

17 marca 2015

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

Karol Klimas
analityk
tel. +48 22 829 02 56
karol.klimas@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		
16.03.2015 PONIEDZIAŁEK							
13:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	mar		8.00	7.78	6.90
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	sty	-681	-920	-1005	56
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sty	13400	12763	11967	13472
14:00	POL	Import (mln EUR)	sty	13200	12912	12600	12451
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sty	0.6	0.7	0.5	0.6
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lut	0.5	0.5		0.4
14:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)			0.3	-0.3 (r)	0.2
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	lut			1.3	24.6
17.03.2015 WTOREK							
	JAP	Decyzja BoJ (bln JPY)	mar		80	80	80
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	mar		48.1	45.5	
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	mar		58.0	53.0	
13:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	lut		1040	1065	
13:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	lut		1065	1060 (r)	
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	lut	3.2	3.2	3.6	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lut	1.3	1.3	1.2	
18.03.2015 ŚRODA							
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	lut		5.6	5.7	
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lut	4.9	4.0	1.7	
14:00	POL	PPI r/r (%)	lut	-2.7	-2.7	-2.9	
14:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lut	2.2	0.0	0.1	
19:00	USA	Decyzja FOMC (%)	mar		0.25	0.25	
19.03.2015 CZWARTEK							
13:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.03			289	
14:00	POL	Minutes RPP	mar				
15:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	mar		8.0	5.2	
20.03.2015 PIĄTEK							
14:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS	mar				
14:00	POL	Koniunktura biznesowa GUS	mar				
14:00	POL	Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych	2014				

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Dziś opublikowane zostaną dane z rynku pracy. Oczekujemy nieznacznego przyspieszenia dynamiki zatrudnienia (neutralne momentum skutkuje niewielkim miesięcznym wzrostem zatrudnienia) i spadku dynamiki płac (wypadkowa dni roboczych w przetwórstwie, wysokiej bazy w górnictwie i efektów jednorazowych w transporcie).

Gospodarka globalna. W strefie euro warto odnotować publikację indeksów ZEW za marzec. Z perspektywy oceny stanu gospodarki są one bezużyteczne, stanowią jednak pewien próbiez optymizmu na rynkach w odniesieniu do eurolandu. Raid europejskich giełd w ostatnich dniach sugeruje pozytywną niespodziankę w wynikach ankiety. W Stanach Zjednoczonych zostaną opublikowane dane dotyczące aktywności w budownictwie mieszkaniowym w lutym.

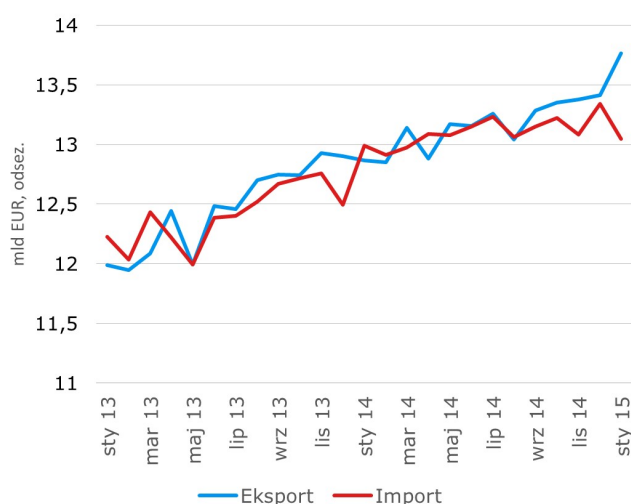
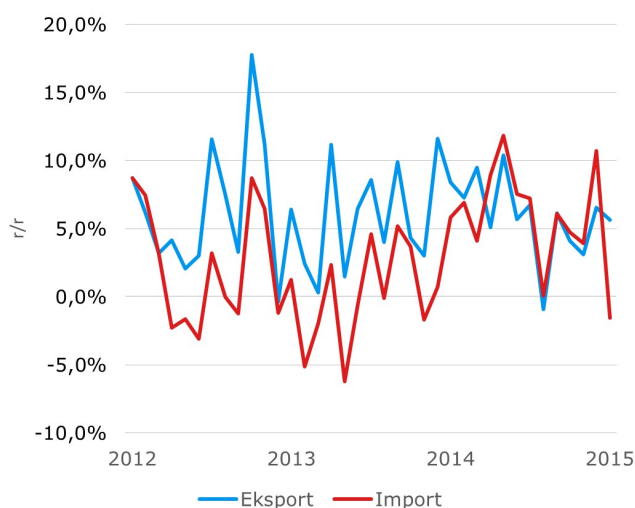
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- NBP: Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła w lutym 0,4 proc. rdr wobec 0,6 proc. rdr w styczniu
- NBP: Nadwyżka w obrotach bieżących w styczniu 2015 roku wyniosła 56 mln euro wobec 1 005 mln euro deficytu w grudniu 2014 roku
- MF: Deficyt budżetu państwa po lutym wyniósł 11 331,2 mln zł, czyli 24,6 proc. planu na 2015 r.

Decyzja RPP (15.04.2015)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.251	-0.005
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.080	-0.033
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.458	-0.035
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Solidna poprawa na rachunku bieżącym

Rachunek bieżący poprawił się w lutym znacząco do 56mln EUR z prawie nieco ponad miliardowego deficytu miesiąc wcześniej (nasza prognoza deficytu, -681mln EUR, plasowała się po tej lepszej stronie konsensusu rynkowego, wynoszącego -953mln EUR). Jest jedna przyczyna tak dobrego wyniku: najlepszy w historii wynik na bilansie handlowym (+1021 mln EUR) spowodowany prawdziwym tąpnięciem na imporcie, przy solidnym wzroście eksportu, co akurat nie dziwi nas wcale biorąc pod uwagę cykliczne ożywienie w strefie euro (patrz wykres, bez i po odsezonowaniu). Pozostałe elementy rachunku bieżącego zachowały się zgodnie z tendencjami sezonowymi.



Zanim przejdziemy do przyczyn wyhamowania importu, umieścimy ten fenomen w szerszym kontekście. Otóż przeciwnie do często zdarzających się niespodzianek na imporcie, ta była niemal zgodna (średnia szacunków 12600mln EUR) ze wskazaniem modeli ekonometrycznych opartych na faktycznych danych o sprzedaży, produkcji, kursie walutowym i imporcie ropy. Szkopuł tkwił w niezgodności wskazań modeli z naturalnymi tendencjami sezonowymi (bardzo silnymi w tej serii) i dlatego import został przez nas zrewidowany w górę; jak się okazało - niepotrzebnie. Wracając z kolei do przyczyn wyhamowania, bezpośrednim kandydatem jest import ropy naftowej (efekt cenowy i wolumenowy). Pośrednio pewną wagę można

przypisać też mocnemu dolarowi (dolar to dominująca waluta w imporcie zaopatrzeniowym), niemniej biorąc pod uwagę politykę kursową przedsiębiorstw raczej trudno spodziewać się efektów skokowych, raczej ciągłych i bardziej rozciągniętych w czasie.

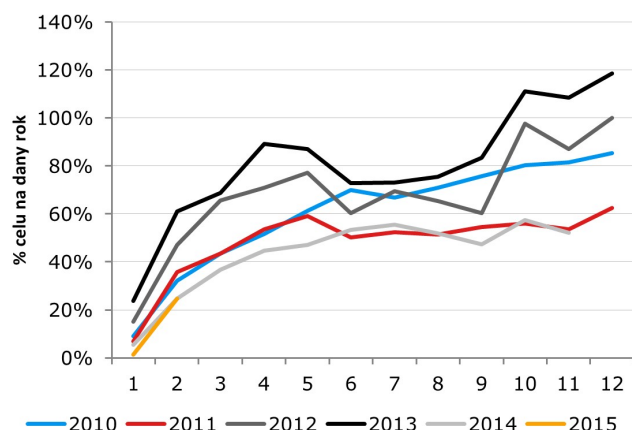
Nasz pogląd na rachunek bieżący pozostaje bez zmian. Nawet szcątkowe ożywienie w strefie euro będzie w stanie podźwignąć eksport i będzie to miało miejsce mimo spadków eksportu na wschód. Silny popyt wewnętrzny będzie z kolei napędzał import (ostatni odczyt to wypadek przy pracy), niemniej nie w zakresie obserwowanym podczas lat prosperity (2006-2008). Cały deficyt na rachunku bieżącym powinien w takiej sytuacji wykazywać delikatną tendencję do pogłębiania, zgodnie z trajektorią gospodarki.

Reakcja na dane była pozytywna na rynku walutowym i to jeszcze przed publikacją gorszych danych z USA o produkcji przemysłowej, która dodatkowo zachęciła kupujących PLN.

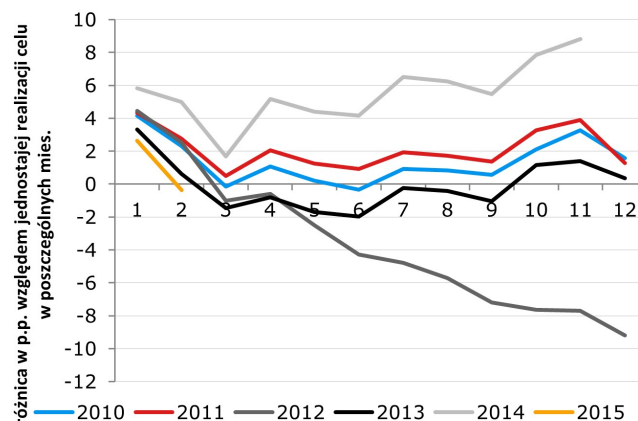
Duży, ale zgodny z harmonogramem przyrost deficytu po lutym

Po lutym deficyt budżetu państwa wzrósł do 11,3 mld zł, co stanowi 24,6% planu na ten rok i jest niemal idealnie zbieżne z harmonogramem na ten rok (a zatem to, co budżet państwa „nadgonił” w styczniu, w lutym „stracił”). Sam przyrost deficytu jest również spójny ze wzorcem sezonowym i nie odbiega od wartości odnotowywanych w poprzednich latach. Wrażenie pełnej kontroli nad budżetem sprawia również ścieżka realizacji całorocznego planu – okres styczeń-luty dla 2015 roku nie różni się nie czym od poprzedniego (patrz wykres poniżej).

Ścieżka wykonania deficytu w kolejnych latach



Dochody z VAT jako % celu MF na dany rok



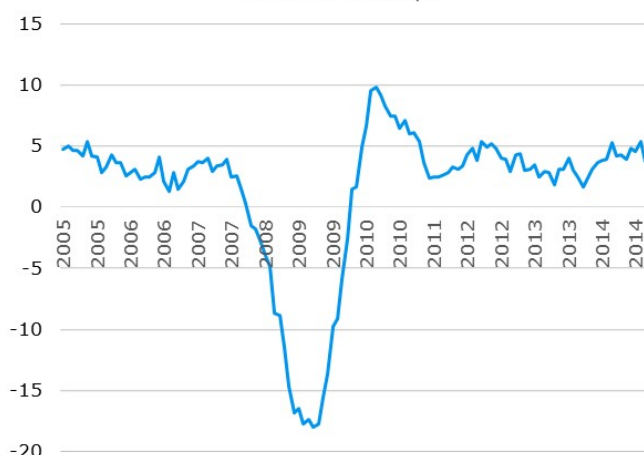
Fundamentalnie nie ma zatem powodów do niepokoju, jeżeli chodzi o wykonanie budżetu państwa. Ciekawszymi będą dane nt. wyniku całego sektora SFP za 2014, w odniesieniu do których przedstawiciele Ministerstwa już od paru tygodni zapowiadają negatywną niespodziankę (deficyt na poziomie 3,5–3,6%, zamiast oczekiwanych wcześniej 3%), związaną z wypłatą środków przez BFG i włączeniem PKP PLK do SFP. Ścieżka konsolidacji fiskalnej zapowiada się zatem na mniej stromą niż podejrzewano jeszcze kilka kwartałów temu.

Diabeł, jak zwykle, tkwi w szczegółach. W szczególności, obserwowana w poprzednim miesiącu słabość strony dochodowej utrzymała się. Dochody budżetowe ogółem są niższe od harmonogramu o ok. 1 p.proc. planu (3 mld zł), a szczególnie silnie braki dotyczą dochodów podatkowych, które w ujęciu rocznym spadły o 7,5%. Dynamiki (rdr) dla poszczególnych kategorii podatków kształtują się w lutym następująco: VAT -17,6%; akcyza +3,4%; CIT -0,5%; PIT 3,3%. Ponownie (w styczniu, przypomnijmy, spadły o 9,7%) zatem problematyczne okazują się dochody z podatku od towarów i usług i, jak wskazywaliśmy, nie musi to być oznaką załamania aktywności gospodarczej. Wydaje się raczej, że za słabe wykonanie VAT odpowiadają kwestie regulacyjne (zmiana sposobu rozliczania VAT dla importatorów) i utrzymująca się słabość sfery nominalnej, a w kolejnych miesiącach powinniśmy być świadkami normalizacji w tej kategorii. I ten problem znalazłby odzwierciedlenie w większym deficycie, gdyby nie spadek wydatków budżetowych w stosunku do harmonogramu. Szybki przegląd kategorii wskazuje na to, że za niższe wykonanie po stronie wydatkowej odpowiada dalszy spadek kosztów obsługi długu (o 27% r/r w okresie styczeń-luty). Wszystko wskazuje na to zatem, że solidne oszczędności z tytułu niższych stóp procentowych pojawią się również w tym roku.

USA: słaba produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła o 0,1% w lutym (nieco poniżej konsensusu wynoszącego 0,2%), zaś poprzedni odczyt został zrewidowany mocno w dół z +0,2% do -0,3%. Samo przetwórstwo przemysłowe spadło o 0,2% (to właśnie tej kategorii cały agregat zawdzięcza również solidną rewizję w dół w styczniu: zamiast +0,2% Fed obecnie podaje -0,3%; zrewidowany w dół został też grudzień: zamiast 0 jest obecnie -0,1%) i było to solidne odchylenie in minus od konsensusu rynkowego. Odczyt uratowała produkcja energii rosnąca z uwagi na anomalie pogodowe aż o 7,3%, a górnictwo jeszcze bardziej rozpędziło się w spadkach. Reakcja na dane, jak na tydzień z Fed i generalnie samą publikacją, była wyjątkowo znacząca: prawie cała krzywa przesunęła się w dół o 3-4 punkty (na koniec dnia większość spadków została zniwelowana).

Przetwórstwo r/r



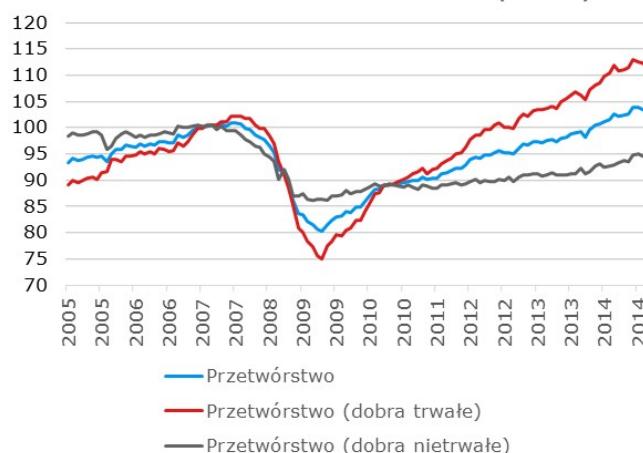
W przypadku przetwórstwa przemysłowego na uwagę zasługują 3 kwestie.

Po pierwsze – to akurat dowody anegdotyczne, ale odpowiedzialne za dobre cykliczne „story” dla przetwórstwa za ostatnie lata – powoli wyhamowuje tak zwany re-shoring, czyli realokacja wcześniej wyeksportowanych gałęzi przemysłu za granicę z powrotem do kraju. Impuls do realokacji dały ceny energii i generalnie polepszająca się jakość sieci energetycznej. W momencie, kiedy Europa pogrążyła się w antyatomowej histerii, ceny energii w USA zaczęły spadać, do czego przyczyniła się także rewolucja łupkowa. Obecnie bardzo mocny dolar spowolnił proces re-shoringu a nawet może go zatrzymać, gdyż niższe koszty zmienne produkcji w coraz mniejszym stopniu rekompensują spadek marż związanych z mocnym dolarem (szybszy wzrost płac będzie dodatkowym bodźcem do ograniczenia krajowej produkcji, zwłaszcza przy cyklicznym ożywieniu w Europie, którego załóżki obserwujemy).

Po drugie, przetwórstwo przemysłowe stoi dobrami trwałego użytku głównie związanymi z motoryzacją, ale także pozostałymi atrybutami amerykańskich gospodarstw domowych, które nie tyle można kupić na kredyt, co sfinansować prawie po zerowej stopie (patrz wykres, który dobitnie pokazuje przewagę produkcji dóbr trwałego użytku). Można mieć poważne wątpliwości, czy bez znaczącego przyspieszenia płac (wydatki na dobra nietrwałe) dotychczasowe tempo wzrostu produkcji utrzyma się po podwyżkach stóp procentowych. I choć w gruncie rzeczy można nazwać to normalną reakcją na zacieśnienie polityki pieniężnej, jej skala po recesji bilansowej jest ex ante nie znana.

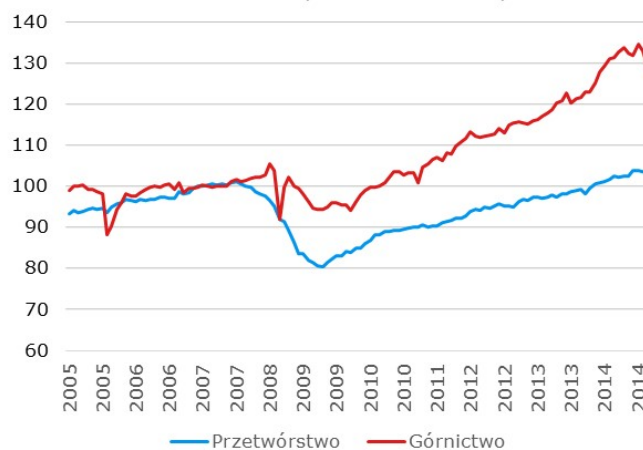
Dodatkowo, do przyspieszenia produkcji dóbr trwałego użytku przyczyniał się zapewne również boom łupkowy i inwestycje w sektorze naftowo-gazowym.

Przetwórstwo w rozbiciu na dobra (indeks)



Skoro już przy łupkach jesteśmy, ostatnie 5 lat nieprzerwanej passy wzrostowej górnictwa to właśnie ich efekt (patrz rysunek) i wygląda na to, że właśnie hossa się skończyła. Przy obecnych cenach ropy wydobycie z istniejących szybów jest jeszcze opłacalne, jednak w ciągu roku tracą one 70-80% mocy wytwórczych i konieczne są inwestycje, które obecnie już opłacalne nie są. W konsekwencji cykliczne ograniczenie liczby odwiertów i realokacja kapitału z tego sektora są pewne, łącznie z korektą produkcji tej części przemysłu (patrz niemal 10% korekta na końcu szeregu górnictwa, która wydarzyła się ledwie w 2 miesiące).

Górnictwo i przetwórstwo: łupki



Reasumując, produkcja przemysłowa weszła obecnie w ciężki okres, który prawdopodobnie przeobrazi się w cykliczne spowolnienie tego sektora trwające kilka kwartałów. Problem już wcześniej znajdował się na liście ryzyk Fed. Nie spodziewamy się jednak bezpośrednich odniesień do tego fenomenu na najbliższym, śródownym posiedzeniu. Dopóki rynek pracy jest mocny (stopa bezrobocia spada), Fed będzie trzymał palec na spuście do podwyżek stóp procentowych i będzie komunikował wolę do podwyżek stóp procentowych. Uważamy jednak, jakkolwiek nie byłaby reakcją rynkową po konferencji, temat niższych stóp procentowych, szczególnie w dłuższych terminach zapadalności, nie jest jeszcze zgrany choćby z uwagi na niepewną stopę docelową i niepewne tempo podwyżek stóp, na które wpływa obecnie niska inflacja oraz przede wszystkim - mocny (umacniający się) dolar.

EURUSD fundamentalnie

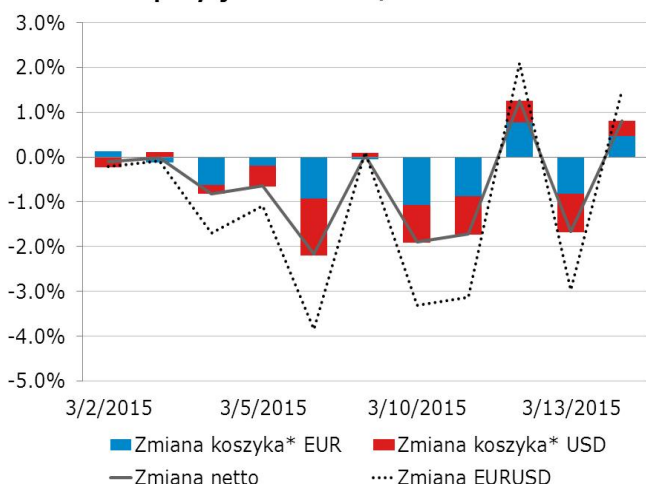
EURUSD odnotował wczoraj wzrostową sesję. Zaczęła się ona jeszcze w sesji europejskiej, czyli przed publikacją słabszych danych o produkcji przemysłowej w USA, które tylko tendencję wzrostową umocniły (technicznie notowania wybiły się ponad średnią na wykresie 1-godzinnym i zaczęła ona służyć za wsparcie). Być może chwilowo zbliżamy się do wyczerpania impulsu wzrostowego na USD, być może jest to po prostu realizacja części zysków przed Fed. Dziś indeks ZEW w Niemczech. Pozytywne niespodzianki wiążą się z solidnymi wzrostami na giełdach. Choć wcześniej dominowała korelacja giełda wyżej – euro niżej (być może siłą napędową były oczekiwania na europejskie QE połączone z automatyczną sprzedażą EUR na termin pod kątem przyszłej realizacji zysków), wczoraj się złamała. Pozytywna niespodzianka na ZEW będzie przyczynkiem do dalszych wzrostów EURUSD.

EURUSD technicznie

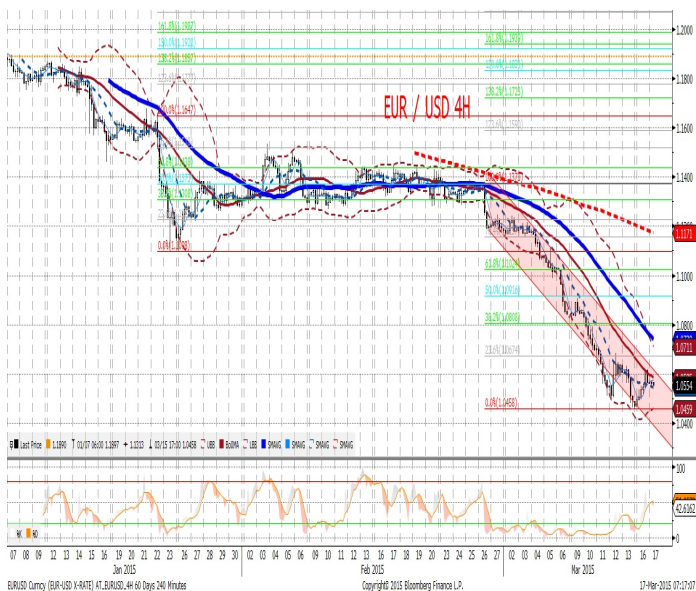
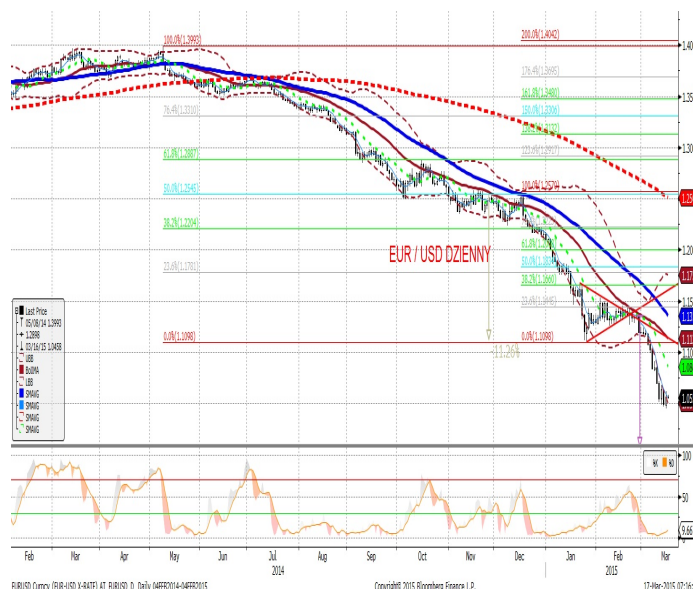
Wczoraj zabrakło niewiele (20 ticków) do S/L. Aktualnie znajdujemy się już w strefie zysku dla naszej pozycji. Brak nowych sygnałów sugerujących dalszą korektę wzrostową – zostajemy na kolejny dzień z pozycją short oraz niezmiennym S/L. Ustawiamy poziom T/P na 1,0480.

Wsparcie	Opór
1,0495	1,1380
1,0433	1,1043
1,0000	1,0808

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN utknął w range 4,11-1650 - wczoraj pojawił się ruch w dół, do 4,1250, któremu sprzyjał generalnie dobry klimat wobec rynków wschodzących i gorsze dane ze Stanów Zjednoczonych (więcej czytaj w sekcji analiz). Wszystkie ruchy w tym przedziale należy traktować jako wyraz obecnie normalnej zmienności i gry technicznej, a nie zmianę fundamentalnego punktu widzenia uczestników rynku. Pozostajemy pozytywnie nastawieni do złotego w średnim terminie z uwagi na poprawiające się perspektywy wzrostu oraz napływ środków w ramach QE (to nie pytanie o atrakcyjność bądź nie obligacji, lecz przede wszystkim o różnicę w realnym oprocentowaniu depozytów). Nadchodzący tydzień przyniesie dane sugerujące pewną poprawę w sferze realnej (przyspieszenie produkcji i zatrudnienia, być może sprzedaży detalicznej z uwagi na odłożone efekty tanich cen paliw) w połączeniu z ubijaniem dolka na cenach producentów. W obecnym reżimie rynkowym, kiedy niespodzianki w danych in plus zwiększają (zdaniem uczestników rynku) prawdopodobieństwo podwyżek stóp, lepsze dane powinny sprzyjać polskiej walucie.

EURPLN technicznie

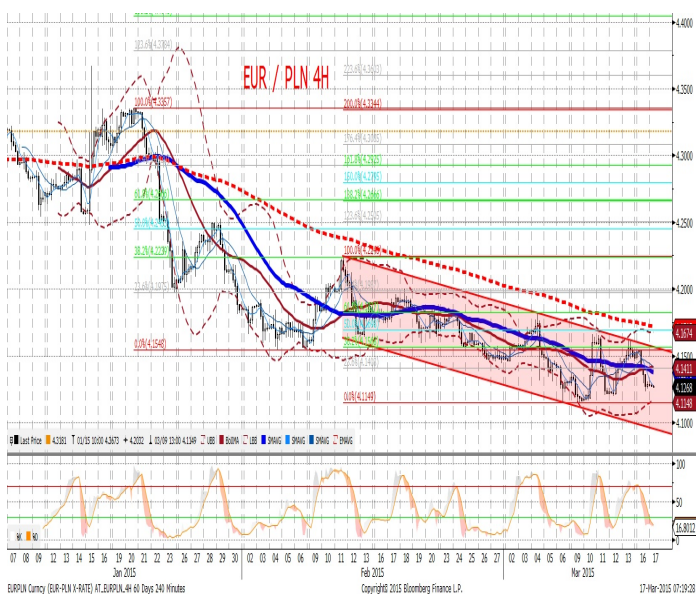
Warunkowe zlecenie short nie umożliwiło wczoraj zajęcia pozycji. Nie jesteśmy do końca przekonani, czy znajdujemy się aktualnie w range, czy kanale. Spróbujemy znów zagrać warunkowo – tym razem stawiając zlecenia z obu stron. Warunkowy short przy 4,1580 (warunkowy S/L na 4,1700) oraz long gdy kurs spadnie poniżej 4,1130 (z warunkowym zleceniem S/L na jedną figurę: 4,1030) – może wtedy pojawić się dywergencja na 4H.

Wsparcie	Opór
4,1149	4,2239
4,1083	4,1803
4,0879	4,1589

Czynnik krajowy* w EURPLN

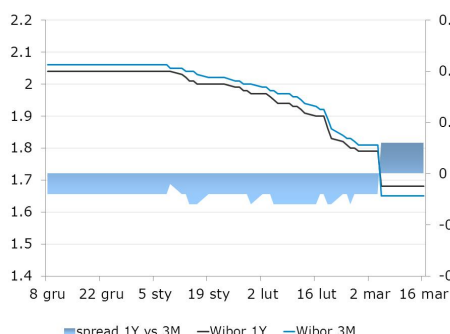


* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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

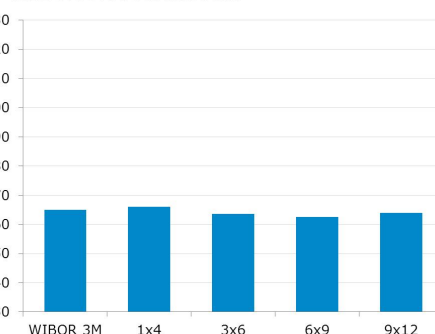


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.6	1.64	ON	1.3	1.6	EUR/PLN	4.1373
2Y	1.7	1.74	1M	1.4	1.7	USD/PLN	3.9260
3Y	1.81	1.85	3M	1.6	2.0	CHF/PLN	3.9116
4Y	1.92	1.95					
5Y	2.01	2.04	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.08	2.11	1x2	1.64	1.69	EUR/USD	1.0566
7Y	2.13	2.16	1x4	1.63	1.66	EUR/JPY	128.21
8Y	2.18	2.21	3x6	1.61	1.64	EUR/PLN	4.1270
9Y	2.23	2.25	6x9	1.60	1.63	USD/PLN	3.9046
10Y	2.27	2.29	9x12	1.61	1.64	CHF/PLN	3.8711

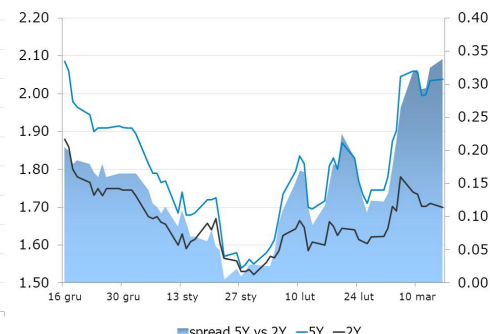
WIBOR 3M i 1Y



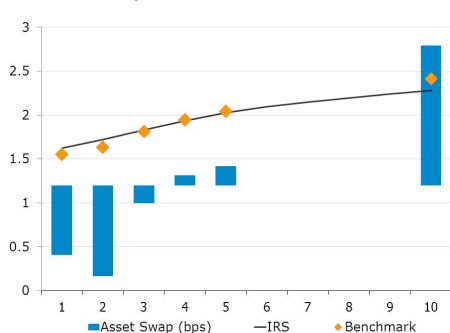
WIBOR 3M i stawki FRA



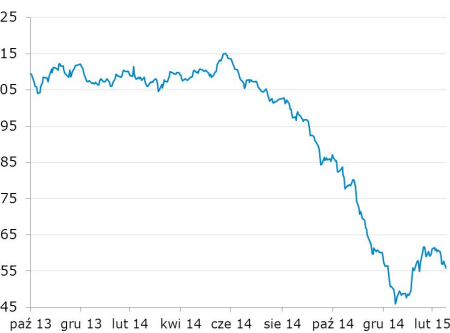
IRS 5Y i 2Y



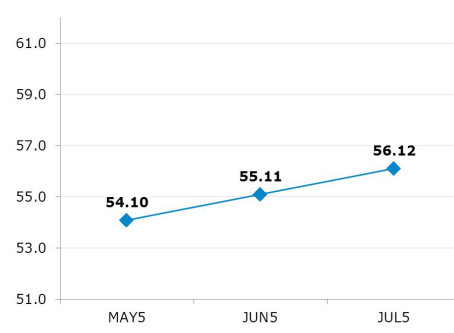
Asset swap i IRS



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.