

2 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 zagranicą 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	
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	maj		49.3	49.3	
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	maj		52.9	52.9	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	maj		52.5	52.5	
14:00	GER	CPI r/r <i>wstępny</i> (%)	maj		1.2	1.3	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	maj		55.5	54.9	
03.06.2014 WTOREK							
3:00	CHN	PMI w usługach (pkt.)	maj			54.8	
11:00	EUR	CPI r/r <i>wstępny</i> (%)	maj		0.7	0.8	
	POL	Decyzja RPP (%)	cze	2.50	2.50	2.50	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	kwi		0.5	0.9 (r)	
04.06.2014 ŚRODA							
9:50	FRA	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	maj		49.2	49.2	
9:55	GER	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	maj		56.4	56.4	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	maj		53.5	53.5	
11:00	EUR	PPI r/r (%)	kwi		-1.2	-1.6	
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	maj		218	220	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	maj		55.5	55.2	
20:00	USA	Beżowa księga	cze				
05.06.2014 CZWARTEK							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	kwi		1.1	-2.8	
11:00	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	kwi			0.3	
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	cze		0.50	0.50	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	cze		0.10	0.25	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	31.05		315	300	
06.06.2014 PIĄTEK							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		0.5	-0.5	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	maj		218	288	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	mai		6.4	6.3	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska. Po dwóch miesiącach bardzo dynamicznych spadków, głębszych niż odnotowanych w przypadku indeksów niemieckich, można oczekiwać pewnego odreagowania w danych PMI. Tym niemniej, zsynchronizowany (dla wszystkich sektorów) spadek wskaźników koniunktury GUS może sugerować dalsze pogorszenie sentymentu wśród przedsiębiorców, szczególnie że towarzyszą mu gorsze odczyty koniunktury w Niemczech i strefie euro w maju. Wyjątkowo w poniedziałek rozpocznie się również dwudniowe posiedzenie RPP, które najprawdopodobniej nie przyniesie zmiany parametrów polityki pieniężnej. W obliczu uporczywie niskiej inflacji i niepewności związanej z nadchodzącą decyzją EBC oczekujemy, że wydźwięk powiedzenia będzie gołębi. Równocześnie, w naszej opinii kolejne posiedzenia będą obciążone w stronę niższych stóp procentowych.

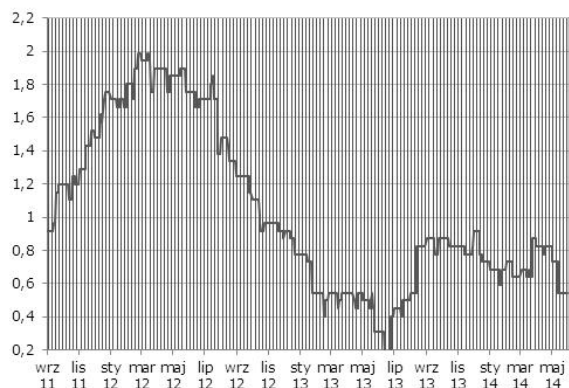
Gospodarka globalna. W strefie euro tydzień rozpoczyna się od publikacji danych o inflacji w Niemczech (poniedziałek) i w strefie euro (wtorek). Opublikowane już informacje z Hiszpanii i Włoch wskazują jak na razie na niewielkie ryzyko w dół dla obecnego konsensusu prognoz inflacji. Z takim zbiorem informacyjnym Europejski Bank Centralny przystąpi do posiedzenia - będzie to najważniejsze wydarzenie nadchodzącego tygodnia. Wznowienie luzowania przez EBC zostało w zasadzie zapowiedziane na poprzednim posiedzeniu, a niepewność dotyczy jedynie jego zakresu i sekwencji działań Banku. Obecnie oczekuje się sygnałnego cięcia stopy refi o 15 pb i obniżenia stopy depozytowej o 10 pb (będzie ona zatem ujemna). Inne działania (zastrzyk płynności, zawieszenie sterylizacji SMP czy nawet QE) oczekiwane są tylko przez część uczestników rynku. Cięcia te będą wspierane przez nowy zestaw projekcji z niższą ścieżką inflacji. Należy również odnotować serię publikacji z niemieckiego sektora przemysłowego (czwartek - zamówienia, piątek - produkcja przemysłowa i handel zagraniczny), w odniesieniu do której - dość ostrożnie - oczekuje się odrobienia spadków z poprzedniego miesiąca. Tydzień zakończy publikacja comiesięcznych danych z amerykańskiego rynku pracy. Wprowadzie wszystkie dostępne dane za maj (wskaźniki koniunktury, tygodniowe dane o rejestracjach bezrobotnych) wskazują na dalszą poprawę sytuacji ekonomicznej - co wspiera prognozy wzrostu zatrudnienia o ponad 200 tys. etatów - warto jednak zwrócić uwagę na dużą wahliwość danych, co stwarza przestrzeń do niespodzianek. Jak co miesiąc, oczekiwaniami będą tutaj sterować odczyty ADP (środa) i indeksów ISM (poniedziałek - przetwórstwo przemysłowe, środa - pozostałe sektory). W odniesieniu do tych ostatnich prognozy minimalnych wzrostów nie wydają się zbyt wygórowane (odczyty z regionów wskazują na wzrosty o 1,5-2 pkt.).

Decyzja RPP (3.06.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.360	0.007
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.484	0.027
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.663	0.000
PROGNOZA mBanku		stopy bez zmian		
		Dotyczy benchmarków Reuters		

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

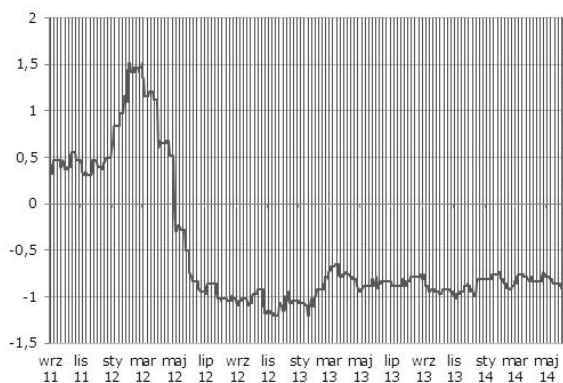
Indeks zaskoczeń dla Polski



Bez zmian. Wszystkie publikacje zgodne z oczekiwaniami. W tym tygodniu jedyną publikacją zdolną do poruszenia indeksem jest wskaźnik PMI.

STREFA EURO

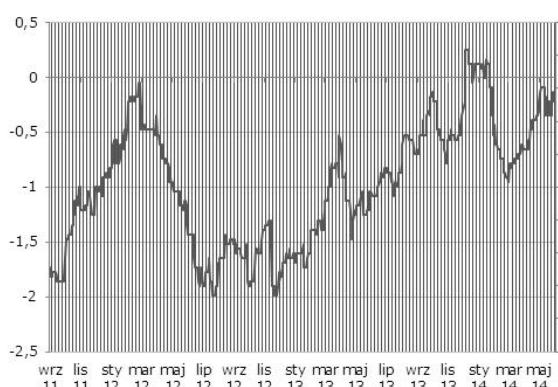
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



W dół po danych z Niemiec (ceny importu i sprzedaż detaliczna). Nie widać końca trendu horyzontalnego w indeksie zaskoczeń strefy euro.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA

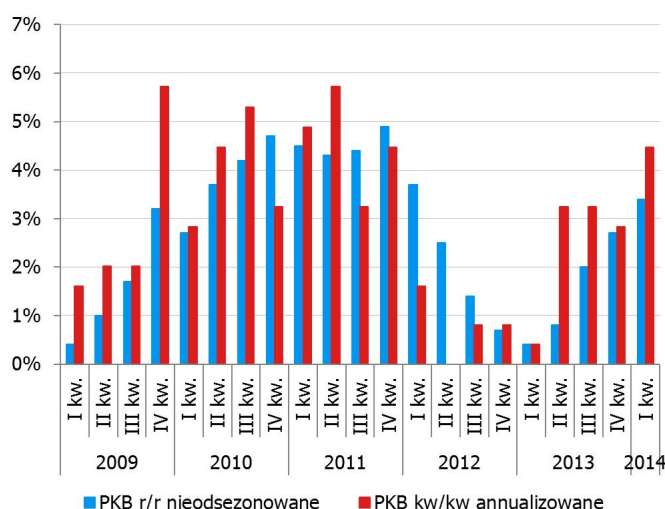


Bogaty kalendarz publikacji makro i dużo niespodzianek, pozytywnych (zamówienia na dobra trwałe, indeks CaseShiller, cotygodniowe dane z rynku pracy, konsumpcja prywatna w I kwartale, Chicago PMI) i negatywnych (konsumpcja prywatna w kwietniu). Summa summarum indeks wzrósł i rozpoczyna testowanie lokalnych maksimów. Tydzień przynosi kolejne okazje do wzrostów (ISM, dane z rynku pracy).

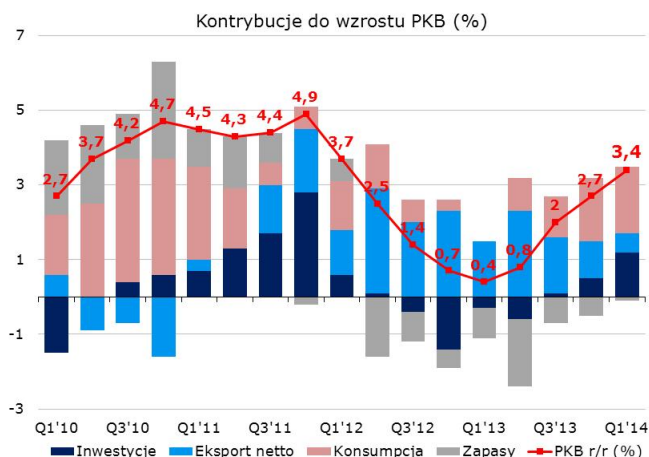
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Wzrost przyspiesza również w I kwartale, i to solidniej od wstępnego szacunku

W I kwartale wzrost PKB przyspieszył z 2,7% do 3,4% r/r (+0,1pp wobec pierwszego szybkiego szacunku). Przyspieszenie widać również w sekwencji kwartalnych stóp wzrostu (z 0,1% rok temu, poprzez 0,8% w IV 2013, aż po 1,1% w ostatnim – ta dana nie została zmieniona mimo rewizji w górę szacunku rocznego). 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.).



Nasze optymistyczne szacunki dotyczące kompozycji wzrostu sprawdziły się nawet z lekką górką. Konsumpcja prywatna wzrosła niemal zgodnie z naszymi oczekiwaniami o 2,6% r/r (nasza prognoza 2,7%), jednak to inwestycje odnotowały prawdziwy skok w górę do 10,7%; nasza najbardziej optymistyczna na rynku prognoza (6,1%) okazała się w tym przypadku jeszcze grubo za niska. Biorąc pod uwagę wyniki budownictwa z I kwartału (dopalenie ciepłą zimą i szybkim jej zakończeniem) istnieją powody, by sądzić, że wysoka dynamika inwestycji jest wynikiem jednorazowym; nie sugerujemy absolutnie odwrócenia trendu, tylko wskazujemy na nadmiernie wybujały odczyt. Tym samym drugi kwartał może przynieść korektę w dół na całych inwestycjach. Generalnie sekwencyjne tempo wzrostu produkcji przemysłowej już osłabło, co sugeruje, że wynik z I kwartału jest nie do powtórzenia i dynamika PKB w II kwartale może utknąć na poziomie 3,4% lub być nawet nieco niższa.



W danych trudno doszukiwać się efektów kryzysu ukraińskiego – jego oddziaływanie jeszcze nie się nie zakończyło, a i wskazywaliśmy wielokrotnie na dychotomię pomiędzy cieszącym się ciepłymi warunkami popytem wewnętrznym, a turbulentnym popytem zagranicznym. Na obecnym etapie w danych o wyższej częstotliwości (głównie eksport) słabość popytu zza wschodniej granicy kompensowana jest z nawiązką przez dynamikę Niemiec. Już niejednokrotnie pisaliśmy, że kraj ten stanowi hub eksportowy dla polskich towarów; dzięki temu Polska może zdobywać nowe rynki zbytu także pośrednio, staraniami niemieckich przedsiębiorców.

Rynek stopy procentowej nie zareagował na dane. Rozpędzająca się gospodarka jest trudna do pogodzenia z utrzymaniem wiecznie niskiej inflacji; to oczywiste. Skala odbicia inflacji w dalszej połowie roku (a nawet w horyzoncie polityki pieniężnej) już taka oczywista nie jest. Jeśli za dobrą monetę wzięlibyśmy ostatnie lata (choćby globalnie), związek między inflacją bazową i wzrostem gospodarczym uległ solidnemu rozluźnieniu. Z tego powodu – nawet bez nadmiernej fantazji odnośnie cen żywności i energii – modele NBP mogą wskazać na uporczywie niską inflację w horyzoncie polityki pieniężnej (lub zostać ekspercko do takiego wniosku sprowadzone na podstawie wspomnianego rozluźnienia związku między inflacją i wzrostem). Co więcej, gdyby dane komentowali członkowie z poprzednich RPP, przyspieszenie PKB zostałoby uznane za raczej mało proinflacyjne (mało konsumpcji, dużo inwestycji, a dane pokazują na rosnącą stopę oszczędności). Reasumując, nie o wzrost toczy się gra, a nawet jeśli po części – oczekiwania nań są już w łonie RPP mocno wybujałe, więc o negatywne zaskoczenie łatwo. Skąd miałyby ono pochodzić? Oprócz wspomnianego wypłaszczenia wzrostu, naturalnym kandydatem mogą być oczekiwane skutki nadmiernego umocnienia kursu walutowego, czy solidnej podwyżki realnych stóp procentowych sprokrowanych niską inflacją (to już widzimy, co walenie przyczynia się do wspomnianego wzrostu stopy oszczędzania). Łatwo tym czynnikiem ryzyka przeciwdziałać np. obniżając stopy procentowe, tym bardziej że premia za ryzyko wymagana przez inwestorów obniżyła się w całym regionie. Tym samym o obniżkach stóp nie zapominamy (ryzyko 30-40%), choć trylemat pomiędzy inflacją, wzrostem i premią za ryzyko będzie wymagał bardziej solidnej budowy w postaci projekcji inflacyjnej.

EURUSD fundamentalnie

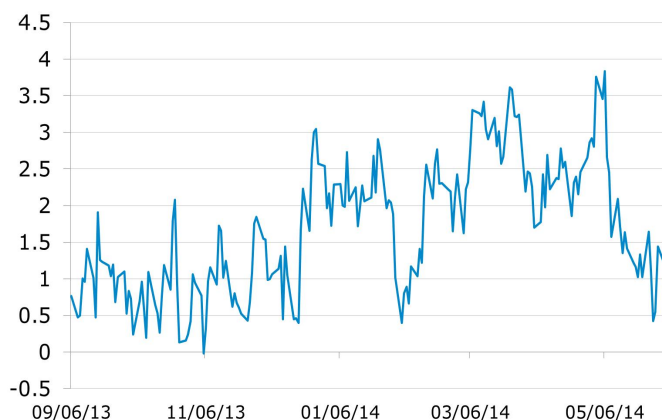
Na EURUSD trwa leciutka korekta wzrostowa. Kurs znajdzie się w tym tygodniu pod wpływem danych przede wszystkim ze strefy euro - najpierw inflacja z Niemiec (dziś), potem cały odczyt HICP (wtorek) i wreszcie decyzja ECB. Wygląda na to, że rynek już w dużej mierze wycenił ryzyko negatywnej niespodzianki ze strony ECB (tzw. underdelivery). Gdzieś w tle pojawiać się będą publikacje z USA (dziś ISM w przemyśle, w środę ADP, w czwartek sprzedaż detaliczna i w piątek NFP). Inwestorzy już dawno zaakceptowali fakt, że gospodarka amerykańska ruszyła; niemniej z uwagi na niedostatek obligacji do sprzedaży oraz wcześniejsze dotkliwe S/L na krótkich pozycjach w tychże, inwestorzy za dobrą monetę brali gołębie zapewnienia Yellen. Okazuje się, że większość pozycji short na obligacjach została już pokryta i obecnie dane makro z USA mogą znów mieć znaczenie, oczywiście automatycznie także dla notowań EURUSD (różnica w rentownościach pomiędzy bunds i treasuries to istotny wyznacznik kursu).

EURUSD technicznie

Na wykresie tygodniowym uformował się harami zapowiadający kontynuację spadków. Skuteczny opór stawiają średnie kroczące (przebiegające na podobnym poziomie MA55 na 4H oraz MA200 na dziennym) zamykając EURUSD pomiędzy 1,36 a 1,3650. Po krótkiej korekcie powinniśmy obserwować kontynuację spadków, wzrosty EURUSD będziemy więc wykorzystywać do sprzedaży tej pary walutowej. Pierwsza okazja ku temu nadarzy się przy 38,2% zniesienia fibo (1,37).

Wsparcie	Opór
1,3600	1,3780
1,3562	1,3735
1,3477	1,3680

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

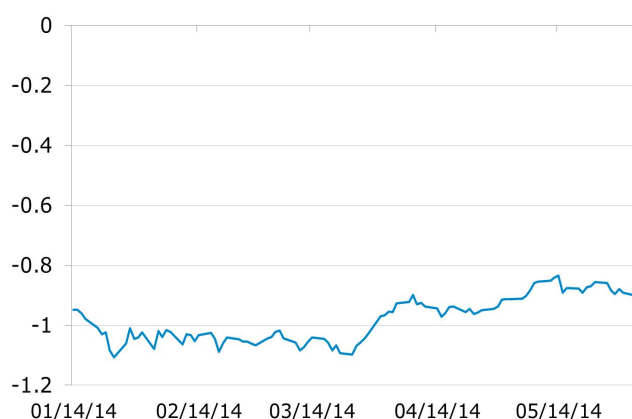
Zaczynamy nowy tydzień poniżej 4,14. Ostatnie dni pokazały, że złoty może zachowywać się odmiennie niż pozostałe waluty EM (w ciągu ostatnich dni w zasadzie zyskiwał tylko złoty, reszta walut pozostawała w konsolidacjach lub osłabiała się). Naszym zdaniem złamanie ważnych technicznie poziomów (patrz analiza techniczna i wyłamanie z klina na wykresie tygodniowym) nie dokonało się przypadkowo. W obecnym momencie złotego wspierają przede wszystkim perspektywy wzrostu, kwestie dysparytetu stóp procentowych pozostają daleko w tle (co widać na przykład w przypadku EURUSD). Dziś publikacja wskaźników PMI (pozytywna niespodzianka będzie pozytywnie odczytana na kursie i vice versa) a we wtorek (nie w środę) posiedzenie RPP (liczymy na gołębie akcenty). Ten drugi czynnik nie powinien jednak naszym zdaniem prowadzić do osłabienia złotego (jeśli gołębie akcenty się potwierdzą) z uwagi potencjał uruchomienia w ten sposób napływu na rynek obligacji.

EURPLN technicznie

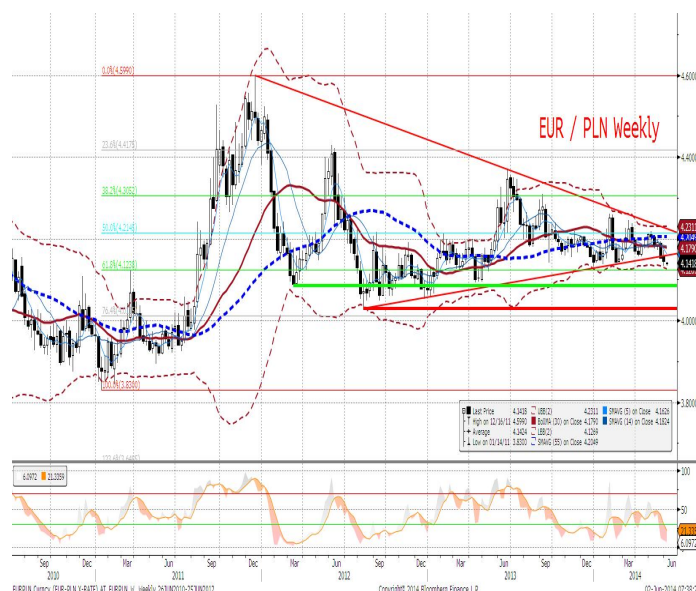
Na tygodniowym uformowała się świeca zamykająca się poniżej linii trendu. Linia broniła się od prawie dwóch lat, więc jej złamanie zapowiada silny trend spadkowy. Wykresy o wyższej częstotliwości potwierdzają ten obraz. Obecnie realizuje się trzecia fala spadkowa w ruchu aprecjacyjnym złotego, spodziewamy się więc jeszcze przynajmniej jednego impulsu spadkowego. Na dzisiejszej sesji utrzymujemy naszą pozycję short wejście 4,1410; SL 4,2030; TP 4,05.

Wsparcie	Opór
4,1318	4,1775
4,0934	4,1680
4,0500	4,1500

Czynnik krajowy* w EURPLN



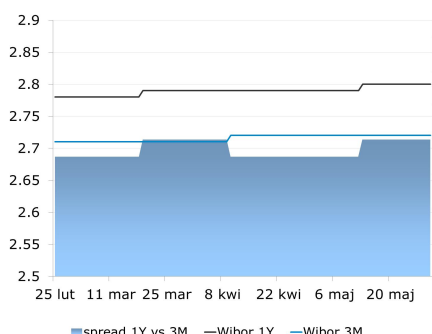
* Wykres przedstawia resztę z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



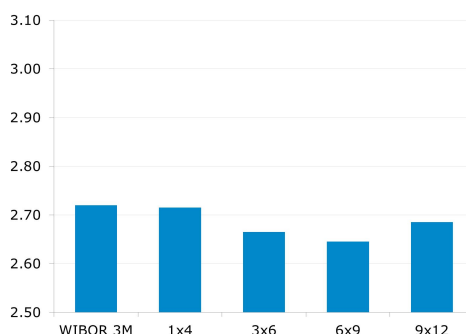
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.64	2.69	ON	2.5	2.6	EUR/PLN	4.1420
2Y	2.755	2.81	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.0435
3Y	2.9	2.96	3M	2.5	2.9	CHF/PLN	3.3924
4Y	3.01	3.17					
5Y	3.24	3.26					
6Y	3.34	3.36					
7Y	3.4	3.46					
8Y	3.4	3.56					
9Y	3.56	3.62					
10Y	3.59	3.65					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.59	2.64	EUR/USD	1.3633
1x4	2.67	2.72	EUR/JPY	138.69
3x6	2.62	2.67	EUR/PLN	4.1366
6x9	2.60	2.65	USD/PLN	3.0290
9x12	2.64	2.69	CHF/PLN	3.3867

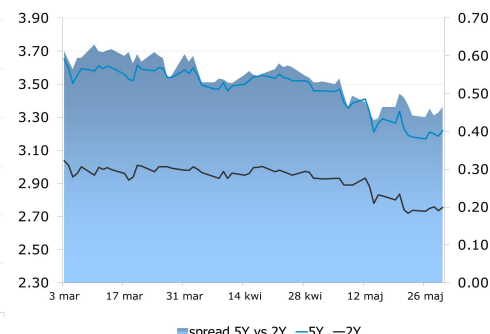
WIBOR 3M i 1Y



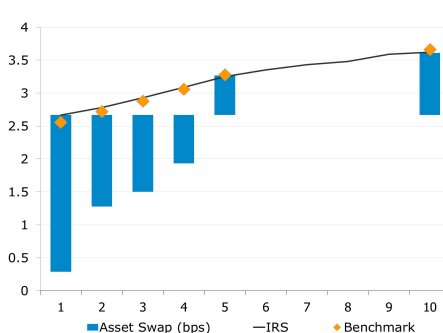
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



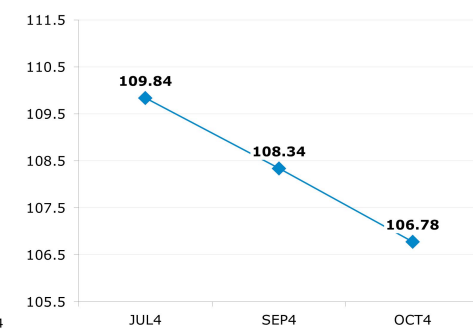
Asset swap i IRS



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.