mBank.pl

27 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		
23.06.2014 PONIEDZIAŁEK							
3:45	CHN	PMI w przemyśle *wstępny* (pkt.)	cze		49.7	49.4	50.8
9:00	FRA	PMI w przemyśle *wstępny* (pkt.)	cze		49.5	49.6	47.8
9:00	FRA	PMI w usługach *wstępny* (pkt.)	cze		49.4	49.1	48.2
9:30	GER	PMI w przemyśle *wstępny* (pkt.)	cze		52.5	52.3	52.4
9:30	GER	PMI w usługach *wstępny* (pkt.)	cze		55.8	56.0	54.8
10:00	EUR	PMI w przemyśle *wstępny* (pkt.)	cze		52.2	52.2	51.9
10:00	EUR	PMI w usługach *wstępny* (pkt.)	cze		53.3	53.2	52.8
14:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS	cze				
14:00	POL	Koniunktura gospodarcza GUS	cze				
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.wtórnym (mln)	maj		4.73	4.66 (r)	4.89
24.06.2014 WTOREK							
10:00	GER	Indeks Ifo - sytuacja bieżąca (pkt.)	cze		115.4	114.8	114.8
10:00	GER	Indeks Ifo - oczekiwania (pkt.)	cze		106.0	106.2	104.8
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego (%)	cze		2.30	2.40	2.30
15:00	USA	Indeks CaseShiller r/r (%)	kwi		11.73	12.37	10.82
16:00	USA	Wsk. koniunktury kons. CB (pkt.)	cze		83.5	83.0	85.2
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.pierwotnym (tys.)	maj		440	433	504
25.06.2014 ŚRODA							
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR *trzeci* (%)	Q1		-1.7	-1.0	-2.9
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	maj		-0.3	0.6 (r)	-1.0
26.06.2014 CZWARTEK							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	maj	5.2	6.2	8.4	3.8
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	maj	12.5	12.5	13.0	12.5
13:00	CZE	Decyzja banku centralnego (%)	cze		0.05	0.05	0.1
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	21.06		310	314 (r)	312
14:30	USA	Wydatki gosp. domowych m/m (%)	maj		0.4	0.0	0.2
14:30	USA	Dochody gosp. domowych m/m (%)	maj		0.4	0.3	0.4
27.06.2014 PIĄTEK							
1:30	JAP	Stopa bezrobocia (%)	maj		3.6	3.6	3.5
1:50	JAP	CPI r/r (%)	maj		3.7	3.4	3.7
11:00	EUR	Indeks ESI (pkt.)	cze		103.0	102.7	
14:00	GER	CPI r/r (%)	cze		1.0	0.9	
15:55	USA	Wsk. koniunktury kons. U.Michigan *finalny* (pkt.)	cze		82.0	81.2	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna. Uwaga rynków ponownie kieruje się na Europę. Publikacja indeksów koniunktury KE (ESI) powinna pokazać powolną poprawę sentymentu w Europie. Ważniejsze będą dane o niemieckiej inflacji. Wprawdzie publikacja wstępnego odczytu za czerwiec nastąpi w godzinach popołudniowych, ale wcześniejsze publikacje z poszczególnych landów sprawią, że liczba będzie znana (z dokładnością do precyzji w agregacji) uczestnikom rynku jeszcze przed południem. Konsensus wskazuje na nieznaczne przyspieszenie w stosunku do majowego odczytu, wynikające z odwrócenia jednorazowego efektu w kategorii odzież i obuwie (wcześniejsze przeceny). Wreszcie, choć ryzyka dla inflacji w strefie euro są raczej negatywne, wzrost cen ropy w ostatnich miesiącach stwarza przestrzeń dla pozytywnych niespodzianek w krótkim okresie (podobnie, jak miało to miejsce w Stanach Zjednoczonych).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Sprzedaż detaliczna w maju wzrosła o 3,8 proc. w porównaniu z analogicznym okresem 2013 roku, a mdm spadła o 2,7 proc. (**więcej w sekcji analizy**).
- GUS: Stopa bezrobocia w maju wyniosła 12,5 proc. wobec 13,0 proc. w kwietniu.
- NBP: W I kwartale 2014 roku odnotowano dalsze sygnały ożywienia gospodarczego w sektorze przedsiębiorstw w Polsce, choć skala wzrostu nadal pozostała daleka od obserwowanej w latach 2007-2008. Kryzys rosyjsko-ukraiński nie miał znaczącego wpływu na poziom przychodów i wyniki finansowe sektora polskich przedsiębiorstw.
- USA: Wydatki amerykańskich konsumentów w maju wzrosły o 0,2 proc. miesiąc do miesiąca, podczas gdy w kwietniu pozostały bez zmian mdm po korekcie. (**więcej w sekcji analizy**)

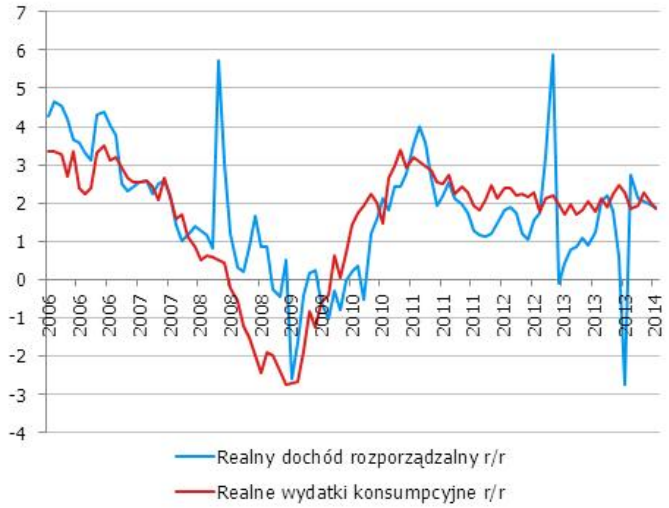
Decyzja RPP (2.07.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA mBanku	**stopy bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.243	0.002
USAGB 10Y	2.527	-0.003
POLGB 10Y	3.425	0.000

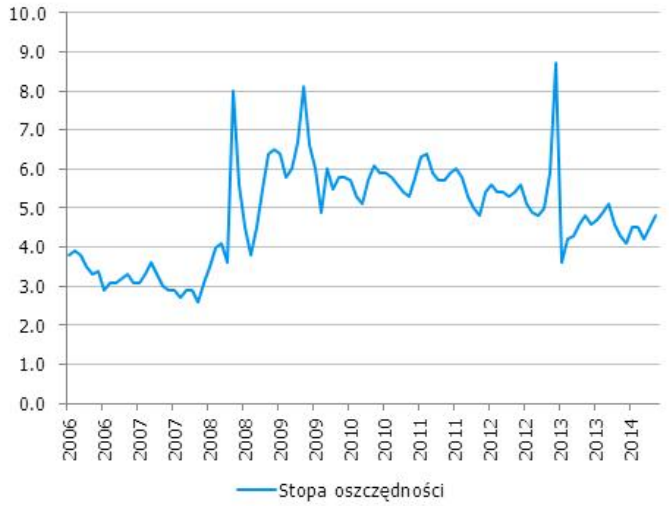
Dotyczy benchmarków Reuters

USA: słabsze dane o konsumpcji. I co z tego?

Opublikowane wczoraj dane o wydatkach konsumpcyjnych wskazują na przyzwoite tempo wzrostu dochodów (+0,4%, dokładnie tyle co konsensus; praktycznie cały wzrost dochodów pochodzi z płac – to dobra informacja) oraz niższe dane o wydatkach konsumpcyjnych (+0,2% wobec oczekiwanych +0,4%). W wyniku realizacji wyższej inflacji (+0,2%) realny dochód rozporządzalny wzrósł o 0,2%, słabo biorąc pod uwagę ostatnie miesiące, lecz całkiem nieźle w porównaniu do poprzedniego roku. Roczna inflacja PCE znajduje się już na poziomie 1,8%, zaś wskaźnik bazowy dotarł do 1,5%.



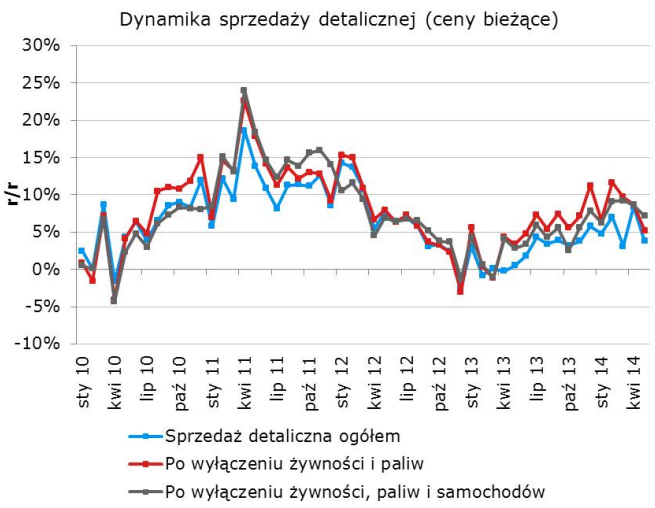
Wyhamowanie konsumpcji nadal rozpala wyobraźnię inwestorów i doszukują się w nim... no właśnie nie za bardzo wiemy, czego. Dotychczasowe zachowanie realnych dochodów rozporządzalnych nie neguje wzrostów konsumpcji (patrz wykres) i nie ma silnych podstaw, aby zostało w najbliższym czasie wykolejone (wszak rynek pracy się zacieśnia), zaś efektem rozbieżności pomiędzy konsumpcją a dochodem jest na razie zwiększenie stopy oszczędności (patrz wykres), co naszym zdaniem końcem świata nie jest.



Tymczasem rynki finansowe zachowują się, jakby powoli końcem świata się stawało (rentowności obligacji amerykańskich na poziomie 2,51 w momencie pisania tego zdania). Nie uważamy w tym miejscu za sensowne argumentów, że niższa realizacja PKB, poprzez obniżenie ścieżki prognoz PKB Fed spowoduje odwleczenie zmian w polityce pieniężnej (bo obniża się punkt startowy i tym samym realizacja r/r na koniec roku będzie niższa); co ciekawe, wczorajsze komentarze z FOMC (Bullard, Lacker) wskazują na coś dokładnie odwrotnego. PKB jest tylko jednym z mierników stanu gospodarki i w obecnym momencie wiadomo, że w dużej mierze spadek wynikał z czynników stricte egzogenicznych i gospodarka szybko wraca do formy. Co więcej, nawet gdyby przyjąć argumentację, że niższa realizacja PKB powiększa i tak już istniejącą lukę po popytową, to do wykorzystania tego argumentu należałoby mieć pewność co do sposobu jej pomiaru i przyczynowość z takiego pomiaru wynikającą – inflacja jednak mocno się oderwała od poziomów implikowanych przez myślenie tego typu. Uważamy tym samym, że inflacja – jako zmienna wynikowa oddziaływania luki czy czegoś konceptualnie zbliżonego – jest ważniejsza dla Fed niż liczenie stopnia niewykorzystania mocy wytwórczych (nie jest tajemnicą, że Yellen opiera się w tym przypadku na rynku pracy a pierwszy kwartał przyniósł koniunkcję silnego spadku PKB i kreację 600tys. miejsc pracy, co pozostaje lokalnym rekordem). Implikacje dla instrumentów stopy procentowej są naszym zdaniem w tym przypadku jednoznaczne: spadki rentowności mają kiepską podbudowę makro i związane są zapewne w większej mierze z innymi czynnikami, co sprawia, że rynek może być podatny na korektę.

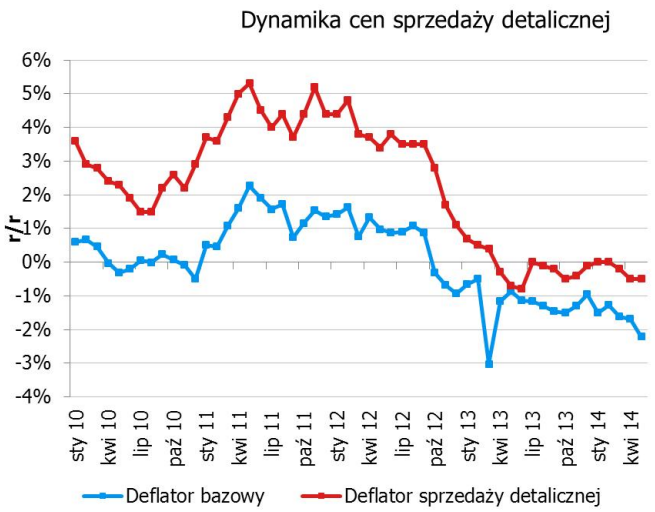
Sprzedaż detaliczna odreagowuje po wynikach z kwietnia, napędzanych przez przesuniecie wydatków świątecznych. Szanse na słabszy odczyt PKB w II kwartale rosną.

Sprzedaż detaliczna w maju wzrosła o 3,8% w ujęciu rocznym (nasza prognoza 5,4%, konsensus 6,4%). Wynik jest naszym zdaniem wyłącznie efektem działania odwrócenia czynników jednorazowych, które wpływały na sprzedaż w I kwartale (sprzedaż samochodów) oraz w kwietniu (przesunięcie wydatków wielkanocnych). Widać to wyraźnie, kiedy poddaje się analizie nie surowe wyniki sprzedaży, lecz liczone przez nas syntetyczne wskaźniki „po wyłączeniu" (patrz wykres). Dlatego darujemy sobie zwykle standardowy przegląd kategorii sprzedaży. Dużo ciekawsze wydają się implikacje odczytu.



Po pierwsze zatem nie widzimy powodów, aby trend na

konsumpcji (sprzedaży) został zahamowany. Wydatkom konsumenckim sprzyjają tendencje na rynku pracy połączone z obniżającą się inflacją oraz rosnącym optymizmem gospodarstw domowych (analiza danych sugeruje, że dochodów wystarcza i na konsumpcję, i na pewne odbudowanie oszczędności, o czym świadczy przyspieszenie akumulacji depozytów terminowych). Po drugie jednak, PKB jest liczone z faktycznych danych, a temu przesunięcia wydatków z I na II kwartał, widoczne w danych o sprzedaży, nie sprzyjają. W tym zakresie zdiagnozowaliśmy już potencjał do odreagowania dobrych wyników z I kwartału w danych o inwestycjach i – być może także – konsumpcji. Odreagowanie na inwestycjach podyktowane może być z jednej strony budownictwem, z drugiej ograniczeniem sprzedaży aut z kratką (mini-boom skończył się tak szybko jak się zaczął i koncentrował się na I kwartale). Z uwagi na fakt, że konsumpcja może być na poziomie sprzedaży samochodów nierozróżnialna z inwestycjami, ograniczona sprzedaż aut może też prowadzić do zmniejszenia dynamiki konsumpcji względem tej zaobserwowanej w I kwartale. W takim scenariuszu oczywiście spowolnienie inwestycji byłoby mniejsze, a zmniejszenie dynamiki PKB bardziej równomiernie rozłożone na składniki popytowe. Dołek we wzrostowej trajektorii PKB pozostaje jednak dołkiem, a kompozycja nie ma tu większego znaczenia operacyjnego dla RPP.



Nie ma znaczenia tym bardziej, że deflacja na towarach wyraźnie się rozpędza (patrz wykres). To właśnie te kategorie cen najsilniej reagują na zmiany koniunktury i są niejako wyrazem globalnych tendencji, które inne banki centralne wykorzystują jako pretekst do stymulowania gospodarki. Czy na taką domniemaną stratę w dobrobycie RPP może sobie pozwolić? Naszym zdaniem nie i opublikowane dane wspierają naszą prognozę wznowienia cyklu obniżek stóp w Polsce. Ważnym argumentem jest tu wyhamowanie PKB w II kwartale do poniżej 3% r/r, co chłodzić będzie optymizm w RPP. Naszym zdaniem w ciągu najbliższych trzech miesięcy RPP zdecyduje się na 50pb obniżkę stóp procentowych. Afera podsłuchowa jest tylko szumem i nie wpłynie na decyzję o stopach.

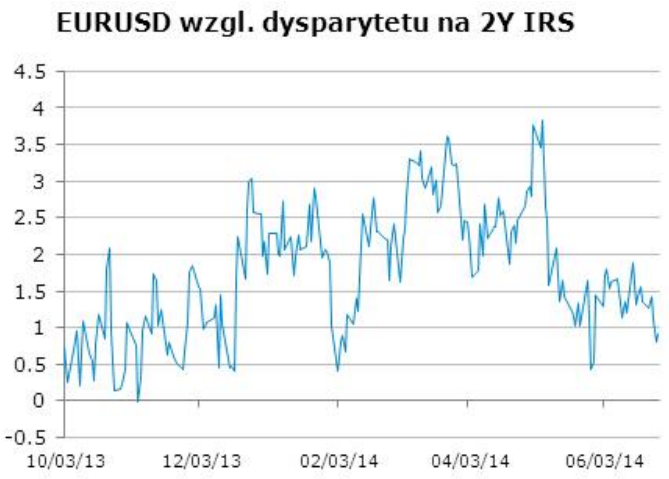
EURUSD fundamentalnie

EURUSD nadal wykonuje ruchy robaczkowe, które mają naszym zdaniem dość luźny związek z danymi makro. Można śmiało stwierdzić, że EURUSD stoi w miejscu, co spójne jest z dokładnie tym samym kierunkiem obranym przez stopy procentowe w strefie euro oraz USA. Nie widzimy jednak większego sensu z tym wspólnym ruchu, a już na pewno nie widzimy powodu, aby wiązać go z czynnikami makroekonomicznymi. O ile niższe rentowności bundów mogą być uzasadnione flautą w gospodarce europejskiej i oczekiwaniem na jeszcze niższe stopy procentowe (i QE) to w USA trudno zastosować ten sam argument. Rynek tkwi w głębokiej abnegacji, co powinno naszym zdaniem doprowadzić do rozszerzenia się spreadu pomiędzy stopami w USD i EUR. To z kolei powinno prowadzić do umocnienie dolara. Dziś, oprócz inflacji w Niemczech, dane z drugiej i trzeciej ligi – bez znaczenia.

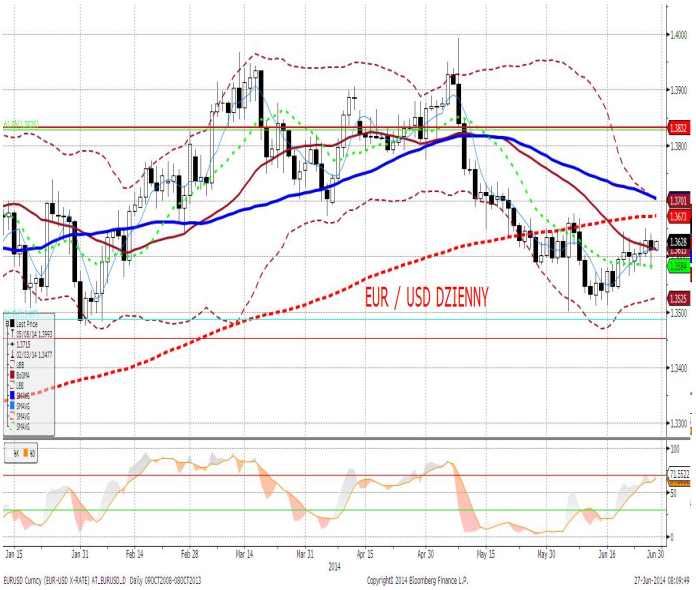
EURUSD technicznie

Zachowanie EURUSD nie daje najmniejszego powodu do wątpienia w obowiązujący range (1,3500 - 1,3670). Wczoraj obserwowaliśmy wyłamanie (w dół) z rosnącego trójkąta i chwilowy atak na kolane minima (1,3575). Efekt? Szpilka poniżej MA55 na 4H i powrót do zanegowanego wcześniej trójkąta. Niewielka zmienność i dość losowe ruchy wewnątrz węższego range (1,3575-1,3650) sprawiają, że na razie nie zajmujemy pozycji, czekając na rozstrzygnięcie w jedną lub drugą stronę.

Wsparcie	Opór
1,3580	1,3734
1,3503	1,3710
1,3477	1,3671



* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EURIRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.



EURPLN fundamentalnie

Dane o sprzedaży detalicznej nie wpłynęły na kurs złotego. Niemniej, odnotowaliśmy wczoraj całkiem znaczące osłabienie polskiej waluty, które zatrzymało się na 4,1615 (w tym momencie ani rynek długu nadmiernie nie podupadł, ani giełda). Jedynym analogonem do zachowania polskiej waluty był forint, gdzie bank centralny umożliwił zabezpieczenie niskich stóp procentowych bankom kupującym obligacje rządowe (swap stopy zmiennej na stałą). Dzięki temu de facto przypieczętował się okres długiego finansowania po niskich stopach. Być może inwestorzy próbowali zagrać ten scenariusz także i w Polsce (lub też zadziałała wyprzedaż koszykowa na walucie). Naszym zdaniem pomysł przełożenia tego instrumentu na grunt polski jest grubymi nićmi szyty: 1) po ostatnich zawirowaniach politycznych RPP jak ognia unikać będzie wszelkich konotacji z rządem, 2) drogi NBP i NBH mocno się ostatnio rozeszły, gdy RPP zablokowała scenariusz obniżek stóp poprzez forward guidance (niemniej naszym scenariuszem bazowym jest właśnie obniżka stóp). Niewykluczone jednak, że pogrywanie NBH z premią za ryzyko może być ważną wytyczną dla RPP, na co inwestorzy obecnie zezwalają, a na co nie.

EURPLN technicznie

EURPLN dotarł wczoraj w godzinach porannych do dolnego ograniczenia kanału wzrostowego na wykresie dziennym. Brak przełamania tamże sprowokował odwrócenie i dynamiczny ruch w górę. Wzrosty ostatecznie zatrzymały się na znanej nam już linii trendu wzrostowego. Na 4H mamy wyłamanie w górę z kanału spadkowego połączone z przełamaniem średnich. Co więcej, po początkowym wystrzale kurs nie zdołał powrócić do kanału i poniżej średnich. Nasza pozycja short okazała się być oparta o nietrwały sygnał, tracimy w wyniku S/L 240 pipsów i możemy tylko wyrazić żal, że S/L nie został ustawiony o włos (czyli o 10 pipsów) wyżej. Perspektywy dla EURPLN są wzrostowe i z kanału możemy wyznaczyć dla wzrostów cel na 4,1850-4,19.

Wsparcie	Opór
4,1330	4,1850
4,1285	4,1656
4,1154	4,1615

* 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.

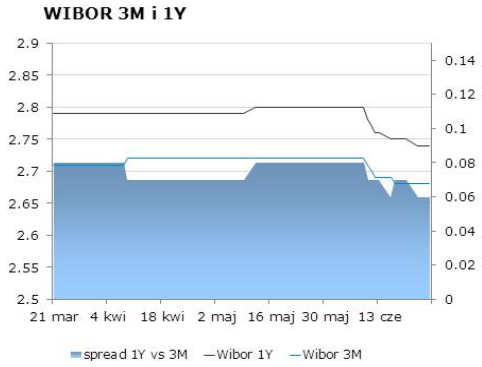
IRS	BID	ASK
1Y	2.44	2.46
2Y	2.47	2.53
3Y	2.58	2.61
4Y	2.73	2.76
5Y	2.88	2.91
6Y	3	3.04
7Y	3.11	3.14
8Y	3.29	3.32
9Y	3.26	3.29
10Y	3.42	3.46

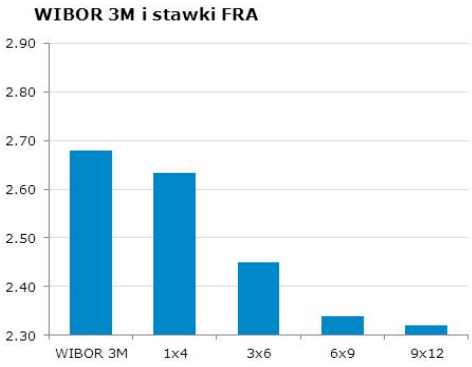
depo	BID	ASK
ON	2.4	2.7
1M	2.5	2.7
3M	2.5	2.7

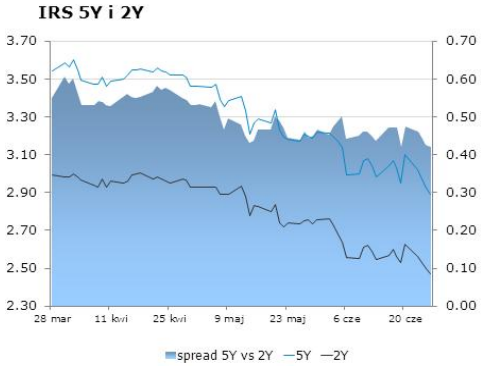
FRA	BID	ASK
1x2	2.59	2.64
1x4	2.57	2.63
3x6	2.39	2.45
6x9	2.29	2.34
9x12	2.27	2.32

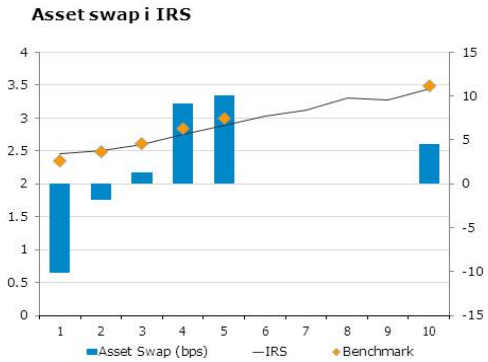
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1358
USD/PLN	3.0361
CHF/PLN	3.3993

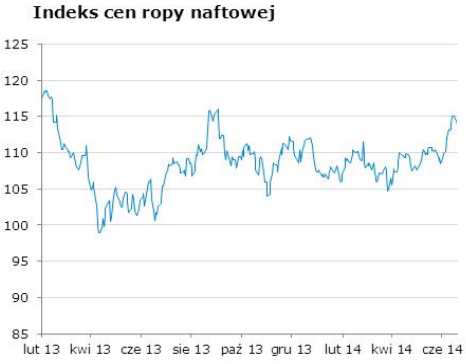
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3609
EUR/JPY	138.48
EUR/PLN	4.1499
USD/PLN	3.0489
CHF/PLN	3.4143

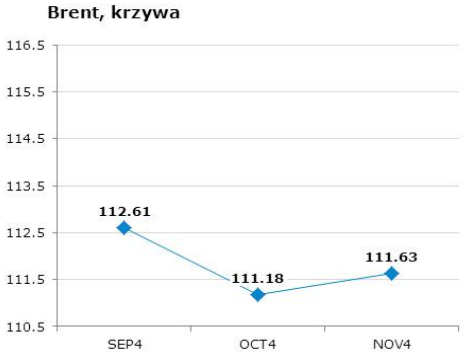












Uwaga!
Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie 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.