

18 grudnia 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		
15.12.2014 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	paż	15500	14705	14251	14728
14:00	POL	Import (mln EUR)	paż	15550	14452	13637	14672
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	paż	-678	-350	-235	-435
14:00	POL	CPI r/r (%)	lis	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	gru		12.00	10.16	-3.58
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lis		0.7	0.1 (r)	1.3
16.12.2014 WTOREK							
2:45	CHN	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	gru		49.8	50.0	49.5
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	gru		48.6	48.4	47.9
9:00	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	gru		48.5	47.9	49.8
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	gru		50.3	49.5	51.2
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	gru		52.6	52.1	51.4
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	gru		50.5	50.1	50.8
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	gru		51.5	51.1	51.9
10:30	GBR	CPI r/r (%)	lis		1.2	1.3	1.0
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	lis		5.4	3.3	11.0
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	lis		20.0	11.5	34.9
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lis	0.5	0.5	0.2	0.4
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	lis	3.2	3.7	3.8	2.7
14:00	POL	Zatrudnieni r/r (%)	lis	0.9	0.9	0.8	0.9
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego	16.12		2.10	2.10	2.10
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	lis		1035	1045 (r)	1028
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	lis		1065	1092 (r)	1035
17.12.2014 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lis	0.0	1.1	1.6	0.3
14:00	POL	PPI r/r (%)	lis	-1.3	-1.2	-1.3 (r)	-1.6
14:30	USA	CPI r/r (%)	lis		1.4	1.7	1.3
19:00	USA	Decyzja FOMC (%)	17.12		0.25	0.25	0.25
18.12.2014 CZWARTEK							
10:00	GER	Indeks Ifo - sytuacja bieżąca (pkt.)	gru		110.8	110.0	
10:00	GER	Indeks Ifo - oczekiwania (pkt.)	gru		100.7	99.7	
14:00	POL	Minutes RPP	gru				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	13.12			294	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	gru		26.0	40.8	
19.12.2014 PIĄTEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Dziś dla odmiany spokojny dzień - publikowany opis dyskusji z ostatniego posiedzenia RPP powinien rzucić nieco więcej światła na grudniową zmianę retoryki w RPP. Powinien również potwierdzić naszą hipotezę o braku jakiegokolwiek wniosku o obniżkę stóp proc. w grudniu.

Gospodarka globalna. Po wzrostach PMI powinniśmy dziś zobaczyć lepszy sentyment niemieckich przedsiębiorców również w danych Ifo. W Stanach Zjednoczonych warto zwrócić uwagę jedynie na publikację kolejnego indeksu koniunktury - tym razem z okręgu Filadelfia. Po rekordowym odczycie z poprzedniego miesiąca przestrzeń do korekty jest tam całkiem spora.

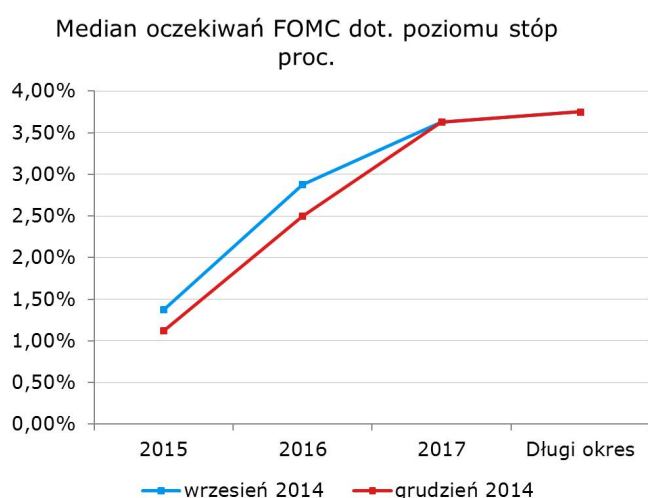
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- CHF: Bank centralny wprowadził ujemne stopy procentowe (-0.25 %).
- USA: Rezerwa Federalna w komunikacie po posiedzeniu stwierdziła, że będzie cierpliwie czekać na odpowiedni moment do podwyższenia stóp procentowych. Fed ocenił również, że dalej poprawia się sytuacja na amerykańskim rynku pracy.
- Winiecki nie widzi dowodów na to, że niższe stopy proc. mogą pomóc pobudzić gospodarkę.
- GUS: Produkcja przemysłowa w listopadzie wzrosła o 0,3 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem spadła o 7,5 proc..

Decyzja RPP (14.01.2015)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	0.596	0.003
stopy bez zmian		70%		USAGB 10Y	2.148	-0.013
obniżka 25 bps		30%		POLGB 10Y	2.669	-0.040
PROGNOZA mBanku		stopy bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

USA: Fed wykonuje kolejny krok na drodze do normalizacji polityki pieniężnej

Na grudniowym posiedzeniu Fed nie zmienił parametrów polityki pieniężnej, lecz – zgodnie z oczekiwaniami – zmodyfikował sposób komunikacji. Z komunikatu zniknęła wzmianka o znacznym odstępie czasu (owiane legendą *considerable time*), jaki musi upłynąć od zakończenia QE do rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych, i została zastąpiona – również zgodnie z oczekiwaniami – deklaracją cierpliwości (*will be patient*). Tym niemniej, Fed zdołał przepchnąć gołębia przez ucho igielne i umieścić wspomniane *considerable time* w nawiązaniu do starej formy *forward guidance*. Nowy zestaw projekcji FOMC przynosi nieznaczne korekty prognoz wzrostu PKB (wyżej), stopy bezrobocia (niżej), inflacji bazowej (niżej) i inflacji (istotnie niżej w 2015). Wreszcie, sławne „kropki” uległy przesunięciu w dół (patrz wykres poniżej).



Tym niemniej, samą konferencję należy określić dość jednoznacznie jako jastrzębią, przy czym przekaz ze strony J.Yellen był klarowny, spójny i dobitny: Fed nie zbacza z kursu. Przedstawiona ocena stanu gospodarki amerykańskiej jest, pomijając standardowe formułki o niewykorzystaniu zasobów pracy, nader optymistyczna: wzrost jest „mocny” i powyżej potencjału, negatywne ryzyka – niewielkie, stopa bezrobocia zaś już w przyszłym roku znajdzie się na „normalnych” poziomach. Yellen dała również jasno do zrozumienia, że nie widzi (i jest to konsensus w Fed) w ostatnich spadkach cen ropy naftowej zagrożenia dla średniookresowych perspektyw gospodarczych i inflacyjnych – jest to netto pozytywny czynnik dla wzrostu (spadek cen benzyny porównała do cięcia podatków), a obserwowane obecnie hamowanie inflacji, jako wynikające z cen surowców i dóbr importowanych, jest przejściowe i inflacja będzie wracać do celu.

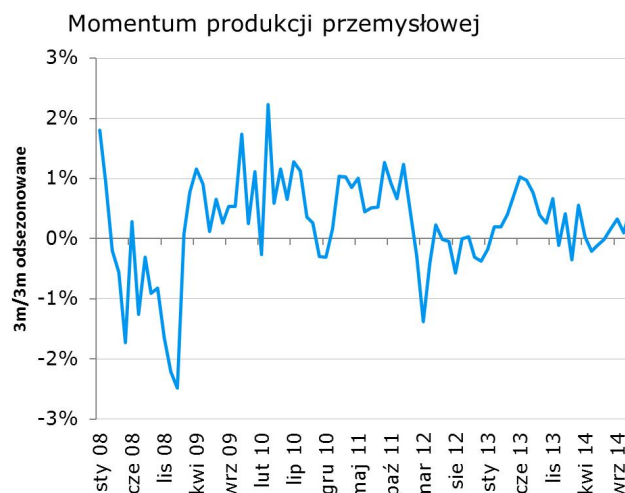
Omawiając dalsze perspektywy polityki pieniężnej, przewodnicząca FOMC podkreślała zależność kolejnych kroków od danych i elastyczność w podejmowaniu decyzji. W zależności od rozwoju sytuacji, podwyżki mogą nadejść szybciej lub wolniej (i żadne posiedzenie nie jest a priori wykluczone), ale większość członków komitetu uważa za mało prawdopodobne, aby miało się to stać na najbliższych dwóch posiedzeniach (nie było tu żadnej niejednoznaczności). Tym samym, posiedzenia w styczniu i lutym raczej nie przyniosą zmian, ale już kwiecień i maj powinny być postrzegane jako bardzo realne terminy pierwszej podwyżki. W tym kontekście Yellen po raz kolejny

rzuciła rynkom koło ratunkowe, bagatelizując rozbieżność „kropek” i stóp forward. Wreszcie, warto odnotować, że Fed nie będzie patrzył tylko w lusterko wsteczne i decyzje mogą być podejmowane w oparciu o dostatecznie dobre prognozy wzrostu inflacji.

Początkowa reakcja rynków na komunikat była pozytywna, aczkolwiek dość ograniczona (co potwierdza naszą tezę, że część uczestników rynku spodziewała się gołębiego wyniku posiedzenia). Konferencja Yellen przyniosła jednak odwrócenie tych tendencji, tj. przecenę obligacji na długim końcu, wystromienie krzywej dochodowości i silne umocnienie dolara. Paradoksalne na pozór wzrosty na giełdzie to zapewne wynik utwierdzenia inwestorów w przekonaniu, że warto inwestować w USA. Decyzja o rozpoczęciu podwyżek stóp proc. będzie oczywiście uwarunkowana danymi, ale inwestorzy muszą mieć świadomość, że jeśli gospodarka amerykańska będzie rozwijać się w dotychczasowym tempie, do pierwszych podwyżek może dojść już w połowie przyszłego roku, jeśli nie wcześniej. Normalizacja zaś to kwestia „kiedy?”, a nie „czy?” i o wiecznym utrzymywaniu stóp procentowych w zerze nie ma mowy. Dla gospodarek wschodzących (w tym również dla Polski) będzie to oznaczać niemalże zmianę paradygmatu – rynki te będą musiały przyzwyczaić się do niezerowych stóp procentowych w USD, a przejście do nowej równowagi będzie w wielu przypadkach brutalne.

Neutralne momentum w produkcji potwierdzone. Brak presji inflacyjnej

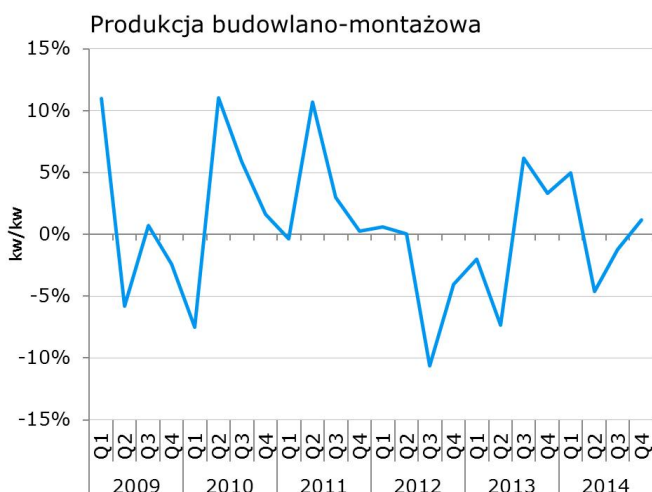
W listopadzie produkcja przemysłowa wzrosła zaledwie o 0,3% r/r po 1,6% wzroście w październiku (wynik był nieco gorszy od oczekiwań analityków i zbliżony do naszej prognozy). W ujęciu odsezonowanym wzrost był niższy niż w poprzednim miesiącu i wyniósł 0,2% r/r (wobec 1,5% w październiku). Wynik taki interpretujemy jako potwierdzenie neutralnego momentum w polskim przemyśle (nasza ulubiona miara, czyli średnia ruchoma dynamik m/m jest wciąż zbliżona do zera). Wzrost zanotowano ponownie 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 listopada), a także produkcja sprzętu transportowego, najsilniej dotknięta przez załamanie popytu za wschodnią granicą Polski. Struktura wzrostu/spadku produkcji przemysłowej jest zatem niemal identyczna jak w poprzednim miesiącu.



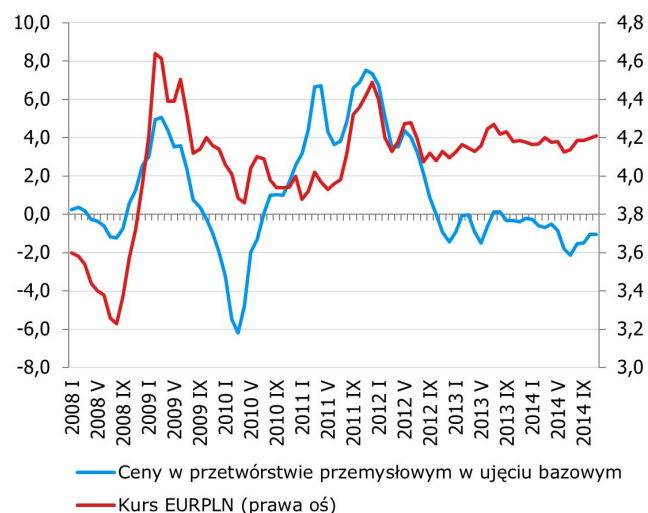
Naszą diagnozą pozostaje, że gospodarka polska być może

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 1,6% (powyżej konsensusu i naszej prognozy) i choć oznacza to niższą dynamikę niż w poprzednim miesiącu, dane należy postrzegać jako całkiem dobre. W ujęciu miesięcznym (po wyłączeniu czynników sezonowych) produkcja wzrosła o 2,5%, co naszym zdaniem nie jest wynikiem kończenia inwestycji przed wyborami (w danych za poprzednie miesiące nie widać ani śladu wzmożonej aktywności na placach budów), a raczej efektem bardzo dobrej pogody i, tym samym, zmiany wzorca sezonowego. Tym niemniej, wzrost produkcji budowlano-montażowej był w IV kwartale wciąż stosunkowo niewielki (patrz wykres poniżej). W naszej opinii przełom w budownictwie powinna przynieść dopiero wiosna 2015 roku, kiedy to rozpoczną się prace budowlane w ramach systematycznie rozstrzyganych przetargów na budowę dróg i autostrad.



Ceny producentów zmalały w ujęciu rocznym o 1,6%, istotnie poniżej oczekiwań rynku i naszych (odpowiednio, -1,1 i -1,6 proc.). Wprawdzie za niespodziankę odpowiada rewizja danych za poprzedni miesiąc (o 0,1 p.proc. w dół) oraz dynamiczny spadek cen koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (konsekwencja załamania cen ropy naftowej w PLN), ale ogólny obraz procesów cenowych pozostaje niezmiennie deflacyjny. Ceny w przetwórstwie w ujęciu bazowym (czyli po wyłączeniu cen koksu) spadły w listopadzie o 1%, co w praktyce oznacza trzeci rok absolutnego braku presji cenowej po stronie producentów. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie, jest to przejaw złej, deflacyjnej równowagi, w której tkwią polscy producenci, nie mogąc samodzielnie podnosić cen w obawie o utratę udziału w rynku. Dopiero silny zewnętrzny szok (taki, jak skokowe osłabienie złotego do euro) mógłby, na zasadzie przyływu podnoszącego wszystkie łódki, wyrwać sektor z tej równowagi.



Co do implikacji dla polityki pieniężnej, w obecnej sytuacji rynkowej (obawy o kryzys finansowy w Rosji, lokalnie słabszy złoty zarażony efektem portfelowym) oczekiwania na obniżki stóp powinny przesunąć się na marzec (moment publikacji nowej projekcji) czy nawet wiosnę. My cały czas myślimy, że poluzowanie zostanie wznowione, bo wzrost cały czas jest relatywnie mało dynamiczny i spełniony zostanie warunek z nowej „linii w polityce pieniężnej” postulowany przez prof. Hausnera, tzn. deflacja będzie dłuższa niż sugeruje to projekcja NBP (ba, dołek deflacji dopiero przed nami).

EURUSD fundamentalnie

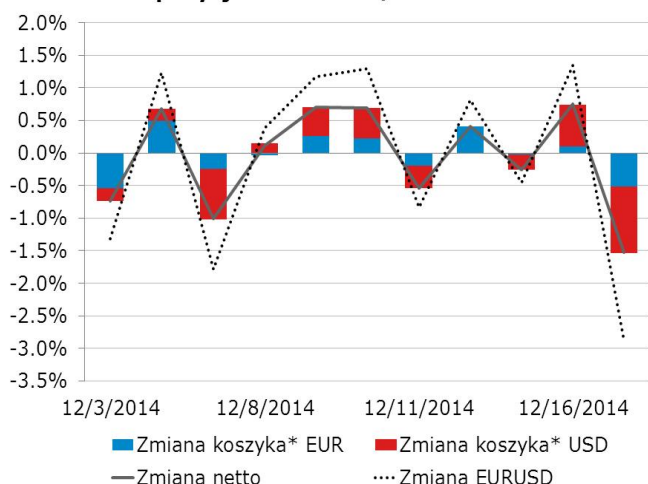
EURUSD istotnie niżej - z 1,25 notowanych na początku dnia kurs spadł do 1,2320 w godzinach wieczornych. Powodów takiej korekty EURUSD jest kilka. Po pierwsze, spadek napięcia na rynkach finansowych (stabilizacja rosyjskiego rubla) przyczynił się do spadku awersji do ryzyka. Po drugie, w godzinach popołudniowych cios europejskiej walucie zadały gołębie wypowiedzi Coeure z zarządu EBC (szeroki konsensus w sprawie zwiększenia stymulacji monetarnej, skup obligacji rządowych jako scenariusz bazowy). Wreszcie, jastrzębi wydzwięk konferencji Yellen (więcej czytaj w sekcji analiz) wsparł dolara i zadał EURUSD ostateczny cios. Po dwutygodniowej przerwie związanej z risk off na pierwszy rzut oka wysuwa się motyw rozbieżności polityk pieniężnej w USA (podwyżki stóp proc.) i w strefie euro (agresywniejsza stymulacja). Taka konstelacja czynników powinna wspierać dolara w relacji do euro, choć zasadnym pozostaje oczywiście pytanie, w jakim stopniu taki wynik jest już wyceniony w kursie walutowym. Dzisiejszy dzień bez istotniejszych publikacji.

EURUSD technicznie

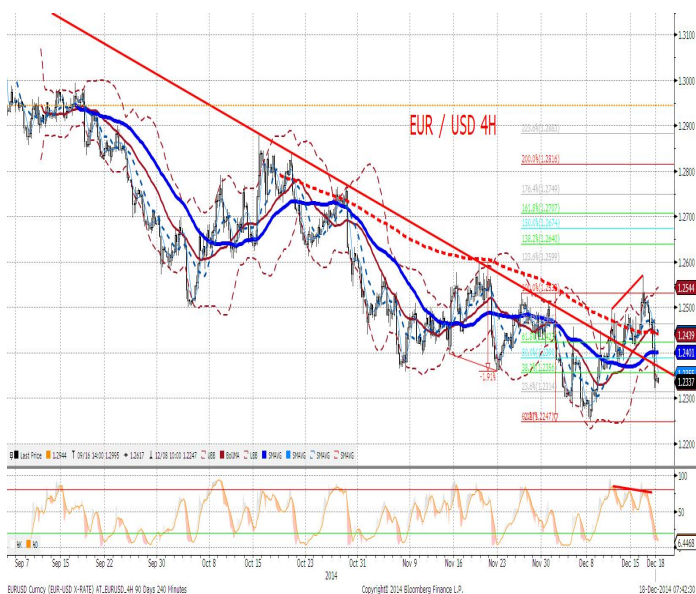
Dwyerergencja się zrealizowała, a kurs spadł jak kamień. Nasza decyzja o zamknięciu pozycji była zatem jak najbardziej słuszną. Spory spadek wczorajszego dnia pozwolił na przebiecie kilku średnich ruchomych, w tym wszystkich (5, 30, 55 i 200) na 4H. Zbliżyliśmy się do lokalnego minimum z grudnia (1.2247), które przy wczorajszym tempie spadku zostanie osiągnięte już w środku dnia. Przebiecie tego poziomu oznacza szukanie wsparcia na wykresie tygodniowym (1.2043 - minimum 2012 roku).

Wsparcie	Opór
1,2247	1,2900
1,2043	1,2770
1,1900	1,2600

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Złoty słabszy. W pierwszej połowie dnia rajd rubla i tureckiej liry nie pomógł złotemu, a kurs, dotarłszy w południe w okolice 4,23, oscylował wokół tego poziomu do czasu publikacji decyzji Fed. Ten ostatni czynnik okazał się być zasadniczo neutralny dla złotego (gołębi wydźwięk komunikatu zrównoważył jastrzębi ton konferencji prasowej). Perspektywa zbliżających się wielkimi krokami podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych to ogromne wyzwanie dla rynków wschodzących (koniec taniego finansowania w dolarze, wzrost atrakcyjności amerykańskich aktywów) i EM jako kategoria inwestycyjna może istotnie stracić w tym procesie. Czy dotknie to Polski? Niekoniecznie, inwestorzy będą bowiem zwracać uwagę na różnice między krajami, a mocne fundamenty czynią Polskę atrakcyjną inwestycyjnie, zwłaszcza w perspektywie europejskiego QE. Dzisiejszy dzień bez znaczących wydarzeń.

EURPLN technicznie

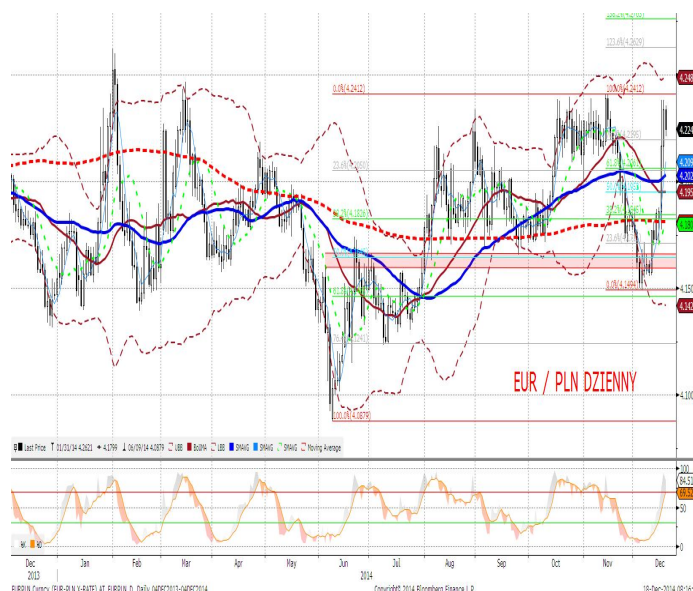
Kolejna duża biała świeca na wykresie dziennym. Wczorajsze maksimum (4,2382) było o włos (pips) wyższe od maksimum z dnia poprzedniego - tym niemniej, strefa oporu na serii maksimów z listopada (4,2412) wciąż nie zostały przebite. Dolną granicą wahań w ciągu dnia był poziom Fibo 61.8, przez co spodziewamy się, że korekta może odbić się od poziomu (4,2060 / 4,2040). Druga wartość oznacza Fibo 38.2 na 4H, gdzie korekta już się rozpoczęła. Dostrzeżona wczoraj dywergencja nie przestała się rozwijać, stąd nadeszła pora na zajęcie pozycji short (wejście 4,23; S/L na 4,2450; T/P na 4,20).

Wsparcie	Opór
4,2029	4,2600
4,1922	4,2412
4,1810	4,2384

Czynnik krajowy* w EURPLN



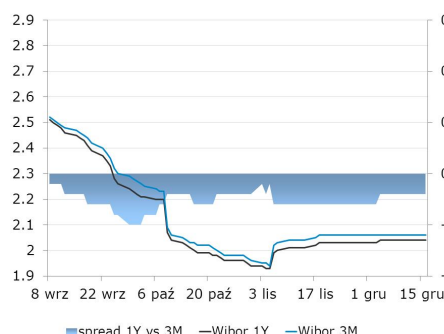
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



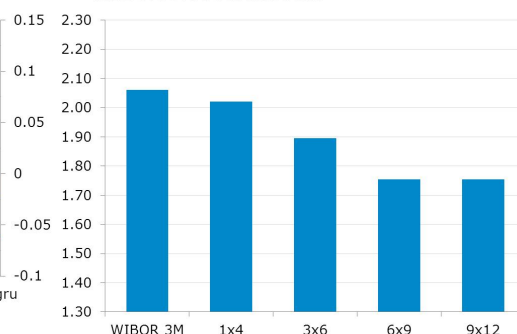
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.84	1.87	ON	1.9	2.2	EUR/PLN	4.2286
2Y	1.855	1.90	1M	2.0	2.2	USD/PLN	3.3928
3Y	1.91	1.94	3M	1.9	2.1	CHF/PLN	3.5209
4Y	1.99	2.02					
5Y	2.07	2.10					
6Y	2.15	2.17					
7Y	2.21	2.23					
8Y	2.26	2.29					
9Y	2.31	2.34					
10Y	2.36	2.40					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.94	1.99	EUR/USD	1.2341
1x4	1.96	2.02	EUR/JPY	146.42
3x6	1.84	1.90	EUR/PLN	4.2319
6x9	1.70	1.76	USD/PLN	3.4281
9x12	1.70	1.76	CHF/PLN	3.5236

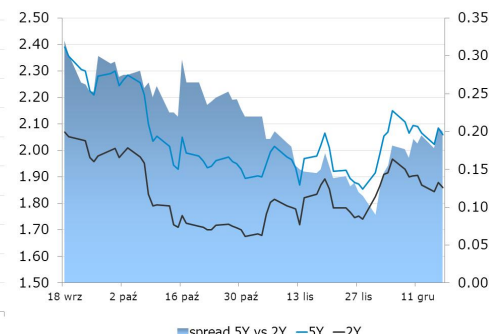
WIBOR 3M i 1Y



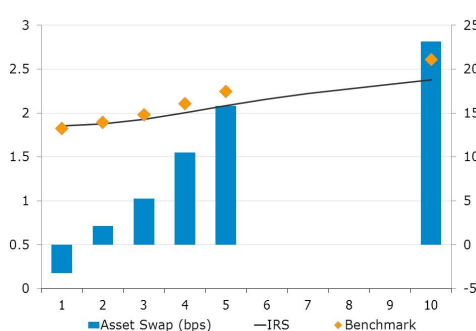
WIBOR 3M i stawki FRA



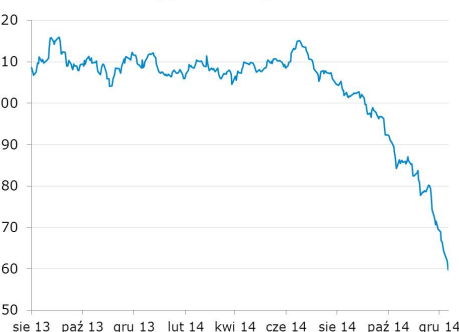
IRS 5Y i 2Y



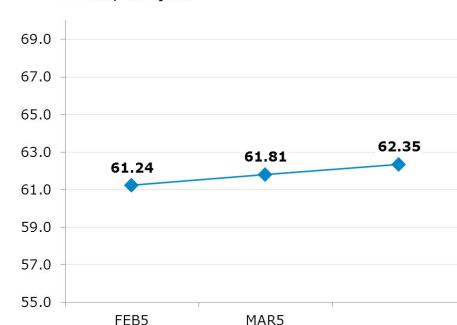
Asset swap i IRS



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.