

15 lipca 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 zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
14.07.2014 PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		-1.2	0.8	-1.1
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	maj	623	573	1028	280
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	maj	13950	13724	14207	13642
14:00	POL	Import (mln EUR)	maj	13300	13247	13351	13467
14:00	POL	M3 r/r (%)	cze	5.5	5.3	5.3	5.2
15.07.2014 WTOREK							
	JAP	Decyzja BoJ (bln JPY)	lip		270	270	270
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	cze		67.9	67.7	
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	cze		30.0	29.8	
14:00	POL	CPI r/r (%)	cze	0.1	0.2	0.2	
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	lip		17.00	19.28	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	cze		0.6	0.3	
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	cze			47.1	
16.07.2014 ŚRODA							
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	cze		12.5	12.5	
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze		9.0	8.8	
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q2		7.4	7.4	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	cze	0.8	0.8	0.8	
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	cze	4.5	4.7	4.8	
14:00	POL	Przeciętne zatrudnienie r/r (%)	cze	0.7	0.7	0.7	
14:30	USA	PPI r/r (%)	cze		1.9	2.0	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.3	0.6	
17.07.2014 CZWARTEK							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	cze	1.8	4.0	4.4	
14:00	POL	PPI r/r (%)	cze	-1.8	-1.8	-1.0	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	12.07		310	304	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	cze		1020	1001	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	cze		1045	1005	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	lip		16.0	17.8	
18.07.2014 PIĄTEK							
15:55	USA	Wsk. koniunktury kons. U.Mich. (pkt.)	lip		83.0	82.5	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska. Dziś opublikowany zostanie odczyt CPI. W czerwcu inflacja najprawdopodobniej nieznacznie spowolniła - zawdzięczamy to wciąż ekstremalnie niskim cenom żywności (kategorie sezonowe, takie jak warzywa i owoce) i stabilnym cenom paliw. Również kategorie bazowe najprawdopodobniej zachowały się w sposób stabilny. Dziś poznamy także wykonanie budżetu w czerwcu. Ze wstępnych informacji udzielonych przez resort finansów wiemy, że deficyt budżetowy wyniósł po czerwcu około 25 mld PLN, istotnie poniżej harmonogramu.

Gospodarka globalna. Dziś poznamy wskazania niemieckiego indeksu ZEW. Lipiec będzie najprawdopodobniej kolejnym miesiącem lekkiego pogorszenia nastrojów niemieckich finansistów. Po drugiej stronie Oceanu opublikowane zostaną informacje o sprzedaży detalicznej (oczekiwany lekki wzrost na bazie miesięcznej, wspierany m.in. dobrą sprzedażą samochodów i wzrostami cen paliw) oraz indeks Empire State.

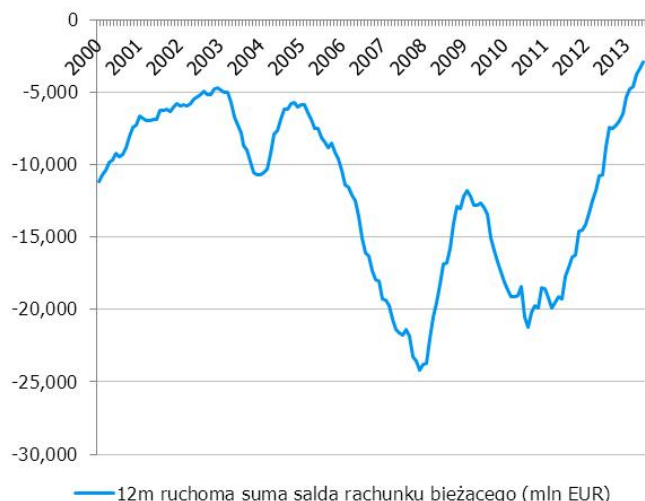
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- NBP: Nadwyżka w obrotach bieżących w maju wyniosła 280 mln euro wobec 941 mln euro nadwyżki w kwietniu (**więcej w sekcji analiz**).
- NBP: Podaż pieniądza (M3) w czerwcu 2014 r. wzrosła o 0,4 proc. mdm (**więcej w sekcji analiz**).

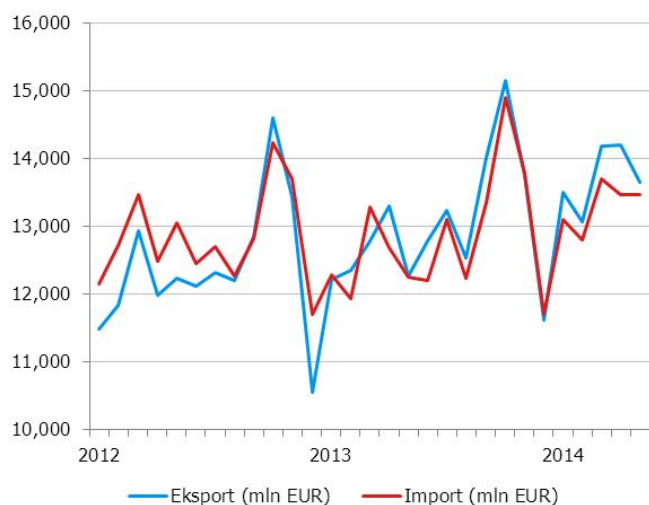
Decyzja RPP (3.09.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.217	-0.002
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	2.547	-0.013
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	3.430	0.000
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 50 bps				

Rachunek bieżący wciąż na dodatnim terytorium

Rachunek bieżący pozostał w maju na dodatnim terytorium (+280 mln EUR, poprzednio 941 mln EUR). 12m rolowana suma pnie się wyżej i wyżej (w relacji do PKB saldo obrotów bieżących wynosi już tylko -0,7%), i biorąc pod uwagę fakt, że w najbliższych miesiącach z okienka „wychodzić” będą obserwacje ujemne, obecny cykl ma szansę zakończyć się powyżej zera, co nie umknie uwadze inwestorom zagranicznym, którzy tego rodzaju statystyki wykorzystują do automatycznego „przesiewu” krajów EM pod kątem atrakcyjności inwestycyjnej i ryzyka walutowego.



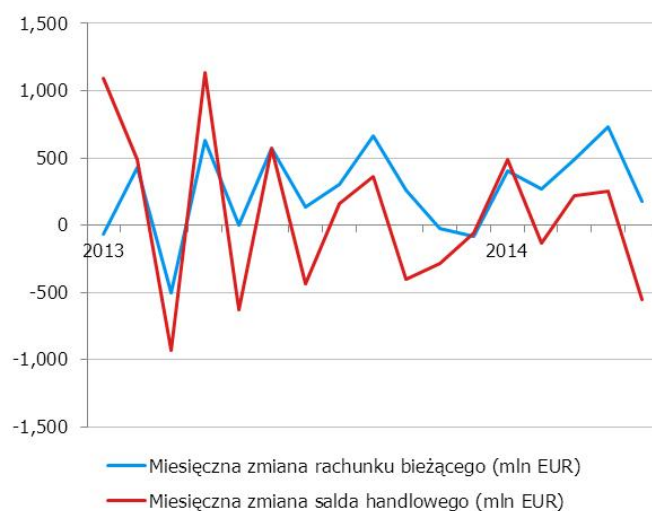
Główną determinantą miesięcznych zmian na rachunku bieżącym jest bilans handlowy (patrz rysunek poniżej). Jest on także determinantą szeroko rozumianej cykliczności rachunku bieżącego (tendencja do pograżania w deficyty w epizodach przyspieszenia gospodarczego). Pozostałe kategorie rachunku bieżącego stanowią mniej lub bardziej stabilne tło, odpowiadają za zmiany sezonowe (saldo transferów i saldo dochodów) lub też stanowią źródło stałej, ujemnej kontrybucji (ujemne saldo dochodów, typowe dla importerów kapitału).



Ostatni miesiąc przyniósł pogorszenie (dodatniego) salda handlowego (spadek z +733 do +175), do którego doszło za sprawą obniżenia eksportu przy stabilnym imporcie. Potwierdza to tezę o dobrej kondycji popytu wewnętrznego, ale jednocześnie nie falsyfikuje tezy o sile polskiego eksportu (nieprzypadkowo słab-

sze dane o eksporcie zbiegają się z generalnie słabszymi danymi z sektora przemysłowego z całej strefy euro; cały czas przecież szybko kurczą się rynki wschodnie).

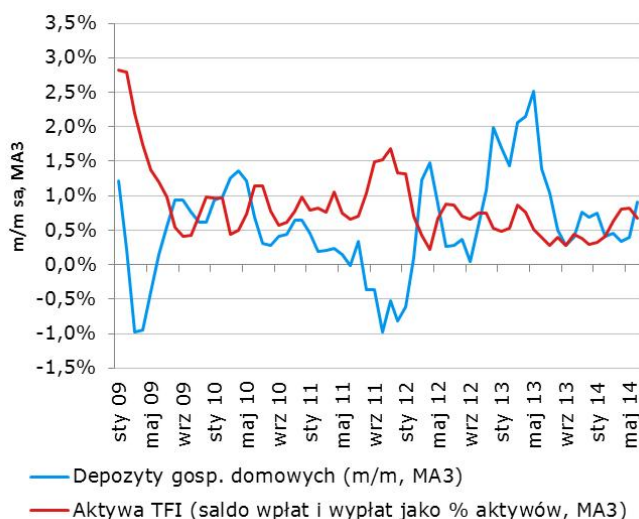
Dalecy jesteśmy więc od stwierdzenia, że w najbliższym czasie cały rachunek bieżący znajdzie się pod presją. Po pierwsze, coraz bardziej skłaniamy się ku tezie, że przy oczekiwanym tempie wzrostu polskiej gospodarki wcale nie muszą pojawiać się deficyty handlowe (konkurencyjny eksport + w dużej mierze nasycony już towarami zagranicznymi rynek wewnętrzny). Po drugie, jeśli wzrost za granicą zawiedzie i okłapnie eksport, automatyczne dostosowanie importu nie musi wcale wpędzać gospodarki w deficyty (mechanizm poprawy bilansu handlowego w momencie osłabienia koniunktury to fakt dość powszechnie akceptowany). Próby wpędzania Polski w deficyty bieżące w nadchodzących latach wcale nie muszą być uzasadnione (a jest to konsensus rynkowy). Niższy deficyt = niższe ryzyko walutowe = prawdopodobnie także niższa zmienność i większa atrakcyjność rynku długu. Dodając do tego rekordowo wysokie realne stopy procentowe otrzymujemy koktajl, który odpowiada za niestabilną atrakcyjność polskiego długu wśród inwestorów, głównie zagranicznych.



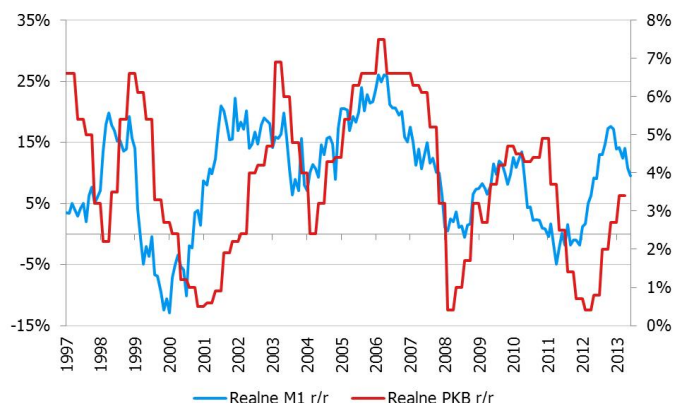
Stabilizacja dynamiki podaży pieniądza, kontynuacja ożywienia akcji kredytowej

W czerwcu podaż pieniądza wzrosła o 0,4% m/m, w zasadzie zgodnie z oczekiwaniami ankietowanych ekonomistów i nieco poniżej naszych prognoz. W ujęciu rocznym dynamika podaży pieniądza utrzymała się na poziomie 5,2%. Podobnie, jak w poprzednich miesiącach, szczegółowa analiza poszczególnych składowych (zarówno po stronie depozytowej, jak i kredytowej), ujawnia szereg tendencji, niekoniecznie składających się na spójny obraz.

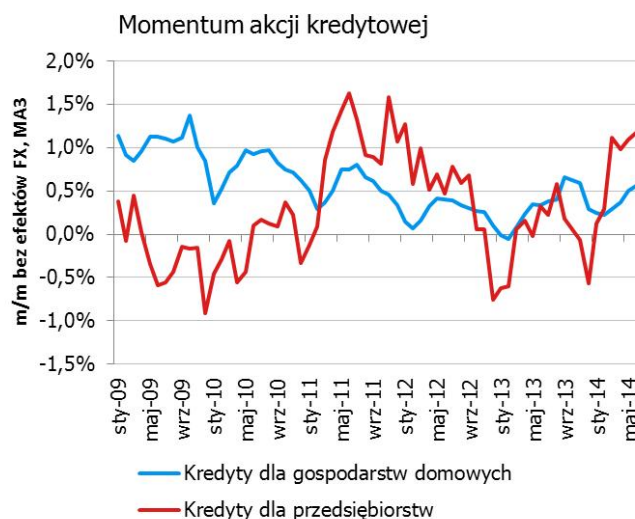
Po pierwsze, dynamika depozytów gospodarstw domowych, pomimo niskiej bazy z poprzedniego roku (II połowa 2013 to okres rekordowo niskich przyrostów), spowolniła z 6,1 do 5,8%. Tym samym, okres mocnych wzrostów depozytów detalicznych (od początku roku) dobiega końca i, jak to często ma miejsce, koresponduje ze wzrostem zainteresowania TFI. Istotnie, w czerwcu saldo wpłat i wypłat środków do TFI wyniosło ok. 3,5 mld zł (najwięcej od marca 2013 roku). Nawiasem mówiąc, szczegółowe dane na temat wyników poszczególnych typów funduszy nie są dostępne, ale na podstawie przyrostu aktywów można wnioskować, że największym zainteresowaniem cieszyły się fundusze dłużne (przeważała atrakcyjność przeszłych stóp zwrotu?). Po drugie, przyspieszyła dynamika depozytów przedsiębiorstw (wzrost o 1,8% m/m po odsezonowaniu). Tutaj możemy jedynie po raz kolejny odnotować korelację z wynikami finansowymi przedsiębiorstw i niemożność wydzielenia wkładu wydatków i przychodów przedsiębiorstw na te ostatnie, jak również na stan środków zgromadzonych przez nie w bankach.



Wreszcie, po raz kolejny negatywną niespodziankę sprawiła kategoria pieniądza gotówkowego w obiegu (spowolnienie z 9,5% do 7,1% r/r). Jakkolwiek jest to kategoria wrażliwa na efekty sezonowe i układ kalendarza (np. efekt wypłat gotówki przed "długimi weekendami"), nie sposób nie zauważyć, że implikuje to kolejne przesunięcie struktury płynnościowej podaży pieniądza w kierunku elementów mniej płynnych. Słabość M1, obserwowana od początku roku (patrz wykres poniżej), była zatem kontynuowana również w czerwcu.



Wreszcie, strona kredytowa M3 po raz kolejny przynosi niemal wyłącznie pozytywne sygnały. W czerwcu należności od gospodarstw domowych wzrosły o 0,7% (po wyłączeniu zmian kursowych o 0,5%), od przedsiębiorstw zaś - o 1,2% (po wyłączeniu zmian kursowych o 1,1%). Momentum akcji kredytowej dla przedsiębiorstw jest więc całkiem dobre i napędzane, jak wielokrotnie wskazywaliśmy, już nie tylko kredytem inwestycyjnym. W efekcie, nasza prognoza wzrostu wolumenów kredytów dla przedsiębiorstw (o 8-10% na koniec roku) wydaje się bardziej prawdopodobna. Mocniejsze lewarowanie przedsiębiorstw (dwucyfrowe dynamiki wolumenów kredytowych) wymagałoby najprawdopodobniej trwałego przyspieszenia dynamiki PKB powyżej 4%. W przypadku gospodarstw domowych w dalszym ciągu nie widać oznak istotnego ożywienia akcji kredytowej - przyrosty kredytów konsumpcyjnych (główny czynnik odpowiadający za wzrost dynamik kredytów dla gospodarstw domowych w zeszłym roku) są w dalszym ciągu umiarkowane.



EURUSD fundamentalnie

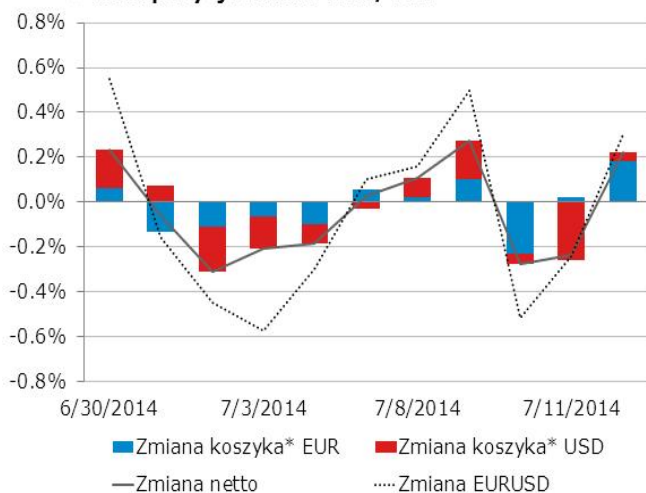
EURUSD przeżył wczoraj typowy dla siebie dzień. Rano, jeszcze przed publikacją produkcji przemysłowej (gorszej) odnotowaliśmy wystrzał w górę, który de facto wyznaczył cały przedział zmienności na poniedziałek (1,36-3639); nasz model zmian EURUSD sugeruje, że za wystrzał odpowiada głównie zmiana EUR (umocnienie) i minimalnie USD (osłabienie). Później nie działo się nic i kurs powoli dryfował na południe. Klimat wyraźnie wakacyjny. Dziś publikacja sprzedaży detalicznej (USA) oraz indeksu ZEW (Niemcy). Daleko ważniejsza będzie ta z drugiej strony Oceanu, gdyż siła popytu konsumpcyjnego jest podwaliną pod scenariusz ożywienia oraz inflacji. Na deser przemówienia: Mark Carney i Janet Yellen. Rynki dyskontują już łagodniejsze scenariusze dla polityki pieniężnej (przestrzeń do zaskoczeń jest więc asymetryczna). Nie spodziewamy się jednak znaczącej reakcji na EURUSD, gdyż po fazie risk off z ubiegłego tygodnia solidnie wyprzedane stopy procentowe (wykupione obligacje) będą korygować się w tandemie po jednej i drugiej stronie Oceanu w reakcji na jakiegokolwiek bardziej jastrzębie komentarze Yellen bądź Carneya.

EURUSD technicznie

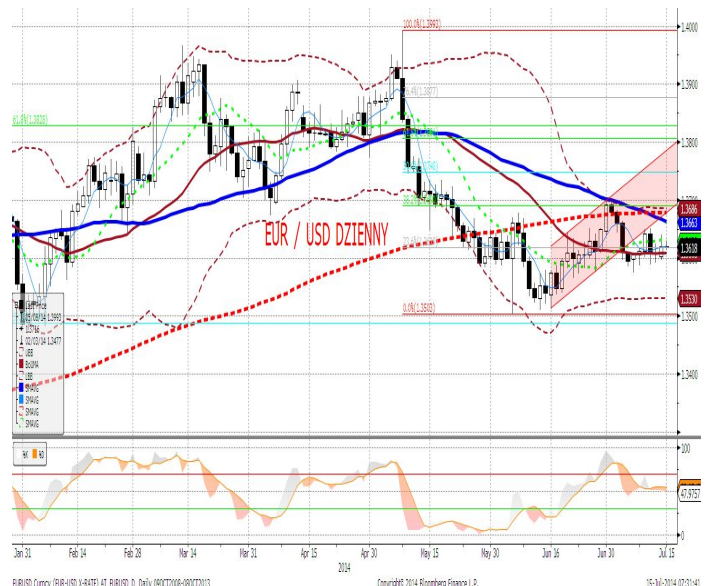
EURUSD kontynuuje zmagania z górnym ograniczeniem kanału spadkowego widocznego na 4H. Kurs oscyluje wokół średnich na 4H i niczym po sznurku porusza się wzdłuż BolIMA na dziennym. Ewidentnie brak momentum, notowania utknęły w trendzie bocznym, dlatego nie decydujemy się grać na zejście kursu w stronę dna kanału. Pozostajemy poza rynkiem czekając na sygnały zwiastujące początek kierunkowego trendu.

Wsparcie	Opór
1,3605	1,3748
1,3503	1,3700
1,3453	1,3663

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Złoty stabilny. Bardzo stabilny. Wczorajsza publikacja danych o bilansie płatniczym (i podaży pieniądza M3) przebiegły bez echa. Dziś inflacja CPI. Wydaje nam się, że po odczytach regionalnych oczekiwania przesunęły się w okolice 0-0,2% w ujęciu rocznym (nasza prognoza to 0,1%). Reakcja na zaskoczenia nie będzie książkowa. Kurs walutowy rządzi rynki obligacji i tym samym zaskoczenie w dół (odczyt ujemny) może spowodować umocnienie złotego i vice versa.

EURPLN technicznie

Przy niewielkiej zmienności EURPLN osuwa się na południe. Notowania są prowadzone przez średnie ruchome i nie pojawiają się oznaki wybicia z konsolidacji. Fakt, że przy braku impulsów domyślnym kierunkiem dla EURPLN jest spadek, odczytujemy za dobrą monetę i utrzymujemy naszą pozycję short (wejście 4,1425, S/L 4,1610).

Wsparcie	Opór
4,1285	4,1750
4,1234	4,1535
4,1208	4,1465

Czynnik krajowy* w EURPLN

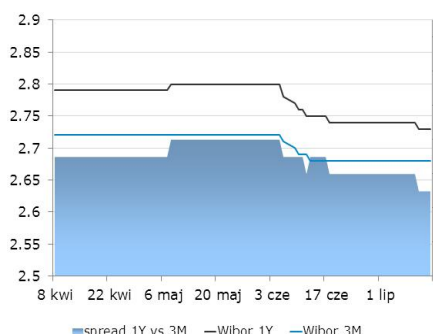


* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe.

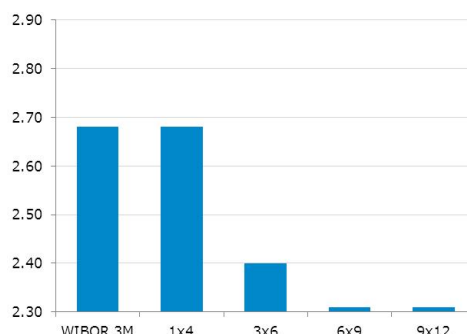


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.425	2.46	ON	2.4	2.7	EUR/PLN	4.1390
2Y	2.46	2.52	1M	2.5	2.7	USD/PLN	3.0368
3Y	2.56	2.59	3M	2.5	2.7	CHF/PLN	3.4102
4Y	2.71	2.74					
5Y	2.85	2.88					
6Y	2.97	3.00	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
7Y	3.07	3.10	1x2	2.49	2.54	EUR/USD	1.3619
8Y	3.16	3.19	1x4	2.63	2.68	EUR/JPY	138.26
9Y	3.24	3.27	3x6	2.35	2.40	EUR/PLN	4.1375
10Y	3.31	3.34	6x9	2.28	2.31	USD/PLN	3.0331
			9x12	2.26	2.31	CHF/PLN	3.4057

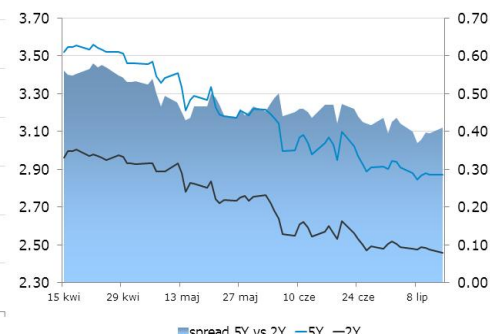
WIBOR 3M i 1Y



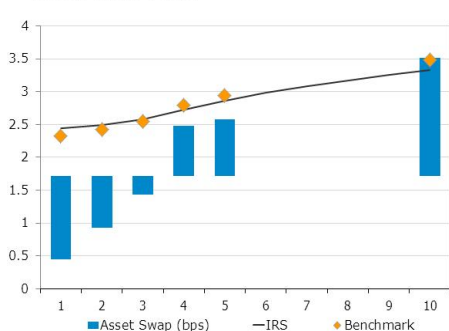
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



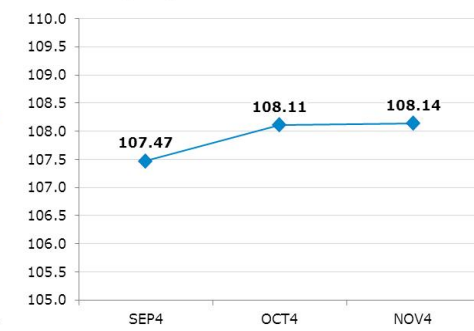
Asset swap i IRS



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 danych 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.