownie i widzimy możliwość wznowienia obniżek. Obecna sytuacja różni się jednak od sparaliżowania RPP wprowadzeniem forward guidance – utrzymanie łagodnego nastawienia sprawia, że przy realizacji ryzyk obniżka pozostałaby spójna z komunikacją Rady. W tej sytuacji jednak dopiero (odległy) marzec wydaje się realną datą obniżki.

Reakcja rynku obligacji na decyzję RPP oczywiście jest i pewnie jeszcze będzie negatywna. Inwestorzy powinni nadal jednak wyceniać ryzyko obniżek stóp w Polsce ze względu na ujemną inflację (naszym zdaniem okres ujemnej inflacji przeciągnie się na II kw. 2015). W grudniu możliwe są również niskie odczyty ze sfery realnej (ujemny odczyt produkcji przemysłowej i budowlanki). Wreszcie, niebawem w odpowiedzi na niskie ceny ropy, mocnego dolara, japońskie QE i chińskie obniżki stóp (może należy oczekiwać dewaluacji yuana – wtedy deflacja wylewa się będzie stamtąd wiadrami) należy oczekiwać fali obniżek w krajach Azji Płd-Wsch. Kolejnej iteracji poluzowania można oczekiwać też w CEE po odpaleniu przez ECB poluzowania ilościowego. Jeśli w takich warunkach obniżki stóp nie wystąpią w Polsce, to przynajmniej będą długo wyceniane.

## EURUSD fundamentalnie

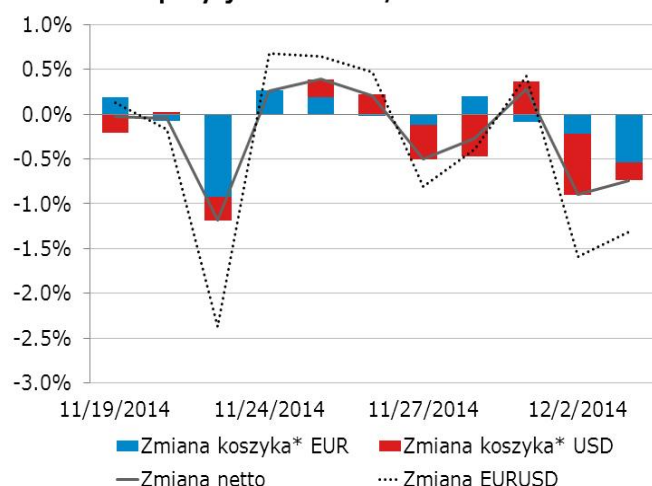
Kolejny dzień z dużym, prawie jednofigurowym spadkiem EURUSD, tym razem jednak głównie za sprawą słabszego euro. Notowaniom wspólnej waluty zaszkodziły przede wszystkim finalne dane o PMI w sektorze usług, które przyniosły rewizję odczytów flash we Francji i w strefie euro oraz dużą negatywną niespodziankę w Hiszpanii. W efekcie, EURUSD już rano wypracował nowe minima, a złamanie ważnych technicznych poziomów przyniosło falę spadków (w sesji amerykańskiej dolara dodatkowo wsparł lepszy od oczekiwań wskaźnik ISM w usługach). Kurs ostatecznie zatrzymał się na 1,23 w godzinach wieczornych. W dzisiejszej sesji absolutnie kluczową rolę odgrywa posiedzenie EBC. Wprawdzie oczekiwania są dość wygórowane (co najmniej połowa traderów oczekuje pełnego QE w przyszłym roku), ale gra przeciw EBC wydaje się bardzo ryzykowna, a Draghi raczej będzie unikał jakichkolwiek potknięć, które mogłyby sprawiać wrażenie, że EBC odchodzi od obranego kursu na rozszerzenie programu skupu aktywów.

## EURUSD technicznie

Nasza pozycja long została szybko wystopowana z 28 pipsami straty. To była tania pomyłka, gdyż EURUSD wybił się z formacji trójkąta (patrz wykres 4h) i nie uformował potrójnego dna. W konsekwencji otwiera się niemal przepaść dla dalszych spadków. Dominującą grą powinny być zaterm pozycje short EURUSD. Te już istniejące można spokojnie pozostawić. Świeże zakłady warto jednak obstawić nieco wyżej, gdyż ostatni ruch w zasadzie wyczerpał (krótkookresowo) spadkowy zasięg na 4h i powinniśmy zobaczyć korektę w górę (poprzednia niemal idealnie pokryła się z 61,8% Fibo), która (chyba znów nieprzypadkowo) powinna sięgnąć 1,2444, co akurat pokryłoby się z linią trendu spadkowego.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,2302   | 1,2532 |
| 1,2043   | 1,2444 |
| 1,1877   | 1,2358 |

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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





## EURPLN fundamentalnie

Kolejny dzień z mocniejszym złotym – na koniec dnia EURPLN spadł w okolice 4,15 (z okolic 4,16, w których zaczynał sesję). Przyczyny umocnienia EURPLN były dwie: (1) koszykowe osłabienie euro po słabszych od oczekiwań danych PMI, świadczące o intensyfikacji oczekiwań na ruch ze strony EBC dziś; (2) brak cięcia stóp procentowych ze strony polskiej RPP i relatywnie jastrzębi (przynajmniej w porównaniu do wcześniejszej komunikacji - więcej czytaj w sekcji analiz) ton późniejszej konferencji. Łącznie, implikują one rozszerzenie akomodacji monetarnej w strefie euro przy wydatnie mniejszych szansach na luzowanie polityki pieniężnej w Polsce (i wysokich realnych stopach procentowych!). Taka konstelacja czynników powinna w dalszym ciągu wspierać polską walutę (a „próg bólu” znajduje się zapewne przy 4,10). Dzisiejsze posiedzenie EBC może zwiększyć zmienność na wszystkich eurowych parach walutowych, aczkolwiek jest bardzo mało prawdopodobne, aby EBC wykonał krok wstecz, dlatego też kontynuacja umocnienia złotego jest bardzo prawdopodobna.

## EURPLN technicznie

Trend spadkowy jest kontynuowany i już tylko pipsy dzielą notowania do 61,8% Fibo. Jego złamanie otworzy drogę do 4,0879 (minimum tegoroczne) i naszym zdaniem tam właśnie należy (przypuszczalnie jeszcze w tym roku) celować. Po drodze szereg wsparć (cała strefa 4,12-4,14), jednak przy obecnym momentum pokonanie ich wydaje się tylko formalnością. Doczekajmy jednak do zakończenia serii zaburzeń fundamentalnych (może uda się wejść short na przykład na poziomie MA30 z 4h w okolicach 4,17).

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,1465   | 4,1826 |
| 4,1400   | 4,1659 |
| 4,1224   | 4,1591 |

### 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  |
|-----|------|------|
| 1Y  | 1.88 | 1.92 |
| 2Y  | 1.91 | 1.94 |
| 3Y  | 1.93 | 1.96 |
| 4Y  | 1.99 | 2.02 |
| 5Y  | 2.06 | 2.10 |
| 6Y  | 2.13 | 2.16 |
| 7Y  | 2.19 | 2.23 |
| 8Y  | 2.26 | 2.29 |
| 9Y  | 2.32 | 2.35 |
| 10Y | 2.38 | 2.40 |

| depo | BID | ASK |
|------|-----|-----|
| ON   | 2.3 | 2.6 |
| 1M   | 1.9 | 2.1 |
| 3M   | 1.9 | 2.3 |

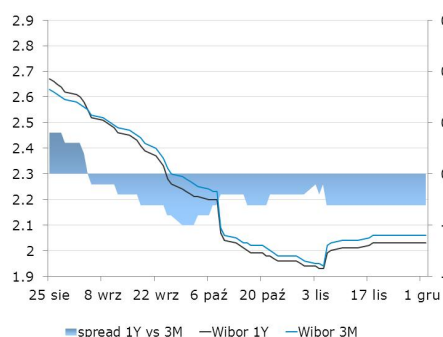
| FRA  | BID  | ASK  |
|------|------|------|
| 1x2  | 2.02 | 2.07 |
| 1x4  | 2.01 | 2.05 |
| 3x6  | 1.86 | 1.91 |
| 6x9  | 1.74 | 1.79 |
| 9x12 | 1.75 | 1.80 |

| Fixing NBP |        |
|------------|--------|
| EUR/PLN    | 4.1574 |
| USD/PLN    | 3.3730 |
| CHF/PLN    | 3.4556 |

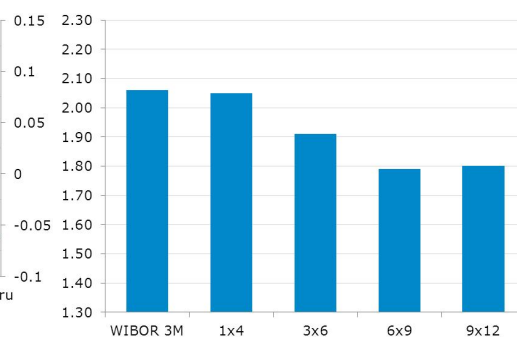
  

| Poziomy otwarcia |        |
|------------------|--------|
| EUR/USD          | 1.2311 |
| EUR/JPY          | 147.47 |
| EUR/PLN          | 4.1490 |
| USD/PLN          | 3.3700 |
| CHF/PLN          | 3.4493 |

WIBOR 3M i 1Y



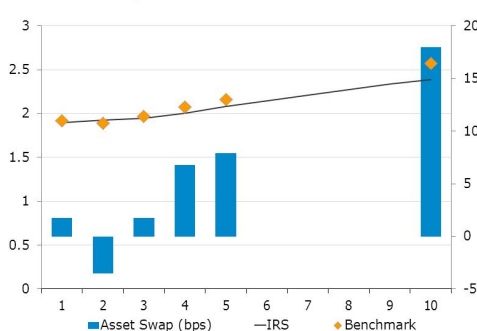
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



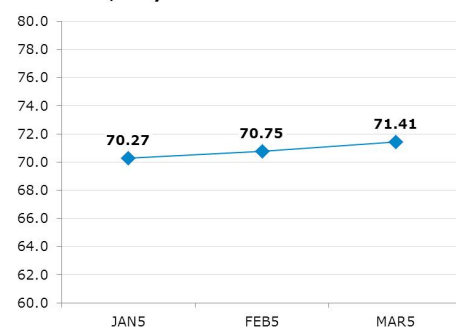
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



# 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.