

13 listopada 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

Karol Klimas
analityk
tel. +48 22 829 02 56
karol.klimas@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		
10.11.2014 PONIEDZIAŁEK							
2:30	CHN	CPI r/r (%)	paź		1.6	1.6	1.6
9:00	CZK	CPI r/r (%)	paź		0.6	0.7	0.7
11.11.2014 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	paź		-0.3	-0.5	-0.4
12.11.2014 ŚRODA							
9:00	POL	Raport o inflacji NBP	lis				
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	wrz		5.9	6.0	6.0
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		0.7	-1.4 (r)	0.6
13.11.2014 CZWARTEK							
0:50	JAP	Zamówienia na maszyny m/m (%)	wrz		-1.2	4.7	2.9
6:30	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	paź		8.0	8.0	7.7
6:30	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	paź		11.6	11.6	11.5
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	wrz	-624	-570	-986	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	wrz	14500	14043	11560	
14:00	POL	Import (mln EUR)	wrz	14300	13586	11624	
14:00	POL	CPI r/r (%)	paź	-0.4	-0.4	-0.3	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	08.11			278	
14.11.2014 PIĄTEK							
8:00	GER	PKB kw/kw (%)	Q3		0.1	-0.2	
9:00	CZE	PKB r/r (%)	Q3		2.5	2.5	
9:00	HUN	PKB r/r (%)	Q3		2.9	3.9	
10:00	POL	PKB r/r (%)	Q3	2.6	2.7	3.3	
11:00	EUR	PKB kw/kw (%)	Q3		0.1	0.0	
14:00	POL	M3 r/r (%)	paź	7.0	7.8	7.8	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		0.2	-0.3	
15:55	USA	Koniunktura konsumentencka U.Michigan (pkt.)	lis		87.5	86.9	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Seria publikacji danych rozpoczyna się w czwartek od danych o inflacji i bilansie płatniczym. Spodziewamy się pogłębienia spadków cen konsumenckich w ujęciu rocznym, napędzanych tym razem przede wszystkim przez niskie ceny paliw (efekt globalnie niskich cen ropy) i wysoką bazę statystyczną w kategorii telekomunikacja, która przyczyni się do obniżenia inflacji bazowej. Poprawa salda na rachunku obrotów bieżących to głównie zasługa powrotu salda towarowego na plus (odbicie eksportu po fatalnym sierpniu), które częściowo równoważy sezonowe pogorszenia sald dochodów pierwotnych i wtórnych. Po danych GUS o handlu zagranicznym zdecydowaliśmy się na podwyższenie prognoz importu i eksportu, przy niezmienionej prognozie salda obrotów bieżących.

Gospodarka globalna. Tygodniowe dane o liczbie wniosków o zasiłki w Stanach Zjednoczonych powinny potwierdzić dobrą kondycję amerykańskiego rynku pracy (ostatnie odczyty oscylują wokół wieloletnich minimów).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

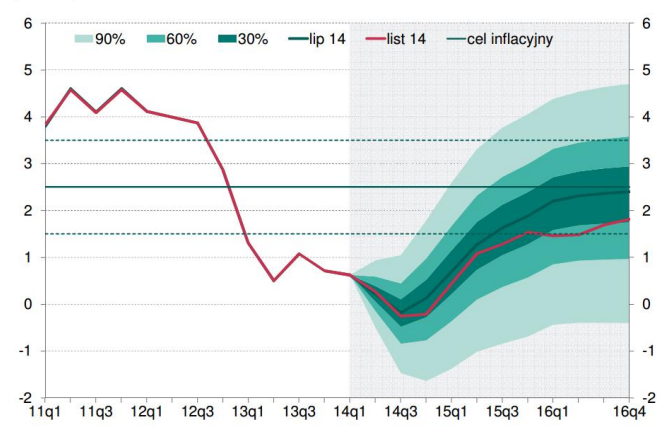
- **Szczurek:** Wypełnienie celu inflacyjnego będzie dla Rady Polityki Pieniężnej trudnym zadaniem. Resort finansów liczy na jak najszybsze doprowadzenie inflacji do celu przez RPP.
- **GUS:** Deficyt w handlu zagranicznym w okresie styczeń-wrzesień wyniósł 975,9 mln euro.
- **NBP:** Pomimo stopniowego wzrostu w kolejnych kwartałach, inflacja do końca horyzontu projekcji, czyli do 2016 roku, kształtować się będzie wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP, do czego przyczyni się niska presja popytowa i kosztowa (Projekcja inflacji i PKB).
- **Eurostat:** Produkcja przemysłowa w strefie euro we wrześniu wzrosła o 0,6 proc. mdm, podczas gdy poprzednio spadła o 1,4 proc., po korekcie.

Decyzja RPP (3.12.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.823	-0.001
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	2.377	0.009
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	2.619	-0.049
PROGNOZA mBanku		stopy bez zmian		
Dotyczy benchmarków Reuters				

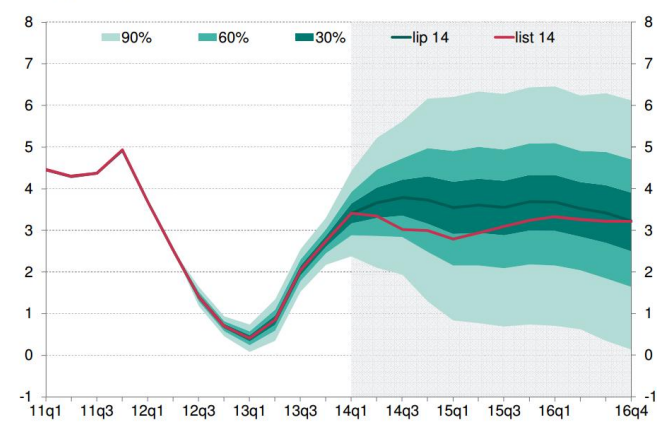
Projekcja inflacyjna NBP: Lepszej podkładki pod cięcia stóp procentowych już nie będzie.

Listopadowa projekcja inflacyjna NBP przybrała zasadniczo oczekiwany przez rynek kształt: obniżono prognozy PKB i inflacji w całym horyzoncie prognozy. W związku z obserwowanym w miesiącach letnich spowolnieniem aktywności w sferze realnej oraz pogorszeniem perspektyw wzrostu gospodarczego na kolejne kwartały (efekt niższego wzrostu w strefie euro i słabszego wykorzystania środków UE) projekcja PKB startuje z niższego poziomu i pozostaje tam. Z kolei rozszerzenie luki popytowej i zmiana sytuacji na rynkach surowcowych skłoniły NBP do istotnego obniżenia prognoz, zarówno CPI, jak i inflacji bazowej. Inflacja dopiero na koniec 2016 roku przekracza 1,5%; wzrost PKB z kolei na przełomie 2014 i 2015 spada poniżej 3%, a luka popytowa jeszcze w 2016 r. utrzymuje się w przedziale 0,5-1% PKB. Rewizji prognoz towarzyszy również pozbawiona złudzeń diagnoza sytuacji bieżącej, zbieżna zresztą z naszą i akcentująca decydującą rolę kłopotów gospodarczych strefy euro i wzrostu stopy oszczędności w kraju.

Wykres 4.24 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Wykres 4.22 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Już w komentarzu do projekcji lipcowej zwracaliśmy uwagę na asymetryczność ryzyk dla wzrostu i inflacji w projekcji. Listopadowy Raport o inflacji jedynie pogłębia ten problem: prawdopodobieństwo, że na koniec horyzontu prognozy inflacja znajdzie się poniżej ścieżki centralnej wynosi już 59% (vs. 55% w lipcu); prawdopodobieństwo, że znajdzie się w paśmie

dopuszczalnych wahań od celu spadło z 48 do 42%; wreszcie, prawdopodobieństwo pozostawania inflacji poniżej 1,5% NBP ocenia obecnie na 51% (wcześniej – 33%). Również wachlarz otaczający ścieżkę centralną PKB jest asymetryczny. Co więcej, nagromadzenie negatywnych ryzyk dotyczących wzrostu i inflacji sprawiło, że NBP zdecydował się na publikację scenariusza pesymistycznego, w którym strefa euro pozostaje w stagnacji i wpada w deflację. Dodajmy, że ścieżka PKB prognozowana przez NBP stawia ten ośrodek wśród największych optymistów w odniesieniu do najbliższych kwartałów. III kwartał, który przecież zakończył się wiele tygodni temu, projekcja wycyrkowała na 3% – dla porównania, mediana aktualnych prognoz analityków to 2,7%. Można zatem oczekiwać, że do negatywnej niespodzianki dojdzie już w tym tygodniu.

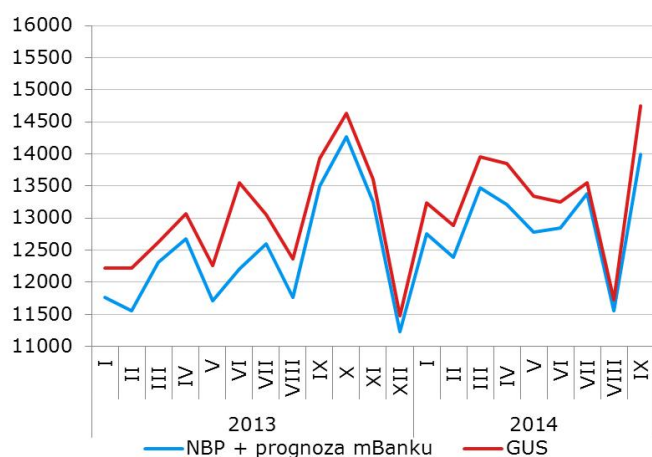
Kształt projekcji inflacyjnej w pełni uzasadnia kontynuację luzowania polityki pieniężnej w Polsce i do takowego doszłoby, gdyby nie zmiana układu sił w RPP. Choć nie jest to pierwszy raz, kiedy NBP prognozuje własną porażkę (niemożność osiągnięcia celu inflacyjnego), nie można niestety określić, co stanie się na następnych posiedzeniach – w przeszłości (marzec 2013 i lipiec 2013) taka sytuacja wiązała się zarówno z kontynuacją cięć, jak i ich definitywnym zakończeniem. Tym niemniej, to właśnie moment publikacji projekcji był najdogodniejszym dla kontynuacji cięć. Zakład na kolejne miesiące staje się trudniejszy i z tego względu cięcie w grudniu postrzegamy już tylko jako ewentualność.

W opinii rynków finansowych gra na obniżkę w grudniu rozegra się w dwóch etapach, które warunkują dołączenie się Chojny-Duch do zwolenników obniżek. Pierwszy etap to publikacja PKB 14 listopada (poniżej 3,0% z projekcji oczywiście zwiększa szanse na obniżkę; jest to jednak w gruncie rzeczy dość dokładnie policzalny i w miarę pewny zakład – warunek powinien być spełniony). Drugi to publikacja PMI za listopad (początek grudnia). Tu problem jest bardziej subtelny, bo trudno ocenić, czy wystarczy niższy odczyt niż poprzednio, niższy niż oczekiwania czy niższy niż 50pkt. Najbardziej prawdopodobny wydaje nam się wariant ostatni, niestety w chwili obecnej raczej trudny do spełnienia, gdyż „cofki” na PMI w takim zakresie zdarzają się rzadko, a już na pewno rzadkie są dwa miesiące wzrostów z tak dużą korektą. Dogodniejsze do obniżki będą naszym zdaniem terminy w I kwartale, kiedy to skala odstępstw od scenariusza bazowego NBP będzie znacznie wyraźniejsza. Tymczasem rynek nie cofnie się całkowicie, gdyż projekcja jest bardzo niska, a otoczenie niskich stóp procentowych sprzyja instrumentom przynoszącym stały dochód.

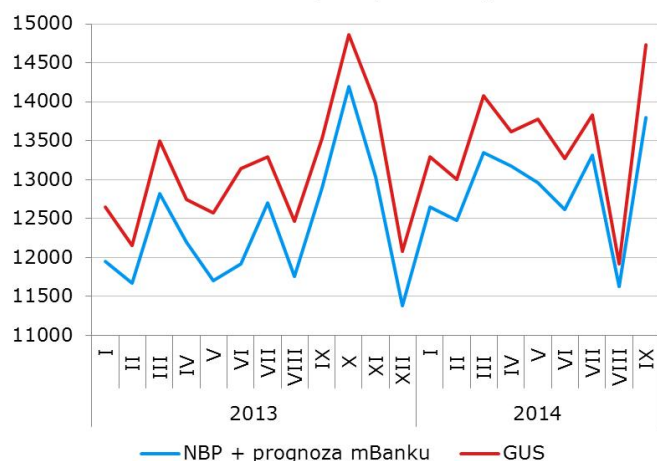
Dane o handlu zagranicznym GUS wspierają naszą prognozę salda bilansu handlowego... ale już nie wolumenów importu i eksportu.

Zgodnie z danymi GUS, deficyt w handlu zagranicznym wyniósł po trzech kwartałach 976 mln EUR, przy czym w samym wrześniu zanotowano niewielką nadwyżkę. Towarzyszyło temu istotne odbicie wolumenów importu i eksportu po sierpniowej katastrofie – o ok. 3 mld EUR (największy jednorazowy wzrost od 2009 roku). Przekładając dane GUS na publikowane dziś popołudniu dane NBP, możemy odnotować, że nasza prognoza salda obrotów towarowych (a tym samym również salda obrotów bieżących), wynosząca 200 mln EUR wydaje się w tym świetle bardzo trafna. Tym niemniej, skala odbicia importu i eksportu była przez nas niedoszacowana (patrz wykres poniżej). Prognozę obydwu wolumenów korygujemy więc w górę o 500 mln EUR do, odpowiednio, 14500 i 14300 mln EUR.

Eksport (mln EUR)



Import (mln EUR)



EURUSD fundamentalnie

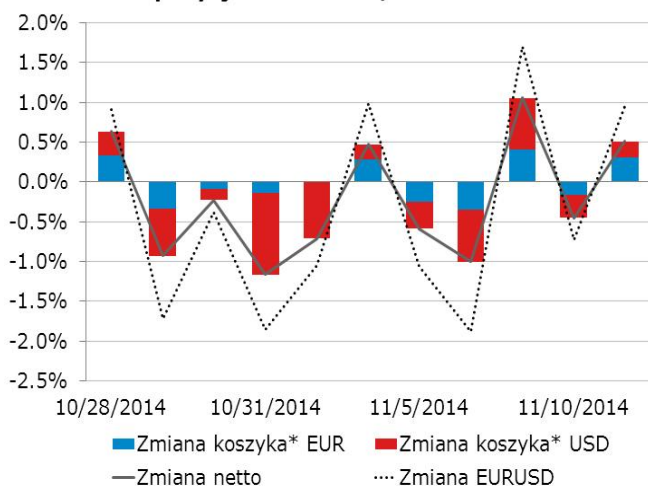
EURUSD odnotował wczoraj z kolei dzień spadkowy przy minimalnym zainteresowaniu danymi o produkcji przemysłowej z całej strefy euro (słabszymi). Dzisiejszy dzień upłynie znów bez danych z pierwszej ligi (francuskie odczyty inflacji, tygodniowe dane o liczbie bezrobotnych w USA), niemniej poranna publikacja ankiet progностycznych ECB może przynieść pewne ruchy rynkowe (10:00), zwłaszcza przy znaczącym „rozkołowieniu” oczekiwań inflacyjnych w 2016 roku.

EURUSD technicznie

W bardzo lokalnym otoczeniu mamy korektę wzrostową, która wg wykresu 4h powinna się już na tych poziomach kończyć (MA30 i MA55), chyba że pociągnięta zostanie do Fibo (1,2560) i MA200 (1,2622); oscylator ma sporo miejsca do ruchu w górę. Bardziej niepokojąca jest ciągnąca się dywergencja na dziennym, która w nieco szerszej perspektywie może oznaczać prawdopodobieństwo korekty do co najmniej górnego ograniczenia kanału (poziom 1,2650, mniej więcej spójny z MA200 z 4h) lub też nawet MA55 (1,2740), czy też październikowych maksimów. Spodziewamy się, że będzie to korekta bardzo powolna, w międzyczasie dająca szansę na budowanie nowej pozycji short.

Wsparcie	Opór
1,2358	1,2886
1,2200	1,2650
1,2043	1,2560

Dekompozycja zmian EUR/USD



* Koszyki walutowe wyliczane są jako ważona średnia geometryczna notowań względem GBP, JPY, CAD, CHF.



EURPLN fundamentalnie

EURPLN robi to, co potrafi ostatnio najlepiej, czyli porusza się w bardzo ciasnym range 4,21-22. Duża korelacja rentowności obligacji z notowaniami PLN sugeruje, że to zagraniczni inwestorzy byli odpowiedzialni za wczorajszą zmienność. Oczywiście nie implikuje to zależności przyczynowo-skutkowej między ruchem na złotym i obligacjach, lecz być może tylko zbieżność generowaną przez ostrożną fazę risk on na rynkach. Dzisiejsza publikacja danych o C/A (14:00) powinna przejść bez echa. Największe rewizje w dół mamy już za sobą, zaś jakość danych może być kwestionowana tylko w fazie ogólnej, nadzwyczaj ostrej awersji do ryzyka (przypominamy o znaczącym wzroście salda błędów i opuszczeń...). Z kolei odczyt CPI nie powinien przynieść większych niespodzianek (niemniej po zignorowaniu projekcji inflacyjnej członkowie RPP będą patrzeć tylko na bieżące publikacje).

EURPLN technicznie

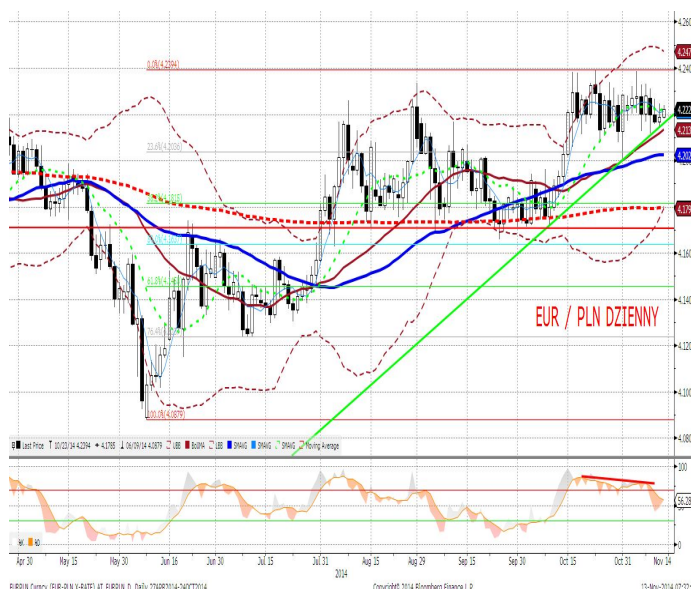
Nawet podwyższony T/P nie został wczoraj zrealizowany. Tym niemniej, nasza pozycja jest wciąż ITM (około 80 pipsów) i sytuacja techniczna wygląda nadal zachęcająco. Potrójnemu szczytowi na dziennym towarzyszy już dojrzała dywergencja, a notowania dotarły już do miesięcznego trendu wzrostowego, od którego niestety na razie się odbijają. Na 4h notowania poruszają się (szerszy kontekst) dokładnie w bandach Bollingera, zaś obecnie (węższy kontekst) pomiędzy MA200 i MA55. Wszystko wygląda jak klasyczny range. Pozostawiamy T/P na 4,2130 i tam też warto się odwrócić.

Wsparcie	Opór
4,2095	4,2621
4,1942/58	4,2467
4,1700	4,2416

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
1Y	1.78	1.81
2Y	1.78	1.82
3Y	1.8	1.83
4Y	1.86	1.89
5Y	1.93	1.96
6Y	2.02	2.05
7Y	2.11	2.14
8Y	2.19	2.22
9Y	2.27	2.30
10Y	2.35	2.38

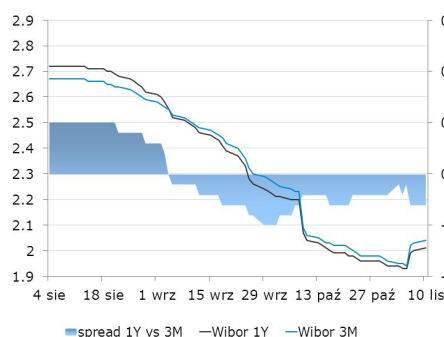
depo	BID	ASK
ON	1.8	2.1
1M	1.9	2.4
3M	1.9	2.4

FRA	BID	ASK
1x2	1.88	1.93
1x4	1.90	1.96
3x6	1.72	1.78
6x9	1.63	1.69
9x12	1.64	1.70

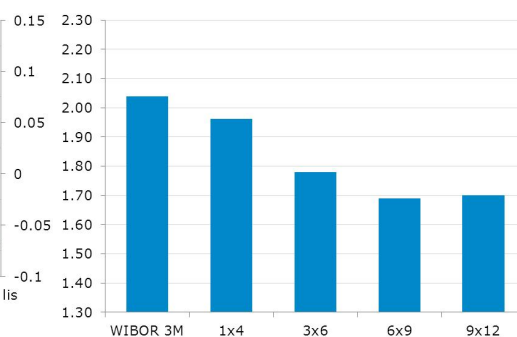
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2247
USD/PLN	3.3966
CHF/PLN	3.5137

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2438
EUR/JPY	143.56
EUR/PLN	4.2168
USD/PLN	3.3896
CHF/PLN	3.5072

WIBOR 3M i 1Y



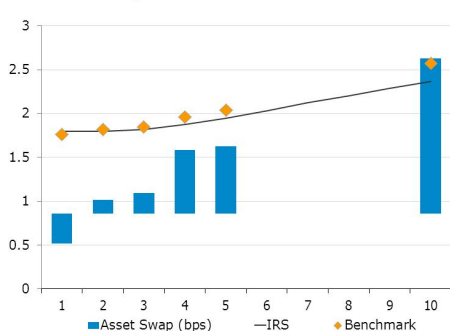
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



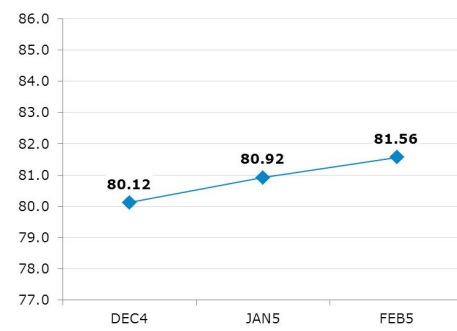
Asset swap i IRS



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 danych 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.