

3 lipca 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		
30.06.2014 PONIEDZIAŁEK							
10:00	EUR	M3 r/r (%)	maj		0.7	0.8	1.0
11:00	EUR	CPI r/r (%)	cze		0.6	0.5	0.5
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)		0.3	0.3	0.5	0.2
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących	Q1	-771	-771	-1071	-766
16:00	USA	Umowy na sprzedaż domów m/m (%)	maj		1.3	0.5 (r)	6.1
01.07.2014 WTOREK							
3:00	CHN	PMI w przemyśle <i>oficjalny</i> (pkt.)	cze		51.0	50.8	51.0
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	cze	51.2	51.1	50.8	50.3
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	cze		47.8	47.8	48.2
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	cze		52.4	52.4	52.0
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	cze		6.7	6.7	6.7
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	cze		51.9	51.9	51.8
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	maj		11.7	11.7	11.6
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	cze		55.5	55.4	55.3
02.07.2014 ŚRODA							
	POL	Decyzja RPP (%)	lip	2.50	2.50	2.50	2.50
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	cze		205	179	281
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	maj		-0.3	0.8 (r)	-0.5
03.07.2014 CZWARTEK							
9:50	FRA	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	cze		48.2	48.2	
9:55	GER	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	cze		54.8	54.8	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	cze		52.8	52.8	
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	maj		0.2	0.4	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	lip		0.15	0.15	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (%)	cze		210	217	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	cze		6.3	6.3	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	28.06			312	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	cze		56.1	56.3	
04.07.2014 PIĄTEK							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	maj		-1.0	3.1	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna. Dzisiejszy dzień zapowiada się niezmiernie ciekawie. Dziś ogłoszona będzie decyzja EBC, jednak najważniejsza dla uczestników rynków będzie sesja pytań i odpowiedzi podczas konferencji. Więcej o posiedzeniu piszemy w sekcji analiz. O tej samej porze co konferencja EBC, po drugiej stronie Oceanu opublikowane zostaną dane z amerykańskiego rynku pracy. Oczekiwania są bardzo wywindowane po wczorajszym raporcie ADP, stąd reakcja rynkowa na dane może być znaczna. Nieco później poznamy także raport ISM w usługach.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Rada Polityki Pieniężnej na śródownym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, referencyjna stopa procentowa NBP wynosić będzie nadal 2,50 proc. w skali rocznej (**więcej w sekcji analiz**).
- Belka: Wycofanie forward guidance z komunikatu po posiedzeniu RPP nie oznacza obniżki stóp procentowych na posiedzeniu we wrześniu. Jego zdaniem, prawdopodobieństwo cięcia stóp procentowych jest „bardzo niewielkie”.
- Yellen: Nie ma obecnie konieczności wprowadzania zmian w polityce monetarnej Rezerwy Federalnej. W niektórych segmentach rynku wzrosła skłonność od podejmowania ryzyka.
- USA: W firmach w USA przybyło w czerwcu 281 tys. miejsc pracy - wynika z raportu prywatnej firmy ADP Employer Services.

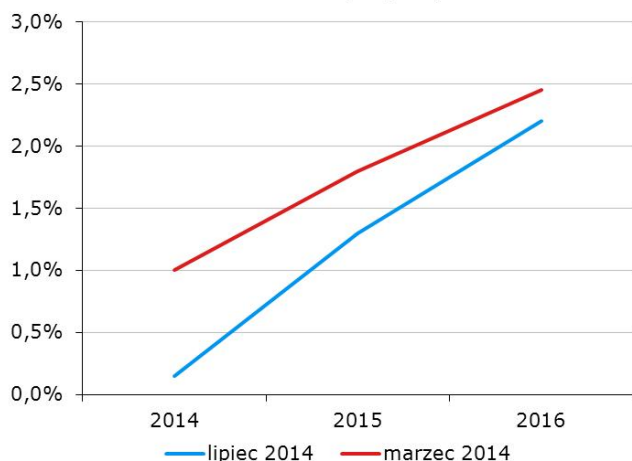
Decyzja RPP (3.09.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.254	0.002
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.625	-0.009
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.450	-0.034
PROGNOZA mBanku	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

RPP rezygnuje z forward guidance nie po to, aby od razu wiązać się zapowiedziami obniżek

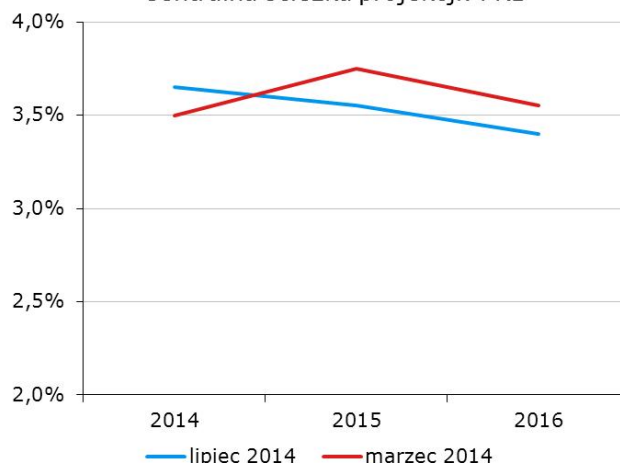
Zgodnie z oczekiwaniami, RPP pozostawiła na wczorajszym posiedzeniu stopy procentowe bez zmian (stopa bazowa wynosi nadal 2,5%). Tak jak oczekiwaliśmy, Rada odeszła od tzw. forward guidance (obietnicy niezmiennych stóp do końca III kw.). Oznacza to wprost, że przyszłe decyzje będą zależeć od prognoz i sekwencji danych.

Sam komunikat był bardziej gołębi niż poprzednio. Poza odejściem od forward guidance wskazano na niepewność odnośnie ożywienia i powrotu inflacji do celu. Co do oceny koniunktury, pojawiło się karkołomne stwierdzenie „w ostatnim okresie część wskaźników koniunktury obniżyła się, co sygnalizuje możliwość spowolnienia tempa poprawy koniunktury.” W przełożeniu na wskaźniki koniunktury można to odczytać jako obniżenie indeksu PMI, ale na razie nie poniżej 50 punktów. Ścieżka wzrostu PKB pozostała optymistyczna dla roku 2014; nieznacznie obniżono prognozy PKB dla lat 2015-2016. Nietrudno się jednak domyślić, że pełen raport NBP wskaże na przeważające ryzyka w dół względem projekcji PKB. W komunikacie wskazano wprost na ryzyko (na razie tylko przejściowego) spadku inflacji poniżej zera. Projekcja inflacji została wyraźnie obniżona na rok 2014, nawet w 2016 roku centralna ścieżka inflacji jest o 0,1pp niższa niż cel NBP. Taki scenariusz inflacyjny sugerowałby, jeśli nie obniżki stóp, to brak podwyżek niemal w całym horyzoncie projekcji.

Centralna ścieżka projekcji: CPI



Centralna ścieżka projekcji: PKB



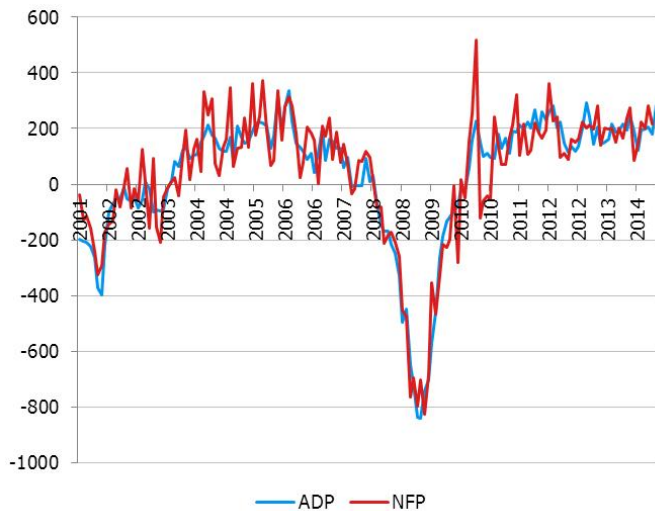
Gołębią wymowę komunikatu rozwodził prezes Belka w czasie konferencji. Podtrzymał on ocenę niskiego prawdopodobieństwa obniżek stóp (powstrzymał się jednak przed jakimkolwiek nawiązaniem do podwyżek). Brak zapowiedzi wprost obniżki może w najbliższych dniach ostudzić nieco rynkowe oczekiwania. W komentarzu Belki pojawiło się jednak wiele argumentów za obniżką stóp: brak presji inflacyjnej, obniżenie dynamiki PKB, wysokie realne stopy, ostatnie, czwarte już z rzędu zaskoczenie spadkiem indeksu PMI. Czy brak zapowiedzi obniżki we wrześniu rzeczywiście oznacza, że jej nie będzie? Naszym zdaniem nie, choć przewidywania kierunku zmian na krótkim końcu krzywej dochodowości nie będą już tak łatwe jak przez ostatnie 3-4 miesiące (część inwestorów większą wagę przyłoży do komentarzy RPP). Losowi przyszłych obniżek generalnie należy się kilka dodatkowych uwag.

Po pierwsze, działania RPP mógł w pewnym stopniu dotknąć, a nawet zepchnąć na drugi plan, temat ostatniej tzw. afery taśmowej (Belka odniósł się do tego w czasie konferencji, wyjaśniając swoje motywacje i jednocześnie wykluczając swoją rezygnację). Po drugie, rezygnacja z forward guidance i brak napędzania oczekiwań na obniżki stóp są racjonalne. Po co RPP miałyby wiązać sobie ręce nową obietnicą, skoro dopiero co udało się odejść od ograniczenia w postaci zobowiązania do stabilnych stóp? Po trzecie, usuwając forward guidance RPP dopuściła reakcję na odchylenia rzeczywistego scenariusza od tego prognozowanego przez research NBP. Naszym zdaniem zaskoczenia mogą się tu ciągle pojawiać (PKB w II kw. może być niższy niż 3% r/r), obniżyć też może się wspomniany przez Belkę indeks PMI i dynamika produkcji przemysłowej. Trzeba jednak uczciwie przyznać, że (być może) nieco gorszy scenariusz wzrostowy oraz (na pewno) przejściowa deflacja w miesiącach letnich zostały przez Radę zinternalizowane i nie muszą wywoływać takiej reakcji, jakiej jeszcze można byłoby się spodziewać kilka tygodni temu. Po czwarte wreszcie, w obecnych warunkach możemy sobie wyobrazić istotne wzmocnienie złotego, które byłoby dla znacznej części RPP traktowane jako zagrożenie dla przyszłej ścieżki wzrostu eksportu i PKB.

Kontekst rynkowy decyzji i komentarzy RPP nie jest najszcześniejszy i może przyczynić się do korekty na polskich obligacjach. Inwestorzy właśnie zaczęli trzecią w tym roku grę na wyższe stopy w USA (po lepszych danych makro), standardowo pojawić się też mogą wątpliwości odnośnie aktywności ECB.

281tys. ADP to solidne ryzyko w górę dla NFP

ADP podało, że w sektorze prywatnym USA przybyło w czerwcu 281 tys. miejsc pracy (konsensus 200 tys., poprzednio 179tys.). Odczyt spowodował wzrost rentowności obligacji o 7 punktów na długim końcu (na krótszych tenorach ruch był odpowiednio nieco mniejszy).



Jak widać na rysunku, ADP jest serią gładszą niż NFP (w NFP jest również sektor rządowy, ale to nie jest źródło tej obserwacji). Tym samym, lepiej spisuje się jako indyktor trendów. Korelacja miesięcznych zmian ADP i NFP bywa często myląca. Niemniej identyfikując metodą „na oko” (a jest to metoda funkcjonująca nawet w literaturze ekonomicznej jako sposób na identyfikację trendów lub obserwacji nietypowych) lokalne „wyrzwały” ADP w górę (wysoka górka w otoczeniu pagórków :), korelują się one bardzo ładnie z lokalnymi wybiciami na NFP. Od 2005 roku tylko w jednym przypadku na dwanaście lokalnie wysoki odczyt na ADP nie potwierdził się w NFP. Jako, że dojście do tego wniosku nie wymaga skomplikowanych obliczeń, uczestnicy rynku nie raz je już wykonywali. Tym samym obecny konsensus na NFP (200-210tys. podawane w serwisach informacyjnych) jest już zaniżony i ten prawdziwy, pod który inwestorzy budują pozycje, znajduje się w okolicach 240-250tys. Każdy odczyt poniżej tego poziomu (ekwiwalentnie równie pozytywny byłby odczyt 200+ połączony ze spadkiem stopy bezrobocia) powinien być powodem do korekty na rynku długu w USA. Przekonamy się o 14:30.

ECB: nie oczekujemy rewelacji, ale rynek zrobił już trochę „miejsca” pod typową tendencją ECB do osiadania na laurach

Dzisiejsze posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego (decyzja o 13:45; konferencja prasowa o 14:30) nie powinno przynieść zaskoczeń. Zaprezentowawszy miesiąc wcześniej pakiet działań, bank powinien teraz dać sobie czas na obserwację – przy czym dotyczy to nie tylko stanu gospodarki oraz procesów cenowych i monetarnych, ale również efektów ostatnich działań. Biorąc pod uwagę fakt, że pierwsza aukcja TLTRO planowana jest na wrzesień, ocena tego programu to pieśń odległej przyszłości. Jakkolwiek przyjęcie nastawienia „wait and see” ma w chwili obecnej sens, odnosimy również wrażenie, że

Rada Gubernatorów EBC ma tendencję do samozadowolenia bezpośrednio po posiedzeniach „decyzyjnych” (tj. takich, które zakończyły się ruchem na stopach proc. lub podjęciem działań). Wreszcie, dane napływające od ostatniego posiedzenia nie zmieniły w sposób znaczący obrazu sytuacji, jakim dysponuje EBC – ożywienie w strefie euro jest kontynuowane w typowym dla bloku tempie, pewne oznaki ożywienia akcji kredytowej są obserwowane, a inflacja przynajmniej przestała spadać.

Ocena oczekiwań rynkowych odnośnie do dzisiejszego posiedzenia nie jest jednoznaczna. Z pewnością część uczestników rynku i komentatorów oczekuje gołębich słów ze strony Dragiego, być może jakiejś bardziej konkretnej wzmianki na temat skupu ABSów (te nadzieje najprawdopodobniej okażą się płonne, EBC pokazał bowiem wielokrotnie, że reaguje na gorsze dane, a nie wyprzedza). Z drugiej strony, zachowanie instrumentów finansowych (EURUSD, Bundów, obligacji państw peryferyjnych) w ostatnich dniach wskazuje na istotne stonowanie oczekiwań na luzowanie polityki pieniężnej w perspektywie krótkoterminowej. Dodatkowo, ocenę reakcji rynków utrudnią będą równoczesne publikacje ze Stanów Zjednoczonych (NFP).

EURUSD fundamentalnie

EURUSD niżej. Posiadaczom dolara pomogły mocne dane o ADP windujące w górę oczekiwania odnośnie do publikacji *payrolli*. Dzisiaj bardzo ważny dzień zarówno dla nogi dolarowej jak i eurowej. W Europie w centrum uwagi będzie konferencja po posiedzeniu EBC (więcej w sekcji analiz, sama decyzja to non-event, kluczowe będą odpowiedzi na pytania podczas konferencji). Uczestnicy rynku będą oczekiwali informacji o perspektywach europejskiej wersji QE i poglądach Rady Prezesów na kształtowanie się w najbliższej przyszłości cen i produktu w gospodarce eurolandu. Jak zwykle, prognozowanie tego, co zostanie zaserwowane widzom podczas konferencji graniczy z niemożliwością. Po drugiej stronie Oceanu dane z rynku pracy oraz ISM w usługach. Oczekiwania rozbuchane po wysokim ADP i niskie odczyty (poniżej 250 tys.) wywołają powrót EURUSD do 1,37. Z drugiej strony odczyt potwierdzający wysokie ADP będzie przyczynkiem do kolejnej fali w bieżącym impulsie spadkowym na EURUSD.

EURUSD technicznie

EURUSD kontynuuje marsz na południe po odbiciu od 1,37. Wczoraj padł istotny poziom wsparcia (MA200 na dziennym i łamana wcześniej linia trendu na 4H). Następnym przystankiem to dolne ograniczenie kanału wzrostowego na dziennym (obecnie \approx 1,3615), skrzyżowane z MA200 na 4H. Zaczynamy czuć się coraz bardziej komfortowo z naszą pozycją (30 pipsów zysku), o jej losach zadecydujemy w momencie dotarcia do wspomnianie strefy wsparć - jej złamanie powinno otworzyć drogę do 1,35.

Wsparcie	Opór
1,3615	1,3734
1,3503	1,3710
1,3477	1,3671

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

Wczorajsze przedpołudnie przyniosło umocnienie złotego i wybiście z range'u. Aprecjacje polskiej waluty na krótko przerwały dobre dane z USA, jednak szybko powróciliśmy do spadków i ostatecznie byliśmy świadkami zamknięcia poniżej 4,15. Wczorajsze posiedzenie RPP uruchomiło odpływ kapitału z polskiego rynku obligacji. Mimo gołębiego komunikatu, Belka na konferencji studził oczekiwania na obniżki (historycznie jednak to komunikat miał większą zdolność predykcijną w kwestii przyszłej polityki RPP). Osłabiające się obligacje mogą w krótkim terminie pociągnąć za sobą złotego, choć z nieco dłuższej perspektywy wyższe oczekiwane stopy to mocniejszy złoty. Wierzmy jednak, że gra na wrześniową obniżkę jeszcze się nie zakończyła, została jedynie chwilowo odłożona. Polityka pieniężna w Polsce staje się coraz bardziej uzależniona od bieżących danych ze sfery realnej, a więc i wpływ tych danych na złotego (historycznie znikomy) będzie w ciągu najbliższych dwóch miesięcy istotny. Dziś wydarzeniem dnia będzie posiedzenie EBC, na którym wyszukiwać będziemy wskazówek co do europejskiego QE.

EURPLN technicznie

Koniec marazmu na EURPLN? Wystartowawszy z 4,16, kurs w dniu wczorajszym odbił się od znanej nam linii trendu wzrostowego i dziennego MA55, po czym przebył całą drogę do dolnego ograniczenia kanału wzrostowego. Do zamknięcia doszło niemal idealnie na tym ostatnim poziomie, stąd za wcześnie, aby uznać to za sygnał sprzedaży. Na 4H ruch ten był równoważny złamaniu całej serii średnich (kolejno, MA55, BolMA30, MA200) i sprawdził oscylator na poziom wysprzedania. Będziemy skłonni zająć pozycję short, jeżeli wyłamanie z kanału nie okaże się fałszywym sygnałem.

Wsparcie	Opór
4,1450	4,1850
4,1330	4,1656
4,1285	4,1615

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 umiarkowanie osłabiany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.



IRS	BID	ASK
1Y	2.47	2.53
2Y	2.52	2.58
3Y	2.59	2.62
4Y	2.74	2.77
5Y	2.88	2.91
6Y	3	3.02
7Y	3.09	3.12
8Y	3.18	3.21
9Y	3.25	3.28
10Y	3.31	3.34

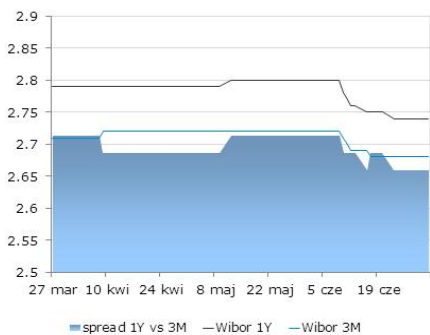
depo	BID	ASK
ON	2.4	2.7
1M	2.5	2.7
3M	2.5	2.7

FRA	BID	ASK
1x2	2.59	2.64
1x4	2.62	2.67
3x6	2.46	2.51
6x9	2.35	2.40
9x12	2.35	2.40

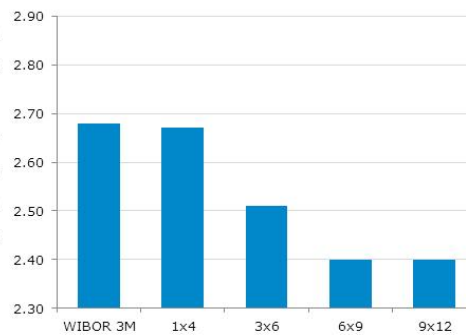
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1500
USD/PLN	3.0387
CHF/PLN	3.4180

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3658
EUR/JPY	139.00
EUR/PLN	4.1444
USD/PLN	3.0346
CHF/PLN	3.4110

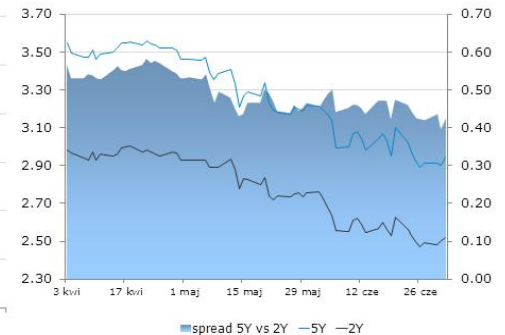
WIBOR 3M i 1Y



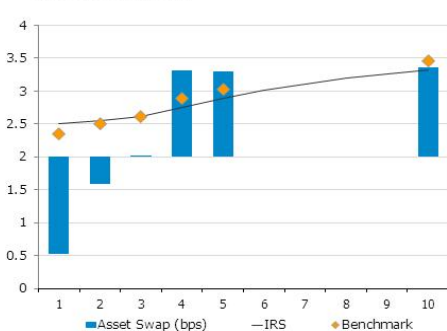
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



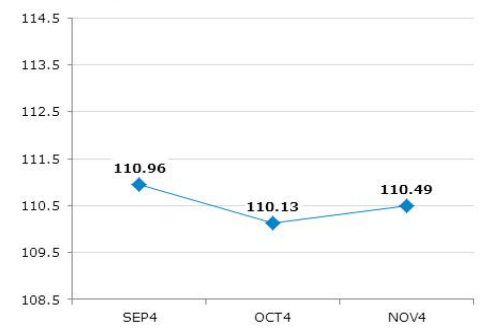
Asset swap i IRS



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 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 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.