

6 czerwca 2014

Raport Dzienny

Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@mbank.pl

Marcin Mazurek
starszy analityk
tel. +48 22 829 01 83
marcin.mazurek@mbank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Marek Ignaszak
analityk
tel. +48 22 829 02 56
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		
02.06.2014 PONIEDZIAŁEK							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	maj	51.7	52.2	52.0	50.8
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	maj		49.3	49.3	49.6
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	maj		52.9	52.9	52.3
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	maj		52.5	52.5	52.2
14:00	GER	CPI r/r <i>wstępny</i> (%)	maj		1.2	1.3	0.9
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	maj		55.5	54.9	55.4
03.06.2014 WTOREK							
3:00	CHN	PMI w usługach (pkt.)	maj			54.8	55.5
11:00	EUR	CPI r/r <i>wstępny</i> (%)	maj		0.7	0.8	0.5
	POL	Decyzja RPP (%)	cze	2.50	2.50	2.50	2.50
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	kwi		0.5	1.5 (r)	0.7
04.06.2014 ŚRODA							
9:50	FRA	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	maj		49.2	49.2	49.1
9:55	GER	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	maj		56.4	56.4	56.0
10:00	EUR	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	maj		53.5	53.5	53.2
11:00	EUR	PPI r/r (%)	kwi		-1.2	-1.6	-1.2
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	maj		218	220	179
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	maj		55.5	55.2	56.3
20:00	USA	Beżowa księga	cze				
05.06.2014 CZWARTEK							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	kwi		1.1	-2.8	3.1
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	kwi		0.0	0.3	0.4
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	cze		0.50	0.50	0.5
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	cze		0.10	0.25	0.15
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	31.05		315	300	312
06.06.2014 PIĄTEK							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		0.5	-0.6 (r)	0.2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	maj		218	288	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	mai		6.4	6.3	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna. Dziś o 14:30 zostanie opublikowany majowy raport z amerykańskiego rynku pracy. Po pozytywnej niespodziance w ostatnim miesiącu oczekiwania były dość wygórowane (na ponad 210 tys. wzrost liczby etatów). Tym niemniej, odczyty ISM i ADP oraz nieco wyższa niż w poprzednim miesiącu liczba wniosków o zasiłek złożonych w tygodniach referencyjnych BLS sugerują niższe tempo kreacji miejsc pracy. Przełożenie korelacji z w/w danymi na liczbę prowadzi do prognozy ok. 160-180 tys. Paradoksalnie, może to zwiększać szansę na pozytywne zaskoczenie rynku.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

■ Ministerstwo Finansów sprzedało w czwartek obligacje za 4,989 mld zł przy popycie 6,841 mld zł, w tym WZ0124 za 3,178 mld zł przy popycie 3,898 mld zł, DS0725 za 1,693 mld zł, przy popycie 2,743 mld zł i rentowności 3,818 proc. oraz WS0428 za 119,0 mln zł przy popycie 200,0 mln zł i rentowności 3,962 proc.

■ EUR: Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego obniżyła referencyjną stopę procentową o 15 pb do 0,10 proc (**więcej w sekcji analiz**).

■ Draghi: EBC utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie przez dłuższy czas. EBC planuje początkową wartość ukierunkowanego LTRO na 400 mld euro. EBC obniżył prognozę inflacji na wszystkie lata do 2016 r. w strefie euro. Bank obniżył również prognozę wzrostu PKB strefy euro na 2014 r., ale podniósł na 2015 r.

Decyzja RPP (2.07.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.390	-0.023
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.582	-0.007
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.665	-0.025
PROGNOZA mBanku	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

EBC: nowe narzędzia stymulacyjne, droga do QE otwarta

Zgodnie z oczekiwaniami EBC obniżył stopy procentowe (refi do 0,15%, depozytowa do -0,1%), zaprzęstał sterylizacji SMP (wyzwolenie negatywnego charakteru stopy depozytowej; gdyby sterylizacja była kontynuowana, banki nadal mogłyby parkować środki po dodatniej stopie wolnej od ryzyka), zapowiedział nowe LTRO (tym razem TLTRO, czyli kierunkowe LTRO, zaprojektowane w celu stymulacji kredytowania firm z sektora prywatnego), utrzymał nielimitowane operacje refinansujące do przynajmniej końca 2016, zapowiedział program zakupu ABS, jednak bez zbędnych szczegółów. Podczas sesji pytań i odpowiedzi padło stwierdzenie, że stopy procentowe osiągnęły granicę zera i możliwe są już tylko techniczne dostosowania.

Jeszcze przed posiedzeniem podkreślaliśmy, że o podjęciu zdecydowanych kroków zdecyduje przede wszystkim pragmatyzm i chęć utrzymania integralności (stabilności finansowania peryferiów) strefy euro. Ogłaszając bogaty zestaw nowych narzędzi stymulacyjnych, EBC osiągnął przede wszystkim natychmiastowy efekt stabilnościowy, co zresztą widać doskonale po wycenie obligacji krajów peryferyjnych, które odnotowały wczoraj solidne rajd. Skutki gospodarcze ogłoszonego pakietu będą - nie oszukujmy się, nawet biorąc pod uwagę asymetrię między cięciem stopy o 10pb a cięciem jej poniżej 0 - raczej mierne. Dodatkowo, na efekty efekty gospodarcze TLTRO (pierwszy dopiero we wrześniu, kolejny w grudniu) przyjdzie długo poczekać; wcale też nie jest oczywiste, że pierwsze dwa przetargi spowodują intensyfikację działań kredytowych, gdyż benchmarkowanie akcji kredytowej wydarzy się dopiero w 2015 roku a niespełnienie kryterium przyznania TLTRO (zwiększenie kredytów netto dla sektora przedsiębiorstw względem stanu z kwietnia 2014) będzie skutkowało jedynie skróceniem terminu dostępności preferencyjnego finansowania z EBC (spłata we wrześniu 2016). W efekcie praktycznie przez 2 lata TLTRO będzie normalnym LTRO. Ten element strategii EBC realizuje więc także aspekt stabilnościowy.

Prawdziwa wartość posiedzenia EBC kryje się naszym zdaniem w projekcji inflacyjnej. Została ona obniżona do 0,7% w 2014 roku (poprzednio 1,0%), 1,1% w 2015 roku (z 1,3%) oraz 1,4% w 2016 (z 1,5%). Ścieżka wzrostu została obniżona w 2014, podwyższona w 2015 i pozostała bez zmian w 2016 - oczywiście nadal jest to wzrost ślimaczy.

Naszym zdaniem nie powinno być żadnych wątpliwości, że wobec niskiej projekcji inflacyjnej, EBC jest w obecnej chwili jedynie technicznie ograniczony względem skupowania ABS czy uruchomienia prawdziwego QE z papierami rządowymi na czele. Uruchomienie tych programów może być natychmiastowe w sytuacji, kiedy inflacja pozostanie niska lub pojawią się dalsze zagrożenia dla realizacji celu (tu świetnie wpisze się na przykład wzrost rentowności na peryferiach czy dalsze spadki lub ledwie stabilność odczytów HICP). Scenariuszem bazowym jest więc dalsza stymulacja w postaci QE (ABS i papiery rządowe). W takim przypadku inwestorzy mogą (i naszym zdaniem powinni) potraktować reakcję ECB za daną i tym samym kontynuować fazę risk on.

Wszystko to oznacza, że nowa równowaga w strefie euro i na europejskich rynkach finansowych ma szansę być względnie stabilna. Skutkiem będzie dalszy spadek lub co najmniej sta-

bilizacja rentowności krajów peryferyjnych. Oczywiście Polska jako satelita strefy euro zalicza się do tego właśnie koszyka i tu spodziewamy się kontynuacji konstruktywnego scenariusza praktycznie dla całej krzywej obligacyjnej: krótszy koniec pozostanie pod wpływem oczekiwań na RPP (patrz osobny komentarz) a długi pod wpływem popytu inwestorów szukających tańszej alternatywy dla obligacji peryferyjnych. Rentowności krajów rdzenia nie muszą jednak w tym scenariuszu spadać, gdyż ze zbioru apetyt na ryzyko, oczekiwania inflacyjne, popyt ECB był w stanie uruchomić tylko ten pierwszy element i niekończenie ograniczyć trzeci (patrz charakter TLTRO).

EBC a sprawa polska

Jakiś już czas temu zauważyliśmy rosnące ryzyko wznowienia cyklu obniżek albo dostosowania poziomu stóp procentowych w Polsce. Wtedy też zdefiniowaliśmy sekwencję wydarzeń, która naszym zdaniem już w momencie identyfikacji wydawała się całkiem prawdopodobna i miałyby prowadzić do złamania konsensusu w RPP i obniżki stóp.

Od tego czasu wiele z tej sekwencji się zrealizowało. Wskaźniki koniunktury wskazują na osłabienieżywienia, dynamika PKB w II kw. okaże się prawdopodobnie niższa niż w I kw. (widać to będzie przede wszystkim na przyrostach kwartalnych, co będzie kontrastować z optymistycznymi prognozami NBP), inflacja zaskoczyła w dół, premia za ryzyko w regionie obniżyła się, co skutecznie wykorzystuje Węgierski Bank Centralny, umocnił się złoty i EBC co najmniej zrealizował pokładane w nim oczekiwania (obniżając stopy, uruchamiając operacje płynnościowe i zapowiadając program skupu aktywów). Prezentowane przez nas argumenty za niskimi stopami, a więc zbyt wysokie stopy realne implikujące wzrost stopy oszczędności, znalazły się wśród czynników próbnikowych wymienionych przez szefa NBP na ostatniej konferencji. Dochodzimy do momentu, w którym naszym zdaniem ryzyko obniżek stóp w Polsce staje się dominujące. Pozostaje kwestia momentu obniżki, zaś skalą będzie co najmniej 50pb. Lipiec wygląda na całkiem możliwy, wrzesień chyba na bardziej akceptowalny przez sceptyczną odnośnie bardziej proaktywnej polityki monetarnej część RPP i to właśnie wrzesień jest naszym scenariuszem bazowym.

EURUSD fundamentalnie

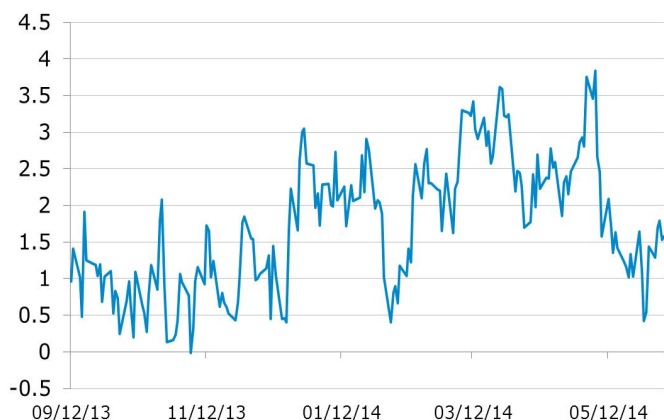
Kto postawił na zwiększoną zmienność, ten wczoraj się nie za-
wiódł. Cięcie stóp proc., ogłoszenie dodatkowych działań przez
EBC i istotne obcięcie prognoz inflacji - w większym zakresie
niż oczekiwał tego rynek i wbrew oczekiwaniom, że EBC znów
rozczaruje - przyniosły osłabienie wspólnej waluty o prawie 1%
w ujęciu koszykowym (vis-a-vis dolara euro zaliczyło nowe te-
goroczne minimum - 1,3503). Konferencja prasowa Draghiego
to już całkowite odwrócenie sytuacji i silne umocnienie euro.
Pomogły zapewne komentarze Draghiego dotyczące osiągnię-
cia zera na stopach procentowych i brak konkretów w sprawie
ewentualnego QE/CE, ale kluczowy wydaje się fakt, iż przed-
stawiony pakiet nie jest w stanie w sposób trwały ustąpić kursu
walutowego. Jednocześnie, wspiera on obligacje państw pery-
feryjnych, co ceteris paribus powinno stymulować napływy na
tamtejsze rynki obligacji. Dzisiejszy dzień pod znakiem danych
z amerykańskiego rynku pracy, ale nie spodziewamy się już tak
żywiłowej reakcji - być może gorsze dane staną się okazją do
odkupienia euro.

EURUSD technicznie

Po 5 z rzędu nudnych sesjach w trendzie bocznym, w końcu
nadeszło rozstrzygnięcie na EURUSD. Duża biała świeca za-
mykająca się powyżej MA200 na dziennym, a tym samym po-
wyżej górnego ograniczenia dotychczasowego range'u. Długi
dolny cień sugeruje dużą siłę popytu i silny impet wzrostowy. Re-
komendujemy long EURUSD, wejście 1,3655; SL 1,3555, brak
sztywnego TP.

Wsparcie	Opór
1,3586	1,3806
1,3477	1,3780
1,3296	1,3735

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.



EURPLN fundamentalnie

Bez zmian na bazie zamknięcia, ale przy niemałej zmienności w trakcie. Dzień rozpoczął się od kolejnej fali umocnienia złotego - jeszcze przed 9:00 EURPLN na chwilę spadł poniżej 4,11 (minimum dnia to 4,1068). Lokalne minima były ponownie testowane tuż po ogłoszeniu decyzji EBC i ujawnieniu pakietu nowych działań w polityce pieniężnej. W trakcie konferencji już, wraz z odwróceniem pierwotnych reakcji na większości rynków, EURPLN znalazł się powyżej poziomów otwarcia i zbliżył się do 4,14. Zarówno poranne umocnienie, jak i popołudniowa deprecjacja, miały oczywiście swoje odpowiedniki w całym koszyku walut EM. Czy wczorajsze niepowodzenie oznacza koniec aprecjacji złotego? Niekoniecznie. Wydaje się jednak, że kluczowe będzie podtrzymanie oczekiwań na jakąś formę dalszego luzowania w strefie euro (Draghi pozostawił furtkę) i, przede wszystkim, na cięcia stóp proc. w Polsce. W obydwu przypadkach oczekiwaniami sterować będą dane, a w przypadku Polski pierwszą wskazówką będzie skala odbicia inflacji w maju (uważamy, że prognozy rynku obciążone są ryzykiem w dół).

EURPLN technicznie

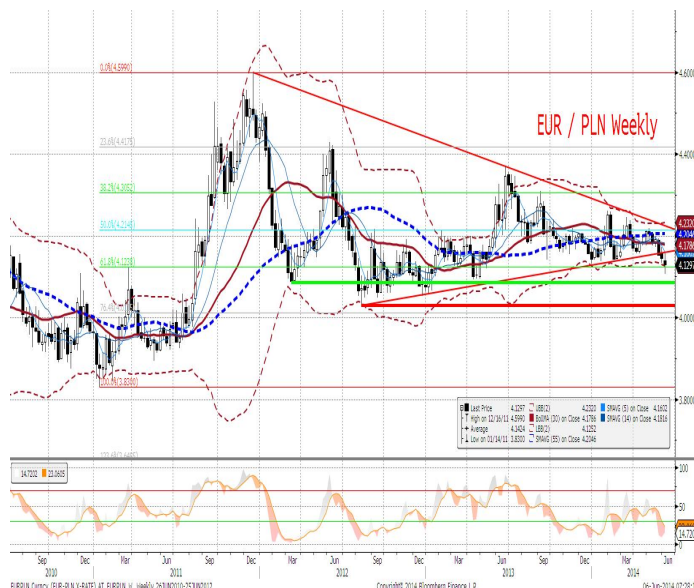
Wczorajsza sesja przyniosła dużą zmienność na EURPLN – uformowana świeca objęła zasięgiem niemal cały zakres kanału spadkowego. Sytuacja techniczna wskazuje na równowagę na rynku: mamy świecę z długimi cieniami oraz małym korpusem dokładnie po środku kanału. Wprawdzie cień przekroczył dolną wstęgę Bollingera, jednak fakt, że cały majowy ruch na południe wykonał się praktycznie poniżej tej linii osłabia wagę sygnału. Niemniej jednak, decydujemy się spieniężyć dotychczasowy zysk w wysokości 115 pipsów, w obawie przed ewentualną korektą. Układ kresek nie wskazuje jednoznacznie dalszego kierunku zmian na EURPLN, jednak para zasłużyła na odreagowanie celujące w przedział 4,15–4,16 (poza wspomnianym Bollingerem, mocno wyprzedany jest także oscylator). Będzie to dobry moment na odnowienie pozycji short.

Wsparcie	Opór
4,1200	4,1725
4,0934	4,1680
4,0500	4,1600

Czynnik krajowy* w EURPLN

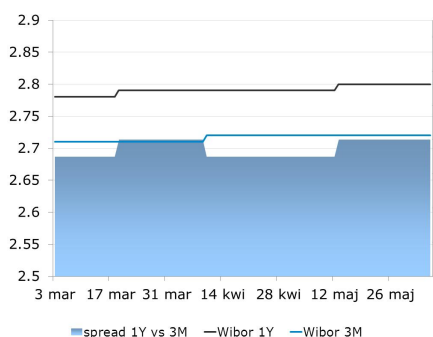


* Wykres przedstawia resztę z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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

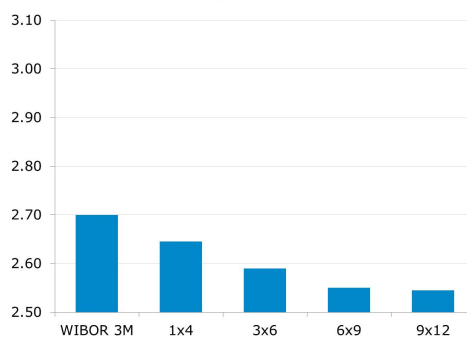


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.59	2.62	ON	2.3	2.6	EUR/PLN	4.1215
2Y	2.64	2.70	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.0275
3Y	2.81	2.84	3M	2.5	3.0	CHF/PLN	3.3802
4Y	2.99	3.02					
5Y	3.14	3.17	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	3.26	3.29	1x2	2.55	2.60	EUR/USD	1.3660
7Y	3.37	3.40	1x4	2.60	2.65	EUR/JPY	139.85
8Y	3.46	3.49	3x6	2.54	2.59	EUR/PLN	4.1280
9Y	3.53	3.56	6x9	2.50	2.55	USD/PLN	3.0258
10Y	3.59	3.61	9x12	2.50	2.55	CHF/PLN	3.3897

WIBOR 3M i 1Y



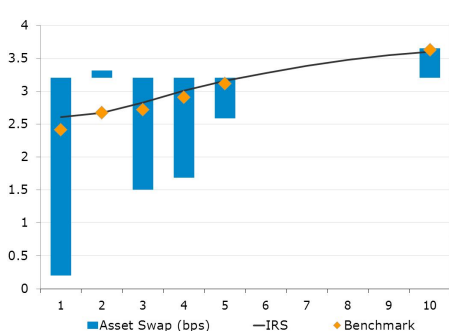
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



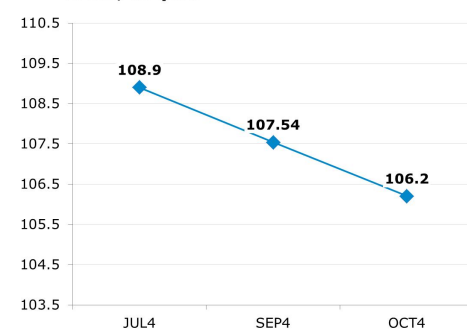
Asset swap i IRS



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 danych 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.