

16 maja 2014

Raport Dzienny

Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 86
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		
12.05.2014 PONIEDZIAŁEK							
9:00	CZE	CPI r/r (%)	kwi		0.3	0.2	0.1
13.05.2014 WTOREK							
7:30	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	kwi		12.2	12.2	11.9
7:30	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	kwi		8.9	8.8	8.7
9:00	HUN	CPI r/r (%)	kwi		0.1	0.1	-0.1
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	maj		60.5	59.5	62.1
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	maj		40.0	43.2	33.1
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	kwi		0.3	1.5 (r)	0.1
14.05.2014 ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		-0.3	0.2	-0.30
14:00	POL	M3 r/r (%)	kwi	5.3	5.2	5.1	5.4
14:00	POL	CPI r/r (%)	kwi	0.7	0.6	0.7	0.3
14:30	USA	PPI r/r (%)	kwi		1.7	1.4	2.1
15.05.2014 CZWARTEK							
1:50	JAP	PKB kw/kw wstępny (%)	Q1		1.0	0.1 (r)	1.5
7:30	FRA	PKB kw/kw wstępny (%)	Q1		0.1	0.2 (r)	0.0
8:00	GER	PKB kw/kw wstępny (%)	Q1		0.7	0.4	0.8
9:00	CZE	PKB r/r wstępny (%)	Q1		2.4	1.2	2.0
9:00	HUN	PKB r/r wstępny (%)	Q1		2.7	2.7	3.5
10:00	POL	PKB r/r wstępny (%)	Q1	3.1	3.1	2.7	3.3
11:00	EUR	PKB kw/kw wstępny (%)	Q1		0.4	0.2	0.2
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	kwi	0.8*	0.9	1.1	0.8
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	mar	200*	-186	-572	517
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	mar	13400	13700	12773	14168
14:00	POL	Import (mln EUR)	mar	13531	13734	12594	13693
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	maj		7.00	1.29	19.01
14:30	USA	CPI r/r (%)	kwi		2.0	1.5	2.0
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.05		320	319	297
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	kwi			36.8	44.8
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		0.0	0.7	-0.6
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	maj		14.0	16.6	15.4
16.05.2014 PIĄTEK							
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	kwi		980	946	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	kwi		1015	997	
15:55	USA	Koniunktura konsumentencka U.Michigan wstępny (pkt.)	maj		84.5	84.1	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna. Dzień raczej spokojny, tym niemniej, warto obserwować publikacje makro po drugiej stronie Atlantyku. Ze względu na relatywną słabość budownictwa mieszkaniowego i dużą skalę negatywnych niespodzianek (po zimie budownictwo nie odżyło tak, jak przemysł czy sprzedaż detaliczna...) publikowane dziś dane zasługują na więcej uwagi niż zazwyczaj.

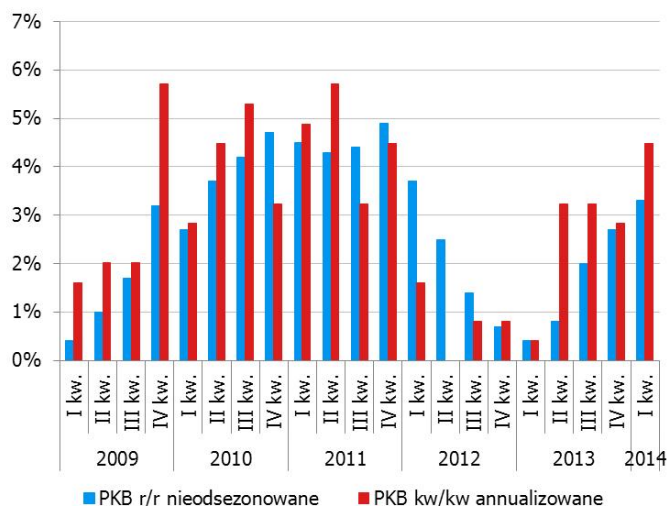
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Zielińska-Głębocka: Konieczność łagodnego dostosowania polityki pieniężnej w formie wyprzedzającej korekty może się pojawić w pierwszym półroczu 2015 roku.
- NBP: Nadwyżka w obrotach bieżących w marcu wyniosła 517 mln euro wobec 463 mln euro deficytu w lutym wobec 239,3 mln euro deficytu oczekiwanego przez ekonomistów (więcej w sekcji analizy).
- GUS: Produkt Krajowy Brutto w I kwartale 2014 r. wzrósł o 3,3 proc. rdr oraz wzrósł o 1,1 proc. kdk (więcej w sekcji analizy).
- MF: Deficyt budżetu państwa po kwietniu 2014 r. wyniósł 21,3 mld zł, czyli 44,8 proc. planu na 2014 r. Zgodnie z harmonogramem dochodów i wydatków budżetu państwa na 2014 roku deficyt po kwietniu miał wynieść 27,5 mld zł.
- EUR: Produkt Krajowy Brutto w strefie euro w I kwartale 2014 r. wzrósł o 0,2 proc. kdk, podczas gdy w IV kw. wzrósł o 0,2 proc.
- USA: Produkcja przemysłowa w USA w kwietniu 2014 r. spadła o 0,6 proc. mdm, w marcu wskaźnik wzrósł o 0,9 proc. po korekcie.

Decyzja RPP (3.06.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.312	0.002
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.495	-0.006
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.730	0.000
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

Wzrost przyspiesza również w I kwartale

W I kwartale wzrost PKB przyspieszył z 2,7% do 3,3% r/r (konsensus rynkowy i nasza prognoza: 3,1%). Przyspieszenie widać również w sekwencji kwartalnych stóp wzrostu (z 0,1% rok temu, poprzez 0,8% w poprzednim kwartale, aż po 1,1% w ostatnim). Choć w tym ostatnim przypadku mamy do czynienia z najszybszym wzrostem od IV kwartału 2011, specyfika szacowania PKB przez GUS sugeruje, że nie należy przywiązywać się do konkretnych kwartalnych stóp wzrostu (odchylenie standardowe rewizji to 0,4 p. proc.).



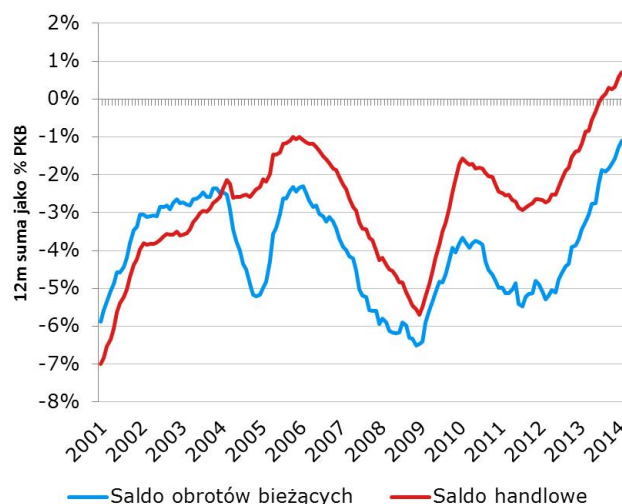
Jak co kwartał, możemy przy okazji publikacji sygnałnej jedynie spekulować na temat struktury wzrostu gospodarczego. Spodziewamy się jednak, że za przyspieszenie gospodarki w I kwartale w dalszym ciągu odpowiadał popyt wewnętrzny. Konsumpcja prywatna, wspierana przez niską inflację i coraz żwawiej rosnące płace, przyspieszyła najprawdopodobniej do 2,7%. Najbardziej imponujący skok odnotowano zapewne w przypadku inwestycji, do czego walenie przyczyniła się bardzo łagodna zima i co było widoczne w bardzo dobrych wynikach budownictwa w I kwartale. Co oczywiście, w tak zgrubnych danych trudno doszukiwać się efektów kryzysu ukraińskiego – jego oddziaływanie jeszcze nie się zakończyło, a i wskazywaliśmy wielokrotnie na dychotomię pomiędzy cieszącym się ciepłymi warunkami popytem wewnętrznym, a turbulentnym popytem zagranicznym.

Rynek stopy procentowej na dane zareagował wzrostem rentowności wzdłuż całej krzywej, ruch ten jednak został bardzo szybko zanegowany, uczestnicy rynku zdają sobie bowiem sprawę, że dane o PKB stanowią w tej chwili „lusterko wsteczne” (pytania o możliwość utrzymania silnego momentum w II kwartale pozostają aktualne), a przedmiotem troski znów staje się inflacja. Tak, jak pisaliśmy we wcześniejszym komentarzu do danych o CPI, gra na obniżki stóp procentowych już się zaczęła. Oczekiwania może napędzać dodatkowo poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC (scenariusz minimum na najbliższe posiedzenie to obniżka stopy bazowej i depozytowej). RPP ma zdecydowanie wyczyszczone przedpole, aby obniżyć stopy procentowe na dowolnym najbliższym posiedzeniu argumentując taki ruch niską inflacją, niepewnością, działaniami ECB i Banku Węgier. Jedynym „ale” jest prognoza PKB, a tu ciągle członkowie RPP widzą wzrost przebijający 4% r/r w IV kwartale b.r. Kombinacja niskiej inflacji i przyspieszającego wzrostu gospodarczego nie

wymaga, zdaniem większości członków Rady, interwencji. Tym niemniej, ryzyka deflacyjne trudno będzie ignorować, jak i to, że być może nieuzasadniony jest tak duży dysparytet stóp między Polską a strefą euro, jak kiedyś. Stąd widzimy przestrzeń do dalszego spadku rentowności polskiego długu.

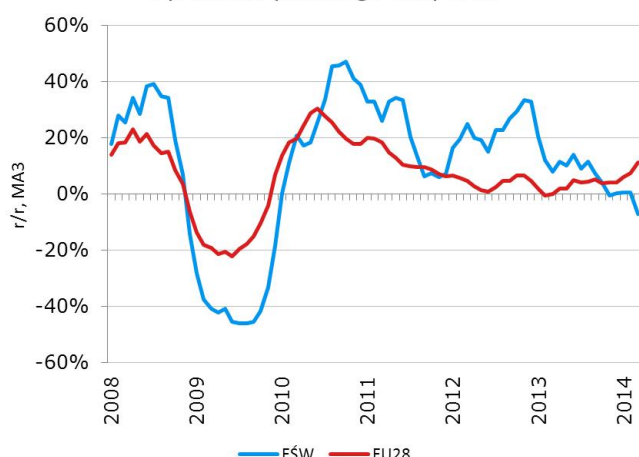
Poprawa salda obrotów bieżących za sprawą odbicia eksportu

W marcu rachunek obrotów bieżących zamknął się kwotą +517 mln EUR, powyżej konsensusu rynkowego (-186 mln EUR) i naszej zrewidowanej po danych handlowych GUS prognozy (+200 mln EUR). Tym samym, Polska w marcu zanotowała drugą największą w historii nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Proste miary (12m suma miesięcznych sald w ujęciu absolutnym i jako % PKB) wskazują na kontynuację poprawy pozycji zewnętrznej Polski – deficyt na rachunku bieżącym to obecnie zaledwie 0,9% PKB (1,1% PKB miesiąc wcześniej), nadwyżka handlowa zaś wzrosła z 0,7 do 0,9% PKB.



Ponieważ to zachowanie salda handlowego było w tym miesiącu źródłem największych niespodzianek, warto – podobnie, jak w poprzednim miesiącu – poświęcić mu nieco więcej miejsca. O ile zachowanie importu okazało się być zasadniczo zgodne z przewidywaniami, o tyle in plus zaskoczył tu eksport, nadrabiając straty z poprzedniego miesiąca. Czy oznacza to, że dostrzeżony przez nas efekt kryzysu ukraińskiego zniknął? Wręcz przeciwnie, jak pokazuje publikowane przez GUS rozbieżności geograficzne handlu zagranicznego, w marcu trend spadkowy eksportu do państw EŚW (czyli głównie Rosji i Ukrainy) wręcz przyspieszył. W całym kwartale polski eksport na Ukrainę spadł niemal o jedną czwartą. Bardzo słabe wyniki eksportu ze Wschodem zostały jednak zrównoważone przez istotne przyspieszenie eksportu na rynki zachodnioeuropejskie. Tu prym wiodą oczywiście Niemcy, ale w ramach ciekawostki można odnotować bardzo dobre wyniki sprzedaży do krajów PIIGS (wzrost o ponad 25% uczynił Hiszpanię praktycznie z dnia na dzień 10. największym odbiorcą polskich wyrobów). W rezultacie, cały agregat „nie odczuł” w marcu pogłębienia recesji za wschodnią granicą. Tłumaczy to również bardzo niejednorodne wyhamowywanie sekcji eksportowych przemysłu w ostatnich dwóch miesiącach.

Dynamika polskiego eksportu



Dla porządku odnotowujemy, że rynek nie zareagował na dane. Marcowe dane dot. bilansu płatniczego i handlu zagranicznego pozwalają nieco bardziej optymistycznie patrzeć w przyszłość, potwierdzając jednocześnie naszą tezę o kluczowej roli ożywienia w strefie euro dla polskiego wzrostu gospodarczego. Jednocześnie, obawy o zahamowaniu poprawy salda obrotów bieżących jak na razie nie realizują się.

USA: solidne zaskoczenie (w dół) w produkcji przemysłowej

Produkcja przemysłowa spadła w kwietniu o 0,6% wobec oczekiwanego odczytu na poziomie 0,0%. Poprzedni odczyt został zrewidowany o 0,2pp. w górę. Zaskoczenie zostało sprokurowane z jednej strony przez wytwarzanie i dystrybucję mediów (spadek o ponad 5% w ujęciu miesięcznym), z drugiej – przez szerokie spadki w przetwórstwie przemysłowym – i to jest właśnie główna niespodzianka wczorajszej publikacji. Wykorzystanie mocy wytwórczych obniżyło się do 78,6% z 79,3% miesiąc wcześniej.

Nagła kontrakcja produkcji przemysłowej to dziwny fenomen, sprzeczny z odczytami wskaźników koniunktury. Niemniej biorąc pod uwagę ostatnie zaburzenie sezonowych wzorców spowodowane anomaliami pogodowymi oraz późniejsze nadrobienie zaległości przez produkcję (łącznie ponad 2% wzrostu w ciągu dwóch miesięcy, co jest wynikiem niezwykle rzadkim i imponującym) taka sytuacja nie musi wcale oznaczać przerwania trendu wzrostowego (od początku roku produkcja i tak urosła o prawie 1,5%) i za taką jej nie uważamy.

Trzeba jednak przyznać, że kiepski odczyt przydarzył się gospodarce amerykańskiej w istotnym momencie, kiedy nieoczekiwane osłabienie (nie mówimy na razie o osłabieniu koniunktury tylko o pojedynczych, gorszych odczytach: najpierw sprzedaży, potem produkcji – w gruncie rzeczy mógł zadziałać wspólny czynnik w postaci korekcyjnego wytracenia momentum po silnych, wcześniejszych wzrostach) zbiegło się z wysokim poziomem napięcia geopolitycznego, pewnym złagodzeniem retoryki Fed (otwarte wskazanie na słabość rynku nieruchomości, duże prawdopodobieństwo realizacji scenariusza makro poniżej projekcji FOMC, gdyż wymagałoby to przyspieszenia gospodarki do ponad 4% w drugiej połowie roku) oraz oczekiwaniem na luzowanie polityki pieniężnej w strefie euro. W konsekwencji rynki

obligacji odnotowały nowe lokalne minima w rentowności połączone z solidnymi zleceniami S/L na rekomendacjach i portfelach dużych banków inwestycyjnych. Trzeba przyznać, że to już drugi w tym roku (po flattenerach założonych po konferencji FOMC, na której inwestorzy „policzyli kropki”, jak się okazało później – nie powinni), kiedy inwestorzy na rynku długu zostali na rynku solidnie poturbowani. Naszym zdaniem oznacza to ni mniej ni więcej, tylko tymczasową kontynuację otoczenia sprzyjającego obligacjom, choć jak zwykle w takich przypadkach obecnie wahadło odchyliło się w drugą stronę – dyskontowany jest już gorszy scenariusz makro oraz bardziej akomodacyjna polityka Fed; czekamy na niespodzianki w drugą stronę, których z uwagi na pozostałe elementy obrazu gospodarczego USA (rosnąca inflacja, solidny rynek pracy) nie można wykluczyć.

EURUSD fundamentalnie

EURUSD praktycznie bez zmian, ale cóż to był za dzień! Osłabienie wspólnej waluty zainicjowała seria publikacji wstępnych odczytów PKB. Minimalna pozytywna niespodzianka w Niemczech nie zdołała zrównoważyć gorszych wyników Włoch, Francji, Holandii, wzrost w całym bloku okazał się być rozczarowująco niski. Oliwy do ognia dodała publikacja wyników kwartalnej ankiety progностycznej EBC (SPF), w której po raz kolejny obniżone zostały prognozy inflacji w całym horyzoncie. W obydwu przypadkach zapowiada to obniżenie projekcji EBC, ale sugeruje przede wszystkim dalsze odrywanie się oczekiwań inflacyjnych i stanowi kolejny argument za dalszym luzowaniem polityki pieniężnej. Na początku sesji amerykańskiej EURUSD sięgnął nowych minimów (1,3650), po czym powrócił do poziomów wyjścia po serii amerykańskich danych. Dlaczego? Zapewne częściowo wynika to z rozczarowań (produkcja przemysłowa, wzrost CPI w istotnie mniejszej skali niż PPI), częściowo czysto techniczne odkupowanie dołków kursu. Dzisiejszy kalendarz relatywnie pusty, dlatego też piątek powinien przynieść pewną stabilizację parze EURUSD.

EURUSD technicznie

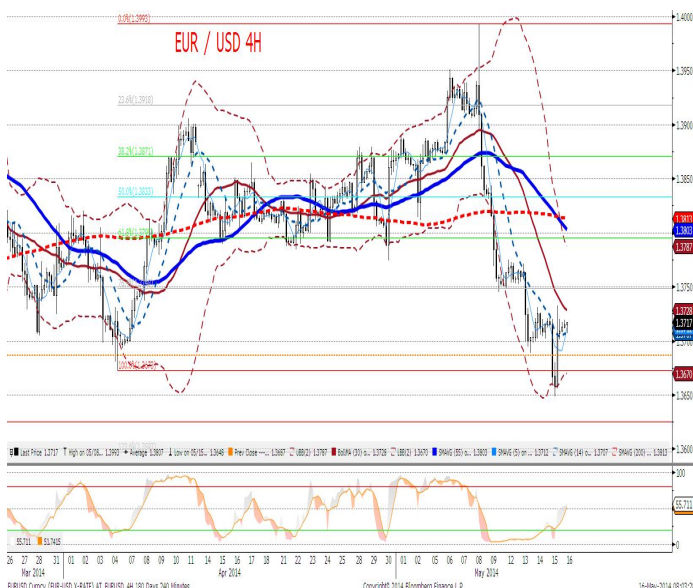
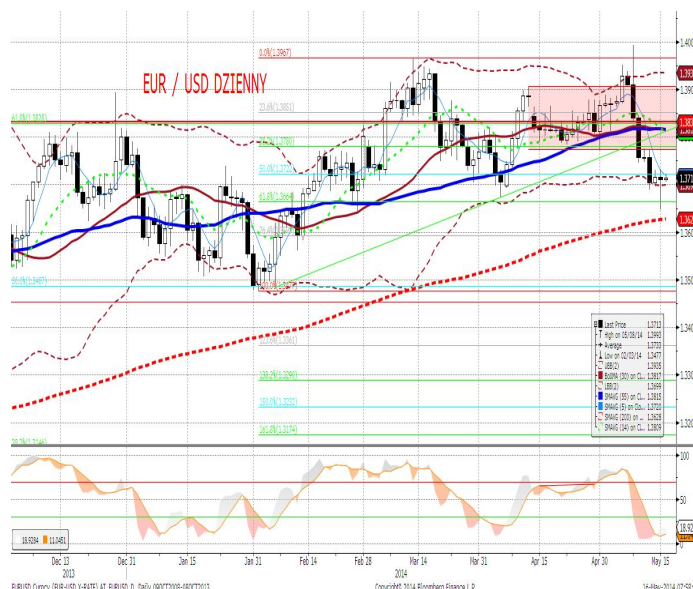
Notowania na dziennym przekroczyły chwilowo 61,8% Fibo (1,3664) docierając do 1,3649 jednak bardzo szybko zawróciły generując młotek na świecach (młotek został wygenerowany poniżej dolnej wstęgi Bollingera, co uważamy za silny sygnał odwrócenia, przynajmniej w krótkim terminie). Odwrócenie obserwujemy także na wykresie 4h, gdzie dodatkowo oscylator - po odwróceniu w górę - ma dużą przestrzeń do wzrostów. Pierwszym problemem siły korekty będzie przekraczanie BollMa z 4h (1,3728); ostatecznie notowania mogą się skorygować do do okolic średnich i lokalnych minimów z kwietnia (okolic 1,38). Zakres ruchu na dziennym wyznaczamy na 1,3780 oraz 1,3815; zejście poniżej 1,3650 i zamknięcie tamże neguje korektę w górę. Wchodzimy Long EURUSD po 1,3712 (S/L 1,3650 (zamknięcie!), T/P 1,3810).

Wsparcie	Opór
1,3649	1,3815
1,3628	1,3780
1,3477	1,3728

EURUSD wzgl. dysparytetu na 2Y IRS



* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią) 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 ponownie minimalnie słabszy. W dniu wczorajszym można było zaobserwować niemal idealną korelację z EURUSD: osłabieniu euro w pierwszej połowie dnia (związanemu z intensyfikacją oczekiwań na luzowanie polityki pieniężnej przez EBC) towarzyszyło umocnienie złotego i spadek poniżej 4,18 (lepsze od oczekiwań dane o PKB pomogły temu ruchowi); powrót euro do poziomów wyjściowych w sesji amerykańskiej przyniósł ponowne osłabienie złotego (do ok. 4,20). Dziś również EURPLN powinien poruszać się w rytm wahań globalnego sentymentu.

EURPLN technicznie

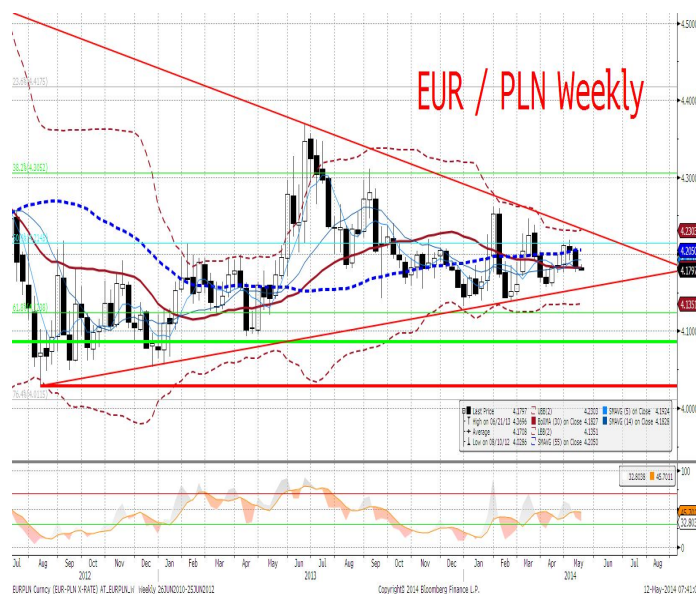
Zajęliśmy pozycję short EURPLN po 4,1950, S/L 4,2030, T/P 4,1600. Na wykresie dziennym formuje się dość koślawą formacja RGR sugerująca, że testowanie okolic poziomu 4,20 (górna granica linii ramion - poziom osiągnięty wczoraj) może być momentem odwrócenia notowań poprzedzającym spadek w okolicach 4,16; oczywiście wybiecie notowań ponad ten poziom neguje cały scenariusz, stąd S/L. Na razie notowania na wykresie 4h wybiły się ponad MA200 stawiając znak zapytania nad scenariuszem z dziennej; całe szczęście że delikatnie dywergują (podczas ostatnich 4-5 obserwacji), co nie pozostawia pozycji short EURPLN bez szans.

Wsparcie	Opór
4,1900	4,2125
4,1762	4,2020
4,1573	4,1985

Czynnik krajowy* w EURPLN



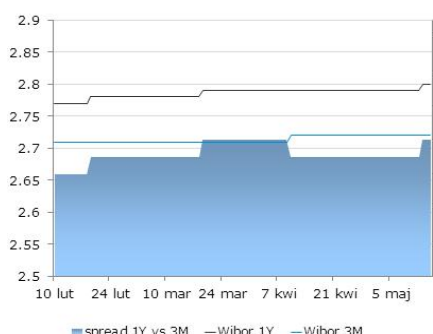
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



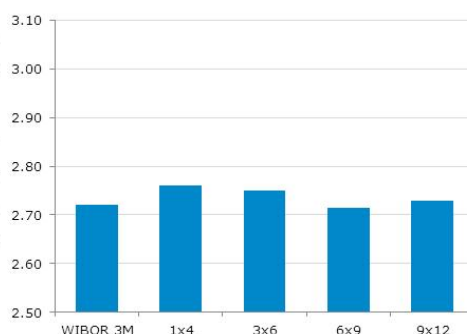
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.7025	2.74	ON	2.3	2.6	EUR/PLN	4.1824
2Y	2.84	2.87	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.0589
3Y	2.97	3.01	3M	2.5	2.7	CHF/PLN	3.4240
4Y	3.13	3.17					
5Y	3.27	3.31					
6Y	3.36	3.40					
7Y	3.46	3.50					
8Y	3.54	3.58					
9Y	3.61	3.65					
10Y	3.66	3.70					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.57	2.62	EUR/USD	1.3709
1x4	2.71	2.76	EUR/JPY	139.26
3x6	2.70	2.75	EUR/PLN	4.1919
6x9	2.68	2.72	USD/PLN	3.0586
9x12	2.68	2.73	CHF/PLN	3.4313

WIBOR 3M i 1Y



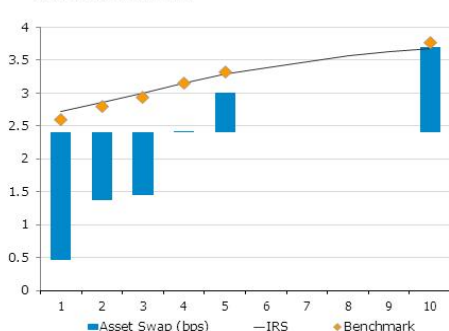
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



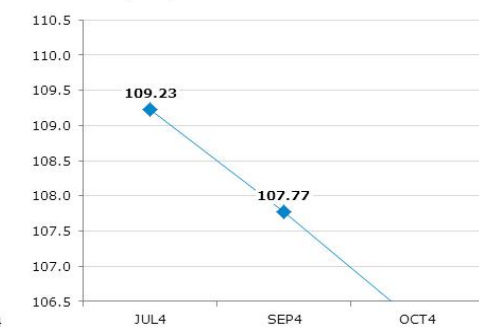
Asset swap i IRS



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.