

31 stycznia 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		
27.01.2014 PONIEDZIAŁEK							
10:00	GER	Indeks Ifo - sytuacja bieżąca (pkt.)	sty		112.5	111.6	112.4
10:00	GER	Indeks Ifo - oczekiwania (pkt.)	sty		108.0	107.4	108.9
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów SAAR (tys.)	gru		458	464	414
28.01.2014 WTOREK							
10:30	GBR	PKB kw/kw (%)	Q4		0.7	0.8	0.7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	gru		1.7	2.6 (r)	-4.3
15:00	USA	Indeks CaseShiller r/r (%)	lis		13.7	13.6	13.7
16:00	USA	Wsk. koniunktury kons. CB (pkt.)	sty		77.5	78.1	80.7
29.01.2014 ŚRODA							
8:00	GER	Wsk. koniunktury GfK (pkt.)	lut		7.6	7.6	8.2
10:00	EUR	M3 r/r (%)	gru		1.7	1.5	1.0
20:00	USA	Decyzja FOMC (mld USD / msc)	sty		65	75	65
30.01.2014 CZWARTEK							
9:00	SPA	PKB kw/kw (%)	Q4		0.3	0.1	0.3
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	sty		6.9	6.9	6.8
10:00	POL	PKB r/r (%)	2013	1.5	1.5	1.9	1.6
11:00	EUR	Indeks ESI (pkt.)	sty		101.0	100.0	100.9
14:00	GER	CPI r/r <i>wstępny</i> (%)	sty		1.5	1.4	1.2
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR <i>pierwszy</i> (%)	Q4		3.2	4.1	3.2
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (%)	25.01		330	326	348
16:00	USA	Podpisane umowy na sprzedaż domów m/m (%)	gru		0.2	-0.3 (r)	-8.7
31.01.2014 PIĄTEK							
0:30	JPN	Stopa bezrobocia (%)	gru		3.9	4.0	3.7
0:30	JPN	CPI r/r (%)	gru		1.5	1.5	1.6
0:50	JPN	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		1.3	-0.1	1.1
11:00	EUR	CPI r/r (%)	sty		0.9	0.8	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	sty	0.7	0.7	0.7	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	gru		0.2	0.2	
14:30	USA	Wydatki konsumpcyjne m/m (%)	gru		0.2	0.5	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	sty		59.0	60.8	
15:55	USA	Wsk. Kon. kons. U.Michigan <i>final</i> (pkt.)	stv		81.0	80.4	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna. Dzień pod znakiem danych ze Stanów Zjednoczonych. Po wczorajszej publikacji PKB i minimalnej negatywnej niespodziance w danych o konsumpcji prywatnej można oczekiwać nieco gorszego wyniku w danych miesięcznych (słabszego grudnia lub rewizji któregoś z poprzednich miesięcy). Z tego też względu większą uwagę będą zapewne cieszyć się wskaźniki koniunktury (Chicago PMI i drugi miesięczny odczyt koniunktury konsumenckiej wg Uniwersytetu Michigan). W Europie warto zwrócić uwagę na wstępne dane o inflacji w styczniu - po negatywnej niespodziance w Niemczech można spodziewać się również niższego odczytu w strefie euro, co będzie tylko wodą na młyn oczekiwań luzowania monetarnego.

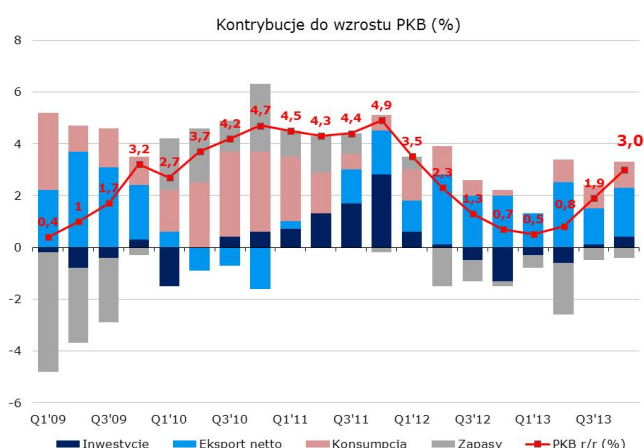
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Polski produkt krajowy brutto wzrósł w 2013 roku o 1,6 proc., po wzroście o 1,9 proc. w 2012 roku (**więcej w sekcji analizy**).
- Kaźmierczak: Nie widzę zagrożeń dla gospodarki ze strony presji płacowej. Rada powinna wspierać popyt.
- Szczurek: MF zakłada, że w 2014 roku potrzebna będzie dodatkowa konsolidacja fiskalna w wysokości 0,4 proc. PKB i kolejne oszczędności w 2015 roku, aby Polska mogła wypełnić zobowiązania związane z procedurą nadmiernego deficytu.
- USA: Produkt Krajowy Brutto USA wzrósł w IV kwartale 2013 roku o 3,2 proc. w ujęciu zannualizowanym kdk (**więcej w sekcji analizy**).

Decyzja RPP (5.02.2014)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.733	0.003
stopy bez zmian		100%		USAGB 10Y	2.699	-0.007
obniżka 25 bps		0%		POLGB 10Y	4.525	0.102
PROGNOZA mBanku		stopy bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

PKB w 2013 powyżej oczekiwań, duże przyspieszenie na koniec roku.

W 2013 roku dynamika produktu krajowego brutto wyniosła 1,6% i była wyższa od oczekiwań. W kategoriach całego roku oznacza to nieznaczne wyhamowanie w stosunku do 1,9% odnotowanego w 2012. Jednak to nie średnia, a trajektoria wzrostu ma znaczenie. O ile w 2012 była ona spadkowa, obecnie jest wyraźnie wznosząca. Rok 2013 rozpoczęliśmy z dynamiką na poziomie 0,5%, w IV kwartale sięgnęła ona 3% (tyle właśnie można wyliczyć z danych rocznych). Skupmy się więc obecnie na trajektorii poszczególnych składowych. Konsumpcja przyspieszyła z 0% na początku roku do około 2% na jego końcu, inwestycje z -2,1% do 1,3%. Notabene inwestycje są jedynym „dużym” agregatem popytowym, który przyspieszył także w porównaniu do całego poprzedniego roku notując w 2013 niewielki spadek rzędu -0,4% wobec -1,6% w roku poprzednim. Ciekawie zachowały się w IV kwartale wielkości rezydualne. O ile nieznacznie przyspieszenie kontrybucji zmian zapasów do około -0,4pp nie dziwi (zmienna procykliczna), to prawie 2pp skalę wpływu eksportu netto można uznać za bardzo dużą niespodziankę (wielkość antycykliczna); być może mamy do czynienia z pewnym przeszacowaniem, jednak biorąc pod uwagę niespodzianki na kategoriach popytu krajowego, eksport jest w dalszym ciągu bardzo ważnym elementem wspomagającym cykl krajowy.



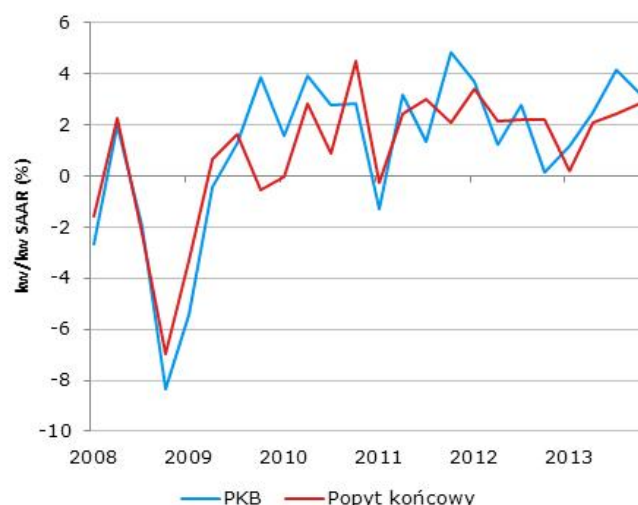
Spodziewamy się kontynuacji pozytywnych tendencji w kolejnych kwartałach. Konsumpcji sprzyjają rosnące płace, mocniejszy rynek pracy, wyraźna poprawa optymizmu konsumentów oraz – element wcale nietrywialny – wyraźny spadek obciążenia kosztami obsługi kredytów. Potencjał do wzrostu inwestycji widzimy przede wszystkim z uwagi na ograniczenia podażowe, które w ciągu ostatnich kwartałów (lat) mogły zostać wygenerowane z uwagi na wstrzemięźliwość inwestycyjną firm (zauważmy, że ostatnie spowolnienie nie przyniosło praktycznie zmian w wykorzystaniu mocy wytwórczych). Podtrzymujemy nasz scenariusz, że PKB w 2014 roku wzrośnie o około 3,5% zaś trajektoria wzrostowa ścieżki kwartalnych odczytów zostanie zachowana.

Choć zaskoczenie nie jest przesadnie duże, gospodarka rośnie szybciej niż skłonni są myśleć analitycy NBP i większa część RPP. Element ten, w połączeniu ze wzrostem inflacji w pobliżu celu NBP będzie przyczynkiem do podwyżek stóp procentowych w ostatnim kwartale roku; na tym polu nasz scenariusz pozostaje także niezmienny. Obecne zawirowania na rynkach

EM mają bardzo niewielką (lub wręcz żadną) szansę zakończyć się interwencyjnymi podwyżkami stóp (zrobiły to już Turcja, RPA, rynek próbuje wymusić takie rozwiązanie w gospodarce węgierskiej), gdyż obecna skala osłabienia złotego praktycznie nie wpływa na procesy inflacyjne (skala osłabienia złotego to o około 0,1pp. wyższa ścieżka inflacji, co graniczy z błędem pomiaru). Co więcej RPP nie ma historii związanej z działaniem opierającym się na kompensacji premii za ryzyko dla inwestorów poprzez wyższe stopy. Preferowanym instrumentem są interwencje walutowe, gdyby kurs EURPLN nagle przyspieszył marsz w górę, gdyż na razie działanie takie było w Polsce skuteczne. W tym kontekście skala wyprzedzaży na rynkach obligacji (szczególnie na krótkim końcu) może wydawać się nadmierna, gdyż inwestorzy zagraniczni próbują skroić dla Polski buty, w które RPP nie będzie chciała w najbliższym czasie wchodzić.

USA: Pozorne spowolnienie w IV kwartale

Zgodnie z przewidywaniami, PKB Stanów Zjednoczonych w ostatnich trzech miesiącach poprzedniego roku wzrósł w ujęciu rocznym o 3,2% wobec 4,1% kwartał wcześniej. Tym samym, cały 2013 rok amerykańska gospodarka kończy z wynikiem 1,9% r/r wobec 2,8% w 2012 (bystry obserwator mógłby zauważyć, że drugi rok z rzędu szybciej niż Polska...), a wynik kwartału wyrażony w ulubionej metryce Fed (2,7% r/r) z łatwością przebijają ostatnie projekcje FOMC.



W istocie rzeczy jednak spowolnienie jest pozorne, bo wynika głównie z wyhamowania procesu gromadzenia zapasów. Kontrybucja tej kategorii spadła z 1,67 do 0,42 p.proc., co i tak jest wynikiem lepszym niż oczekiwano jeszcze kilka miesięcy temu – zapasy są kategorią chaotyczną i ze skłonnością do powrotu do średniej. Suma stabilniejszych kategorii popytowych (popyt końcowy) przyspieszyła do 2,8% kw/kw – istotnie powyżej średniej z obecnej fazy ożywienia i to jest właściwa miara momentum w amerykańskiej gospodarce. Wzrost w IV kwartale opierał na trzech głównych silnikach: konsumpcji prywatnej (wynik gorszy od oczekiwań, ale i tak najlepszy od 3 lat), inwestycjach przedsiębiorstw (na co wskazywaliśmy w komentarzu dot. zamówień na dobra trwałego użytku) i eksporcie (wiele miejsca poświęcono w ostatnich tygodniach m.in. zanikającemu bilateralnemu deficytowi handlowemu z Chinami). Ujemny wkład wydatków rządowych (-0,93 p.proc.) można uznać za zwieńczenie roku upływającego pod znakiem

dużej konsolidacji fiskalnej, w kolejnych kwartałach hamulec fiskalny powinien już być docięnięty słabiej (różnica rzędu 1 p.proc.). Ujemna kontrybucja inwestycji mieszkaniowych to z kolei raczej wypadek przy pracy i logiczna konsekwencja szoku stóp procentowych z połowy roku, mającego odzwierciedlenie w przeciętnych wynikach budownictwa mieszkaniowego pod koniec roku.

Reasumując, gospodarka amerykańska w nowy rok wchodzi rozpędzona i z niezłymi perspektywami. Tym niemniej, należy pamiętać (i inwestorzy doskonale zdają sobie z tego sprawę), że takie obietnice już widzieliśmy i dopóki sekwencje danych nie zawsze dorastają do wygórowanych oczekiwań, a na globalnych rynkach finansowych dominuje awersja do ryzyka, momentum amerykańskiej gospodarki może nie zawsze być odzwierciedlone w wycenach aktywów, zwłaszcza na rynku obligacji. Stąd też spodziewany trend wzrostowy rentowności i ruch w kierunku 3,5% odkłada się w czasie.

EURUSD fundamentalnie

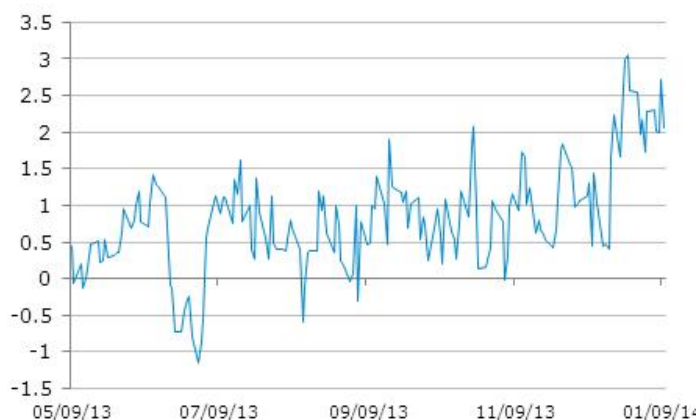
EURUSD wyrwał się wczoraj z konsolidacji, której dolną linię wyznaczał przedział 1,3600/3630. Ruch rozpoczął się już podczas sesji azjatyckiej (czyli w nocy - na początku wyglądało to jak typowa ostatnio zmienność w kanale bocznym), a później był kontynuowany; dziś EURUSD startuje z ważnego ostatnio poziomu 1,3540. Nie widzimy przyczyn umocnienia ani w środowej decyzji FOMC, ani w publikowanych w czwartek danych makro (PKB zgodne z oczekiwaniami, słabsze dane o liczbie tygodniowych rejestracji bezrobotnych) - potwierdzają to niskie rentowności obligacji. Dodając do tego umocnienie indeksów giełdowych otrzymujemy argument, że umocnienie USD jest w końcu spójne z repatriacją kapitału z EM (choć wczorajszy dzień był relatywnie łaskawy, większość walut EM umocniła się względem otwarcia). Dziś publikacja danych o wydatkach konsumpcyjnych w USA, Chicago PMI oraz optymizmu konsumentów (Michigan). Uważamy, że ze względu na repatriację kapitału lepsze znaczenie lepszych danych dla USD będzie rosło, na słabsze powinno być bardziej łagodna (QE nieuchronnie zbliża się do końca).

EURUSD technicznie

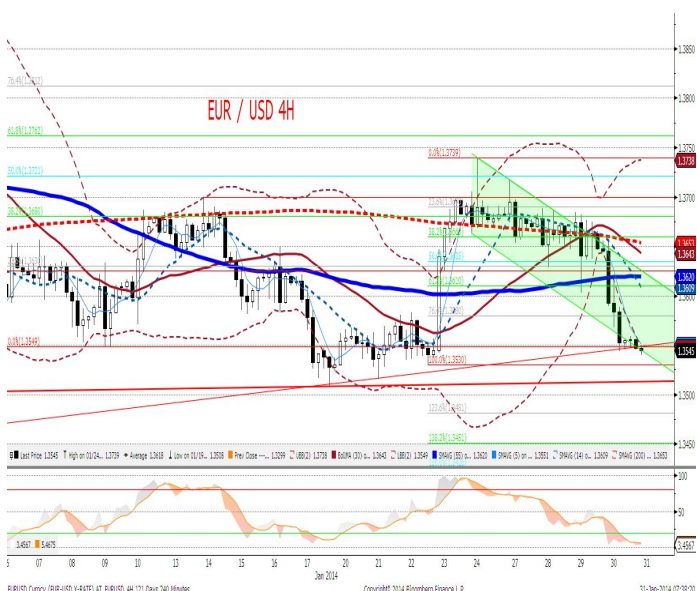
Wybiecie EURUSD z konsolidacji w końcu nadeszło. W jednym ruchu kurs został zniesiony do poziomu niedawnych minimów. Wokół poziomu 1,3500 (lokalne minima, górne ograniczenie ostatniego kanału trendu spadkowego widocznego na wykresie dziennym) powinniśmy być świadkami odreagowania. Krótko- i średnio-terminowa przestrzeń dalszego umocnienia dolara jest więc już niewielka, co powstrzymuje nas przed otwarciem krótkiej pozycji. W nieco dłuższym okresie oczekujemy kontynuacji umocnienia dolara i powrotu do widocznego na wykresie dziennym kanału trendu spadkowego, przełamanego w ubiegłym tygodniu. Tam też będziemy wypatrywać okazji do sprzedawania pary EURUSD, która naszym zdaniem zmierza poniżej 1,34.

Wsparcie	Opór
1,3508	1,3832
1,3370	1,3800
1,3290	1,3740

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

Złoty słabszy. Można śmiało zaryzykować stwierdzenie, że polska waluta pozostawała wczoraj najsłabszą w uniwersum EM (praktycznie tylko na EURPLN i w bardzo niewielkim stopniu na EURHUF wyrysowała się wczoraj biała świeca, w innych krajach nastąpiła stabilizacja bądź pewna realizacja zysków), choć to określenie dotyczy kierunku ruchu, nie zaś skali - dotychczasowe osłabienie złotego wciąż zamyka się w kilku figurach, czyli niecałych 2%. Lepsze dane o PKB nie zdołały odwrócić kursu walutowego (a jest się czym pochwalić - Polska gospodarka przyspieszyła w ciągu roku o 2,5pp., co biorąc pod uwagę otoczenie gospodarcze jest wynikiem imponującym). Naszym zdaniem jeszcze przez najbliższe dni Polska waluta będzie ulegała tej samej presji, co inne waluty EM. Faza różnicowania podczas odpływu kapitału jeszcze się nie rozpoczęła, a inwestorzy na razie szukają potwierdzenia swoich negatywnych sądów, a nie ich falsyfikacji. Złotemu szkodzi prawdopodobnie także pozycja relatywnie płynnego w regionie, co sprawia, że fundusze DM mogą domykać część ekspozycji na EM właśnie przez rynek polski. Brak publikacji makro.

EURPLN technicznie

Granie przeciwko trendowi nie opłacało się, wczorajsza rekomendacja została zamknięta zleceniem stop loss, ze stratą 150 pip-sów. Niedoceniłmy inercji rozpoczętego w ubiegłym tygodniu ruchu, który wypchnął kurs na nowe maksima. Spodziewaliśmy się korekty, natomiast dzień zakończyliśmy powyżej 4,23 na dobre zadamawiając się ponad MA200. Najbliższym silnym oporem będzie ważny z psychologicznego punktu widzenia poziom 4,25 (dodatkowo 4,2507 to 50% zniesienia zapoczątkowane w czerwcu ubiegłego roku fali umocnienia złotego). Tam upatrywaliśmy celu dla obecnego ruchu. Nie do końca rozumiejąc mechanikę obecnego ruchu (tak jak np. złamaną wczoraj korelację z EURUSD), pozostajemy neutralni. Wydaje się, że złoty zasłużył na korektę jednak do 4,25 brak jest naturalnych oporów.

Wsparcie	Opór
4,2160	4,2500
4,2000	4,2411
4,1800	4,2400

Czynnik krajowy* w EURPLN



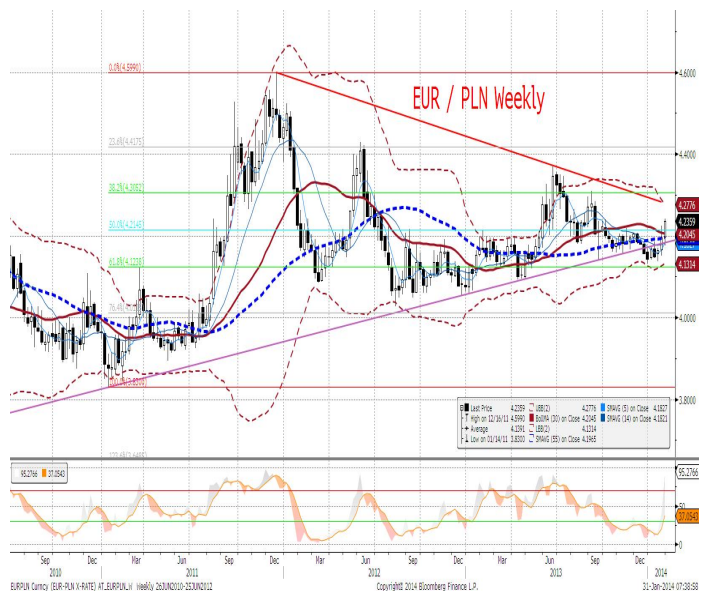
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



EURPLN Currency (EUR-PLN X-RATE) AT:EURPLN.Daily 22JAN2014-22JAN2013 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P. 31-Jan-2014 08:05:42



EURPLN Currency (EUR-PLN X-RATE) AT:EURPLN.4H 30 Days 24H Minutes Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P. 31-Jan-2014 08:05:24

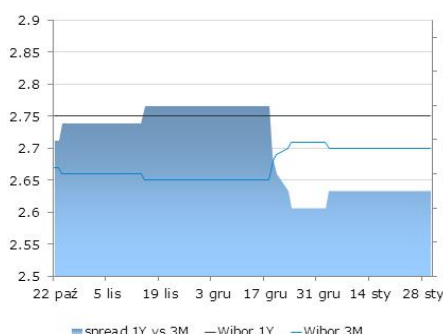


EURPLN Currency (EUR-PLN X-RATE) AT:EURPLN.Weekly 26JAN2014-25JAN2012 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P. 31-Jan-2014 07:58:59

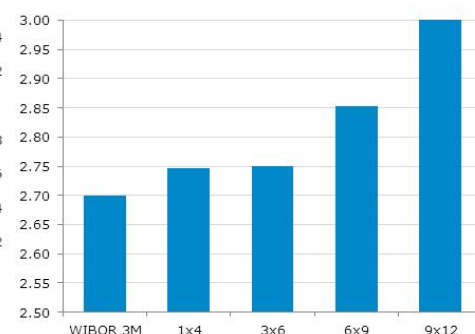
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.81	2.84	ON	2.4	2.7	EUR/PLN	4.2365
2Y	3.215	3.28	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.1166
3Y	3.52	3.58	3M	2.5	3.0	CHF/PLN	3.4663
4Y	3.76	3.82					
5Y	3.94	4.00					
6Y	4.07	4.13					
7Y	4.17	4.23					
8Y	4.25	4.31					
9Y	4.32	4.37					
10Y	4.36	4.41					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.61	2.66	EUR/USD	1.3555
1x4	2.69	2.75	EUR/JPY	139.18
3x6	2.69	2.75	EUR/PLN	4.2297
6x9	2.79	2.85	USD/PLN	3.1196
9x12	2.96	3.02	CHF/PLN	3.4558

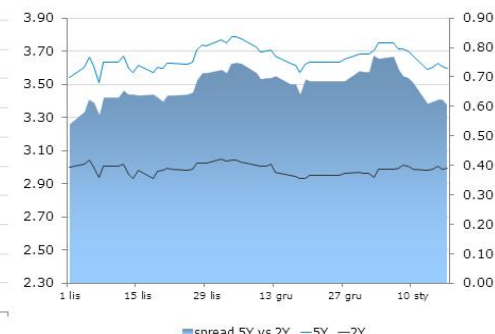
WIBOR 3M i 1Y



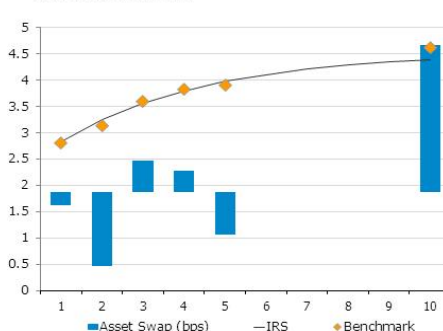
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



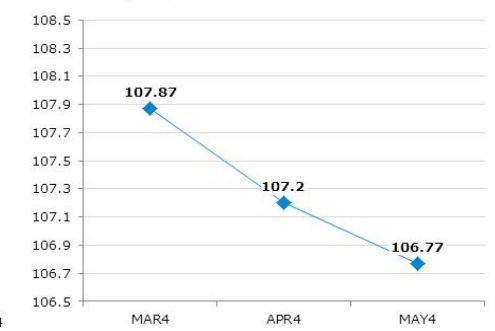
Asset swap i IRS



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.