

9 maja 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)

Marek Ignaszak  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[marek.ignaszak@mbank.pl](mailto:marek.ignaszak@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 |            |        |
| 05.05.2014 PONIEDZIAŁEK |      |                                        |       |          |           |            |        |
| 3:45                    | CHN  | PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt. ) | kwi   |          | 48.4      | 48.3       | 48.1   |
| 11:00                   | EUR  | PPI r/r (%)                            | mar   |          | -1.8      | -1.7       | -1.6   |
| 16:00                   | USA  | ISM w usługach (pkt.)                  | kwi   |          | 54.1      | 53.1       | 55.2   |
| 06.05.2014 WTOREK       |      |                                        |       |          |           |            |        |
| 9:50                    | FRA  | PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)   | kwi   |          | 50.3      | 50.3       | 50.4   |
| 9:55                    | GER  | PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)   | kwi   |          | 55.0      | 55.0       | 54.7   |
| 10:00                   | EUR  | PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)   | kwi   |          | 54.0      | 54.0       | 53.1   |
| 11:00                   | EUR  | Sprzedaż detaliczna m/m (%)            | mar   |          | -0.2      | 0.1 ( r )  | 0.3    |
| 07.05.2014 ŚRODA        |      |                                        |       |          |           |            |        |
| 8:00                    | GER  | Zamówienia przemysłowe m/m (%)         | mar   |          | 0.3       | 0.6        | -2.8   |
| 8:45                    | FRA  | Produkcja przemysłowa m/m (%)          | mar   |          | 0.3       | 0.1        | -0.7   |
|                         | POL  | Decyzja RPP (%)                        | maj   | 2.50     | 2.50      | 2.50       | 2.50   |
| 13:00                   | CZE  | Decyzja banku centralnego (%)          | maj   |          | 0.05      | 0.05       | 0.05   |
| 08.05.2014 CZWARTEK     |      |                                        |       |          |           |            |        |
| 8:00                    | GER  | Produkcja przemysłowa m/m (%)          | mar   |          | 0.2       | 0.6        | -0.5   |
| 13:00                   | UK   | Decyzja Banku Anglii (%)               | maj   |          | 0.50      | 0.50       | 0.5    |
| 13:45                   | EUR  | Decyzja EBC (%)                        | maj   |          | 0.250     | 0.250      | 0.3    |
| 14:30                   | USA  | Nowo zarejestrowani bezrobotni (%)     | 26.04 |          | 325       | 344        | 319.0  |
| 09.05.2014 PIĄTEK       |      |                                        |       |          |           |            |        |
| 8:00                    | GER  | Eksport m/m (%)                        | mar   |          | 1.0       | -1.4       | -1.8   |
| 8:00                    | GER  | Import m/m (%)                         | mar   |          |           | 0.4        | -0.9   |

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska.** Brak istotnych publikacji.

**Gospodarka globalna.** Brak istotnych publikacji.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Separatyści na wschodzie Ukrainy nie rezygnują z referendum.
- Stopa bezrobocia w IV wyniosła 13,0% vs 13,5% (szacunki MPiPS), latem może spaść do 12%.
- EUR: EBC zaniepokojony mocnym euro, może podjąć działania w czerwcu (więcej w sekcji analizy).

| Decyzja RPP (3.06.2014) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. | Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps         | 0%                                                               | GERGB 10Y                   | 1.448        | -0.001       |
| stopy bez zmian         | 100%                                                             | USAGB 10Y                   | 2.611        | 0.003        |
| obniżka 25 bps          | 0%                                                               | POLGB 10Y                   | 3.951        | -0.062       |
| <b>PROGNOZA mBanku</b>  | <b>stopy bez zmian</b>                                           | Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

## ECB zapowiada zmiany w polityce pieniężnej na czerwcowym posiedzeniu

Zgodnie z oczekiwaniami ECB nie zmienił parametrów polityki pieniężnej. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami okazało się również, że oczekiwania odnośnie ECB wcale nie były szczególnie wyśrubowane. Wskazywaliśmy przed posiedzeniem, że inwestorzy tak naprawdę przesunęli swe nadzieje z maja na czerwiec, kiedy to publikacja nowej projekcji inflacyjnej czyni zmiany w polityce ECB bardziej prawdopodobnymi.

Wydźwięk posiedzenia był gołębi. Draghi wskazał na rozczarowanie Rady Gubernatorów niską inflacją. Utrzymał ocenę negatywnych ryzyk dla scenariusza wzrostu gospodarczego i inflacji. Werbalnie interweniował w celu osłabienia euro wskazując, że kurs jest poważnym zagrożeniem dla ścieżki inflacji i ożywienia w strefie euro i jest przedmiotem ciągłego monitoringu ze strony ECB. Co najważniejsze jednak szef ECB wskazał, że Rada Gubernatorów nie miałaby nic przeciwko przeprowadzeniu konkretnych zmian w polityce pieniężnej na przyszłym posiedzeniu. Draghi nie wskazał jednak konkretnych działań, do jakich miałyby dojść. Taka strategia komunikacyjna może wbrew pozorom mieć nawet w najbliższym czasie większy wpływ na rynek niż miałyby to miejsce w przypadku bardziej precyzyjnego komunikatu ECB. W ten sposób uczestnicy rynku mogą oczywiście mieć zbyt wywindowane oczekiwania co do determinacji ECB, zbyt ryzykowne jest jednak aby ad hoc dyskredytowali skuteczność przyszłej polityki banku centralnego. Wśród działań ECB możliwych do przeprowadzenia w czerwcu znaleźć się mogą obniżka stopy bazowej, obniżka do negatywnego poziomu stopy depozytowej, skup obligacji rządowych, skup ABSów, operacje pro-płynnościowe, wspieranie celowej (dla małych i średnich przedsiębiorstw) akcji kredytowej banków, zawieszenie sterylizacji SMP.

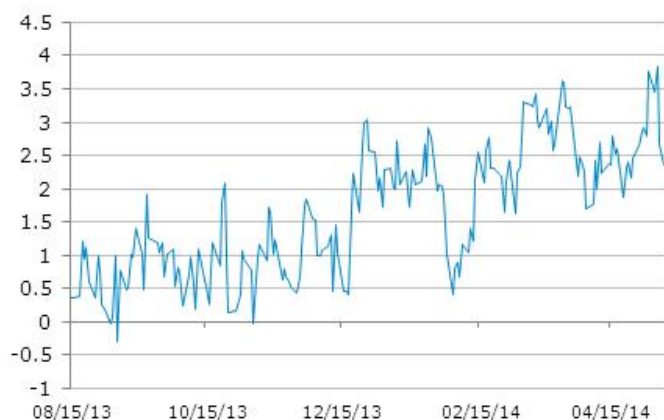
Zapowiedź działań ze strony ECB powinna w scenariuszu minimum utrzymać konwergencję spreadów pomiędzy peryferiami i twardym jądrem strefy euro (oczywiście proces ten już w dużej mierze się dokonał i sukcesem może być zapobiegnięcie jego odwróceniu w krótkim okresie). Oddziaływanie oczekiwanej zmiany polityki ECB może być tym większe, że sprzyja mu (i w najbliższym czasie sprzyjać będzie) retoryka Fed, który skoncentrował się na długoterminowym bezrobociu, braku wzrostu płac i jednak niższej realizacji PKB niż centralna ścieżka prognoz Fed.

Niskie rentowności na peryferiach powinny sprzyjać obligacjom krajów satelitów strefy euro (Polska, Węgry), gdzie dodatkowo wygenerować mogą się oczekiwania na przesunięcie w dół ścieżki stóp procentowych. W tej sytuacji oczekiwalibyśmy dalszego spadku 5 letnich stóp rynkowych, gdzie naszym zdaniem w sposób najbardziej jaskrawy widać, że implikowany poziom docelowy stóp NBP jest ciągle wyceniany powyżej pokryzysowej (a więc niższej niż historyczna) naturalnej stopy procentowej.

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD wykreślił wczoraj maksimum 1,3992 (czyli nowe lokalne ekstremum w tym roku) podczas konferencji ECB tylko po to, aby zaraz później gwałtownie spadać i zatrzymać się na 1,3831. Wszystko dlatego, że po dość mało zaskakującym komunikacie ECB, sesja pytań i odpowiedzi przyniosła jasne stwierdzenie, że 1) kurs jest za wysoki, 2) ECB jest gotowy do poluzowania polityki pieniężnej w czerwcu. Takie zachowanie EURUSD po decyzji ECB widzieliśmy już nie raz i kończyło się bardzo często korektą w górę w przeciągu kilku dni. Inwestorzy zdają sobie doskonale sprawę, że ECB może podejmować decyzję ad hoc, opierając się na nowych seriach danych makro publikowanych w maju, czyli tych dotyczących kwietnia. Automatycznie też wyśrubowanie oczekiwań to także dużo większy potencjał do negatywnego zaskoczenia. Z drugiej strony charakter poluzowania monetarnego (czy tylko obniżka, czy QE) może istotnie wpływać na perspektywy EURUSD. W zasadzie tylko w pierwszym przypadku jesteśmy przekonani, że kurs po decyzji może spadać. Ogłoszenie QE z kolei - poprzez solidny napływ kapitału na peryferia - może przeciwdziałać używaniu EUR jako waluty finansującej (w przeciwieństwie do tego, co przydarzyło się USD po seriach QE).

### EURUSD wzgl. dysparytetu na 2Y IRS

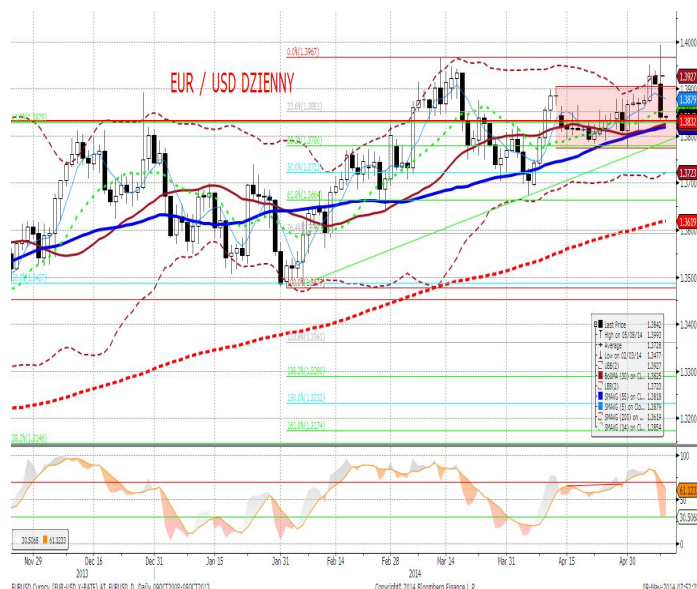


\* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

## EURUSD technicznie

Jak na dzień ECB nasz S/L był za wąski. Tuż po wyznaczeniu nowych maksimów lokalnych EURUSD ruszył na południe i zatrzymał się w okolicy średnich i 61,8% Fibo. Na wykresie 4h EURUSD powrócił do kanału spadkowego i zatrzymał się w okolicy dolnej wstęgi Bollingera oraz MA200. W zasadzie nic nie wskazuje na to (patrz choćby wykres tygodniowy), że wzrostowy trend został przerwany. Co więcej, po dużym spadku można spodziewać się korekty w górę (już nie raz pisaliśmy, że duże świece w dół na EURUSD są bardzo słabym predyktorem odwrócenia trendu). Gramy zatem long EURUSD po 1,3841 ze S/L na poziomie 1,3800.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,3818   | 1,3991 |
| 1,3762   | 1,3967 |
| 1,3664   | 1,3906 |





## EURPLN fundamentalnie

EURPLN umocnił się wczoraj po decyzji ECB, tak samo zresztą jak pozostałe waluty EM. Zwracamy uwagę, że w bieżącym momencie korelacje z EURUSD mogą się szybko zmieniać z plus na minus i odwrotnie. Dla walut EM podstawowe znaczenie ma fakt, że ECB może coś zrobić na kolejnym posiedzeniu i w zasadzie obniżka stóp, czy uruchomienie QE powinny mieć taki sam wpływ - umocnienie walut EM. Jak wspomnieliśmy jednak w komentarzu do EURUSD, wpływ polityki ECB na kurs EURUSD może nie być jednoznaczny, stąd możliwości zmiennych korelacji. Oczywiście napływami na PLN będą sterować oczekiwania na samo czerwcowe posiedzenie ECB; rynek przesunął się istotnie w kierunku luzowania, stąd i potencjał do niespodzianek większy i większe znaczenie danych makro, na które ECB skłonny jest reagować. Uważamy, że bardziej prawdopodobne jest utrzymanie bieżących poziomów na EURPLN (ew. delikatne umocnienie) niż gwałtowne osłabienie powyżej 4,20, przynajmniej przez najbliższe dni.

## EURPLN technicznie

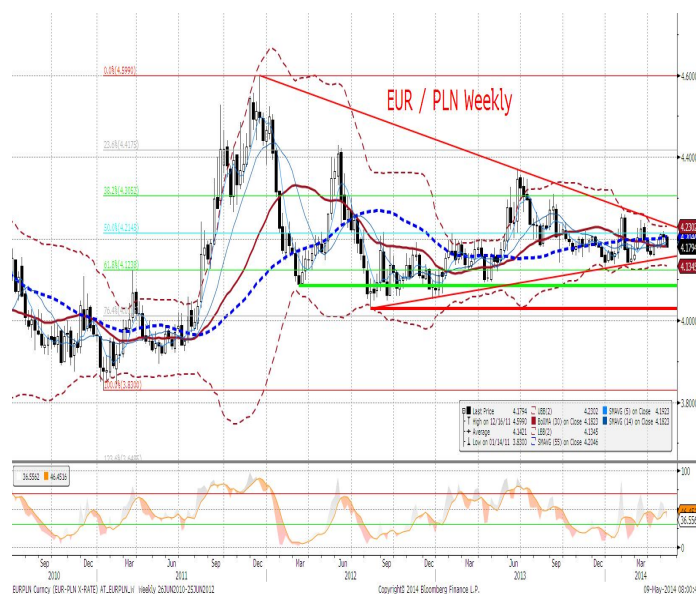
Pozycja bez zmian, proponujemy obniżenie S/L do 4,1920 w celu ochrony zysków, gdyby rynek nagle ruszył przeciw nam. Notowania osiadły na lokalnych minimach (4,1783), które wydają się tylko przystankiem na drodze do 4,1725 oraz dalej do 4,1573. Uważamy, że jest to kontynuacja fali spadkowej zapoczątkowanej w połowie marca.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,1773   | 4,1915 |
| 4,1725   | 4,1890 |
| 4,1573   | 4,1845 |

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



\* Wykres przedstawia resztę 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.

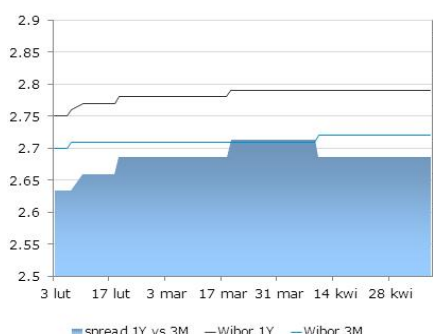


| IRS | BID   | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|-------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 2.75  | 2.77 | ON   | 2.4 | 2.7 | EUR/PLN    | 4.1865 |
| 2Y  | 2.885 | 2.95 | 1M   | 2.4 | 2.6 | USD/PLN    | 3.0042 |
| 3Y  | 3.08  | 3.11 | 3M   | 2.5 | 2.7 | CHF/PLN    | 3.4347 |
| 4Y  | 3.23  | 3.26 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 3.36  | 3.39 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 3.46  | 3.49 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 3.56  | 3.59 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 3.64  | 3.67 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 3.69  | 3.73 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 3.75  | 3.77 |      |     |     |            |        |

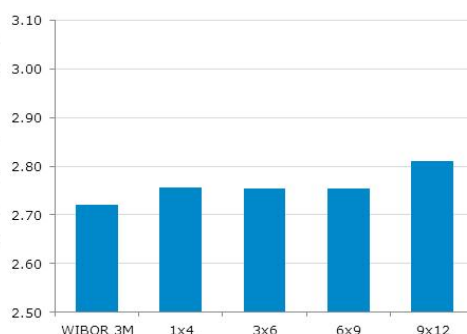
  

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 2.60 | 2.64 | EUR/USD          | 1.3838 |
| 1x4  | 2.70 | 2.76 | EUR/JPY          | 140.70 |
| 3x6  | 2.70 | 2.76 | EUR/PLN          | 4.1775 |
| 6x9  | 2.70 | 2.76 | USD/PLN          | 3.0188 |
| 9x12 | 2.75 | 2.81 | CHF/PLN          | 3.4296 |

WIBOR 3M i 1Y



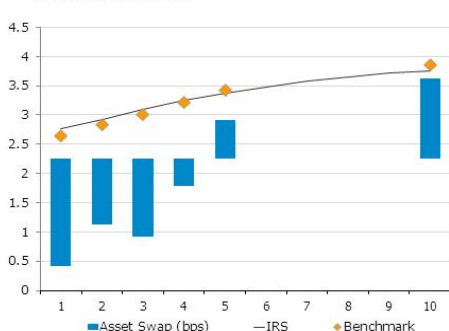
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



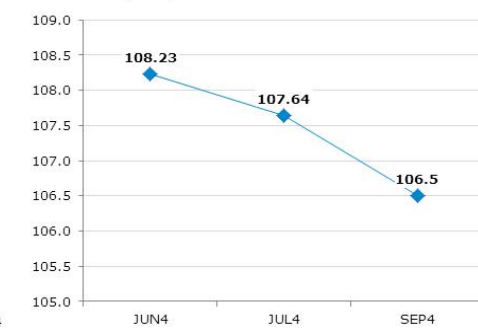
Asset swap i IRS



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.