

3 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 zagranicy 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	50.8
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	maj		49.3	49.3	49.6
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	maj		52.9	52.9	52.3
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	maj		52.5	52.5	52.2
14:00	GER	CPI r/r <i>wstępny</i> (%)	maj		1.2	1.3	0.9
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	maj		55.5	54.9	55.4
03.06.2014 WTOREK							
3:00	CHN	PMI w usługach (pkt.)	maj			54.8	55.5
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. Dziś poznamy decyzję RPP, o której więcej piszemy w sekcji analiz.

Gospodarka globalna. Dziś opublikowane zostaną wyliczenia zmian poziomu cen dla strefy euro. Odczyty inflacji z poszczególnych państw członkowskich wskazują na nieco niższą niż początkowo oczekiwano dynamikę cen w eurolandzie. Nowy konsensus przesunął się prawdopodobnie w stronę 0,5% rdr. Popołudnie przyniesie nam natomiast dane o nowych zamówieniach w amerykańskim sektorze przemysłowym.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Markit: Wskaźnik PMI dla Polski w maju 2014 roku spadł do 50,8 pkt. z 52,0 pkt. w kwietniu (**więcej w sekcji analiz**).
- KomEur: Działania Polski mające na celu ograniczenie nadmiernego deficytu są wystarczające, by zawiesić procedurę nadmiernego deficytu. Komisja Europejska zwraca jednocześnie uwagę na ryzyka dla trwałego ograniczenia deficytu w wyznaczonym terminie.
- EUR: Indeks PMI, określający koniunkturę w sektorze przemysłowym strefy euro wyniósł w maju 52,2 pkt. wobec 53,4 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca - podano końcowe wyliczenia.
- USA: Wskaźnik PMI w przemyśle amerykańskim wzrósł w maju do 55,4 pkt z 54,9 pkt w poprzednim miesiącu.

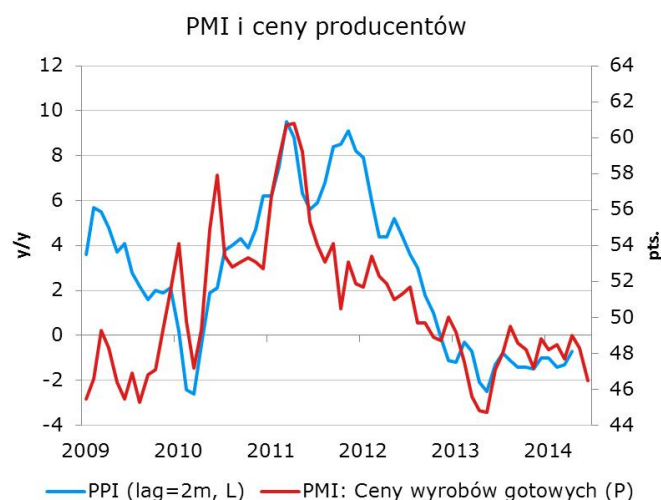
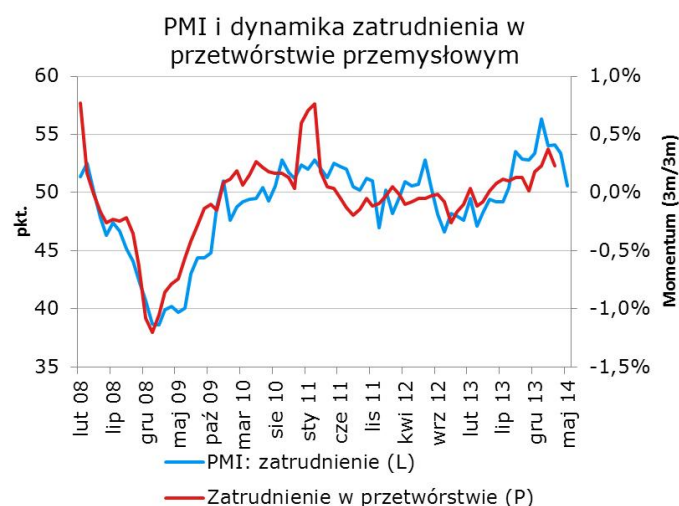
Decyzja RPP (3.06.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.360	0.005
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.529	-0.011
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.692	0.008
PROGNOZA mBanku	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Dziś decyzja RPP

Wyjątkowo, bo we wtorek. Dzisiejsze posiedzenie prawdopodobnie nie przyniesie zmiany parametrów polityki pieniężnej. Wydzwięk posiedzenia powinien być jednak gołębi i takich akcentów spodziewamy się w komunikacie (warstwa opisująca stan gospodarki) oraz na posiedzeniu. Do wcześniejszych czynników sprzyjających niskim lub nawet niższym stopom procentowym - niskiej inflacji, oczekiwanym działaniom ECB i ich skutkom dla premii za ryzyko w kursie walutowym i rentownościach obligacji - dołączyło pewne (tymczasowe?) osłabienie koniunktury w postaci spadających indeksów PMI. Czynniki te wskazują na ryzyko lokalnego dołka na dynamice PKB w II kwartale (patrz dzisiejszy komentarz do publikacji) i automatycznie wskazuje na pewne przestrzelenie dotychczasowych prognoz członków RPP. Rada z pewnością odniesie się do tego faktu w perspektywie najbliższych tygodni, a nawet wspomni o tym na bieżącym posiedzeniu; kwestia monitorowania dynamiki PKB w ujęciu kw/kw sygnalizowana na ubiegłej konferencji przez prezesa Belkę będzie w tym kontekście strzałem w dziesiątkę. Zmiana retoryki RPP zwiększy ryzyko obniżki stóp na najbliższych posiedzeniach, które oceniamy na 30-40%.

Po mocnym I kwartale polski PMI sugeruje słabszy II kwartał.

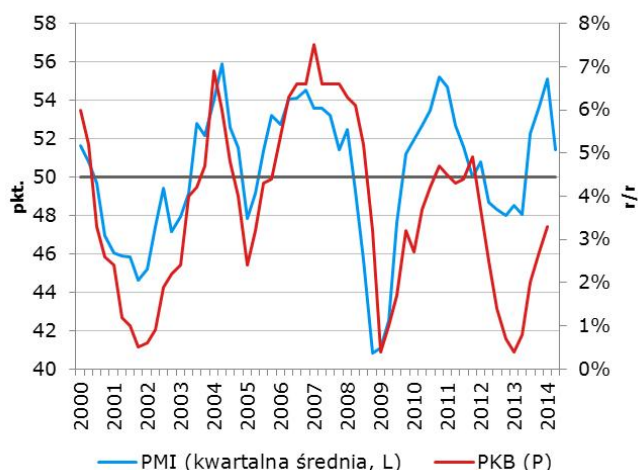
Wbrew oczekiwaniom analityków (konsensus wynosił 52,1-52,2 pkt.), indeks PMI dla polskiego przemysłu spadł w maju z zanotowanych w kwietniu 52 pkt do 50,8. Jest to trzeci z rzędu spadek i, jednocześnie, najniższe tempo wzrostu aktywności w przemyśle od czerwca 2013 roku. Spadek napędzany był, podobnie jak w poprzednich miesiącach, przez niższe odczyty wskaźników wielkości produkcji (z 52,3 do 50,6) i nowych zamówień (z 52,6 do 51,1). Spadek tego ostatniego to znów konsekwencja słabszego popytu zagranicznego (z 50,5 do 49,5), wiążanego przez przedsiębiorców z „niekorzystną polityczną sytuacją na Ukrainie i Rosji”. Novum w stosunku do poprzedniego miesiąca stanowi istotne wyhamowanie tworzenia nowych miejsc pracy. Jedynie marginalne tempo tego ostatniego (50,6) wyznacza koniec ośmiomiesięcznej serii rekordowo wysokich odczytów i powinno znaleźć odzwierciedlenie w bardziej płaskiej ścieżce faktycznego zatrudnienia w przemyśle w kolejnych miesiącach. Warto również wspomnieć, że słabnącym perspektywom produkcji, zamówień i zatrudnienia towarzyszyło w maju dalsze słabnięcie procesów cenowych – wskaźnik cen wyrobów gotowych znalazł się na poziomie najniższym od kwietnia 2013 roku (46,5).



Ex post łatwo scharakteryzować spłot czynników, których efektem jest obserwowane spowolnienie. Problemy gospodarek

Rosji i Ukrainy to kwestia dobrze rozpoznana, przeliczona i uwzględniona w prognozach uczestników rynku. Jej oddziaływanie jednak zapewne jeszcze nie zakończyło się, a można sobie bez trudu wyobrazić sytuację, w której dochodzi do pogłębienia recesji tamże (np. wstrzymanie dostaw gazu). Po drugie, szczegółowe dane o PKB za I kwartał w powiązaniu z serią odczytów za kwiecień wskazały zdecydowanie na rolę czynników sezonowych w stymulowaniu popytu krajowego w I kwartale – bardzo dobre wyniki budownictwa z pewnością wiązały się z nadzwyczajnym jak na tę porę roku zapotrzebowaniem na wyroby części gałęzi przemysłu. Po trzecie, wreszcie, na początku roku impet wytracił przemysł samochodowy (co widoczne jest zarówno w danych SAMAR, jak i w odpowiadających im statystykach GUS). Obok danych anegdotycznych z ankiet za lokalnym (a więc raczej nietrwałym) charakterem spowolnienia przemawia fakt, iż obraz koniunktury w bezpośrednim sąsiedztwie Polski jest niejednoznaczny – dane niemieckie rozczarowały, podczas gdy w Czechach notuje się kolejne dla tego cyklu rekordy (57,3).

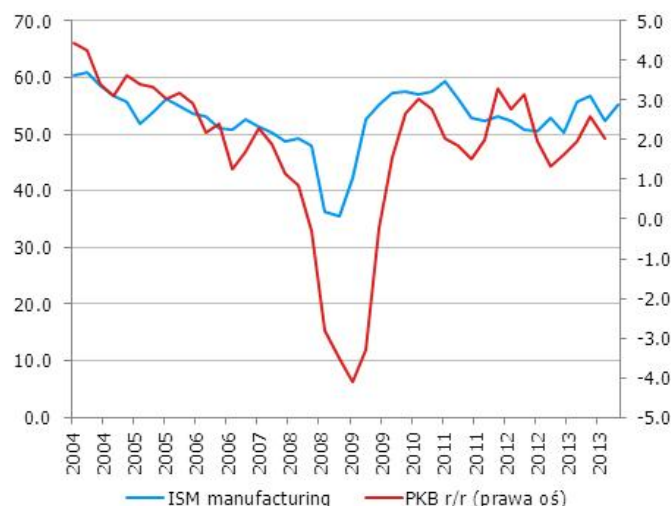
PMI i wzrost PKB



Pytanie o skalę spowolnienia wzrostu PKB w II kwartale jest zasadne, aczkolwiek dane PMI nie mogą dostarczyć precyzyjnej odpowiedzi na nie. Korelacja z dynamiką PKB, zarówno w ujęciu rocznym, jak i kwartalnym – przy wszystkich zastrzeżeniach do precyzji tych ostatnich, potwierdza coraz powszechniejsze oczekiwania, że II kwartał będzie charakteryzował się niższym wzrostem gospodarczym (prawdopodobnie w okolicy 3,0% r/r, z ryzykiem w dół). Taki rozwój wypadków już z dużym prawdopodobieństwem sfalsyfikuje powszechny w RPP optymizm i przyczyni się do korekty przestrelonych oczekiwań co do wzrostu. Dlatego też obniżce stóp proc. przypisujemy prawdopodobieństwo (30-40%).

ISM: po dwóch poprawkach w ciągu 3 godzin jednak wzrost do 55,4

Jeszcze nigdy nie zdarzyło się, żeby ISM korygował dane tuż po ich publikacji, tym bardziej że korekta była dwukrotna. Wystartowaliśmy z odczytu 53,2 by podnieść się kilkadziesiąt minut później do 56,0 i, wreszcie, po kolejnych kilkudziesięciu minutach opaść do 55,4, czyli mniej więcej w okolice oczekiwań rynkowych, spójnych z regionalnymi indeksami koniunktury. Ostatecznie zatem w okresie kwiecień-maj indeks ISM wzrósł z 54,9 do 55,4. Korekty publikacji wyniknęły z błędnych poprawek sezonowych.



W rozbiściu szczegółowym (po drugiej poprawce zostało na stronie internetowej ISM tylko w szcztkowej wersji) nie widać słabości indeksu, nie widać także niespójności. Delikatny spadek czasu dostaw i opóźnień w realizacji zamówień traktujemy jako korektę po silnych wzrostach tych kategorii w okresie, kiedy z przyczyn pogodowych zamówienia nie mogły być realizowane). Bardzo ciekawie prezentują się komentarze dołączone do publikacji (chwilowo na stronie internetowej ich nie ma, ale były dostępne). Respondenci wskazują na kontynuację wzrostu, nieśmiało pojawiające się wzrosty cen materiałów a także - to jest novum - ograniczenia podażowe niektórych materiałów.

Ten swoisty tatonnement w publikacjach okazał się naszym zdaniem szczęściem w nieszczęściu.

Po pierwsze pokazał, że w budującej się właśnie równowadze rynek raczej mało będzie się przejmował marginalnie słabszymi odczytami (reakcja na publikację bez poprawek) i żywiołowo reagował na pozytywne niespodzianki (reakcja na poprawkę danych), gdyż obecnie - po wywindowaniu cen długu na wysokie poziomy - większość uczestników rynku zainteresowana jest grą w przeciwną stronę, tym bardziej że coraz więcej zaczyna się mówić o inflacji, a pozycjonowanie rynkowe, po dość wyczerpującym okresie short-covering jest bardzo bliskie neutralnego. To może być właśnie ten moment, kiedy rentowności amerykańskich obligacji zacząć rosnąć. Przyznajemy otwarcie, że jest to oczywiście czynnik, który w ostatecznym rachunku może zatrzymać/odwrócić rally na obligacjach core markets oraz na papierach polskich. Na razie jednak, dopóki trend nie jest dojrzały, polskie papiery pozostają w orbicie wpływów oczekiwań na decyzję ECB oraz dalszej kompresji

ryzyka kredytowego (możliwa poprawa ratingu, zdjęcie z Polski procedury nadmiernego deficytu). Perspektywnym wsparciem dla polskiego długu jest jeszcze naszym zdaniem niedoceniana przez rynek perspektywa luzowania monetarnego w Polsce.

Po drugie, i to już bardziej rozważania akademickie, korekty publikacji pierwszoligowych danych makroekonomicznych dały nam unikalną możliwość spojrzenia na świat przez pryzmat „co by było, gdyby...” w bardzo podobnym otoczeniu i przy izolowanym działaniu jednego czynnika. W żargonie ekonomicznym zobaczyliśmy doskonały counterfactual, co w ekonomii zdarza się niezwykle rzadko lub wcale. Poczynione przez nas odniesienie do cen instrumentów finansowych przed korektą i po to jeden z możliwych kanałów wykorzystania tego fenomenu, kolejnego dostarczą także korekty komentarzy rynkowych, z których chętnie skorzystają badacze dziedzin behawioralnych.

EURUSD fundamentalnie

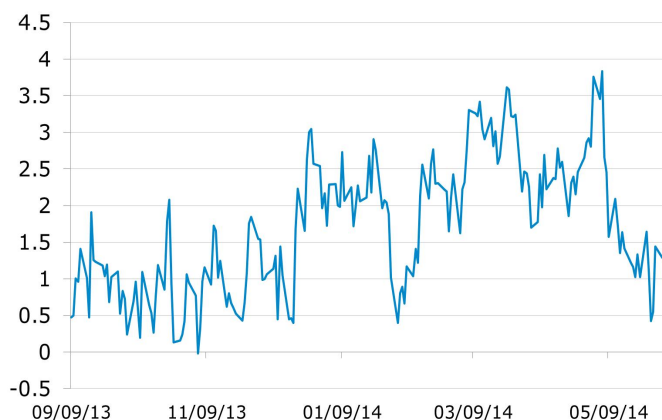
EURUSD znów poniżej 1,36. Pierwszy cios wspólnej walucie za-
dały w godzinach przedpołudniowych dane ze strefy euro - nie-
znacznie gorsze od wstępnych odczytów wskaźniki PMI i dane
o inflacji w poszczególnych regionach Niemiec. Kiedy o 10:00
stało się jasne, że odczyt krajowy będzie o 0,4-0,5 p.proc. niż-
szy od oczekiwań, kurs zanurkował poniżej 1,36 - publikowane
później oficjalne dane nie przyniosły już wówczas ani zaskocze-
nia, ani reakcji. Drugi cios dla pary EURUSD przyszedł z dru-
giej strony Oceanu, choć nie bez przygód (początkowo podano
błądną wartość, do rewizji doszło 1,5 godziny później), po da-
nych ISM - tu jednak skala osłabienia była niewielka i nie wykro-
czyła poza minima z zeszłego tygodnia. Sugeruje to, że poten-
cjał do dalszych spadków EURUSD jest już obecnie niewielki,
przynajmniej do czasu decyzji EBC, a i tutaj potrzebne byłoby
najpewniej gołębie zaskoczenie (np. bardziej zdecydowana za-
powiedź QE), aby wywołać deprecjację euro. Wydarzeniem dnia
będą dziś dane o inflacji w strefie euro - po odczytach z Niemiec,
Włoch i Hiszpanii można szacować majową inflację na 0,5 proc.
rdr i tam zapewne uplasował się faktyczny konsensus.

EURUSD technicznie

Dolar uwięziony pomiędzy średnimi a lokalnym minimum, prze-
suwa się wewnątrz wąskiej konsolidacji 1,36 - 1,3650. Wszel-
kie próby korekty są duszone w zarodku, ale i potencjał do
kontynuacji spadków na razie wydaje się niewielki - słowem
range. Wkrótce może się to jednak zmienić - obecna korekta jest
czwartą falą impulsu spadkowego, powinniśmy być więc świad-
kami przynajmniej jeszcze jednej fali spadkowej w obecnym ru-
chu. Nadrzędną tendencją pozostaje trend na południe, a do-
tychczasowe korekty są na tyle skromne, że gra na mean rever-
sion wydaje się mieć niewielki potencjalny zysk. Czekamy więc
na atak na górne ograniczenie range'u (1,3650), gdzie będziemy
starali się sprzedawać EURUSD.

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

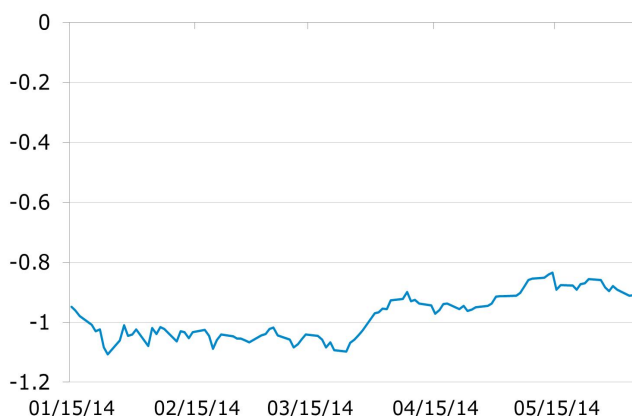
Złoty słabszy. Po stosunkowo niewielkich wahaniach w pierwszej połowie dnia, za które odpowiadała negatywna niespodzianka w polskim PMI (więcej czytaj w sekcji analizy) i seria zaskoczeń *in minus* ze strefy euro, EURPLN ruszył w górę w trakcie sesji amerykańskiej. Oczywiście, skala osłabienia złotego w dniu wczorajszym (0,25%) błędnie w stosunku do tego, co doświadczali inni waluty rynków wschodzących (od 0,5 proc. w przypadku forinta, aż po 1% dla liry i południowoafrykańskiego randa), ale kierunek dla całego koszyka został wskazany, a kontynuacja serii pozytywnych danych ze Stanów Zjednoczonych może, poprzez odwrócenie trendu na globalnych rynkach obligacji, stworzyć presję na cały koszyk. Tym niemniej, dla polskiej waluty korzystne są nie tylko fundamenty gospodarki, ale również status satelity strefy euro i wynikające z tego korzyści z nieprzerwanych oczekiwań na luzowanie polityki pieniężnej tamże. Dzisiejsze posiedzenie RPP bez wpływu na kurs.

EURPLN technicznie

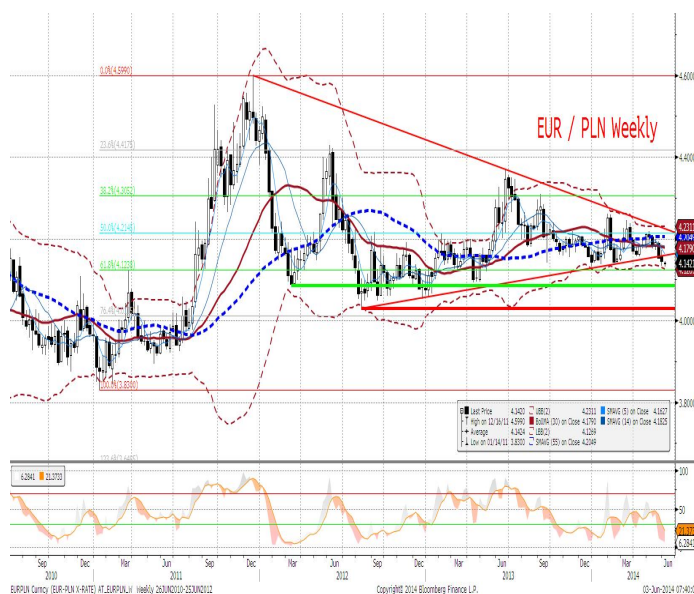
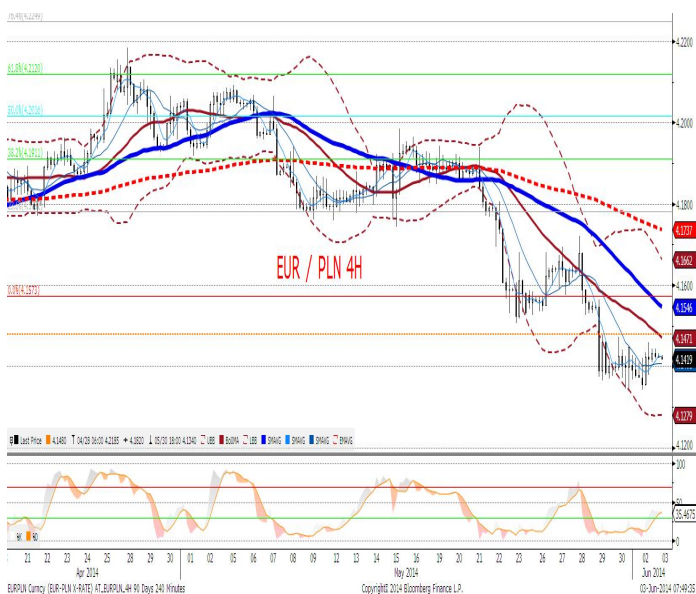
Wczorajsza sesja nie wniosła wiele do obrazu technicznego pary EURPLN. Uformowała się druga świeca w ramach korekcyjnego trendu bocznego, zwiastującego kontynuację spadków. Najbliższym oporem jest górne ograniczenie stromego kanału spadkowego (obecnie ok. 4,1550). Z technicznego punktu widzenia złoty ma przed sobą duży potencjał do dalszego umocnienia i wzrosty EURPLN w okolicy tego oporu powinny być wykorzystywane do zajęcia krótkich pozycji. 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

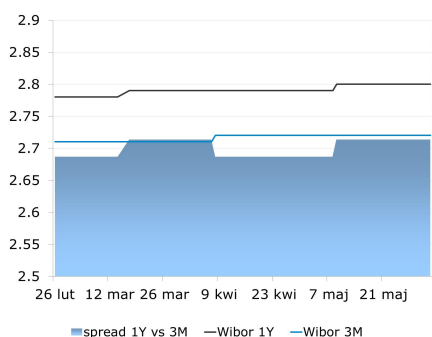


* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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

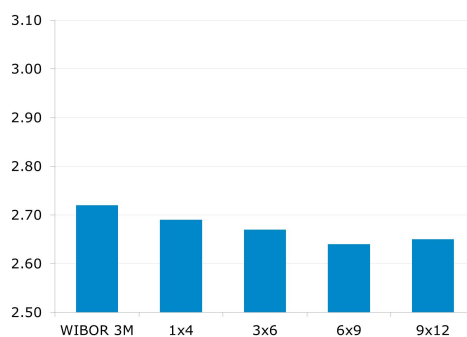


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.67	2.69	ON	2.4	2.6	EUR/PLN	4.1355
2Y	2.73	2.79	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.0413
3Y	2.91	2.94	3M	2.5	3.0	CHF/PLN	3.3849
4Y	3.07	3.10					
5Y	3.21	3.24	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	3.31	3.34	1x2	2.59	2.64	EUR/USD	1.3596
7Y	3.4	3.43	1x4	2.64	2.69	EUR/JPY	139.18
8Y	3.48	3.51	3x6	2.61	2.67	EUR/PLN	4.1406
9Y	3.53	3.56	6x9	2.60	2.64	USD/PLN	3.0478
10Y	3.59	3.61	9x12	2.60	2.65	CHF/PLN	3.3870

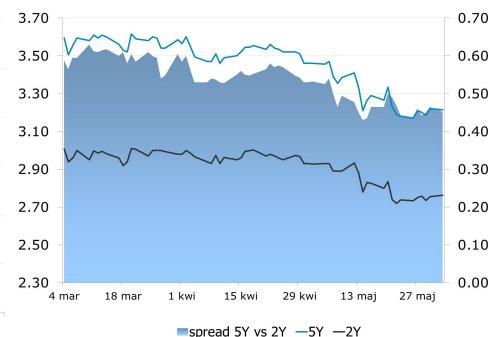
WIBOR 3M i 1Y



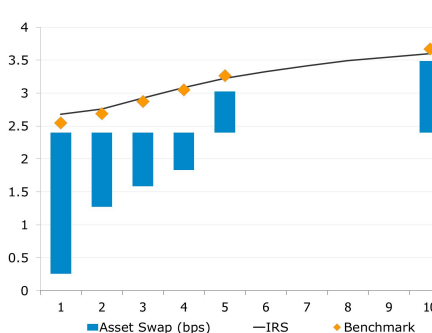
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



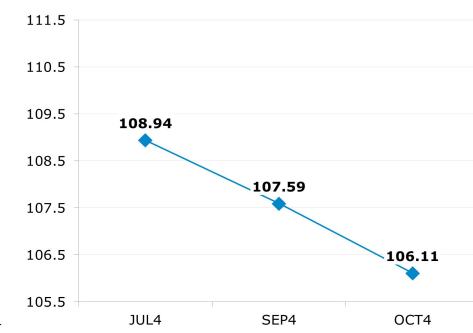
Asset swap i IRS



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.