mBank.pl

16 czerwca 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		
16.06.2014 PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	CPI r/r *finalna* (%)	maj		0.5	0.5	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	maj	1.2	0.9	0.8	
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	cze		15.00	19.01	
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	maj			44.8	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.5	-0.6	
17.06.2014 WTOREK							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	maj		0.1	0.4	
11:00	GER	Indeks ZEW oczekiwania (pkt.)	cze		35.0	33.1	
11:00	GER	Indeks ZEW sytuacja bieżąca (pkt.)	cze		62.1	62.1	
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	maj	5.2	4.3	3.8	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	maj	0.7	0.7	0.7	
14:30	USA	CPI r/r (%)	maj		1.9	2.0	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	maj		1033	1072	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	maj		1070	1059 (r)	
18.06.2014 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	maj	6.3	5.9	5.4	
14:00	POL	PPI r/r (%)	maj	-0.8	-0.7	-0.7	
20:00	USA	Decyzja Fed (mld USD)			35	45	
19.06.2014 CZWARTEK							
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.06		315	317	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	cze		14.0	15.4	
20.06.2014 PIĄTEK							
14:00	POL	Minutes RPP	maj				
16:00	EUR	Wsk. zaufania konsumentów (pkt.)	cze		-6.8	-7.1	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska. Na rozgrzewkę dzisiejsza publikacja wykonania budżetu oraz inflacja bazowa (zapowiedziana piątkowymi danymi o inflacji). Wtorek upłynie pod znakiem danych z rynku pracy. Przetwórstwo przemysłowe do tej pory notowało trwały i stabilny przyrost zatrudnienia, jednak wskaźniki koniunktury (i to praktycznie we wszystkich sekcjach) wskazują obecnie na nieoczekiwane tąpnięcie. Uznajemy na razie ten fenomen za jednorazowy i prognozujemy umiarkowany wzrost liczby zatrudnionych w ujęciu miesięcznym przekładający się na wzrost o 0,7% r/r. W wyniku niskiej bazy z poprzedniego roku oraz stopniowo normalizujących się płac w budownictwie tempo wzrostu wynagrodzeń najprawdopodobniej powróciło do wzorca sezonowego i przyspieszyło do 5,2 w skali roku. W środę poznamy dane z sektora przemysłowego. Produkcji przemysłowej w maju sprzyjała zarówno liczba dni roboczych (+1 r/r), jak i ich układ (tylko jeden długi weekend, w dodatku krótki). Dynamika roczna nie wskazuje na występowanie wysokiej bazy z zeszłego roku, ale pamiętać należy, że właśnie w II kwartale zeszłego roku przemysł nabierał solidnego impetu, co może ciążyć na tegorocznych odczytach. Niska zmienność walut i cen surowców przekładają się na postępującą deflację cen producentów. Tydzień zakończy publikacja minutes RPP, z których będziemy starali się wyłuskać informacje o prawdopodobieństwie obniżki stóp na najbliższych posiedzeniach, o przyszłości forward guidance i o poglądach Rady na perspektywy rozwoju polskiej gospodarki w ciągu najbliższych kwartałów.

Gospodarka globalna. W bieżącym tygodniu w centrum uwagi rynków ponownie znajdzie się Fed. Wprawdzie oczekiwania rynku wskazują na kolejne cięcie programu QE o 10 mld dolarów, ale część komentatorów spodziewa się i ostrzega przed jastrzębią niespodzianką (w postaci ostrzej sformułowanego komunikatu lub nawet większej skali cięcia), obliczoną na wprowadzenie zmienności i wyrwanie rynku z obecnego spokoju. Po czwartkowym ostrzeżeniu szefa BoE Carneya takie obawy mogły ulec wzmocnieniu. Tym niemniej, taki krok byłby sprzeczny z dotychczasową strategią komunikacyjną Fed, polegającą na cierpliwym przygotowywaniu inwestorów na nadchodzące zacieśnienie przy jednoczesnym przygotowywaniu technicznego aspektu podwyżek stóp proc., i byłby trudny do wytłumaczenia po wpadce z "kropkami". W kalendarzu publikacji makro również dominować będą Stany Zjednoczone. Tydzień rozpocznie się od danych o produkcji przemysłowej (analitycy spodziewają się wyrównania kwietniowego spadku). We wtorek z kolei opublikowane zostaną dane o inflacji CPI (prognozowany jest minimalny spadek inflacji CPI i stabilizacja inflacji bazowej), oraz pierwsze informacje z sektora budowlanego (można spodziewać się nieznacznego spadku liczby rozpoczętych budów i minimalnego wzrostu liczby pozwoleń na budowę). W tygodniu będziemy również świadkami publikacji pierwszych wyników regionalnych badań koniunktury (z okręgu Filadelfii i Nowego Jorku, odpowiednio, w poniedziałek i czwartek) - jak zwykle będzie to pierwsze najwcześniejsze wskazanie stanu gospodarki w miesiącu, a minimalna korekta w dół po poprzednich odczytach powinna sugerować stabilny wzrost w czerwcu. Kalendarz europejski tym razem ubogi - obok finalnych danych o inflacji warto zwrócić uwagę na publikację indeksu ZEW (tu oczekuje się stabilizacji).

Decyzja RPP (2.07.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA mBanku	**stopy bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.362	-0.018
USAGB 10Y	2.602	-0.023
POLGB 10Y	3.555	0.000

Dotyczy benchmarków Reuters

Inflacja coraz bliżej minusów

Majowy odczyt inflacji przyniósł pozytywną niespodziankę dla inwestorów grających na obniżki stóp procentowych. Inflacja spadła do 0,2% r/r z 0,3% miesiąc wcześniej (konsensus rynkowy 0,5%).

Do spadków inflacji walnie przyczyniły się ceny żywności (-0,4% m/m), co stanowi wynik absolutnie niezgodny z tendencjami sezonowymi; naszym zdaniem ceny żywności plasują się w wyraźnie spadkowym trendzie od początku roku i na razie nie ma symptomów jego odwrócenia. Czynnikiem sprzyjającym utrzymaniu niskiej dynamiki cen była też ciągły brak efektów podwyżek akcyzy na alkohole wysokoprocentowe, co dowodzi silnej presji konkurencyjnej na rynku (a więc także poniekąd możliwości utrzymania się rozbieżności pomiędzy domykającą się luką popytową a inflacją, czy też powszechnie zawyżonymi szacunkami tej pierwszej). Swoje dołożyły także kolejne obniżki w kategorii rekreacja i kultura (turystyka zorganizowana), co po części dowodzi skuteczności rynku oligopolistycznego w wywieraniu presji konkurencyjnej na ceny, po części jest wynikiem tendencji sezonowych obecnych także w inflacji w strefie euro. Inflację bazową w maju szacujemy na poziomie 0,8%, czyli identycznym jak przed miesiącem.

Wspomniane wyżej trendy wskazują, że inflacja znajdzie się w najbliższym czasie pod wpływem silnych tendencji spadkowych. W przyszłym miesiącu tempo wzrostu cen może być jeszcze niższe, zaś miesiące letnie przyniosą najprawdopodobniej zejście inflacji poniżej zera. Hipoteza importu deflacji jest w tym momencie aktualna jak nigdy: nie dość, że procesy cenowe w strefie euro i gospodarkach EM są wyjątkowo przytłumione, to jeszcze aprecjacja złotego przytłumienie to amplifikuje. Środowisko niskiej inflacji trwa a wraz z nim okres niewidzialnego zacieśnienia polityki pieniężnej obrazowany realną stopą procentową (patrz wykres).

W takich okolicznościach nasz scenariusz obniżki stóp procentowych (skala co najmniej 50pb, obecnie to tylko kwestia wyboru miesiąca poluzowania) nabiera dodatkowych rumieńców. Gra toczy się już nie tylko o konieczność reakcji na dokonujące się zacieśnienie polityki pieniężnej, które może osłabić polskiego konsumenta (gdyby nagle zaczął oszczędzać, choć w tej fazie cyklu absolutnie nie należałoby go do tego zachęcać), ale też działanie wyprzedzające względem obniżającego premię za ryzyko europejskiego QE (naszym zdaniem to tylko kwestia czasu) czy wreszcie w odniesieniu do kosztów obsługi zadłużenia publicznego, które w otoczeniu zdecydowanie niższego ryzyka kredytowego i niższej zmienności na rynkach finansowych mogłoby być (prawdopodobnie) jeszcze bardziej, i to bezboleśnie, obniżone.

Reakcją rynkową były spadki rentowności wzdłuż całej krzywej, które nabrały tempa w miarę upływu czasu po publikacji. Realizacja niskiej inflacji w maju w oczywisty sposób zwiększałaby szansę na poluzowanie monetarne już na lipcowym posiedzeniu, które obecnie wyceniane jest wciąż w skali mniejszej niż 50pb. Opublikowane w weekend rozmowy M. Belki komplikują naszym zdaniem podjęcie takiej decyzji w szybki sposób, co nie oznacza jednak wcale ostatecznego odrzucenia naszego scenariusza poluzowania monetarnego, na przykład na wrześniowym posiedzeniu.

Eksport wciąż pozytywnie zaskakuje

W kwietniu odnotowaliśmy eksport towarów o wartości 14207 mln EUR i import o wartości 13351 mln EUR. W efekcie saldo obrotów handlowych ukształtowało się na imponującym poziomie 856 mln EUR, poziomie nie notowanym nigdy wcześniej (dane dostępne od 2000). Publikowane nieco wcześniej dane GUS nie okazały się dobrą wskazówką – nasza pierwotna prognoza importu okazała się być bliższa prawdy niż ta skorygowana, natomiast eksport został przez dane GUS solidnie zawyżony.

Salda usług, transferów oraz dochodów zachowały się zgodnie z oczekiwaniami notując, nadwyżki 601 mln EUR, 800 mln EUR oraz deficyt rzędu 1229 m EUR, odpowiednio. W efekcie jesteśmy świadkami rekordowej nadwyżki salda bilansu obrotów bieżących (1028 mln EUR).

Mimo wzrostowej fazy cyklu koniunkturalnego jesteśmy świadkami istotnie dodatnich wartości salda obrotów towarowych. Przyczyn takiego stanu rzeczy upatrujemy w rosnącej konkurencyjności polskiego eksportu, o czym świadczy stopniowe przenoszenie ciężaru handlu zagranicznego w stronę naszych zachodnich partnerów, kosztem krajów byłego związku radzieckiego (patrz wykres). W naszej ocenie, jest to dowodem na zmieniającą się strukturę polskiej gospodarki na bardziej pro-eksportową. Jednocześnie może to łagodzić niepokoje osób obawiających się negatywnego wpływu spowolnienia gospodarczego za naszą wschodnią granicą na polski wzrost gospodarczy.

Wraz z odradzającym się popytem wewnętrznym powinniśmy obserwować cykliczne zawężanie się salda towarów, nie będzie to jednak taka skala do jakiej zostaliśmy przyzwyczajeni podczas poprzednich faz ożywienia gospodarczego. Saldo towarowe zapewniające równowagę zewnętrzną polskiej gospodarki najprawdopodobniej przesuwa się powyżej zera. Jeśli kolejne miesiące przyniosą potwierdzenie tej diagnozy będzie to oznaczało zmianę dotychczasowego reżimu w kształtowaniu kursu polskiej waluty i przełoży się w dłuższym terminie na umocnienie złotego sporo poniżej poziomów notowanych w szczycie poprzedniego cyklu koniunkturalnego.

Stabilizacja podaży pieniądza w maju

Wbrew oczekiwaniom rynku i naszym (prognozy wynosiły, odpowiednio, 5,5 i 5,9% r/r), dynamika podaży pieniądza spowolniła z 5,4% do 5,3% r/r. Źródłem negatywnej niespodzianki, po raz drugi zresztą, było zachowanie depozytów korporacyjnych. Wzrost w ujęciu miesięcznym o 3,4 mld zł jest znacząco niższy od wzorca sezonowego, który implikował przyrost rzędu 7 mld zł (efektem jest spadek dynamiki r/r z 5,8% do 4,4%). Jak wielokrotnie wskazywaliśmy, jest to zmienna wynikowa w stosunku do miesięcznych przepływów pieniężnych przedsiębiorstw, dlatego też możemy jedynie spekulować na temat przyczyn zaskoczenia. Ze wszystkich możliwych wyjaśnień, w kontekście naszego scenariusza makroekonomicznego najbardziej atrakcyjne wytłumaczenie zakładałoby przyspieszenie akcji inwestycyjnej ze strony przedsiębiorstw. Na potwierdzenie (lub zaprzeczenie) musimy jednak czekać do publikacji danych na temat wyników finansowych przedsiębiorstw niefinansowych (trzecia dekada sierpnia). Z kolei dynamika depozytów gospodarstw domowych po raz kolejny przyspieszyła, tym razem do 6,2%. Wobec bardzo niskiej bazy (datującej się od lipca do grudnia poprzedniego roku) i solidnych przyrostów środków na rachunkach gospodarstw domowych (momentum ustabilizowało się na poziomie 0,8%), można oczekiwać w kolejnych miesiącach dalszego jej przyspieszenia.

Po stronie kredytowej nie widać podobnych niejednoznaczności. Należności od gospodarstw domowych wzrosły o 0,2% m/m (powyżej naszych przewidywań), od przedsiębiorstw zaś – o 0,8% (zgodnie z oczekiwaniami). W obydwu przypadkach dynamiki mogą wydawać się niezbyt imponujące, zwłaszcza w porównaniu z poprzednim miesiącem, ale w maju istotnym czynnikiem było istotne umocnienie złotego (o prawie 1,5%). Wg naszych obliczeń, po wyłączeniu efektów FX wspomniane wyżej dynamiki wyniosły, odpowiednio, 0,7% i 1,1% - seria solidnych przyrostów kredytów jest zatem kontynuowana. Możemy domniemywać (na podstawie struktury przyrostów wolumenów kredytowych w ostatnich miesiącach), że w przypadku kredytów korporacyjnych wzrost napędzany był ponownie przez miks kilku kategorii (bieżące, inwestycyjne i na nieruchomości). Z kolei istotne przyspieszenie w akcji kredytowej dla gospodarstw domowych z większym prawdopodobieństwem można przypisać niemrawemu w ostatnich miesiącach kredytowi konsumenckiemu niż kredytom na nieruchomości.

Reasumując, z rozczarowania dotyczącego dynamiki agregatu M3 nie należy wyciągać zbyt daleko idących wniosków. Wprawdzie pogorszenie wyników przedsiębiorstw byłoby faktycznie powodem do troski, gdyby faktycznie miało miejsce, dostępne dane nie pozwalają jednak na taką konkluzję. Z drugiej strony, zachowanie strony kredytowej pozwala z optymizmem spoglądać w drugą połowę roku – tu nie widać najmniejszego zachwiania.

EURUSD fundamentalnie

EURUSD nieco niżej, choć wciąż w ramach dotychczasowego range'u 1,35 - 1,36. Od kilku sesji para przesuwa się w bok przy niewielkiej zmienności. EURUSD pozostaje w zawieszeniu pomiędzy coraz bardziej jastrzębim Fed oraz przygotowującym rynki do QE EBC. Naturalnie wydarzeniem tygodnia będzie środowe posiedzenie FOMC. Najważniejsze dla inwestorów będą: kwestia przyszłej ścieżki ograniczania QE oraz wskazówki co do momentu pierwszej podwyżki stóp (więcej o posiedzeniu piszemy na pierwszej stronie). Poza tym tydzień zapowiada się relatywnie spokojnie, we wtorek poznamy niemiecki indeks ZEW oraz, co ważniejsze, amerykańską inflację, w czwartek natomiast indeks Philly Fed.

EURUSD technicznie

Na wykresie tygodniowym notowania osiadły na MA200 (2 tygodnie z rzędu średnia ta wyznaczała minimum), choć jeszcze oscylator nie zawraca. Na dziennym bez zmian. Faza konsolidacji trwa; trend spadkowy został przełamany, choć nie widać impulsu wzrostowego. W zasadzie obraz potwierdza Wykres 4h, gdzie notowania tkwią w niby-trójkącie od dołu ograniczonym przez 1,3500 i od góry przez MA30. Z dzisiejszej perspektywy nasza pozycja long EURUSD po 1,3565 ze S/L 1,3495 wygląda zdecydowanie gorzej niż w piątek. Liczymy jednak, że 1,3500 wytrzyma i notowania wyrwą się z konsolidacji w górę.

Wsparcie	Opór
1,3503	1,3806
1,3477	1,3780
1,3296	1,3655/75

EURPLN fundamentalnie

Na otwarciu złoty słabszy o ponad figurę. Obawy inwestorów związane są z opublikowanymi w weekend nagraniami rozmów M. Belki. W emocjonalnej reakcji EURPLN zaczyna wyceniać rosnące ryzyko polityczne w Polsce oraz oddalającą się perspektywę obniżki stóp (obniżkę na lipcowym posiedzeniu można wykluczyć, potencjalna obniżka we wrześniu mocno się komplikuje). Najbliższa przyszłość złotego jest niemożliwa do prognozowania ze względu na dość emocjonalny charakter obecnego ruchu. Dzisiejsza sesja upłynie zapewne pod znakiem znaczącego osłabienia polskiej waluty. Istotne będzie wystąpienie premiera Tuska o 15:00 w związku z nagraniami. Tydzień obfituje w publikacje makro, od danych o inflacji bazowej, przez publikacje z rynku pracy po dane z sektora przemysłowego. Jednak to pewnie nie dane będą odgrywały główną rolę w tym tygodniu...

EURPLN technicznie

Obraz techniczny rozsadziły czynniki polityczne. Choć 38,2% dzielnie broniło się podczas piątkowej sesji, a na dziennym wygenerował się nagrobek (potwierdzając zasadność pozycji short EURPLN), pierwsze godziny w handlu dalekowschodnim wywindowały złotego w okolice 4,14. Obecnie notowania tkwią na poziomie lokalnych minimów z lutego i ważą się losy trendu spadkowego; już w piątek podkreśliliśmy, że wejście do poprzedniego przedziału wahań (>4,14) powinno co najmniej zneutralizować poglądy na EURPLN, jeśli nie prowadzić otwarcie do zmiany optymalnego pozycjonowania na short PLN. Nasza pozycja short EURPLN po 4,1250 (S/L 4,1450) jest bliska zamknięcia ze stratą.

Wsparcie	Opór
4,0879	4,1530
4,0563	4,1402
4,0286	4,1285

* 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	2.47	2.53
2Y	2.545	2.60
3Y	2.7	2.73
4Y	2.86	2.89
5Y	3	3.03
6Y	3.12	3.15
7Y	3.22	3.25
8Y	3.31	3.34
9Y	3.38	3.42
10Y	3.44	3.47

depo	BID	ASK
ON	2.4	2.6
1M	2.4	2.6
3M	2.5	2.7

FRA	BID	ASK
1x2	2.51	2.56
1x4	2.55	2.59
3x6	2.42	2.47
6x9	2.42	2.47
9x12	2.37	2.42

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1231
USD/PLN	3.0382
CHF/PLN	3.3888

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3534
EUR/JPY	138.15
EUR/PLN	4.1150
USD/PLN	3.0390
CHF/PLN	3.3776

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 popartej informacjami 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 intrumentów 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.