

20 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		
16.06.2014 PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	CPI r/r <i>finalna</i> (%)	maj		0.5	0.5	0.5
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	maj	1.2	0.9	0.8	0.8
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	cze		15.00	19.01	19.28
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	maj			44.8	47.3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.5	-0.3 (r)	0.6
17.06.2014 WTOREK							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	maj		1.7	1.8	1.5
11:00	GER	Indeks ZEW oczekiwania (pkt.)	cze		35.0	33.1	29.8
11:00	GER	Indeks ZEW sytuacja bieżąca (pkt.)	cze		62.1	62.1	67.7
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	maj	5.2	4.3	3.8	4.8
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	maj	0.7	0.7	0.7	0.7
14:30	USA	CPI r/r (%)	maj		1.9	2.0	2.1
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	maj		1033	1072	1001
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	maj		1070	1059 (r)	991
18.06.2014 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	maj	6.3	5.9	5.4	4.4
14:00	POL	PPI r/r (%)	maj	-0.8	-0.7	-0.7	-1.0
20:00	USA	Decyzja Fed (mld USD)			35	45	35
19.06.2014 CZWARTEK							
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.06		315	318 (r)	312
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	cze		14.0	15.4	17.8
20.06.2014 PIĄTEK							
14:00	POL	Minutes RPP	maj				
16:00	EUR	Wsk. zaufania konsumentów (pkt.)	cze		-6.8	-7.1	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Dziś publikacja minutes RPP, z których będziemy starali się wyłuskać informacje o prawdopodobieństwie obniżki stóp na najbliższych posiedzeniach, o przyszłości forward guidance i o poglądach Rady na perspektywę rozwoju polskiej gospodarki w ciągu najbliższych kwartałów.

Gospodarka globalna. Dziś spokojny dzień na rynkach, jedyną publikacją będzie odczyt wskaźnika zaufania konsumentów dla strefy euro.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

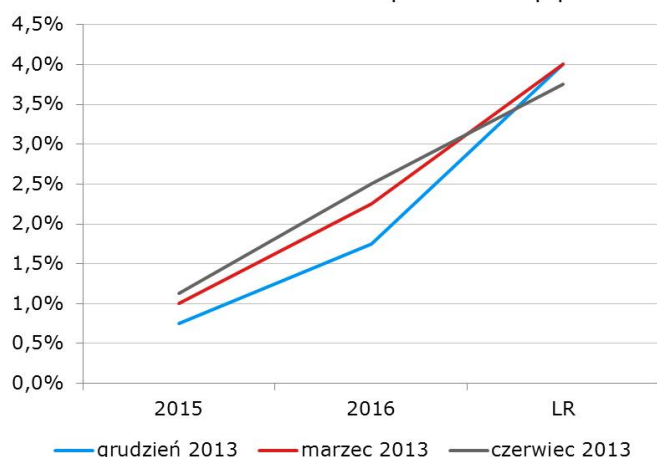
- Jerzy Hausner będzie uczestniczył w posiedzeniu RPP w dniu 1 lipca. Wtedy przedstawi swoje stanowisko odnośnie rozmów prezesa NBP Marka Belki z szefem MSW Bartłojem Sienkiewiczem członkom Rady i dopiero potem przekaże je opinii publicznej.
- Piechociński: Wcześniejse wybory, jeśli pojawią się kolejne kompromitujące nagrania.
- GUS: Produkcja przemysłowa w maju wzrosła o 4,4 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem spadła o 1,7 proc. (**więcej w sekcji analiz**).
- Rezerwa Federalna zgodnie z oczekiwaniami zdecydowała w środę o obniżeniu skali skupu aktywów w ramach programu luzowania ilościowego do poziomu 35 mld USD miesięcznie. Jednocześnie Fed ocenił, że tempo wzrostu w amerykańskiej gospodarce ponownie przyspiesza (**więcej w sekcji analiz**).

Decyzja RPP (2.07.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.349	0.002
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.622	-0.009
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.618	-0.009
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

Fed: Yellen jak zwykle gołębia

Wbrew powszechnym oczekiwaniom środowca decyzja Fed nie stała się sygnałem do wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych. Zachowana została dotychczasowa skala ograniczenia poluzowania ilościowego (o 10 mld USD). Szefowa Fed J. Yellen bezpośrednio zignorowała ostatnie, wyższe odczyty inflacji, zaś przedstawiciele FOMC obniżyli swoje prognozy długookresowej stopy procentowej z 4,0% do 3,75% (po raz drugi od kryzysu, za pierwszym razem obcięto prognozę z 4,25% do 4%), co było wynikiem przekonania, że długookresowy wzrost jest obecnie w gospodarce amerykańskiej niższy niż przed kryzysem. Krótkookresowe prognozy Fed wydają się jednak dość optymistyczne. Projekcje Fed wskazują na znaczne przyspieszenie wzrostu gospodarczego w II połowie roku. Gospodarka średnio rosnąć będzie w tempie ok. 3,4%. Większa jest również wiara przedstawicieli Fed w możliwość normalizacji polityki monetarnej. Stopa procentowa prognozowana na koniec 2015 rok przez przedstawicieli FOMC wzrosła z 1% do 1,13%, poziom oczekiwany w 2016 roku to już 2,5% (poprzednio 2,25%). Co więcej, w porównaniu z poprzednim posiedzeniem wzrosła również niepewność prognoz członków FOMC, zarówno tych dotyczących zmiennych makroekonomicznych, jak i poziomu stóp procentowych. Te aspekty posiedzenia Fed nie przełożyły się na wycenę przez rynek przyszłej ścieżki stóp procentowych. Inwestorzy nadal nie wierzą w rychłą normalizację poziomu stóp.

Oczekiwania FOMC dot. poziomu stóp proc.



W centrum uwagi znalazły się prognozy inflacji. Te zaś, pomimo obserwowanej ostatnio wyraźnej zmiany trendu (co prawda dotyczy to głównie CPI, a nie preferowanej przez Fed miary PCE), pozostały praktycznie niezmienione względem poprzedniej projekcji. Sama szefowa Fed w czasie konferencji ostatnie odczyty inflacji scharakteryzowała jako szum, nie zaś jako początek nowej tendencji. Jest to poniekąd uzasadnione – w obecnej fazie ożywienia nie brakowało epizodów silnego i przejściowego wzrostu inflacji, reakcja na które przyniosłaby więcej złego niż dobrego.

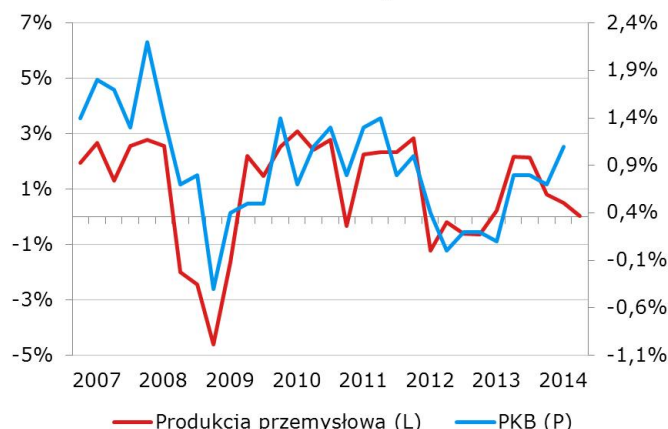
Środowa decyzja Fed zmniejsza niepewność na rynkach finansowych w krótkim okresie. Fed, podobnie jak w erze Greenspana, zdaje się ignorować aberracje na rynkach finansowych i nie chce wpływać poprzez wtłaczanie niepewności (tak, jak próbuje to teraz robić BoE) korygować trajektorii indeksów giełdowych, czy wyceny ryzyka kredytowego (zdaniem Yellen wyceny giełd nie są za wysokie).

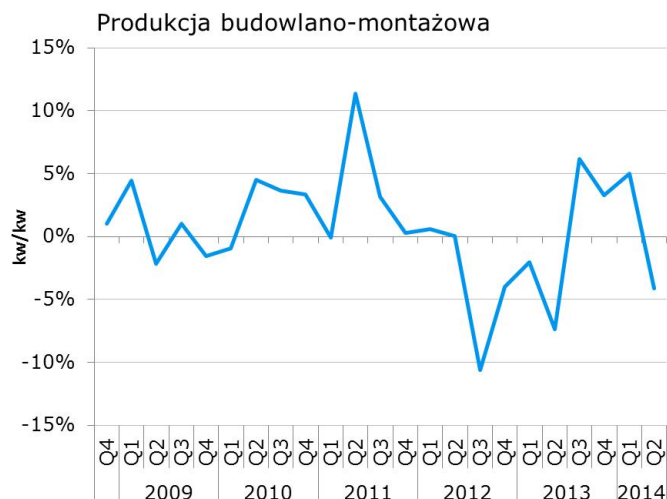
Potwierdzają się wskazania PMI. Dynamika PKB w II kwartale poniżej 3,0%. Deflacja w cenach producentów trwa.

Pozytywna różnica dni roboczych (+1 r/r wobec 0 w poprzednim miesiącu) nie pomogła polskiemu przemysłowi – **produkcja przemysłowa** w maju spowolniła z 5,4 do 4,4% r/r, znacznie poniżej oczekiwań naszych i rynku (zakładających przyspieszenie do, odpowiednio, 5,9% i 6,2%). Co więcej, czynniki kalendarzowe częściowo maskują tutaj faktyczną słabość przemysłu – po odsezonowaniu wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 2,7% (najwolniej od czerwca poprzedniego roku), w ujęciu m/m odnotowano wręcz solidny spadek o 1,5%. Nad strukturą sektorową (spadki odnotowano w 7 z 34 gałęzi) nie ma sensu się zatrzymywać, należy jedynie nadmienić, że skąpa lista dynamik dla poszczególnych branż nie dostarcza żadnych powodów do przypuszczeń, że negatywną niespodziankę na całym agregacie spowodował czynnik jednorazowy w którymkolwiek z sektorów. Słabość jest zatem powszechna i zgodna z sygnałami płynącymi ze wskaźników koniunktury (przy czym wydaje się, że PMI to wyhamowanie mocno przeszacowało).

Produkcja budowlano-montażowa w wzrosła w maju o 10% w ujęciu rocznym, również poniżej prognoz rynkowych i naszych przewidywań (ok. 14%). W ujęciu miesięcznym odnotowano spadek o 3,9%, choć typowa dla produkcji budowlanej zmienność praktycznie uniemożliwia wnioskowanie o każdym z miesięcy w oderwaniu od historii szeregu. Tym niemniej, wydaje się, że w dalszym ciągu mamy do czynienia z pokłosem bardzo korzystnej dla sektora budowlanego (zwłaszcza dla budownictwa mieszkaniowego) wczesnej wiosny. Wobec braku istotnych sygnałów dekonunktury w sektorze, podtrzymujemy nasze optymistyczne przewidywania na dalszą część roku. Przejściowa słabość, której spodziewaliśmy się, powinna w II połowie roku zostać zrekomensowana przez uruchomienie pierwszych inwestycji publicznych finansowanych w ramach nowej perspektywy UE (nie należy również zapominać o bodźcach, jakie dla samorządów stwarzają nadchodzące wybory).

PKB i produkcja przemysłowa (kw/kw, odsez.)



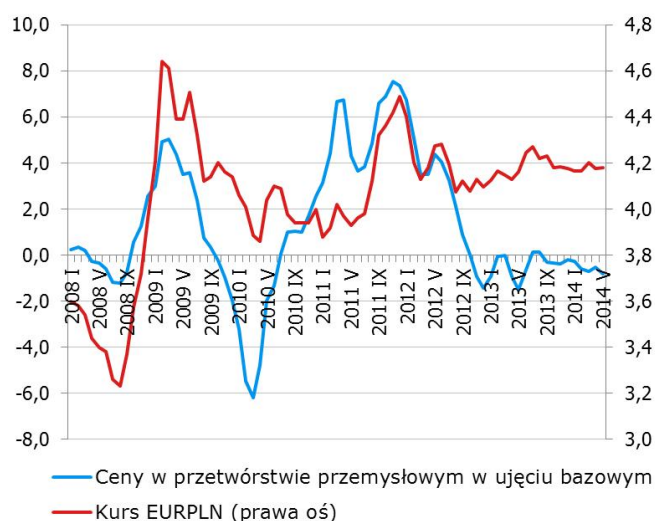


prostu bardzo wysoka presja konkurencyjna (nie tylko na rynku krajowym, ale i zagranicznym – ta druga jawnie wspomagana przez relatywnie mocnego złotego). Naszym zdaniem wzrosty cen producentów mogą się w takich warunkach samoistnie nie pojawić. Ratunkiem mogą być egzogeniczne wzrosty cen energii, które umożliwią lepsze warunki marżowe w całym przemyśle (równoległe podwyżki cen rekompensujące wzrosty cen nakładów) i nieco zmniejszą presję konkurencyjną. Na razie jednak deflacja cen producentów to samonapędzająca się równowaga i wsparcie dla niskich realizacji CPI.

O ile publikacje z rynku pracy kompletnie nie sprawdzają się jako barometr koniunktury, przemysł w roli tej sprawdza się wybornie. W obecnej chwili nasz model (oparty na przetwórstwie i budownictwie) pokazuje już zejście z dynamiką PKB poniżej 3,0% w II kwartale, potwierdzając tym samym wcześniejsze wskazania indeksu PMI. Soft patch w polskiej gospodarce staje się faktem. Oznacza to automatycznie zwiększenie wargi argumentów za obniżką stóp (oprócz wysokich stóp realnych i niskiej inflacji); wystarczy wspomnieć, że 3,0% było wymienione już przez Bratkowskiego jako dynamika PKB kluczowa dla losu stóp procentowych. Nasz scenariusz bazowy to wciąż obniżka stóp o co najmniej 50pb.

Warto w tym miejscu pochylić się nad implikacjami dla wzrostu gospodarczego w II kwartale, realizuje się bowiem nasz scenariusz istotnego spowolnienia dynamiki PKB względem I kwartału. W oparciu dane za kwiecień i maj można szacować wzrost PKB na poniżej 3% r/r. Jeszcze wyraźniejsze powinno być spowolnienie w ujęciu kw/kw (teoretycznie bardziej użytecznym w diagnozowaniu takich usterek w cyklu). Tu, biorąc pod uwagę stagnację produkcji przemysłowej i spadek produkcji budowlano-montażowej o 4,1% kw/kw (słabość sektora przemysłowego nie może być już, tak jak w I kwartale, maskowana przez b. dobry wynik budownictwa), można oczekiwać wyniku w granicach 0,3-0,4%.

Dynamika **cen producentów** na poziomie -1,0% r/r okazała się niższe od oczekiwań rynku i od naszych – i tak już niższych od konsensusu – przewidywań (odpowiednio -0,7% oraz -0,8%). Z naszej perspektywy przyczyną niższej realizacji jest rewizja w dół poprzedniego odczytu (o 0,1pp.), niska realizacja cen koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (spadek zamiast wzrostów) przy przewidywanej przez nas dynamice cen producentów w przetwórstwie po wyłączeniu koksu i ropy.



Perspektywy cen producentów jawią się nadal raczej w ciemnych barwach. Przyspieszenie gospodarki nie przekłada się na szybsze wzrosty cen, czego przyczyną jest naszym zdaniem po

EURUSD fundamentalnie

EURUSD w górę, a impulsem do wyrwania się z obowiązującego dotąd zakresu wahań okazało się być posiedzenie Fed. Rynek FX szybko zdyskontował gołębie przesłanie Yellen - wydaje się, że tutaj nie mniej ważną rolę od niższego docelowego poziomu stóp procentowych odegrało ignorowanie wyższej w ostatnich miesiącach inflacji. Rynek wydaje się (na razie) ignorować przesuwające się w górę ścieżki stóp procentowych oczekiwane przez członków FOMC. Dzisiejsza sesja zapowiada się relatywnie spokojnie, bez pierwszoligowych publikacji. Oczekujemy więc kontynuacji dotychczasowego, stopniowego marszu na północ.

EURUSD technicznie

Nasz pozycja notuje zysk w wysokości 70 pkt. Kurs wybił się ponad lokalne minima, pokonując a MA55 i MA30 na wykresie 4H. Najbliższy ważny opór to 1,3675 (maksimum z początku czerwca). Układ kresek przemawia na korzyść utrzymania naszej pozycji long: kurs znajduje się powyżej średnich, na dziennym kreśli się trzecia z rzędu biała świeca, a oscylatory są dość nisko oferując jeszcze pewną przestrzeń do dalszych wzrostów. Na dzisiejszej sesji pozostajemy więc long EURUSD (SL 1,3495).

Wsparcie	Opór
1,3503	1,3806
1,3477	1,3780
1,3296	1,3655/75

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

EURPLN na huśtawce. Środa rozpoczęła się spokojnie i aż do posiedzenia Fed złoty poruszał się w wąskim zakresie wahań (brak reakcji na dane o produkcji przemysłowej). Łagodne nastawienie J.Yellen i fakt, że inwestorzy skupili się głównie na pominięciu przezeń wyższej inflacji i obniżeniu długookresowej prognozy stóp procentowych, przyczyniły się do gwałtownego umocnienia złotego, które trwało aż do godzin porannych w czwartek (wówczas EURPLN spadł do 4,1150). Handel na światowym rynku przebiegał już pod dyktando niedźwiedzi, a wyprzedaż walut EM (czyżby inwestorzy przypomnieli sobie o przybliżającej się perspektywie podwyżek stóp proc. w Stanach Zjednoczonych?) wypchnęła złotego w okolice 4,15. Zachowanie złotego przy zamkniętym rynku obligacji i akcji dostarcza resztą wskazówek dotyczących czynników decydujących w krótkim okresie o poziomie kursu walutowego. Na polski rynek w dalszym ciągu działają przeciwstawne siły - napędzany perspektywą wznowienia luzowania monetarnego napływ środków na rynek obligacji i rosnąca awersja do EM.

EURPLN technicznie

Wczorajsza sesja przyniosła długą białą świecę obejmującą czarny korpus swojej poprzedniczki. W efekcie, w ciągu wczorajszego dnia 300 pkt. zysku zmieniło się w 70 pkt. straty. Posiadacze złotego mogą być zmartwieni: wykreśliło się objęcie hossy, a ruch ma silne momentum. Obecnie kurs zмага się z lokalnym maksimum (4,1523), MA200 na 4H oraz fibo 61,8% (wszystkie trzy opory przebiegają na zbliżonym poziomie). Czekając na wynik starcia EURPLN z tym oporem utrzymujemy pozycję long - zamykanie pozycji tuż przy silnym oporze nie jest najlepszym pomysłem. Powyżej 4,1550 będziemy starali się odwracać na long EURPLN (nasz stop loss to 4,1560).

Wsparcie	Opór
4,1350	4,1940
4,1180	4,1720
4,0879	4,1530

Czynnik krajowy* w EURPLN

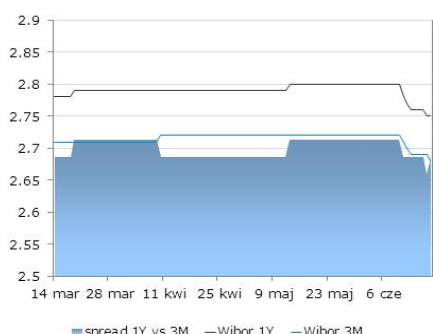


* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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

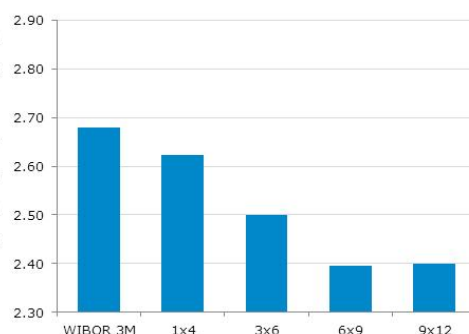


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.4775	2.51	ON	2.4	2.7	EUR/PLN	4.1463
2Y	2.53	2.59	1M	2.5	2.7	USD/PLN	3.0589
3Y	2.7	2.73	3M	2.5	2.7	CHF/PLN	3.4018
4Y	2.88	2.90					
5Y	3.03	3.06					
6Y	3.15	3.18	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
7Y	3.25	3.29	1x2	2.48	2.53	EUR/USD	1.3607
8Y	3.38	3.43	1x4	2.56	2.62	EUR/JPY	138.71
9Y	3.42	3.46	3x6	2.44	2.50	EUR/PLN	4.1480
10Y	3.48	3.51	6x9	2.34	2.40	USD/PLN	3.0480
			9x12	2.34	2.40	CHF/PLN	3.4095

WIBOR 3M i 1Y



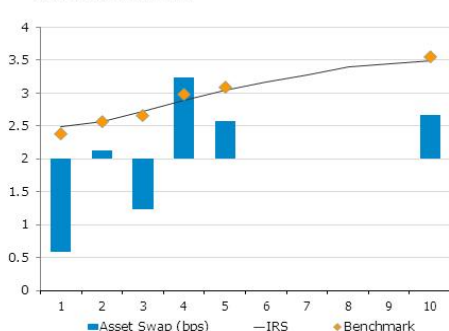
WIBOR 3M i stawki FRA



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 informacjach 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.