

21 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		
17.11.2014 PONIEDZIAŁEK							
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	lis		12.00	6.17	10.16
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.2	0.8 (r)	-0.1
18.11.2014 WTOREK							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	paź		1.2	1.2	1.3
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	lis		1.7	3.2	3.3
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	lis		0.5	-3.6	11.5
14:30	USA	PPI r/r (%)	paź		1.3	1.6	1.5
19.11.2014 ŚRODA							
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	paź	3.2	3.3	3.4	3.8
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	paź	0.8	0.8	0.8	0.8
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	paź		1025	1038 (r)	1009
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów (tys.)	paź		1038	1031 (r)	1080
20:00	USA	Minutes FOMC	paź				
20.11.2014 CZWARTEK							
2:45	CHN	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	lis		50.3	50.4	50.0
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	lis		48.8	48.5	47.6
9:00	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	lis		48.5	48.3	49
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	lis		51.5	51.4	50.0
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	lis		54.5	54.4	52.1
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	lis		50.9	50.6	50.4
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	lis		52.4	52.3	51.3
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	paź	2.0	1.8	4.2	1.6
14:00	POL	PPI r/r (%)	paź	-1.2	-1.2	-1.6	-1.2
14:00	POL	Minutes RPP	lis				
14:30	USA	CPI r/r (%)	paź		1.6	1.7	1.7
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.11		283	293 (r)	291
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	lis		56.3	55.9	54.7
16:00	USA	Philly Fed (pkt.)	lis		18.5	20.7	40.8
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.wtórny (mln)	paź		5.15	5.18 (r)	5.26
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka	lis		-10.7	-11.1	-11.6
21.11.2014 PIĄTEK							
14:00	POL	Wyniki finansowe przedsiębiorstw	Q3				
14:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS	lis				
14:00	POL	Koniunktura biznesowa GUS	lis				

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Dziś o 14:00 zostaną opublikowane raporty GUS o stanie koniunktury konsumenckiej i biznesowej w listopadzie. Powinny one pokazać stabilizację nastrojów w gospodarce. Dziś również zostaną opublikowane dane na temat wyników finansowych przedsiębiorstw w III kwartale.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

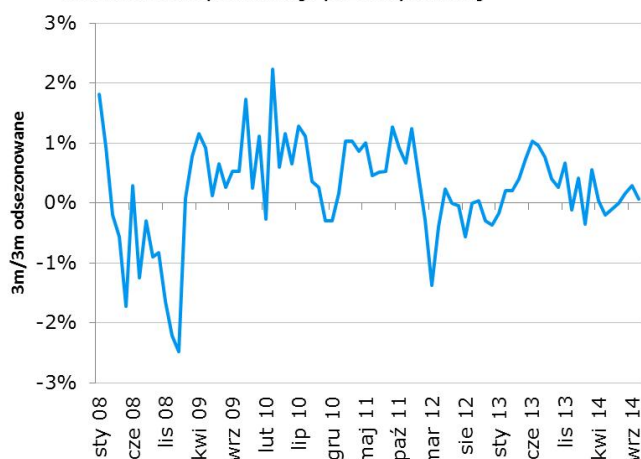
- Belka: Wciąż jest przestrzeń do cięcia stóp procentowych.
- Zielińska-Głębocka: RPP nie może dopuścić do tego, aby utrwalił się trend deflacyjny, ponieważ walka z deflacją jest bardzo ciężka. Rada musi się także zastanowić nad tym, co zostawi "w spadku" kolejnej RPP, aby Rada następnej kadencji miała bardziej komfortową sytuację.
- NBP: Z opisu dyskusji na listopadowym posiedzeniu RPP wynika, że zgłoszono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP: o 1,00 pkt proc., o 0,50 pkt. proc. oraz o 0,25 pkt. proc. Żaden nie został przyjęty.
- GUS: Produkcja przemysłowa w październiku wzrosła o 1,6 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosła o 3,5 proc.
- EUR: Indeks PMI composite wyniósł w listopadzie 51,4 pkt. wobec 52,1 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca (wstępne wyliczenia).
- USA: Ceny konsumpcyjne (CPI - consumer price index) w USA w październiku pozostały bez zmian mdm.

Decyzja RPP (3.12.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.000	0.000
stopy bez zmian	80%	USAGB 10Y	2.340	0.002
obniżka 25 bps	20%	POLGB 10Y	2.656	-0.061
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

Dane o produkcji przemysłowej potwierdzeniem neutralnego momentum w gospodarce.

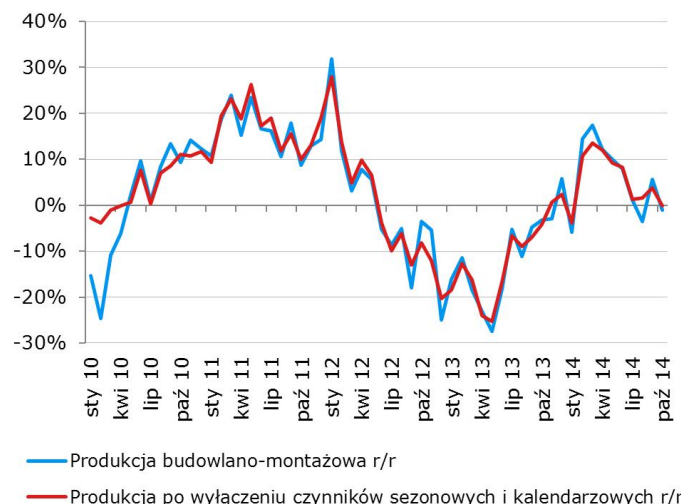
W październiku produkcja przemysłowa wzrosła o 1,6% r/r po 4,2% wzroście we wrześniu (zgodnie z oczekiwaniami analityków i naszą prognozą, wynoszącymi ok. 2%). W ujęciu odsezonowanym wzrost był podobny do tego w poprzednim miesiącu i wyniósł 1,5%. Wynik taki interpretujemy jako potwierdzenie neutralnego momentum w polskim przemyśle (nasza ulubiona miara, czyli średnia ruchoma dynamik m/m wynosi efektywnie zero). Wzrost zanotowano w 20 spośród 34 sekcji. Sekcje wzrostowe to w większości sekcje eksportowe. Dołączają natomiast takie sekcje jak produkcja koksu i produktów ropy naftowej, czy energetyka (efekt ciepłego października), a także produkcja sprzętu transportowego, najsilniej dotknięta przez załamanie popytu za wschodnią granicą Polski.

Momentum produkcji przemysłowej

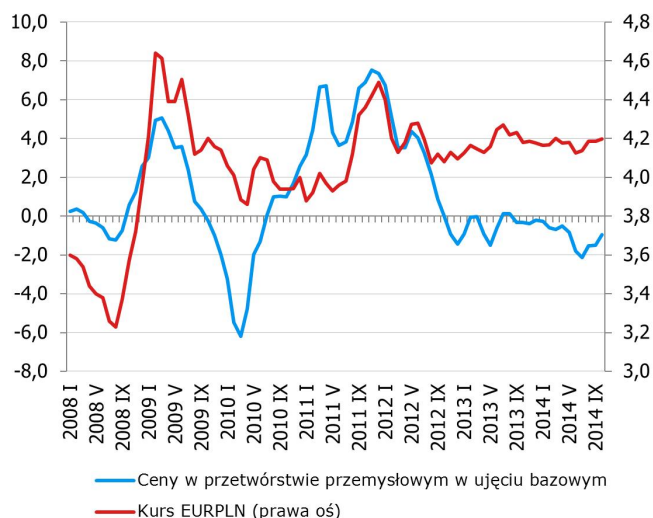


Naszą diagnozą pozostaje, że gospodarka polska być może przeszła przez najdotkliwszą fazę usterki cyklu, jednak na bardziej dynamiczne ożywienie trzeba będzie jeszcze poczekać. Płaskie momentum w gospodarce implikuje, że dno cyklu w danych PKB r/r powinno wypaść na przełomie roku (IV kwartał 2014 i I kwartał 2015, kiedy efekty bazowe będą najsilniejsze). Ciągłe też przedsiębiorstwa nie są w stanie narzucić wyższych cen odbiorcom, co niekorzystnie wpływa na ich marże i może hamować dynamikę inwestycji. Nie widać również rosnącej presji kosztowej (a może nawet wprost przeciwnie).

Produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu rocznym o 1% (po wyłączeniu czynników sezonowych zanotowano spadek o 0,2% r/r i wzrost o 0,9% m/m), poniżej prognoz wskazujących na skromny wzrost. W szerszej perspektywie widać, że produkcja budowlano-montażowa przeżywa stagnację i nie zrealizowały się nadzieje, że wsparcia sektorowi budowlanemu udzieli perspektywa wyborów samorządowych. Tak się jednak nie stało i powodu ku temu są jasne ex post (z porównania poprzednich wyborów wynikało, że nie ma istotnego statystycznie efektu wyborczego) – przedwyborcze inwestycje samorządów są z reguły niewielkie, a prace rozłożone w czasie – efekt ten niknie w ogólnym stanie sektora. Wydaje się, że na większy wzrost aktywności budowlanej można liczyć dopiero w marcu / kwietniu 2015 roku, kiedy to rozpoczną się inwestycje finansowane z nowej perspektywy UE, na które przetargi są właśnie rozstrzygane.



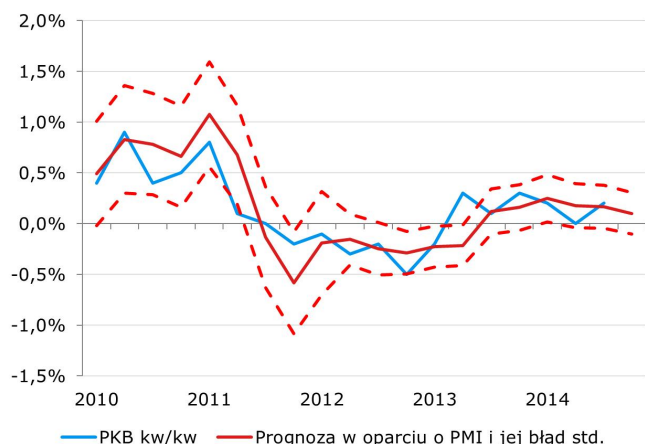
Ceny producentów zmalały w ujęciu rocznym o 1,2% r/r (zgodnie z oczekiwaniami) wobec spadku o 1,6%, przyspieszenie wynika jednak wyłącznie z efektu bazy statystycznej. Faktycznie – ceny w przetwórstwie pozostają na solidnym minusie – nie widać najmniejszych oznak odwrócenia procesów deflacyjnych. Polscy producenci tkwią – i powtarzamy to od wielu miesięcy – w złej, deflacyjnej równowadze, w której (ze względu na otoczenie i presję konkurencyjną) żaden indywidualny gracz nie ma dostatecznej siły i bodźców do samodzielnego ustalenia i podwyżek cen. W takich warunkach, szczególnie biorąc pod uwagę mocne wzrosty płac nominalnych i stabilność wielu składników kosztów, kompresji ulegają marże producentów, a oczekiwania dryfują w stronę deflacji (na co wskazują wyniki badań koniunktury GUS i NBP). Sytuacja taka może również w perspektywie kilku kwartałów negatywnie wpływać na skłonność przedsiębiorstw do podejmowania inwestycji. Wydaje się, że wyrwanie sektora z takiej równowagi jest niemożliwe bez silnego egzogenicznego szoku. Wiemy, że nie będzie to wzrost cen surowców, a USDPLN jest praktycznie nieistotny z punktu widzenia większości eksporterów i importerów. Dlatego też jedynie skokowe (kilkuprocentowe) osłabienie EURPLN mogłoby tutaj pomóc. Doprowadzenie to tego wymagałoby jednak prawdopodobnie zdecydowanych działań na rzecz odblokowania kanału kursowego polityki pieniężnej.



Ciągle widzimy znaczną przestrzeń do obniżek stóp w Polsce (RPP odrzuciła w listopadzie wnioski o 25, 50 i 100pb obniżek). Tylko pat decyzyjny i problemy komunikacyjne stoją za ostatnim brakiem obniżki. Myślimy, że docelowo czynniki europejskie (choć strefa euro uniknie recesji, pozostaną czynniki strukturalne), ujemna inflacja i ryzyko (naszym zdaniem niesymetryczne), że złoty będzie za mocny aby stymulować polski eksport skutkować będą wznowieniem obniżek stóp w Polsce. Kiedy do tego dojdzie? Jesteśmy bezradni w zgadywaniu, czy będzie to grudzień, czy styczeń. Naszym zdaniem zaważają niuanse komunikacyjne, a nawet nie dane.

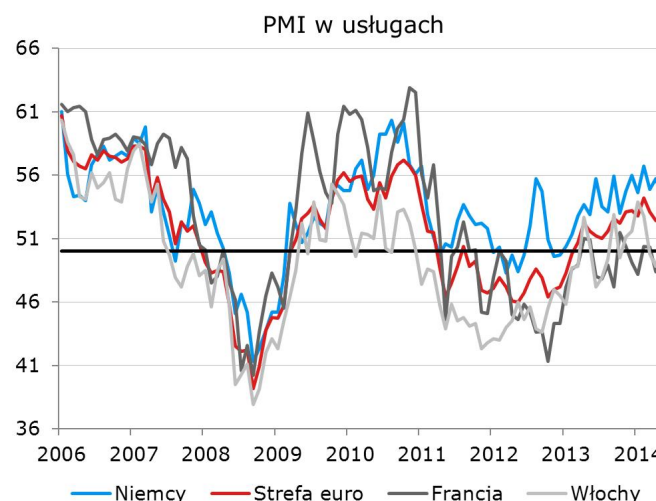
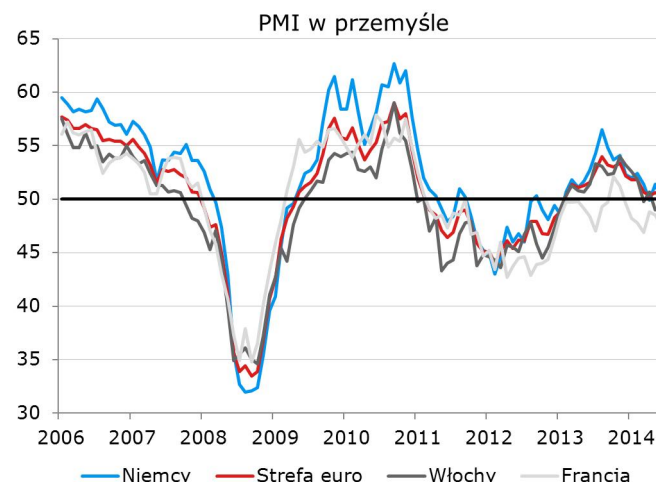
Strefa euro: duża negatywna niespodzianka w danych PMI, nieubłagane zbliża się europejskie QE.

Po pozytywnym zaskoczeniu w poprzednim miesiącu nastroje analityków i uczestników rynku przed listopadowymi raportami flash były już bardziej optymistyczne. Tym niemniej, nie udało się osiągnąć nawet oczekiwanej przez większość prognozujących stabilizacji indeksów PMI. Indeks w przemyśle strefy euro spadł z 50,6 do 50,4, w usługach zaś z 52,3 do 51,3. Tym samym, o koniunkturze w strefie euro trudno mówić inaczej, jak o kompletnej stagnacji – odczyty za październik i listopad są spójne z tempem wzrostu gospodarczego (kw/kw) na poziomie 0,1% i nie można wykluczyć nawet kontrakcji w IV kwartale.



O ile słaby wynik Francji nie zaskakuje, o tyle niemieckie dane należy uznać już za zwyczajnie kiepskie: indeks dla przemysłu znalazł się z powrotem na granicy 50 pkt, a koniunktura w usługach, do tej pory wykazujących solidne wzrosty, spadła do najniższego od lipca 2013 r. poziomu. Co więcej, nawet wynik Niemiec i Francji nie tłumaczy tak istotnego pogorszenia sentymentu w europejskich usługach i można spodziewać się, że załamanie w sektorze usług we Włoszech stanowi brakujący element układanki. Strefa euro widziana oczami ankietowanych to kraina anemicznego popytu, funkcjonująca w niesprzyjającym otoczeniu (słabość zamówień eksportowych i krajowych, również w usługach). Hamowanie gospodarki sprawia również, że niewykorzystanie czynników produkcji i mocy produkcyjnych pozostaje bardzo duże – wzrost zatrudnienia wyhamował do zera, zaległości produkcyjne spadają zaś w najszybszym tempie od czerwca 2013 roku. Europejskie firmy funkcjonują również w środowisku silnie deflacyjnym – presja kosztowa zmierza szybko do zera, zaś tempo spadku cen wyrobów gotowych

i usług znajduje się blisko wieloletnich rekordów odnotowanych w poprzednim miesiącu.



Systematyczne (aczkolwiek powolne) pogorszenie się koniunktury i trwająca deflacja w strefie euro nie zdejmują ani o krztę presji z EBC. Ostatnie sygnały z banku (począwszy od konferencji prasowej Dragiego po ostatnim posiedzeniu, a skończywszy na wypowiedziach różnych przedstawicieli EBC w mijającym tygodniu) wskazują w sposób jasny, że w łonie Rady Gubernatorów istnieje konsensus co do możliwości wprowadzenia dodatkowych instrumentów w celu stymulacji gospodarki i osiągnięcia celu na bilansie banku. Rozszerzenie programu skupu aktywów w pierwszej kolejności o obligacje korporacyjne, a później samorządowe i rządowe, wydaje się w obecnych warunkach coraz bardziej prawdopodobne, szczególnie, że każdy z tych kroków wydaje się być zgodny z prawem i statutem EBC (przynajmniej w opinii samego jego kierownictwa). Czy stanie się to już w grudniu? Najprawdopodobniej nie, nie wiadomo bowiem jakie jest zaawansowanie tych instrumentów i czy opóźnienie w luzowaniu nie jest ceną, jaką Draghi płaci za pacyfikację jastrzębio nastawionych członków Rady Gubernatorów, ale granie przeciw EBC nie ma w tej chwili najmniejszego sensu.

EURUSD fundamentalnie

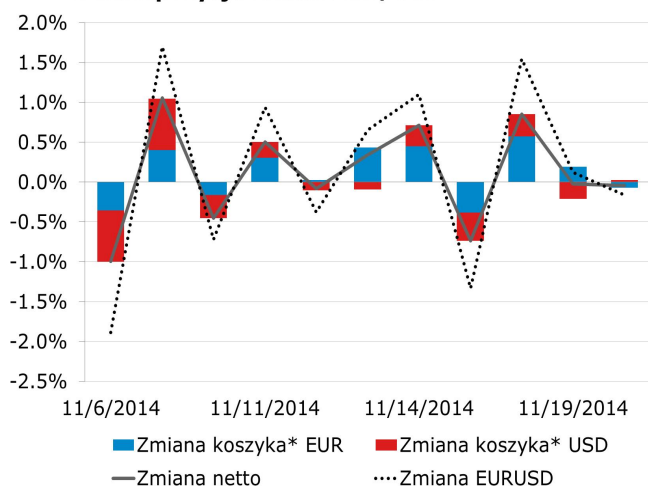
EURUSD zaskakująco stabilny, pomimo wyjątkowo niekorzystnego dla strefy euro układu niespodzianek we wczorajszych danych. Zrekapitulujemy: dane o PMI ze strefy euro zaskoczyły negatywnie, przy wielu niezbyt optymistycznych szczegółach raportów (więcej czytaj w sekcji analizy); amerykańska inflacja okazała się być wyższa od oczekiwań; dane o koniunkturze ze Stanów Zjednoczonych można określić jako mieszane, ale 20-letni rekord indeksu Philly Fed powinien zrobić wrażenie na rynku. Pomimo tego wszystkiego, EURUSD zamknął się praktycznie na poziomie otwarcia (wahania w ciągu dnia to mniej więcej 0,7 figury, a więc niezbyt dużo). Wydaje się, że dla dalszych spadków EURUSD kluczowe jest wygenerowanie się większych oczekiwań na działania ze strony EBC, być może już w grudniu. To jest jednak nieprawdopodobne, o ile inflacja w strefie euro nie zaskoczy w przyszłym tygodniu negatywnie. Tym niemniej, nad EURUSD „wisi” wciąż groźba EBC i istotna korekta wzrostowa, o której wspominaliśmy, jest po wczorajszych publikacjach znacznie mniej prawdopodobna. Dziś dzień bez danych, ale z wystąpieniem Draghi rano.

EURUSD technicznie

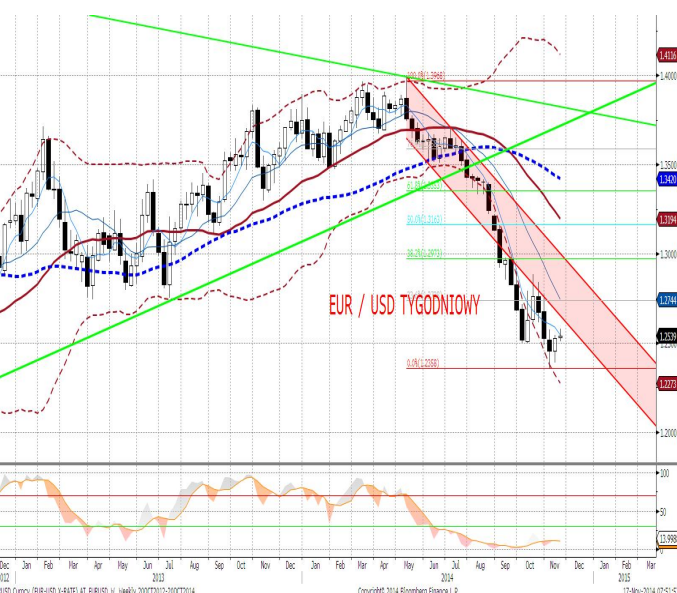
EURUSD wciąż walczy z górnym ograniczeniem kanału spadkowego na dziennym, a my przy tej okazji sprzedaliśmy EURUSD (short po 1,2570, obecnie ITM 22 pipsy). Momentum wzrostowe jest słabe, wręcz anemiczne i choć „co nie chce rosnąć, będzie spadać” nie jest zbyt rygorystycznym rozumowaniem, jest też atrakcyjne. Dywergencja na 4H rozwinęła się bez przeszkód. Od góry kursu strzegą średnie (MA200 na 4H, BolMA30 na dziennym) i górne ograniczenie kanału wzrostowego. Wsparcia to w pierwszej kolejności MA55 i linia trendu wzrostowego na 4H. Czekamy na rozwój sytuacji.

Wsparcie	Opór
1,2490	1,2886
1,2358	1,2680
1,2200	1,2600

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Złoty mocniejszy. Pomogły zarówno gorsze dane ze strefy euro (osłabienie wspólnej waluty do koszyka), jak i ogólnie lepszy sentyment na rynkach obligacji i, ogólnie, do rynków wschodzących (tendencja do wypłaszczania krzywych rentowności jest powszechna). Wreszcie, swoją cegiełkę dołożyła dość udana akcja zamiany obligacji i dość gołębie komentarze członków RPP (zwłaszcza Belki, deklarującego otwartą furtkę do dalszych cięć stóp procentowych), które dodatkowo poprawiły sentyment na rynku FI. Złoty pozostaje pod wpływem przeciwstawnych tendencji (dobry sentyment pod adresem rynków wschodzących i atrakcyjne, wysokie, realne stopy procentowe vs. niechęć dla umocnienia złotego ze strony czynników oficjalnych, tj. MF i NBP) i mało prawdopodobny jest w najbliższym czasie powrót poniżej 4,20. Przy obecnych poziomach powinno się objawić wielu sprzedających PLN (kupujących EURPLN). Dzisiejszy dzień raczej bez istotniejszych wydarzeń (brak ważnych publikacji w kalendarzu).

EURPLN technicznie

EURPLN próbuje okolice 4,21 (co zresztą zapewniło nam pozycję long – w którą weszliśmy po 4,2130, T/P na 4,2350, S/L na 4,20), na razie bez większego powodzenia. Wiele wprawdzie wskazuje na kontynuację spadków EURPLN (złamanie trendu wzrostowego, wcześniejsza dywergencja na dziennym, przełamanie średnich na 4H), ale temu ruchowi wyraźnie brakuje momentum. Liczymy również na większą siłę popytu w obecnych okolicach, która pozwoli kursowi na ponowny atak na górne ograniczenie range.

Wsparcie	Opór
4,2095	4,2621
4,1942/58	4,2467
4,1700	4,2412/16

Czynnik krajowy* w EURPLN



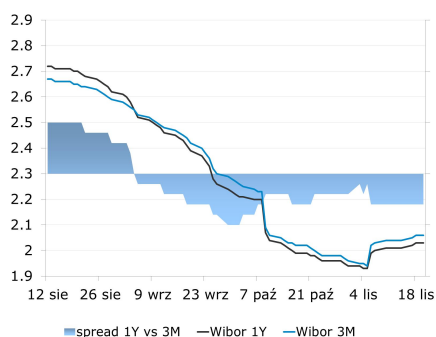
* Wykres przedstawia resztę z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



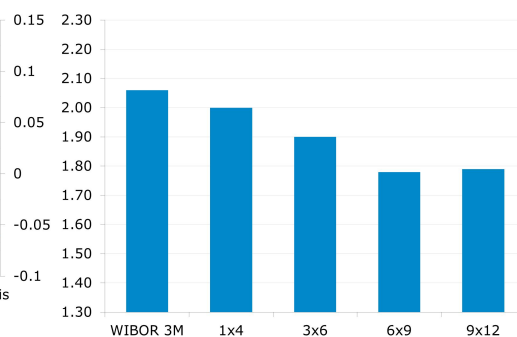
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.86	1.89	ON	1.8	2.1	EUR/PLN	4.2155
2Y	1.855	1.91	1M	2.0	2.2	USD/PLN	3.3680
3Y	1.89	1.92	3M	1.8	2.1	CHF/PLN	3.5094
4Y	1.95	1.98					
5Y	2.02	2.05					
6Y	2.09	2.12					
7Y	2.17	2.20					
8Y	2.25	2.27					
9Y	2.31	2.35					
10Y	2.39	2.42					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.91	1.96	EUR/USD	1.2538
1x4	1.95	2.00	EUR/JPY	148.18
3x6	1.86	1.90	EUR/PLN	4.2122
6x9	1.73	1.78	USD/PLN	3.3591
9x12	1.74	1.79	CHF/PLN	3.5048

WIBOR 3M i 1Y



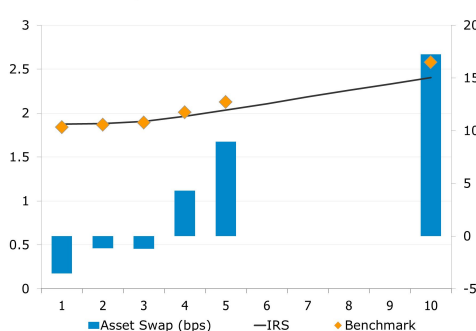
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



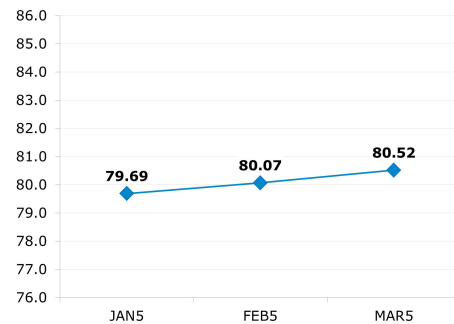
Asset swap i IRS



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.