mBank.pl

20 marca 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		
17.03.2014 PONIEDZIAŁEK							
13:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	mar		6.50	4.48	5.61
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sty	0.7	0.9	1.0	0.4
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lut	0.9	1.0		0.9
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	sty	-638*	-761	-843	-1135
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sty	13300	13057	11662	13503
14:00	POL	Import (mln EUR)	sty	12700*	12570	11894	13084
14:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut		0.1	-0.3	0.6
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	lut			5.6	24.7
18.03.2014 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	mar		52.8	50.0	46.6
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	mar		53.0	55.7	51.3
13:30	USA	CPI r/r (%)	lut		1.3	1.6	1.1
13:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	lut		915	909 (r)	907
13:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	lut		965	945 (r)	1018
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	lut	3.5	3.3	3.4	4.0
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lut	0.2	0.2	0.0	0.2
19.03.2014 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lut	7.4	6.1	4.1	5.3
14:00	POL	PPI r/r (%)	lut	-1.1	-1.1	-0.9	-1.4
19:00	USA	Decyzja FOMC (mld USD / msc)	mar		55	65	55
20.03.2014 CZWARTEK							
13:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.03			315	
14:00	POL	Minutes RPP	mar				
15:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	mar		4.0	-6.3	
15:00	USA	Sprzedaż nier. na r. wtórnym (mln)	lut		4.62	4.62	
21.03.2014 PIĄTEK							
16:00	EUR	Wsk. koniunktury konsumenckiej (pkt.)	mar		-12.6	-12.7	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Dziś publikacja Minutes RPP. Biorąc pod uwagę treść komunikatu po ostatnim posiedzeniu, jak i wydźwięk konferencji prezesa Belki, należy spodziewać się, że również zapis dyskusji będzie mieć gołębi charakter. Warto również zwracać uwagę na ewentualną dyskusję na temat ryzyk płynących ze strony Rosji i Ukrainy.
Gospodarka globalna. Dzień pod znakiem danych ze Stanów Zjednoczonych. Obok cotygodniowej informacji na temat wniosków o zasiłki dla bezrobotnych, warto odnotować kolejny regionalny odczyt koniunktury (tym razem z dystryktu Filadelfia) oraz publikacjędanych na temat sprzedaży nieruchomości na rynku wtórnym.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Ministerstwo Finansów planuje dziś odkupić obligacje PS0414 po 1.002,77 zł oraz OK0714 po 991,58 zł - poinformował resort finansów w komunikacie. W zamian resort zaoferuje obligacje PS0718 i DS1023.
- GUS: Produkcja przemysłowa w lutym wzrosła o 5,3 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem spadła o 1,8 proc. Ceny produkcji przemysłowej w lutym rdr spadły o 1,4 proc (**więcej w sekcji analizy**)
- USA: Fed zdecydował w środę o obniżeniu skali skupu aktywów w ramach programu luzowania ilościowego do poziomu 55 mld USD miesięcznie.

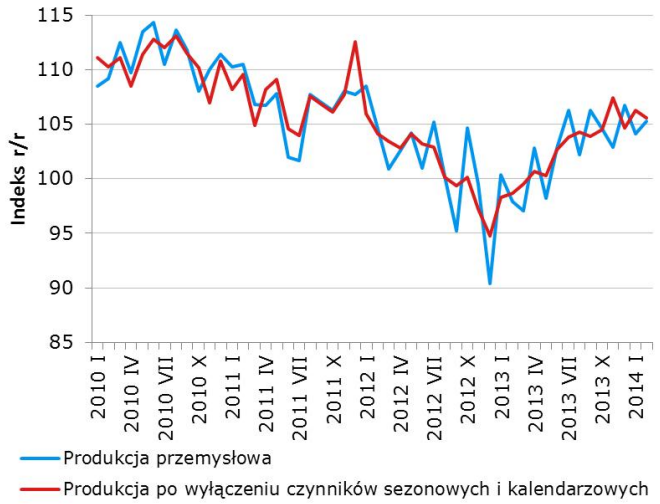
Decyzja RPP (9.04.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA mBanku	**stopy bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.569	0.003
USAGB 10Y	2.768	-0.020
POLGB 10Y	4.255	0.001

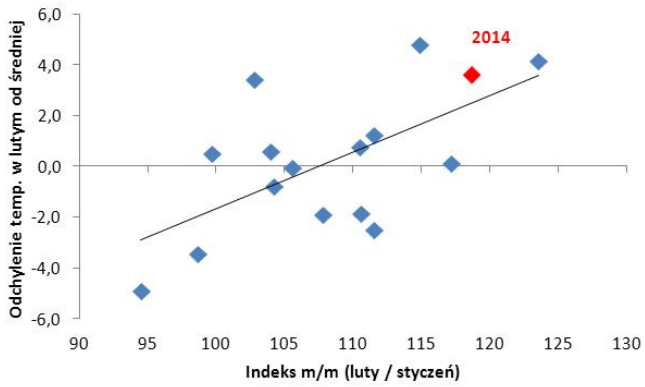
Dotyczy benchmarków Reuters

Produkcja przemysłowa słabsza, ale bez dramatu. Ceny producentów w permanentnym spadku.

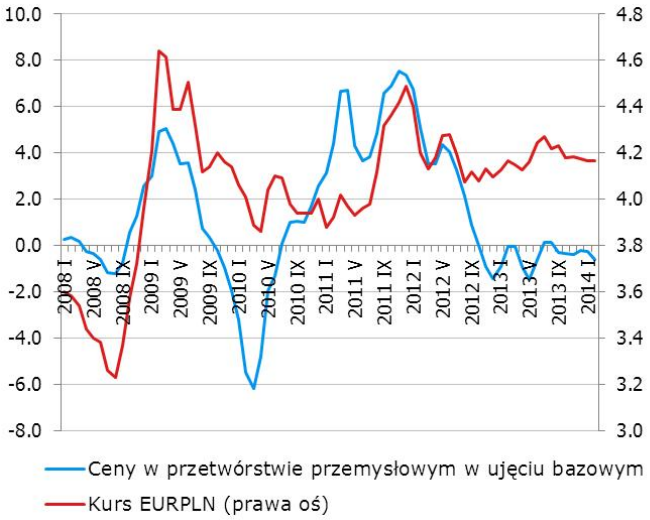
W lutym produkcja przemysłowa wzrosła o 5,3% r/r, poniżej konsensusu i naszej prognozy (odpowiednio: 6,1% i 7,4%). Po wyeliminowaniu czynników sezonowych i kalendarzowych wzrost w ujęciu rocznym spowolnił z 6,3% do 5,6%, a w ujęciu miesięcznym wyniósł -0,9% (tym samym, tak lubiane przez nas momentum znalazło się znów na ujemnym terytorium). Jakkolwiek lutowy odczyt może wydawać się rozczarowujący, należy odnotować niską produkcję w kategorii Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną etc. – spadek o 5,9% r/r zdjął z ok. 0,6 pp. z głównego agregatu. Przetwórstwo przemysłowe, którego wyniki bez wątpienia lepiej oddają stan koniunktury, zanotowało solidne +7,3% r/r – odczyt nieco poniżej naszych prognoz, ale spójny ze wznoszącym trendem.



Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 14,4% r/r, szacunek budzą także dane po odsezonowaniu: +14,2% r/r i +17,4% m/m (sic!). Co oczywiste, za tak gwałtowne przyspieszenie aktywności na placach budów odpowiada nie nagła poprawa koniunktury, a raczej kontynuacja wyjątkowo sprzyjającej aury (brak śniegu i dodatnie temperatury). Potwierdzają to zarówno dowody anegdotyczne, jak i prosta analiza korelacyjna – historycznie rzecz biorąc, dynamikę produkcji budowlano-montażowej w lutym i temperatury łączy całkiem niezła zależność (patrz wykres poniżej). Duża zmienność skutkuje niewielką skalą poprawek sezonowych. Tak dobre wyniki całego sektora zapowiadały już poniedziałkowe dane o budownictwie mieszkaniowym (drugi z rzędu wzrost liczby rozpoczętych budów mieszkań o 56% r/r). Wprawdzie kalendarzowa wiosna może przynieść nieco słabsze odczyty (efekt przesunięcia początku prac), ale w drugiej połowie roku, wraz z rozpoczęciem nowej fali inwestycji infrastrukturalnych, przyspieszenie aktywności budowlanej będzie widoczne.



W lutym ceny producentów spadły o 1,4% r/r (sporo poniżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy: -1,1%), poprzedni odczyt został zrewidowany w dół do -1,0%, miesięczna dynamika cen producentów wyniosła -0,1% (tyle samo w przetwórstwie przemysłowym). Ceny producentów ciągnięte są w dół przez ceny w górnictwie (-1,0% m/m), głównie metali. Nietrudno połączyć ten fakt z obawami o gospodarkę chińską, które w najbliższym czasie nie odejdą. Z kolei presja na wzrost cen surowców ropopochodnych mogłaby się pojawić, gdyby nastąpiło ryzyko w dostawach (Rosja), lub wzrosło ryzyko geopolityczne – na razie jednak sytuacja wydaje się zmierzać zupełnie w innym kierunku... Niskie ceny surowców nakładają się na brak presji kosztowej na rodzimym rynku (ceny w przetwórstwie w ujęciu bazowym spadły w ujęciu miesięcznym o 0,2% m/m), a ewentualne problemy eksportowe firm wysyłających towary na Ukrainę i Rosję mogą wymuszać obniżki cen krajowych (osłabienie rubla i hrywny to spory problem dla polskiej konkurencyjności), gdyż segmentacja klientów na krajowych i zagranicznych może być w obecnych warunkach dość dobrej dostępności informacji (oraz sporej konkurencji) trudna. Powtórzmy zatem jak mantrę, że presji kosztowej nie ma i na razie nie będzie.



Dane o produkcji przemysłowej nie są na pewno otwarcie złe (mimo wszystko plasują się powyżej tych opublikowanych miesiąc wcześniej, silny negatywny efekt wywarła na odczyt produkcja energii elektrycznej, które jest pochodną bardzo ciepłego lutego), jednak w połączeniu z kolejnym słabszym odczytem cen producentów i w środowisku niskiej inflacji będą tylko utwierdzać

RPP w konieczności utrzymania niskich stóp procentowych. Nie jesteśmy w stanie oszacować jak bardzo nieco słabszy odczyt produkcji związany jest z wydarzeniami na Ukrainie – wobec rekordowego w tej fazie odczytu PMI obrazującego oprócz danych pewnie również emocje respondentów, przełożenie powinno być zaniedbywalne. Niemniej jednak liczba jest liczbą, co sprawia, że ścieżka PKB w I kwartale wypłaszcza się wobec tej widzianej przed odczytem. To z kolei przy optymistycznej w zakresie wzrostu projekcji inflacyjnej rodzić może stanowić spotkanie z rzeczywistością prowadzące do przesuwania podwyżek stóp procentowych w czasie lub – o czym piszemy już od dłuższego czasu – możliwość odrodzenia się oczekiwań na obniżki stóp (zwłaszcza przy mocnym złotym). Wyobraźnię inwestorów rozpalać może fakt, że nawet Węgrzy mogą sobie pozwolić na niskie stopy procentowe (bez ryzyka utraty kontroli nad kursem, co było nie do pomyślenia jeszcze kilka lat wcześniej). Nie można także zapomnieć, że Polska jest za granicą postrzegana coraz mniej jako EM, a więc w obecnej równowadze przyzwolenie inwestorów na niższe stopy procentowe, choćby z perspektywy ryzyka kredytowego, także powinno być większe. W tej sytuacji nadal komfortowo czujemy się z ekspozycją na spadające rentowności na krótkim końcu krzywej, gdyż Rada pozostaje (bardzo) gołębia.

Fed: coraz bliżej normalnej polityki pieniężnej

Na wczorajszym posiedzeniu FOMC doszło do kolejnej, miarowej redukcji miesięcznej skali zakupów aktywów (tapering) o 10mld USD do 55mld USD. Zgodnie z oczekiwaniami, zmieniony został też tzw. forward guidance, czyli komunikacja nastawiona na zarządzanie oczekiwaniami w zakresie (niskich) stóp procentowych. Zlikwidowano ilościowy cel na stopie bezrobocia i inflacji i zastąpiono go koncepcją szerokiego zbioru informacyjnego (rynek pracy, inflacja, oczekiwania inflacyjne, rozwój sytuacji na rynkach finansowych). Tak jak się spodziewaliśmy, Fed odszedł od polityki prowadzenia inwestorów za rękę na rzecz podejścia eklektycznego, charakteryzującego okresy normalnej polityki pieniężnej.

Bieżąca ocena gospodarki pozostała mieszana, jednak hamowanie przypisano w dużej mierze czynnikowi pogodowemu (a nie tzw. *secular stagnation*). W dłuższym terminie odpowiednia polityka pieniężna Fed (a więc na dzień dzisiejszy ta wyrażona w oczekiwaniach poszczególnych członków odnośnie poziomu stopy Fed funds) ma gwarantować stopniowy ruch gospodarki w kierunku celów wyznaczonych przez Rezerwę Federalną. Co więcej, już teraz (to nowe w komunikacie) gospodarka jest na tyle silna, aby poruszać sytuację na rynku pracy w kierunku poziomów docelowych. A skoro jest to warunek wystarczający do kontynuowania ograniczenia zakupów aktywów, tapering będzie trwał i jest niejako na autopilocie (w tym tempie QE zostanie zakończone w okolicach III/IV kwartału). Odnosimy wrażenie, że w gospodarce musi się wydarzyć naprawdę coś znaczącego, aby wybić Fed z wyznaczonego już rytmu.

Poza wspomnianą już zmianą forward guidance nie doszło do wzmocnienia zobowiązania do utrzymywania niskich stóp procentowych. Co prawda komunikat stwierdza, że bieżący poziom stóp procentowych pozostaje odpowiedni nawet „znaczący czas" (*considerable time*) po zakończeniu zakupów. Jakkolwiek na pierwszy rzut oka brzmi to jako kawał czasu, niemniej w terminologii Fed takie zobowiązanie oznacza zwykle kilka miesięcy (Yellen na konferencji wspomniała okres 6 miesięcy, choć oczywiście obwarowała go standardowymi warunkami). Gdy stopy procentowe zaczną już być podnoszone, postęp w ich redukcji ma uwzględniać długookresowe cele Rezerwy Federalnej (a więc nic nowego) i przebiegać w sposób mocno rozciągnięty w czasie (w długim terminie projekcje sugerują stopę Fed funds w okolicach 4%; na koniec ostatniego roku projekcji – 2016 – stopa ta plasuje się na poziomie około 3%). Nie widzimy w tym zakresie nic nowego w porównaniu do historycznych epizodów zacieśnienia polityki pieniężnej. Naszym zdaniem zobowiązanie do utrzymywania niskich stóp procentowych zostało unormowane, a więc z perspektywy rynku – rozwodnione.

Biorąc pod uwagę komentarze Yellen, na dzień dzisiejszy pierwszy możliwy termin podwyżki stóp procentowych to przełom I i II kwartału 2015 roku, a więc wcześniej niż dotychczas wyceniał rynek. W tym kontekście duży ruch na rentownościach obligacji amerykańskich (10pb ruchu w górę na rentowności na 10-latach) i umocnienie dolara nie dziwi. Wydaje się nam, że to posiedzenie nie będzie aż tak dalekonośne dla instrumentów stopy procentowych jak słowa Bernanke z maja i czerwca 2013 roku. Niemniej spodziewamy się, że rentowności obligacji są po okresie dość długiej korekty gotowe do marszu w górę, a wczoraj mieliśmy do czynienia jedynie z pierwszym etapem przeszacowania oczekiwań na normalizację polityki pieniężnej. Dla Europy (i Polski) wydarzenia w USA przede wszystkim oznaczają presję na wzrost rentowności dłuższych obligacji. Zwracamy uwagę, ze czynniki europejskie (presja deflacyjna i wolniejsze ożywienie gospodarcze) powinny wspierać krótkie końce europejskich krzywych dochodowości. Ze względu na inne trendy inflacyjne, dywergencja krótkich końców może przez pewien czas być znacząca, pomimo tego, że Stany Zjednoczone pozostaną punktem odniesienia dla długich końców krzywych rentowności.

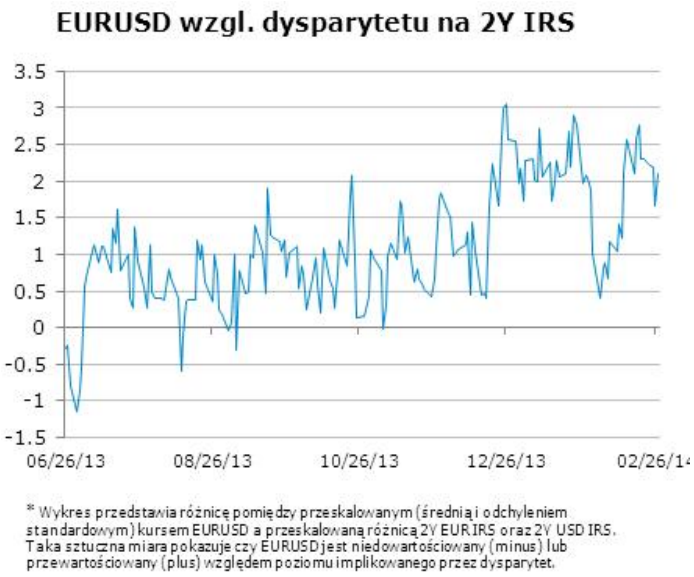
EURUSD fundamentalnie

EURUSD był zblokowany między 1,39 a 1,3930 do czasu publikacji komunikatu Fed i późniejszej konferencji J.Yellen. Zaskoczenie jastrzębim tonem przyniosło gwałtowną przecenę na wszystkich parach dolarowych - EURUSD spadł do 1,3810, USDJPY wzrósł o ponad figurę. Odpowiednio zareagowały również giełdy (25 pkt spadku na S&P 500) i rynki obligacji (prawie 10 punktów bazowych w przypadku amerykańskich 10-latek). O ile początkowy szok w sposób ewidentny wsparł dolara, o tyle kontynuacja takiego ruchu na EURUSD nie jest wcale pewna. Wręcz przeciwnie, jeżeli ostatnie miesiące czegoś nas nauczyły, to tego, że trend wzrostowy na EURUSD jest bardzo silny, a jedynym czynnikiem, który potencjalnie mógł nim zachwiać, był EBC. Wreszcie, historycznie rzecz biorąc, klasycznemu zacieśnianiu polityki pieniężnej w USA **nie** zawsze towarzyszyło umocnienie dolara. Dopóki więc EBC nie zrobi "czegoś", EURUSD będzie kontynuował wzrosty z niższych poziomów, które w najbliższych dniach się wyklarują.

EURUSD technicznie

EURUSD spadł wczoraj do 1,3832, co uruchomiło nasze warunkowe zlecenie long. Na razie jesteśmy 10 pipsów na plusie i ... decydujemy się na zamknięcie. Celem naszej warunkowej pozycji long było złapanie dołka korekty w trendzie wzrostowym EURUSD. Jednak historycznie, tak duża czarna świeca jak wczorajsza, zwiastowała dłuższy, przynajmniej dwusesyjny okres spadków EURUSD. Ponadto wczorajsze wybicie podyktowane było czynnikami fundamentalnymi, który mogły zmienić reżim, w którym porusza się EURUSD. Dolar ma więc jeszcze pewną przestrzeń do dalszego umocnienia. Na dzisiejszej sesji pozostajemy poza rynkiem, czekając na lepsze poziomy do kupna EURUSD.

Wsparcie	Opór
1,3832	1,4250
1,3780	1,4100
1,3725	1,3967



EURPLN fundamentalnie

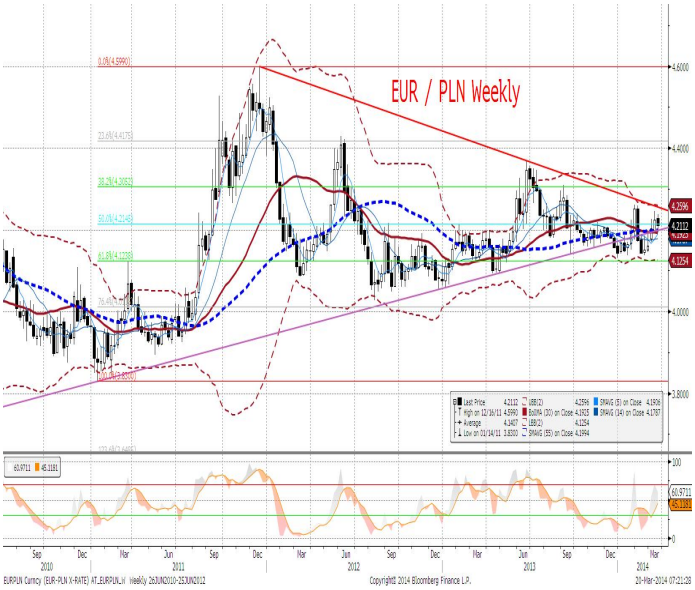
W pierwszej połowie dnia EURPLN kontynuował umocnienie z poprzedniego dnia, a kurs po raz pierwszy od dwóch tygodni spadł poniżej 4,20. Poziom 4,19 został osiągnięty w godzinach przedpołudniowych. Aprecjacji złotego nie przeszkodziły ani incydenty na zajętym przez Rosję Krymie, ani negatywna niespodzianka w danych o produkcji przemysłowej (więcej w sekcji analizy). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, to Fed okazał się być kluczowym czynnikiem kształtującym polską walutę. Jastrzębie nastawienie i perspektywa podwyżek stóp procentowych w II kwartale 2015 roku stała się asumptem do przeceny ryzykownych aktywów. EURPLN natychmiast stracił, lądując w okolicy 4,21, a dziś można spodziewać się dostosowania cen polskich obligacji. Nie sposób nie snuć paraleli z *taper talk* w maju poprzedniego roku. Wydaje się jednak, że ze względu na inny punkt startowy i inną skalę nagromadzenia pozycji spekulacyjnych zbudowanych na bazie wiary w wiecznotrwały świat niskich stóp procentowych, zakres przeceny polskich aktywów odbędzie się w mniejszej skali.

EURPLN technicznie

Podczas wczorajszej sesji złoty osiągnął 4,1930 odbijając się od MA200 na 4H, tym samym zrealizował się zasięg wybicia z RGR. Nieco niżej czeka 61,8% zniesienia (4,1886), które będzie silnym wsparciem. EURPLN porusza się kanale spadkowym, ale dopóki jesteśmy powyżej wspomnianego zniesienia fibo możemy mówić o korekcie w trendzie wzrostowym, a nie nowym ruchu na południe. W ciągu najbliższych sesji EURPLN będzie zmierzał w stronę górnego ograniczenia kanału oraz „starej" linii trendu wzrostowego (~4,2250). Tam też może pojawić się okazja do taktycznej pozycji short, z ciasnym SL. Na razie pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
4,1930	4,2467
4,1886	4,2343
4,1725	4,2200

* 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.



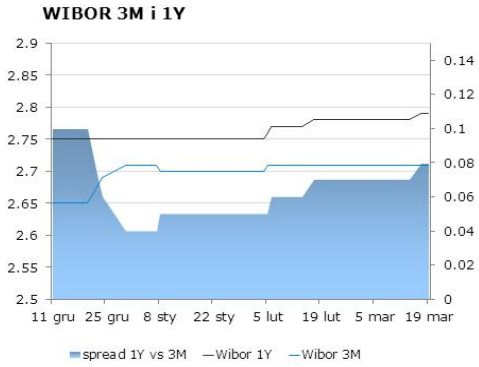
IRS	BID	ASK
1Y	2.7525	2.79
2Y	2.935	3.00
3Y	3.15	3.21
4Y	3.36	3.41
5Y	3.51	3.58
6Y	3.65	3.72
7Y	3.76	3.82
8Y	3.84	3.90
9Y	3.91	3.97
10Y	3.98	4.01

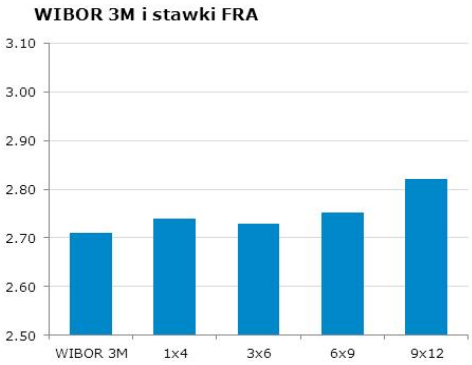
depo	BID	ASK
ON	2.2	2.7
1M	2.4	2.9
3M	2.4	2.8

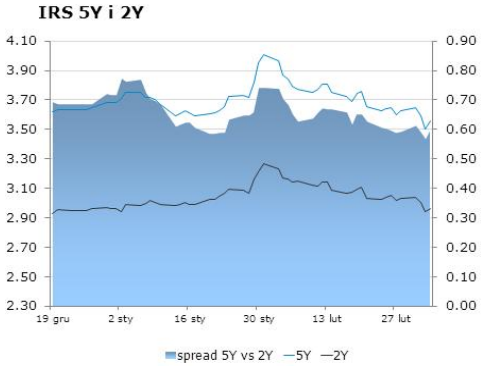
FRA	BID	ASK
1x2	2.57	2.62
1x4	2.68	2.74
3x6	2.69	2.73
6x9	2.69	2.75
9x12	2.77	2.82

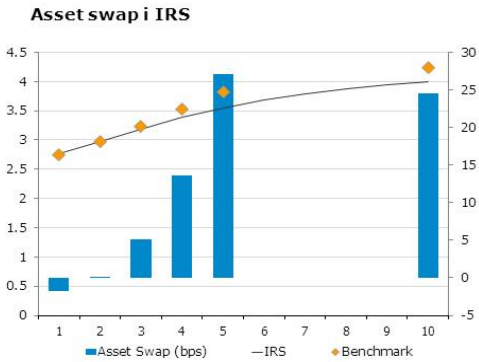
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2065
USD/PLN	3.0245
CHF/PLN	3.4538

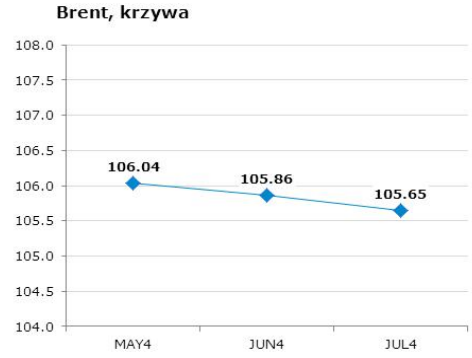
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3831
EUR/JPY	141.53
EUR/PLN	4.2082
USD/PLN	3.0435
CHF/PLN	3.4560











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 popartej 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 intrumentów 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.