

18 marca 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 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	5.61
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sty	0.7	0.9	1.0	0.4
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lut	0.9	1.0		0.9
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	sty	-638*	-761	-843	-1135
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sty	13300	13057	11662	13503
14:00	POL	Import (mln EUR)	sty	12700*	12570	11894	13084
14:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut		0.1	-0.3	0.6
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	lut			5.6	24.7
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	Rozpoczęte 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	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Dziś publikacja comiesięcznych danych z rynku pracy. Powinny one wskazać dalszą poprawę sytuacji tamże: wzrost zatrudnienia w ujęciu rocznym (po negatywnej niespodziance z poprzedniego miesiąca, która faktycznie związana była ze zmianą próby statystycznej) i nieznaczne przyspieszenie płac w stosunku do odczytu za styczeń.

Gospodarka globalna. Indeks ZEW zbierany był w miesiącu, w którym doszło do eskalacji i umiędzynarodowienia konfliktu na Ukrainie - stwarza to istotne negatywne ryzyka dla dzisiejszego odczytu. Po drugiej stronie Oceanu warto odnotować przede wszystkim publikację danych o inflacji - po zeszłotygodniowej negatywnej niespodziance w danych PPI wielu uczestników rynku zapewne obstawia niższy od konsensusu odczyt. Z kolei dane z amerykańskiego rynku nieruchomości naprawdopodobnie pokażą, podobnie jak sprzedaż detaliczna czy produkcja przemysłowa, częściowe odrańgowanie styczniowych spadków.

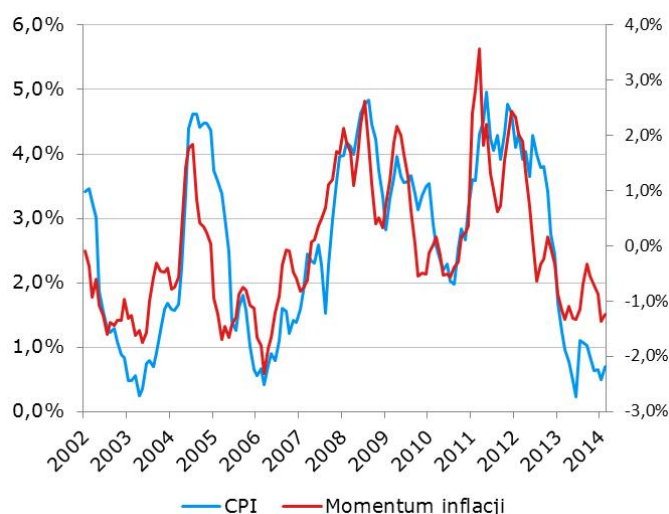
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Hausner: Neutralne nastawienie RPP w polityce pieniężnej może zostać utrzymane do końca roku.
- NBP: Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła w lutym 0,9 proc. rdr wobec 0,4 proc. rdr w styczniu.
- GUS: Liczba rozpoczętych budów mieszkań w lutym wyniosła 10.031, co oznacza, że w ujęciu rocznym wzrosła o 56,5 proc., zaś mdm wzrosła o 55,0 proc.
- USA: Produkcja przemysłowa w USA w lutym 2014 r. wzrosła o 0,6 proc. mdm, w styczniu wskaźnik spadł o 0,2 proc. po korekcie.

Decyzja RPP (9.04.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.567	-0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.694	-0.019
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.313	-0.007
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

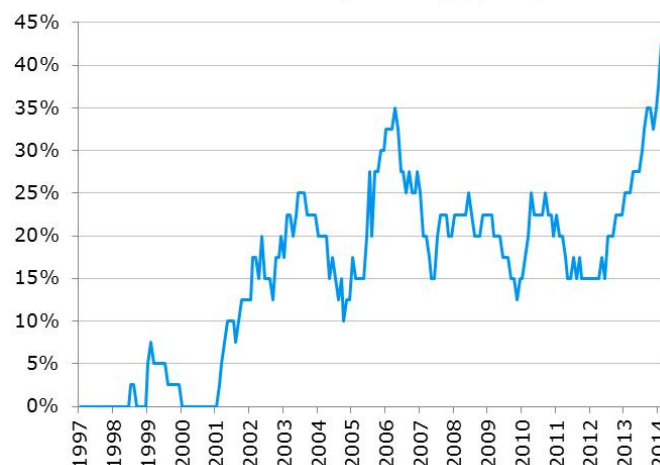
Inflacja bazowa na razie pozostaje niska

Inflacja bazowa w styczniu wyniosła 0,4% r/r zaś w lutym 0,9% r/r. Niski odczyt to po części wynik wysokiej bazy statystycznej z ubiegłego roku, po części natomiast bardzo umiarkowanych wzrostów inflacji (patrz wykres tzw. momentum, puryści językowi mogą je nazwać impetem procesów inflacyjnych) w ujęciu miesiąc do miesiąca (bierzemy pod uwagę 15% średnią obciążoną, odsezonowujemy na podstawie surowych wskaźników sezonowości, gdyż procedury automatyczne „wykładają się” na dużej liczbie obserwacji nietypowych, a następnie liczymy 3-miesięczną średnią). Tak liczone momentum widziane było tak nisko ostatni raz w 2006 roku, a wcześniej w 2003 roku.

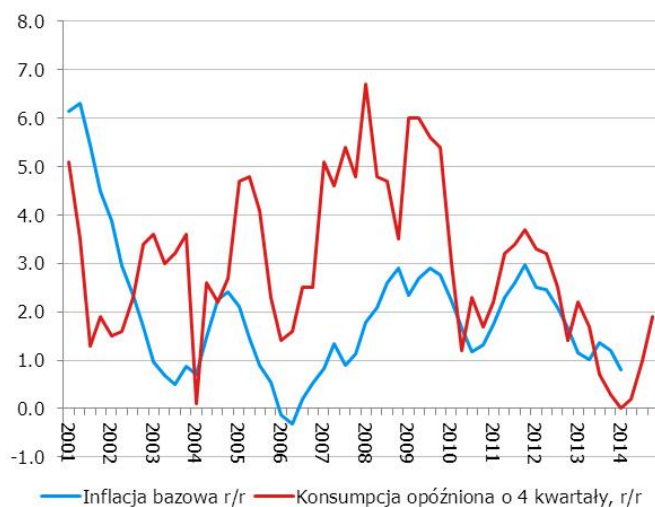


Słabość procesów inflacyjnych potwierdzają też liczone na podstawie metodologii HICP (dane Eurostatu) odsetki elementów (wg 40 3-cyfrowych kodów COICOP) koszyka inflacyjnego, które notują spadki w ujęciu rocznym – w obecnej chwili 43% koszyka podlega takim tendencjom. Niemniej są to kategorie podpadające pod lokalnie ustalane ceny administracyjne (lub dyktowane przez oligopole – patrz telefonnia komórkowa) bądź też elementy koszyka podlegające międzynarodowej wymianie handlowej (tzw. tradables). Naszym zdaniem efekt spadku cen w tych kategoriach wynika ze zwiększania się rozmiarów polskiego rynku, co prowadzi do zwiększenia elastyczności popytu, większej walki konkurencyjnej i spadków cen (przy bardziej elastycznym popycie firmy zarabiają więcej po obniżkach cen, nie po podwyżkach). Oczywiście nijak ma się to do polityki pieniężnej w Polsce. Z nią bardziej związany jest koszyk usług, gdzie spadków cen nie obserwujemy. Niemniej, spadki cen tradables w połączeniu ze stabilnym kursem walutowym powodują, że RPP może mieć większą tolerancję wobec osłabienia PLN i jednocześnie pozostawać bardzo gołębia (patrz na przykład dzisiejszy wywiad z Hausnerem, zawierający sugestie przedłużenia forward guidance). Dodatkowo, inflacja w najbliższym czasie pozostanie niska dopóty, dopóki nie pojawi się prawdziwa presja popytowa – scenariusz taki jest bardzo mało prawdopodobny w najbliższych miesiącach.

% elementów koszyka notujących spadki r/r

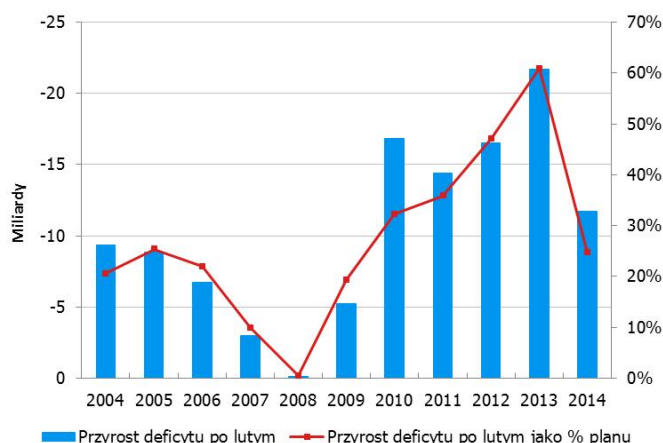


Inflacja bazowa w Polsce reaguje z opóźnieniem na ruchy konsumpcji prywatnej (patrz wykres poniżej). Zestawienie w obecnym momencie znanych już danych (dynamika konsumpcji prywatnej do końca 2013 roku) sugeruje, że II/III kwartał powinien stanowić datę odwrócenia się spadkowej tendencji na inflacji bazowej. Po pierwsze jednak, na obecnym etapie „prognozowana” w ten sposób inflacja bazowa plasuje się bardzo nisko. Po drugie, spadkowe trendy notowane w dużej części koszyka, które wynikają z ewolucji polskiego rynku i wykraczają poza cykl, sugerują przypisanie ryzyka w dół nawet do tych niewinnych wzrostów, które rozpędzenie konsumpcji implikuje.



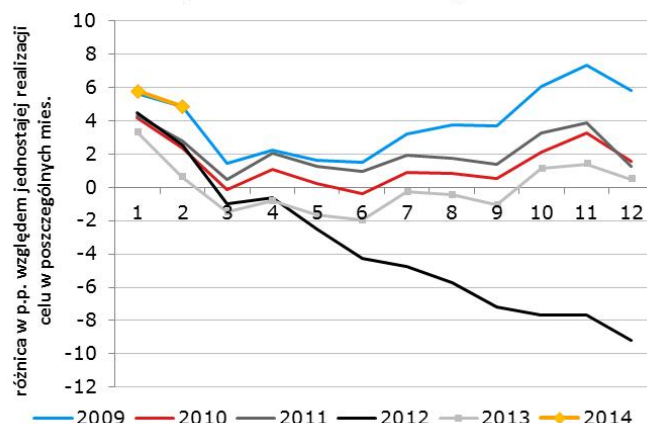
Dobra passa budżetu trwa

Na koniec lutego deficyt budżetu państwa zamknął się saldem -11,7 mld zł (24,7% całorocznego celu), co oznacza wypracowanie w samym tylko lutym deficytu na poziomie 9,1 mld zł. Takie wykonanie budżetu zostało już wcześniej zapowiedziane przez przedstawicieli MF, stąd też wyniki nie zaskakują. W porównaniu do poprzednich lat taki przyrost deficytu w miesiącach zimowych jest bardzo łagodny – dla porównania: w 2013 po lutym osiągnięto 61% całorocznego celu; w 2012 r. – 47,2%; w 2011 r. – 35,9%; w 2010 r. – 32,3%.



Dla budżetu państwa rok 2014 nie mógłby być zatem bardziej odmienny od 2013. Jest to również widoczne w wykonaniu strony dochodowej. W lutym dochody podatkowe wzrosły o 14% r/r, co w większości należy przypisać bardzo dużemu wzrostowi dochodów z VAT (+34,6% r/r), przy względnej stabilności w pozostałych kategoriach, za wyjątkiem CIT (-22,4% r/r) – ta kategoria dochodów budżetu przyzwyczaiła nas już jednak do dużej zmienności. Oczywiście, jak wskazywaliśmy w komentarzu do wykonania budżetu w styczniu, tak ogromne dynamiki dochodów z podatku od towarów i usług to w dużej mierze konsekwencja bardzo niskiej bazy z poprzedniego roku (-25% r/r w lutym 2013 r.) – w porównaniu do lutego 2012 r. wpływ z VAT są większe o mało imponujące 1%. Jakkolwiek więc odbicie w dochodach z podatków pośrednich jest realne, jak dotąd pozwoliło zaledwie na osiągnięcie poziomów sprzed ostatniej fazy spowolnienia gospodarczego. Nie jest to jednak zaskakujące, biorąc pod uwagę praktyczny brak inflacji w polskiej gospodarce (a podatki płacone są od wielkości nominalnych).

Dochody z VAT
jako % celu MF na dany rok

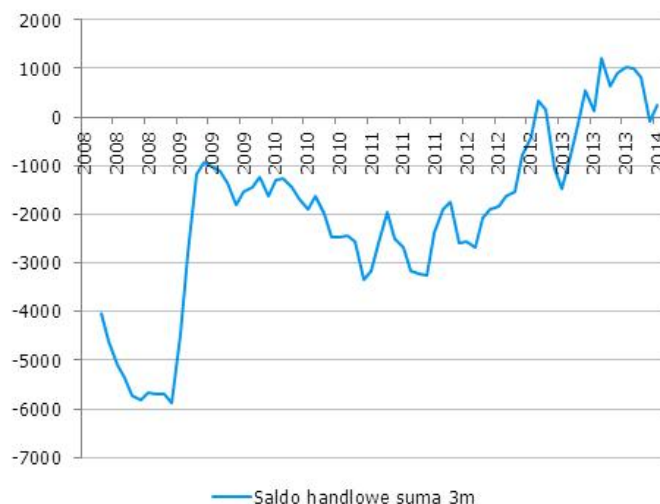
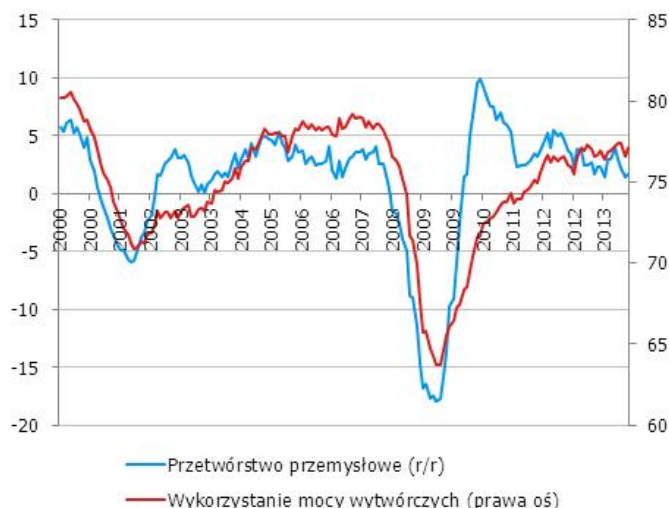


Ten ostatni czynnik był jednak uwzględniony w planowaniu budżetu i warto dotychczasową ścieżkę dochodów porównać z celami budżetowymi na ten rok. Tradycyjnie już wykorzystamy do tego naszą ulubioną miarę, czyli odchylenie od jednostajnej realizacji celu budżetowego. W przypadku dochodów podatkowych ogółem różnica ta wynosi 1,6 p. proc., zaś w przypadku podatku VAT – aż 4,9 p. proc. Paralele z 2009 rokiem, dla którego obserwujemy (uwaga – względem znowelizowanego celu budżetowego!) podobne początki trajektorii dochodów budżetowych, nasuwają się same.

Wprowadzie porównania sytuacji makroekonomicznej nie zaprowadzą nas zbyt daleko, ale trudno nie zauważyć, że cele dochodowe budżetu na ten rok zostały ustalone nazbyt konserwatywnie. Jeżeli dochody z VAT będą spływać w skali i tempie podobnym do 2009, budżet powinien zakończyć rok z wpływami większymi o ok. 7 mld od planowanych. Modele ekonometryczne oparte o elementy rachunków narodowych, przypominamy, sugerują niedoszacowanie dochodów z VAT sięgające nawet 15 mld zł. Wprowadzie w tym roku budżet nie może liczyć na transfer zysku z NBP, ale jak na razie sprzyja mu strona wydatkowa – spadek wydatków w pierwszych dwóch miesiącach o 6,3% r/r to w dużej mierze konsekwencja dużo mniejszej subwencji do FUS (pierwszy widoczny efekt reformy OFE).

USA: solidne odreagowanie produkcji przemysłowej w lutym

Produkcja przemysłowa w lutym wzrosła o 0,6%, po spadku o 0,2% (dane zrewidowane w górę) w styczniu i wobec oczekiwań ustawionych na poziomie +0,1%. Wynik jest złożeniem solidnego odbicia w przetwórstwie przemysłowym (0,8% wobec spadku o 0,9% w poprzednim miesiącu), umiarkowanych wzrostów w górnictwie o 0,3% oraz nieznacznego spadku w kategorii wytwarzanie i dystrybucja mediów (0,2%). Wraz z przyspieszeniem wzrostów produkcji podniosły się też statystyki wykorzystania mocy wytwórczych (powrót do poziomów grudniowych dla całego agregatu produkcji, wciąż poniżej dla przetwórstwa przemysłowego). Pamiętajmy, że luty też był zimny i śnieżny.



Mimo odreagowania miesięcznych spadków z lutego produkcja przemysłowa wciąż rośnie bardzo powoli w ujęciu rocznym (cykliczne minima). I prawdopodobnie ten właśnie czynnik ogranicza hurraoptymistyczną reakcję rynków finansowych (rentowności po publikacji zmieniły się bardzo mało). Niemniej sądzimy, że najgorsze produkcja przemysłowa ma już za sobą i w najbliższym czasie powinien nastąpić powolny powrót do wzrostowego trendu na wskaźniku rocznym, szczególnie po eliminacji niekorzystnego czynnika pogodowego. Asumpt do tego dają już najświeższe regionalne wskaźniki koniunktury, które wreszcie plasują się na plusie (Empire state).

Szybkie pogorszenie deficytu na rachunku bieżącym

Deficyt na rachunku bieżącym wyniósł w styczniu 1135mln EUR (dużo powyżej oczekiwań naszych i rynku). Powodem rozbieżności jest w przeważającej mierze saldo handlowe (pozostałe rachunki kontrybuują do błędu prognozy zaledwie w 20%).



Rachunek handlowy wykazał w styczniu zaledwie 419 mln EUR nadwyżki. „Zaledwie” oznacza, że jest to zasadnicza rozbieżność z saldem wynikającym z modeli opartych na faktycznie opublikowanych danych makro (3-krotnie mniej) i zasadnicza różnica w stosunku do liczby, którą można było wyekstrahować z publikowanych wcześniej danych GUS (2-krotnie mniej). Czy coś to oznacza? Naszym zdaniem istnieje pewne prawdopodobieństwo rewizji w górę, jednak w przeszłości pojedyncze odczyty często plasowały się obok wszystkich szacunków (taka jest specyfika tego szeregu czasowego).

Czy zatem wchodzimy już w okres, w którym rachunek handlowy będzie się trwale zawężał? Być może, zwłaszcza że mamy do czynienia z wyraźnym przyspieszeniem konsumpcji na rachunkach narodowych (z 0% na początku ubiegłego roku do co najmniej 2% w tym roku). Odżywają też prywatne wydatki inwestycyjne, wśród których będzie pojawiać się coraz więcej dóbr kapitałowych (a więc w dużej mierze importowanych). O ile rachunek handlowy będzie się zawężał (i dalej - zmierzał do deficytu), i to jest cykliczna specyfika tego agregatu, o tyle zawężenie to nie będzie gwałtowne. Po pierwsze, zaczynamy z dużo wyższych poziomów (patrz rysunek salda handlowego). Po drugie, powodem zawężenia jest import, a nie eksport (o konkurencyjność tego drugiego, nie tylko cenową, nie ma się co martwić). Po trzecie wreszcie, gospodarka polska nie ma szans na osiągnięcie tempa wzrostu notowanego podczas lat prosperity 2006-2008. Dlatego też spodziewamy się, że deficyt na rachunku bieżącym będzie zmierzał w tym roku do 2,5% PKB i nie jest to absolutnie informacja szokująca do uczestników rynku. Po stronie finansowania niewiele się zmienia - wciąż bazuje ono na finansowaniu portfelowym. W sytuacji ciągłego popytu na polski dług (ryzyko kredytowe pod kontrolą z uwagi na wzrost) nie ma to na większego znaczenia, choć oczywiście rodzi sporo pytań w sytuacji, gdy włącza się awersja do ryzyka.

EURUSD fundamentalnie

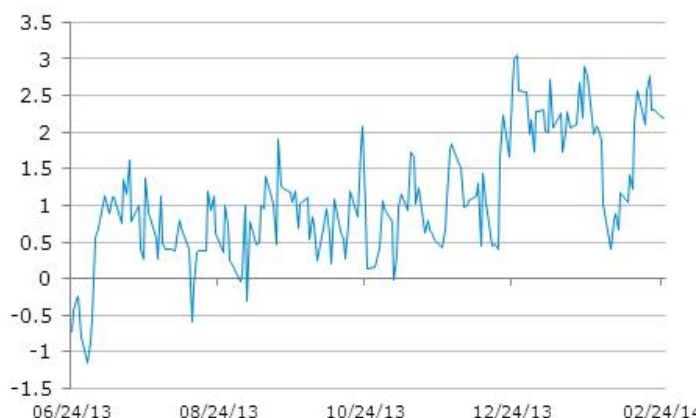
Po wczorajszej sesji euro nieco mocniejsze, choć skala zmian niewielka. Rynki oczekują na jutrzejszy komunikat po rozpoczętym dziś, dwudniowym posiedzeniu FOMC. Nie przewidujemy zmian w tempie zmniejszania QE, jednak stopniowe odchodzenie od forward guidance i sztywnego, 6,5% celu stopy bezrobocia dla polityki pieniężnej, może wspierać dolara. Będzie to pierwsze posiedzenie pod wodzą J. Yellen, jednak nie należy oczekiwać zmiany retoryki czy też zmiany nastawienia w polityce pieniężnej. Dziś za Oceanem bardzo ważna publikacja CPI, interpretowana naturalnie w kontekście jutrzejszej decyzji FOMC. Nieco wcześniej, poznamy niemiecki indeks ZEW, na którym może negatywnie odbić się konflikt na Krymie. Gorsze od oczekiwań odczyty powinny wpłynąć na przecenę europejskiej waluty. Jednak do jutrzejszego wieczora, tj. do czasu ukazania się projekcji FOMC i konferencji prasowej po posiedzeniu, nie spodziewamy się rozstrzygnięć na parze EURUSD, a raczej utrzymania dotychczasowego trendu wzrostowego.

EURUSD technicznie

EURUSD dalej w trybie samolotowym. Ponownie atakujemy górne ograniczenie kanału trendu wzrostowego. Przed rekomendacją długiej pozycji na EURUSD powstrzymuje nas obawa przed ewentualną korektą, która tej parze walutowej od dawna się należy. Oscylator jest wysoko w obszarze wykupienia, a obecne poziomy są już istotnie oddalone od średnich ruchomych. W oczekiwaniu na odreagowanie, podtrzymujemy wcześniejszą rekomendację long gdy kurs spadnie do 1.3832; SL 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

Mimo sporych wahań intra-day, para EURPLN zakończyła wczorajszą sesję na poziomach otwarcia. Choć twarda retoryka rosyjskich władz w kwestii Krymu została podtrzymana, brak sankcji, czy jakiegokolwiek zdecydowanej reakcji ze strony Zachodu pomaga lokalnym rynkom finansowym - każda wymiana gospodarczych ciosów z Rosją z pewnością odbiła by się negatywnie na gospodarkach regionu CEE. Dziś dane z polskiego rynku pracy, które jednak pozostaną bez wpływu na kurs. W ciągu kolejnych sesji będziemy świadkami odreagowania na rynkach CEE i zobaczymy nieco mocniejsze waluty krajów z tego koszyka. Złoty pozostanie jednak wrażliwy na wiadomości docierające zza wschodniej granicy i możemy spodziewać się sporej i nie zawsze przewidywalnej zmienności.

EURPLN technicznie

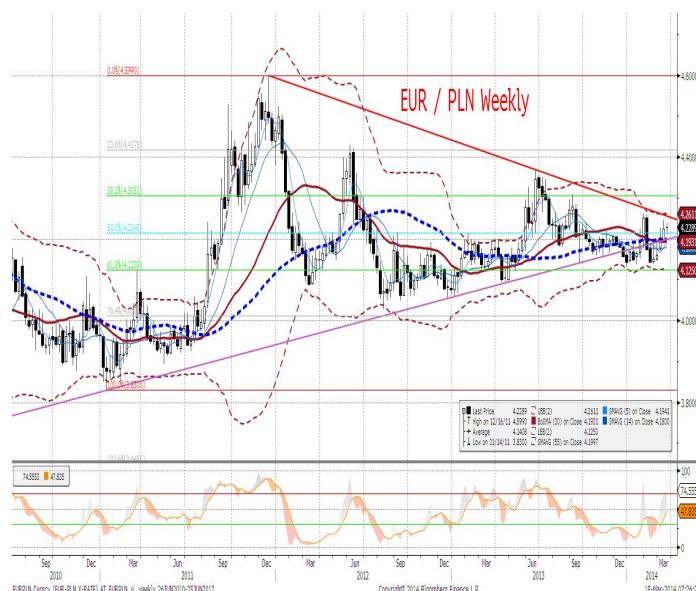
Na dziennym harami zwiastujące przystanek w trendzie wzrostowym. Po pięciu białych świecach pod rząd złoty zasłużył na korektę. Silnym wsparciem będzie MA200, najbliższym oporem lokalne maksimum na 4,2467. W ciągu najbliższych kilku sesji możemy oczekiwać odreagowania w range'u. Rekomendujemy kupowanie przy dolnym ograniczeniu trendu bocznego – long gdy kurs spadnie do 4,2150; SL 4,2050.

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.



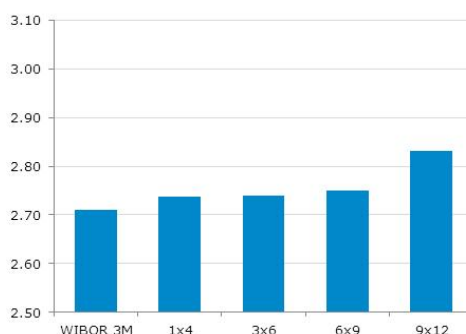
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.74	2.77	ON	2.4	2.7	EUR/PLN	4.2295
2Y	2.945	3.01	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.0430
3Y	3.18	3.24	3M	2.4	2.8	CHF/PLN	3.4806
4Y	3.39	3.45					
5Y	3.55	3.62					
6Y	3.68	3.74					
7Y	3.79	3.85					
8Y	3.87	3.93					
9Y	3.95	4.00					
10Y	4	4.07					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.57	2.62	EUR/USD	1.3920
1x4	2.68	2.74	EUR/JPY	141.62
3x6	2.69	2.74	EUR/PLN	4.2275
6x9	2.70	2.75	USD/PLN	3.0376
9x12	2.77	2.83	CHF/PLN	3.4796

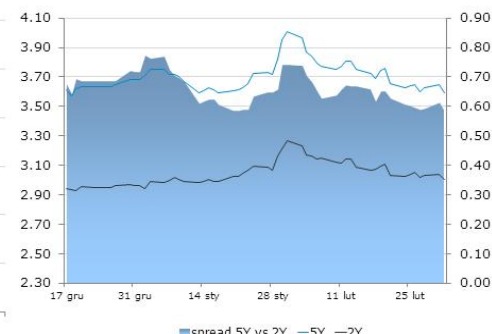
WIBOR 3M i 1Y



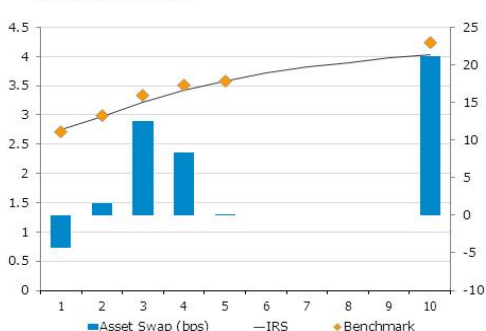
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



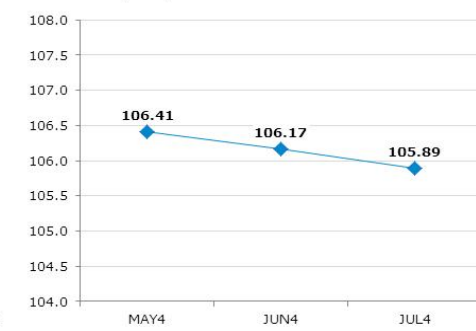
Asset swap i IRS



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.