

17 marca 2014

Raport Dzienny

Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 86
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		
17.03.2014 PONIEDZIAŁEK							
13:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	mar		6.50	4.48	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sty	0.7	0.9	1.0	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lut	0.9	1.0		
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	sty	-638*	-761	-843	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sty	13300	13057	11662	
14:00	POL	Import (mln EUR)	sty	12700*	12570	11894	
14:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut		0.1	-0.3	
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	lut			5.6	
18.03.2014 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	mar		52.8	50.0	
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	mar		53.0	55.7	
13:30	USA	CPI r/r (%)	lut		1.3	1.6	
13:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów SAAR (tys.)	lut		915	880	
13:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	lut		965	945 (r)	
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	lut	3.5	3.3	3.4	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lut	0.2	0.2	0.0	
19.03.2014 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lut	7.4	6.1	4.1	
14:00	POL	PPI r/r (%)	lut	-1.1	-1.1	-0.9	
19:00	USA	Decyzja FOMC (mld USD / msc)	mar		55	65	
20.03.2014 CZWARTEK							
13:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.03			315	
14:00	POL	Minutes RPP	mar				
15:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	mar		4.0	-6.3	
15:00	USA	Sprzedaż nier. na r. wtórnym (mln)	lut		4.62	4.62	
21.03.2014 PIĄTEK							
16:00	EUR	Wsk. koniunktury konsumenckiej (pkt.)	mar		-12.6	-12.7	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska. Tydzień rozpoczyna się potężną serią danych dot. poprzednich dwóch miesięcy. Na podstawie danych GUS szacujemy inflację bazową na 0,7% i 0,9%. Spadek deficytu na rachunku obrotów bieżących jest konsekwencją znaczącej poprawy na rachunku handlowym (na podstawie danych GUS zrewidowaliśmy naszą prognozę z 1,1 do 0,6 mld EUR). Dane o wykonaniu budżetu w lutym powinny potwierdzić (zapowiedzianą już wcześniej przez MF) dobrą kondycję budżetu państwa w lutym. Opublikowane we wtorek dane z rynku pracy najprawdopodobniej wskażą dalszą poprawę sytuacji tamże: wzrost zatrudnienia i nieznaczne przyspieszenie płac w stosunku do odczytu za styczeń. Środa upłynie pod znakiem informacji z sektora przemysłowego: przyspieszeniu produkcji przemysłowej, związanemu z pozytywną różnicą dni roboczych i niewielką niską bazą statystyczną z poprzedniego roku, będzie towarzyszyć pogłębienie deflacji po stronie cen producentów, wynikające (wobec stabilności cen surowców i kursów) głównie z wysokiej bazy.

Gospodarka globalna. Uwaga skoncentrowana w tym tygodniu na Stanach Zjednoczonych. Publikowane w poniedziałek dane o produkcji przemysłowej powinny pokazać niewielkie odciążenie spadków z poprzednich miesięcy. Wtorek upłynie pod znakiem danych o inflacji (wyhamowanie związane ze spadkiem cen benzyny w lutym) i z rynku nieruchomości (również tu spodziewane jest odciążenie wcześniejszego spadku). Z takim zbiorem informacyjnym FOMC przystąpi do posiedzenia w środę. Pomimo wątpliwości dotyczących roli czynników pogodowych w słabości danych makro napływających od początku roku, słabości odnotowanej przez Yellen, obrany przez Fed kurs ograniczania skali zakupu aktywów będzie kontynuowany (stąd kolejne cięcie o 10 mld dolarów). Jak się wydaje, poprzeczka dla zatrzymania taperingu została zawieszona wysoko, a przekonanie o niskiej końcowej skuteczności QE jest w łonie FOMC duże. Potencjalnie ważniejsza może być modyfikacja *forward guidance*. Interesujące będą pierwsze publikacje regionalnych wskaźników koniunktury za marzec (poniedziałek - Nowy Jork, czwartek - Filadelfia). Druga połowa tygodnia relatywnie spokojna, warto zwrócić uwagę na cotygodniowe dane z rynku pracy oraz na informację o sprzedaży nieruchomości na rynku wtórnym. W Europie istotne będą jedynie pierwsze publikacje wskaźników koniunktury za marzec (wtorek - ZEW, piątek - koniunktura konsumencka KE).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

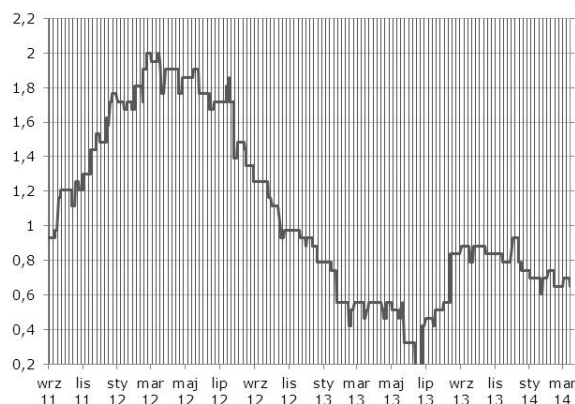
■ Belka: Wiele przemawia za tym, że w zasadzie do końca tego roku należałoby się spodziewać stabilnych stóp procentowych. W 2015 roku będziemy świadkami podwyżek stóp procentowych.

Decyzja RPP (9.04.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.547	0.003
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.642	0.016
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.347	0.007
PROGNOZA mBanku		stopy bez zmian		
		Dotyczy benchmarków Reuters		

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

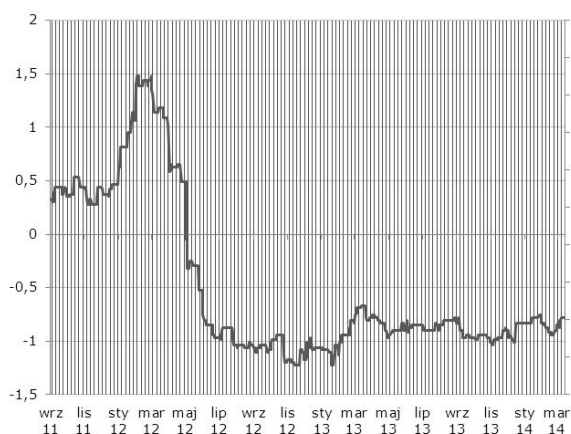
POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



Nieznacznie w dół po publikacji CPI. Bieżący tydzień jest obfity w publikacje, dane z sektora przemysłowego oferują pewien potencjał do wygenerowania zaskoczeń.

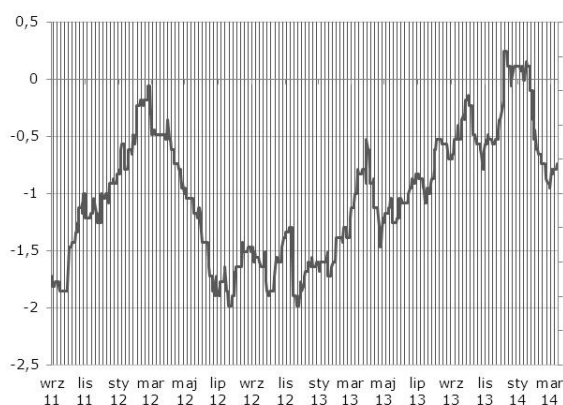
STREFA EURO



Bez zmian – wszystkie odczyty okazały się być zbliżone do oczekiwania. W bieżącym tygodniu niewiele danych, publikacja ZEW ma pewien potencjał do poruszenia indeksem zaskoczeń.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA

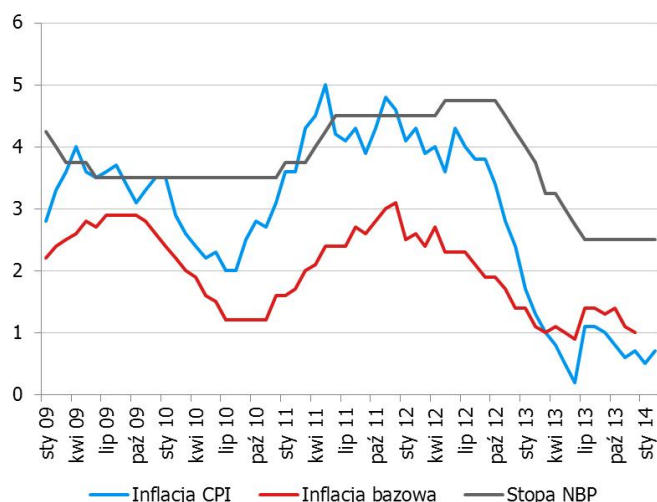


Nieznacznie w górę po danych z rynku pracy. W bieżącym tygodniu sporo danych ze sfery realnej, przekonamy się czy trend spadkowy na indeksie zaskoczeń zostanie przerwany.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Inflacja wciąż (bardzo) niska

Inflacja w styczniu wyniosła 0,5% r/r (poprzednio 0,7%) a w lutym 0,7% r/r (bezpośrednia konsekwencja rewizji styczniowej – w przeciwnym wypadku odczyt byłby o 0,1pp. wyższy od konsensusu i tym samym zgodny z naszą, zrewidowaną prognozą 0,9%). Rewizja to po części efekt zmiany koszyka inflacyjnego (wzrost udziałów łączności, mieszkania, żywności, odzieży i obuwi; spadek udziału wydatków na restauracje i hotele, rekreację i kulturę i transport), po części rewizji samego systemu wag i uszczegółowienia systemu wag na rozszerzoną metodologię COICOP (choć tu zmiany względem poprzednio stosowanej metodologii – posługując się załącznikiem do publikacji GUS – są niewielkie). Choć kategorie bazowe inflacji rosną bardzo umiarkowanie, to ceny żywności odpowiedzialne są za bardzo niski odczyt w lutym. Odnotowany 0,2% spadek plasuje się w czołówce najniższych odczytów w tym miesiącu. Co ciekawe, drugi rok z rzędu inflacja w cenach żywności wyliczona na podstawie danych GUS odbiega in minus od inflacji liczonej przez nasz model uzupełniony regionalnymi odczytami cen żywności, tym razem jednak różnica jest większa niż rok wcześniej.



W kolejnych miesiącach inflacja pozostanie bardzo niska (wzrosty podyktowane bazą statystyczną nastąpią od maja). Niską ścieżkę inflacji w kolejnych miesiącach wspiera embargo na polską wieprzowinę (posługując się cenami targowiskowymi, ceny wieprzowiny w marcu spadły o prawie 10% a już za luty GUS podał 2% obniżkę cen mięsa w tej kategorii). Efekt ten sprawia, że pomimo sprzyjających efektów bazowych, inflacja CPI może się jeszcze w marcu utrzymać na poziomie niższym niż w lutym.

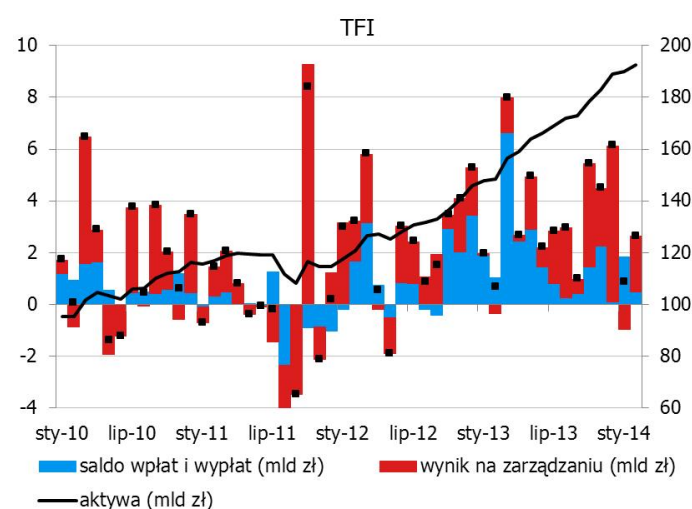
Dodajmy, że scenariusz niskiej inflacji będzie realizował się przez najbliższe miesiące pomimo ostatniego osłabienia złotego – złoty pozostaje nadal mocny względem dolara (cały nasz import surowców) i znacząco się umocnił do koszyka walut krajów rozwijających się. Co ze scenariuszem wyższej inflacji na koniec roku? Nadal widzimy wpływ rynku pracy i żywienia na inflację, jednak to perspektywa kilku kwartałów (wtedy powinny również dojść takie elementy jak rosnące ceny zbóż). Teraz zdecydowanie krajobraz w Europie zdominowały obawy deflacyjne.

Dane wspierają scenariusz niskich stóp procentowych w gospo-

darce polskiej. Już ostatnia decyzja RPP (oraz późniejsze komentarze członków RPP) pokazała, że gołębie nastroje w polskiej Radzie są dominujące. Przekreśla to szanse na podwyżki stóp w 2014 roku i prawdopodobnie będzie odsuwać w czasie oczekiwania na podwyżki w 2015 roku. Nie możemy także wykluczyć scenariusza, w którym rynek zacznie obstawiać (tak właśnie) obniżki stóp procentowych. Taki układ sprzyja obniżaniu się krótkich stóp procentowych (krótkie obligacje są w tym świetle bardzo bezpiecznym zakładem). Ewentualna eskalacja działań rosyjskich na Ukrainie nie powinna prowadzić do wzrostu krótkich stóp dopóki złoty pozostaje relatywnie stabilny. Nie widzimy większego zagrożenia dla PLN, a NBP (jak również i Ministerstwo Finansów) i tak prawdopodobnie z ulgą przyjąłby nieco słabszego złotego (generalnie można spodziewać się większej tolerancji wspomnianych graczy dla wyższych poziomów EURPLN, zwłaszcza przy tak niskiej inflacji). O ewentualnym kompensowaniu premii za ryzyko (jak w „dawnych” działaniach węgierskich, czy „niedawnych” rosyjskich) nie może być mowy.

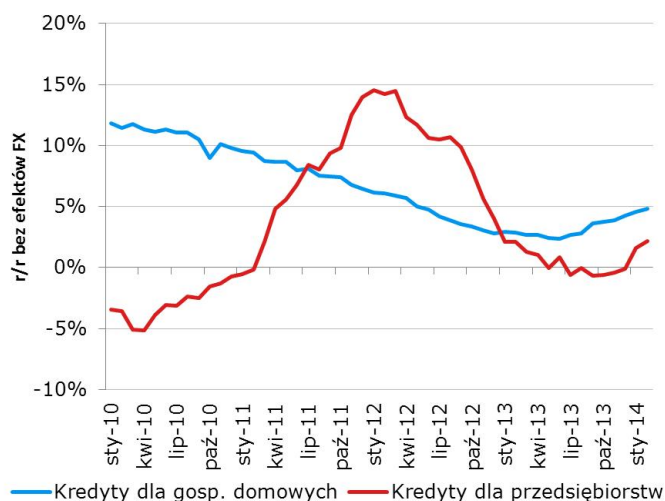
Nieznaczne spowolnienie dynamiki podaży pieniądza M3

W lutym podaż pieniądza wzrosła o 0,6% m/m, co przełożyło się na spowolnienie wzrostu r/r z 5,4% w poprzednim miesiącu do 5,3% (konsensus: 5,4%; nasza prognoza: 5,9%). Na wyhamowanie dynamiki szerokiego agregatu pieniężnegołożyło się kilka czynników: malejąca kontrybucja depozytów gospodarstw domowych (pomimo mniejszego napływu netto do TFI – patrz wykres poniżej), transfer 1,8 mld zł gotówki z OFE (a więc wartość depozytów niemonetarnych instytucji finansowych, który – o dziwo – nie przełożył się na wzrost wartości depozytów FUS) i, wreszcie, minimalny spadek wartości depozytów korporacyjnych. Wśród kategorii, których wkład do agregatu M3 wzrósł, należy wymienić przede wszystkim depozyty JST, za których akumulację odpowiada najprawdopodobniej większa niż w analogicznym miesiącu subwencja ze strony budżetu centralnego.



Strona kredytowa tym razem zaskoczyła raczej in plus, choć tu należy pamiętać o istotnej roli efektów kursowych w kształtowaniu się wolumenów kredytowych (umocnienie złotego do euro i franka szwajcarskiego o 9 i 8 groszy, odpowiednio). Wzrost wartości należności od przedsiębiorstw o 0,4% m/m jest nieco

większy od oczekiwanego przez nas (+0,2%) i przekłada się na realny przyrost o 0,9% m/m. Biorąc za dobrą monetę wzorce z ostatnich miesięcy, możemy domniemywać, że kluczowym czynnikiem był tu ponownie przyrost wartości kredytów inwestycyjnych – w porównaniu do poprzedniego cyklu kategoria ta rośnie na tym etapie wyraźnie szybciej. Przyspieszenie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w kierunku 8-10% r/r na koniec roku wydaje się w świetle pierwszych dwóch miesięcy roku niezagrożone. Minimalne rozczarowanie w przypadku gospodarstw domowych - 0,1% m/m nominalnie, +0,3% bez efektów kursowych – oznacza jednak w dalszym ciągu przyspieszenie w kategoriach rocznych (patrz wykres poniżej). Dotychczasowe zachowanie tej kategorii, jak i poszczególnych składowych akcji kredytowej dla gospodarstw domowych potwierdza stosunkowo łagodną ścieżkę kredytów gospodarstw domowych w tym roku. Wynika to zarówno z mniejszej wagi najszybciej rosnących kredytów konsumpcyjnych, jak i słabości nowej akcji kredytowej w obszarze kredytów hipotecznych, która ledwie równoważy spłaty i umorzenia.



Reasumując, dynamika podaży pieniądza pozostaje niska również na początku 2014 roku, pomimo przyspieszenia gospodarki. Nie jest to jednak zaskoczenie, biorąc pod uwagę ogólną słabość procesów nominalnych – do niskiej inflacji CPI można dodać również trwającą deflację po stronie producentów i, mówiąc eufemistycznie, łagodny charakter procesów cenowych zagranicą.

EURUSD fundamentalnie

Kolejna sesja ze słabszym dolarem. EURUSD maszerował na północ od samego rana, po południu ruch został wsparty nieco gorszym od oczekiwań indeksem U. Michigan. Mimo kilku publikacji makro w tym tygodniu, na horyzoncie brak wydarzeń, które mogłyby odwrócić wzrostowy trend na tej parze walutowej. Tydzień rozpoczyna dzisiejsza publikacja wskaźnika Empire State, jutro poznamy niemiecki indeks ZEW oraz amerykańską inflację, a w czwartek nadejdą z Oceanu dane indeksie Philly Fed. Pewne ryzyko dla dalszego wzrostu euro w stosunku do dolara stanowią werbalne interwencje członków zarządu EBC zaniepokojonych negatywnym wpływem aprecjacji europejskiej waluty na inflację. Jednak do momentu fundamentalnej zmiany w podejściu EBC i faktycznych działań przeciwdziałających stagnacji procesów cenowych w gospodarce europejskiej, powinniśmy być świadkami nowych szczytów na parze EURUSD.

EURUSD technicznie

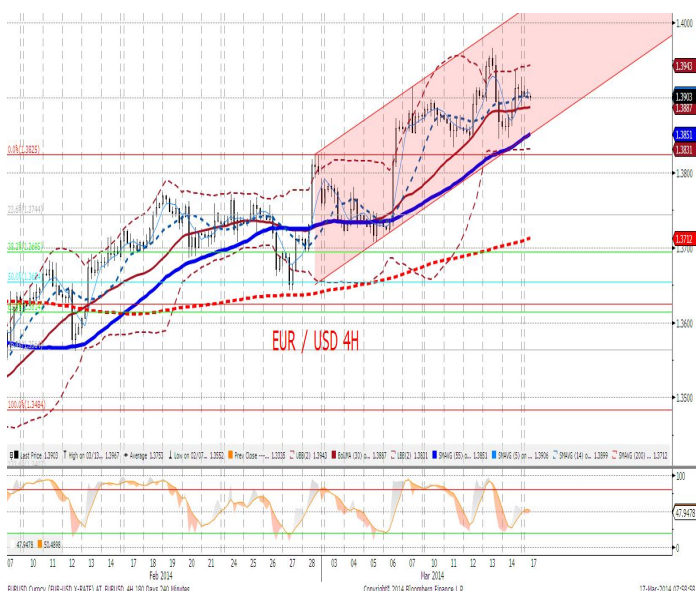
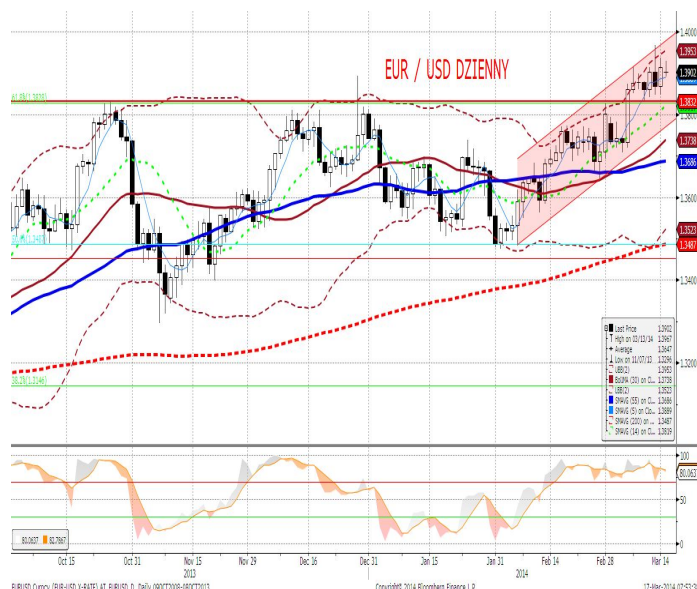
Ten pociąg dla nas odjechał, zakupy po 1,3835 się nie udały. Niemniej na wykresie tygodniowym rysuje się kontynuacja wzrostów. Na dziennym realizuje się natomiast - od maskistów 1,3967 - korekta (spadek notowań + spadek oscylatora). Na 4h notowania zbliżają się i do wysprzedań i do dolnego ograniczenia kanału (ale kanał ten jest raczej słabo odgraniczony). Na tej częstotliwości EURUSD często robił dość głębokie wycieczki pod średnią MA55 (obecnie 1,3851), tak więc nie chcielibyśmy tym razem kupować za wcześnie. Generalnie obecnie jesteśmy bardziej skłonni wykorzystywać rosnący trend niż grać na korekty. Tak więc pierwsze zakupy long EURUSD 1,3832, dokładamy 1,3780, S/L 1,3740.

Wsparcie	Opór
1,3851	1,4250
1,3832	1,4100
1,3780	1,3967

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

W piątek po południu złoty zdecydowanie umacniał się wraz z innymi walutami regionu, jak i całego koszyka EM. W zbiorze informacyjnym inwestorów nie pojawiły się nowe elementy, piątkowy ruch należy więc interpretować jako odreagowanie po wzroście globalnej awersji do ryzyka za sprawą Chin i Ukrainy. Bieżący tydzień zapowiada się ciekawie, z mnóstwem danych ze sfery realnej, choć złoty powinien pozostać przede wszystkim pod wpływem sentymentu do koszyka EM jako takiego. Zaczynamy dziś od inflacji bazowej oraz bilansu obrotów bieżących. Jutro poznamy dane z rynku pracy, w środę z sektora przemysłowego, a na zakończenie - minutes RPP w czwartek. W ciągu najbliższych sesji polska waluta pozostanie wrażliwa na informacje z naszej wschodniej granicy oraz na informację o koniunkturze gospodarczej w krajach EM - możemy spodziewać się emocjonalnego przereagowywania niekorzystnych wiadomości i sporej, nie zawsze przewidywalnej zmienności.

EURPLN technicznie

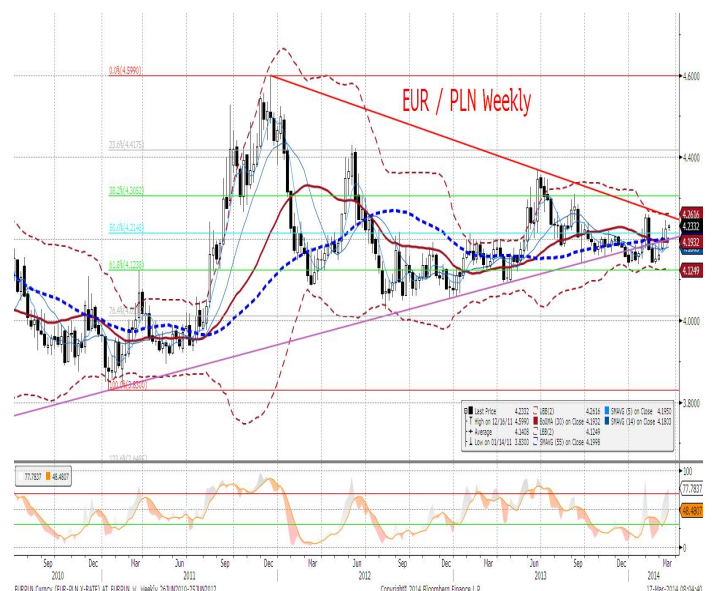
S/P z symbolicznym zyskiem 5 pipsów. Na tygodniowym wykresie notowania pną się w górę (widzieliśmy już 4 białe świece), razem z oscylatorem; losy EURPLN będą się ważyć na poziomie 4,2564, gdzie przebiega długoterminowa linia trendu spadkowego (złamanie w górę oznacza, że ostatecznym celem może być nawet 4,5990...). Na dziennym duża czarna świeca, ale nie bearish reversal (pewnie realizacja części zysków przed w/e), oscylator nadal rośnie. Wykres 4h wcale sytuacji nie klaruje, niemniej notowania trzyma środek wstęgi Bollingera. Analiza techniczna sprzyja pozycjom long EUR short PLN, niemniej na rynku panuje podwyższona zmienność związana z czynnikami fundamentalnymi. Wolimy ją przeczekać i pozostać neutralni.

Wsparcie	Opór
4,2271	4,2621
4,2152	4,2598
4,2116	4,2490

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.



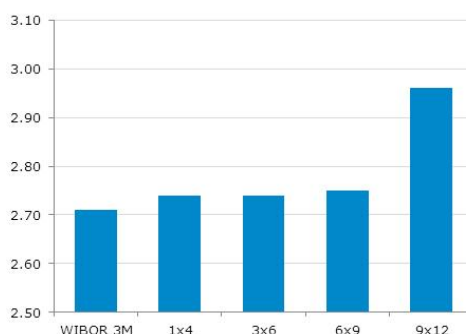
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.753	2.80	ON	2.4	2.7	EUR/PLN	4.2334
2Y	2.96	3.02	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.0481
3Y	3.2	3.27	3M	2.5	2.7	CHF/PLN	3.4870
4Y	3.43	3.46					
5Y	3.59	3.66					
6Y	3.72	3.78					
7Y	3.83	3.89					
8Y	3.92	3.99					
9Y	4	4.04					
10Y	4.05	4.12					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.58	2.63	EUR/USD	1.3909
1x4	2.68	2.74	EUR/JPY	140.97
3x6	2.68	2.74	EUR/PLN	4.2220
6x9	2.70	2.75	USD/PLN	3.0400
9x12	2.93	2.96	CHF/PLN	3.4729

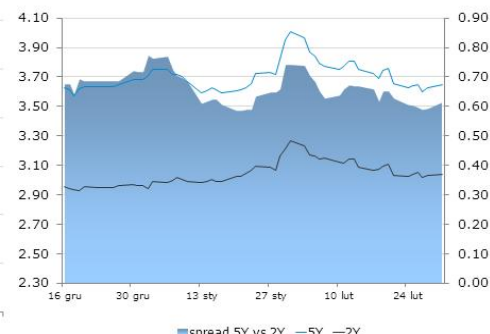
WIBOR 3M i 1Y



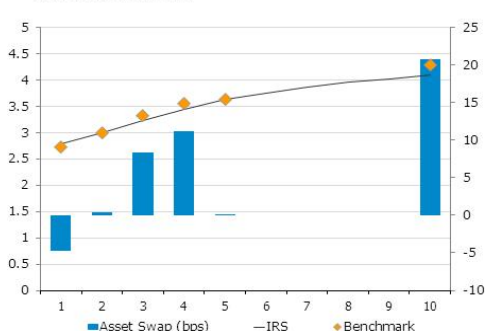
WIBOR 3M i stawki FRA



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.