

16 czerwca 2015

# Raport Dzienny

Departament Analiz Ekonomicznych

## Kalendarium danych

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 66  
[ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Marcin Mazurek  
starszy analityk  
tel. +48 22 829 01 83  
[marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
[piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

Karol Klimas  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[karol.klimas@mbank.pl](mailto: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>

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

| Godzina                 | Kraj | Zmienna                               | Okres | Prognoza |           | Poprzednio | Odczyt |
|-------------------------|------|---------------------------------------|-------|----------|-----------|------------|--------|
|                         |      |                                       |       | mBank    | konsensus |            |        |
| 15.06.2015 PONIEDZIAŁEK |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 14:00                   | POL  | Saldo obrotów bieżących (mln EUR)     | kwi   | 1381     | 1190      | 1938       | 1138   |
| 14:00                   | POL  | Eksport (mln EUR)                     | kwi   | 14400    | 14524     | 15322      | 14485  |
| 14:00                   | POL  | Import (mln EUR)                      | kwi   | 14000    | 13952     | 14648      | 14358  |
| 14:00                   | POL  | CPI r/r (%)                           | maj   | -0.5     | -0.7      | -1.1       | -0.9   |
| 14:30                   | USA  | Wskaźnik Empire State (pkt.)          | cze   |          | 6.00      | 3.09       | -1.98  |
| 15:00                   | POL  | Wykonanie budżetu (%)                 | maj   |          |           | 36.2       | 42.6   |
| 15:15                   | USA  | Produkcja przemysłowa m/m (%)         | maj   |          | 0.2       | -0.5 (r)   | -0.2   |
| 16.06.2015 WTOREK       |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 10:30                   | GBR  | CPI r/r (%)                           | maj   |          | 0.1       | -0.1       |        |
| 11:00                   | GER  | Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)  | cze   |          | 64.0      | 65.7       |        |
| 11:00                   | GER  | Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)       | cze   |          | 37.8      | 41.9       |        |
| 14:00                   | POL  | Inflacja bazowa r/r (%)               | maj   | 0.4      | 0.4       | 0.4        |        |
| 14:30                   | USA  | Rozpoczęte budowy domów (tys.)        | maj   |          | 1100      | 1135       |        |
| 14:30                   | USA  | Pozwolenia na budowę (tys.)           | maj   |          | 1100      | 1140 (r)   |        |
| 17.06.2015 ŚRODA        |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 10:30                   | GBR  | Stopa bezrobocia (%)                  | kwi   |          | 5.5       | 5.5        |        |
| 14:00                   | POL  | Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)      | maj   | 3.2      | 3.7       | 3.7        |        |
| 14:00                   | POL  | Zatrudnienie r/r (%)                  | maj   | 1.1      | 1.1       | 1.1        |        |
| 20:00                   | USA  | Decyzja FOMC (%)                      | cze   |          | 0.25      | 0.25       |        |
| 18.06.2015 CZWARTEK     |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 14:00                   | POL  | Produkcja przemysłowa r/r (%)         | maj   | 3.8      | 3.9       | 2.3        |        |
| 14:00                   | POL  | PPI r/r (%)                           | maj   | -2.2     | -2.2      | -2.6       |        |
| 14:00                   | POL  | Sprzedaż detaliczna r/r (%)           | maj   | 1.4      | 1.5       | -1.5       |        |
| 14:30                   | USA  | CPI r/r (%)                           | maj   |          | 0.0       | -0.2       |        |
| 14:30                   | USA  | Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 13.06 |          |           | 279        |        |
| 16:00                   | USA  | Indeks Philly Fed (pkt.)              | cze   |          | 8.0       | 6.7        |        |
| 19.06.2015 PIĄTEK       |      |                                       |       |          |           |            |        |
|                         | JAP  | Decyzja BoJ (bln JPY)                 | cze   |          | 80        | 80         |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska.** Dziś zostaną opublikowane dane o inflacji bazowej – na podstawie wczorajszych danych GUS można szacować inflację netto po wyłączeniu żywności i energii na 0,4% r/r, poniżej naszej oryginalnej prognozy i konsensusu rynkowego.

**Gospodarka globalna.** W Europie zobaczymy dziś dane o inflacji w Wielkiej Brytanii (kolejny kraj rozwinięty wychodzący z deflacji), w Niemczech zaś zostanie opublikowany indeks ZEW, który powinien pokazać dalsze pogorszenie nastrojów analityków w czerwcu. W Stanach Zjednoczonych uwaga przenosi się w kierunku sektora budowlanego – po bardzo dobrym kwietniu maj przyniósł zapewne spadek liczby rozpoczętych budów i pozwoleń na budowę.

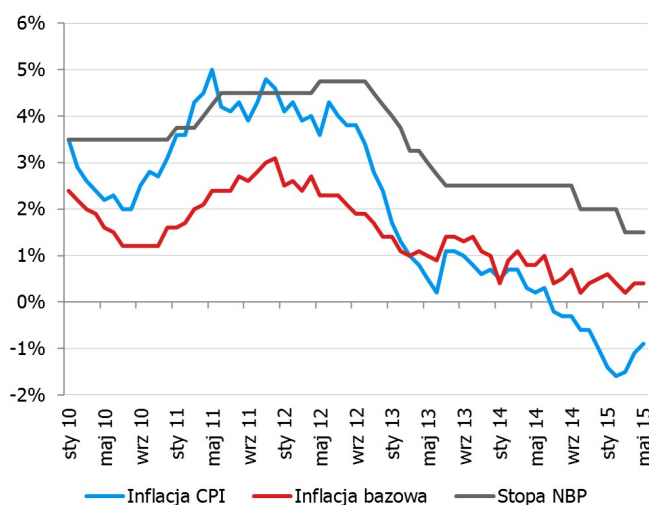
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w maju spadły o 0,9 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny nie zmieniły się (więcej w sekcji analiz).
- NBP: Nadwyżka w obrotach bieżących w kwietniu 2015 roku wyniosła 1 138 mln euro wobec 1 938 mln euro nadwyżki w marcu i wobec 1 347,3 mln euro nadwyżki oczekiwanej przez ekonomistów (więcej w sekcji analiz).
- USA: Produkcja przemysłowa w maju spadła o 0,2 proc. mdm. Analitycy spodziewali braku zmian wskaźnika produkcji przemysłowej mdm (więcej w sekcji analiz).

| Decyzja RPP (08.07.2015) |  | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. |  | Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|--------------------------|--|------------------------------------------------------------------|--|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps          |  | 0%                                                               |  | GERGB 10Y                   | 0.812        | 0.000        |
| stopy bez zmian          |  | 100%                                                             |  | USAGB 10Y                   | 2.352        | -0.015       |
| obniżka 25 bps           |  | 0%                                                               |  | POLGB 10Y                   | 3.261        | 0.111        |
| <b>PROGNOZA mBanku</b>   |  | <b>bez zmian</b>                                                 |  | Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

## Mniejsza deflacja w maju

W maju inflacja wzrosła z  $-1,1\%$  r/r do  $-0,9\%$ , istotnie poniżej prognoz rynkowych, opiewających na  $-0,6-0,7\%$ . Dlaczego wyjście z deflacji okazuje się być wolniejsze niż sądzono? Główną przyczyną zaskoczenia było nietypowe zachowanie cen żywności, biorąc pod uwagę wskazania z targowisk i wzorzec zaskoczeń w regionie (Węgry, Czechy, Rumunia). Zamiast istotnie wzrosnąć, ceny żywności w maju zmalały o  $0,1\%$  m/m. Po drugie, zaskakującą z naszej perspektywy słabość wykazały kategorie bazowe – z tego względu inflacja bazowa utrzymała się wg naszych szacunków na poziomie z poprzedniego miesiąca ( $0,4\%$ ). Trudno przy tym tutaj winić którąkolwiek z kategorii bazowych. Wzrost cen paliw ( $+1,3\%$  m/m) okazał się być zgodny z naszymi szacunkami.

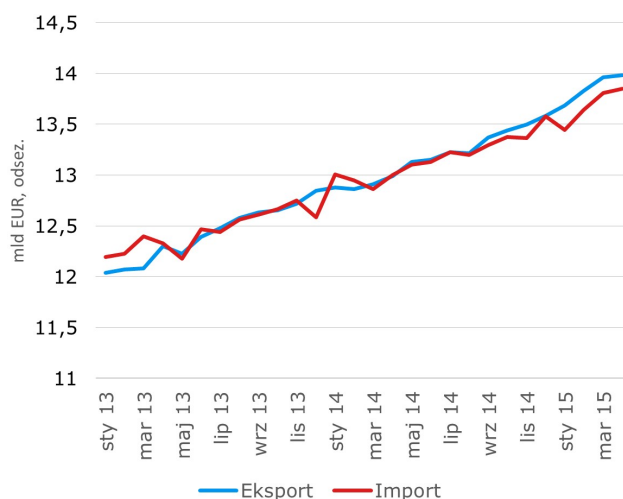


W kolejnym miesiącu inflacja powinna wzrosnąć do ok.  $-0,6\%$ . Oprócz dalszych wzrostów cen paliw na stacjach benzynowych, do wzrostu inflacji powinna przyczynić się żywność – wskazują na to chociażby pojawiające się sygnały o dużych wzrostach cen owoców (np. jabłek). Tym niemniej, momentum inflacji bazowej jest wciąż bardzo niskie i minimalnie wyższe od zera (powinny to potwierdzić jutrzejsze dane NBP na temat inflacji bazowej).

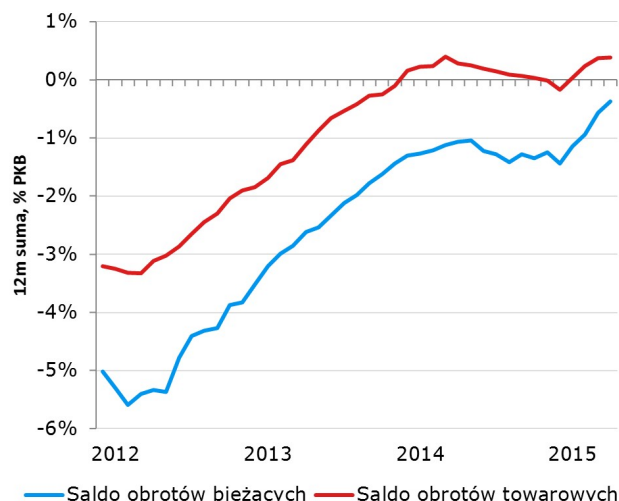
Coraz mniejsza deflacja nie oznacza pojawiania się presji inflacyjnych, a jedynie normalizację po serii negatywnych szoków, których gospodarka polska doświadczyła w poprzednim roku. Momentum inflacji bazowej jest obecnie wciąż spójne z odczytami CPI nie przekraczającymi  $0,5-1\%$  (takiego też poziomu spodziewamy się na przełomie roku), a na horyzoncie nie widać nawet powrotu inflacji do celu, nie mówiąc o wzroście do poziomów uzasadniających podwyżki stóp procentowych. W takich warunkach jedynym argumentem dla podwyżek stóp procentowych jest niewysłowiony paradygmat dodatniej realnej stopy procentowej, który miałby wymuszać podwyżki stóp procentowych w II połowie przyszłego roku (antycypując powrót inflacji do celu w 2017 roku). Jest wysoce wątpliwe, czy nowa RPP będzie trzymać się takiej „linii” w polityce pieniężnej. Dane w zasadzie nie wpłynęły na rynek SPW, pozostający pod wpływem obaw o Grecję.

## Saldo obrotów bieżących notuje kolejną, solidną nadwyżkę

Bilans obrotów bieżących odnotował w kwietniu nadwyżkę w wysokości  $1138$  mln EUR (nieznacznie poniżej naszej prognozy). Tak, jak w poprzednim miesiącu, za znaczącą nadwyżkę odpowiedzialne były transfery z UE, tym razem jednak już bez znaczącego, dodatniego wkładu rachunku handlowego, który z  $674$  mln EUR skurczył się do  $127$  mln EUR. Już w poprzednim komentarzu wskazywaliśmy, że rachunek handlowy może ulec zawężeniu, gdyż rozbieżność pomiędzy odsezonowanymi wolumenami importu i eksportu była bardzo duża. Zaważyło – naszym zdaniem – przede wszystkim wyhamowanie eksportu (spadek z  $15332$  mln EUR do  $14485$  mln EUR), co spójne jest z pewnym wytraceniem pędu przez gospodarkę strefy euro w II kwartale. Import skorygował się znacznie mniej (z  $14646$  mln EUR do  $14358$  mln EUR): swoją rolę odegrały tu zapewne nieco wyższe ceny ropy naftowej oraz wciąż stabilna trajektoria konsumpcji prywatnej. Nie był to też wynik zupełnie zaskakujący, gdyż mieścił się w przedziale prognoz uzyskanych z różnych modeli na podstawie opublikowanych już danych.



Kolejne dwa miesiące to zwykle jeszcze czas wzmożonych transferów z UE, a więc – biorąc pod uwagę znaczące wielkości uzyskane w tym roku – także czas wysokich dodatnich sald na rachunku bieżącym. Średnioterminowo nasz pogląd na rachunek bieżący pozostaje bez zmian. Kontynuacja ożywienia 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, 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.

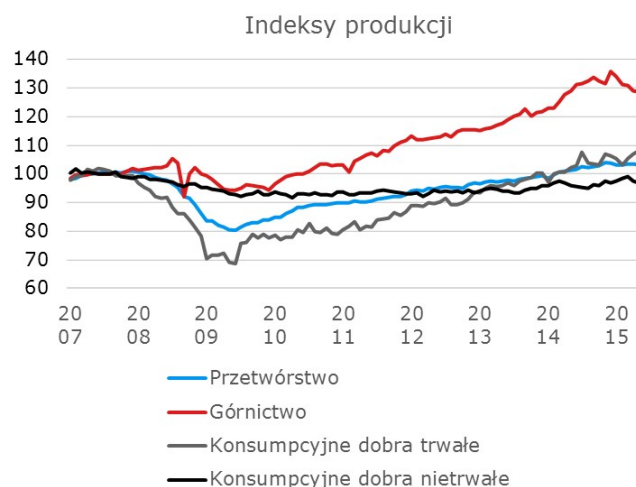


Obecne zrównoważenie gospodarki jest najlepsze w historii (w całym roku zmierzamy do zbilansowania zewnętrznego) i nawet pewne pogorszenie będzie miało diametralnie inny wpływ na percepcję inwestorów niż kilka lat wcześniej. Uważamy, że element ten stanowi ubezpieczenie złotego przed panicznymi wyprzedażami, do których okazji w najbliższym terminie nie zabraknie: Grecja, kwestia podwyżki stóp w USA, wybory parlamentarne na jesieni.

## USA: Produkcja przemysłowa zdecydowanie poniżej oczekiwań

Produkcja przemysłowa spadła w maju o 0,2%, po spadku w kwietniu o 0,5% (rewizja in minus z -0,3%). Ogólnie jednak rewizje netto były minimalnie pozytywne (duża zmiana in plus w marcu). Spadło również wykorzystanie mocy produkcyjnych (od ubiegłego roku dokładnie o punkt procentowy). Produkcja samego przetwórstwa przemysłowego obniżyła się o 0,2% (rewizje netto -0,1 pp.), a tempo wzrostu w ujęciu rocznym wynosi obecnie zaledwie 1,8%. Kontynuowane były spadki w górnictwie, choć nieco w mniejszej skali. W przyszłym miesiącu czeka nas coroczna rewizja indeksów produkcji i wykorzystania mocy produkcyjnych, choć znaczących zmian raczej nie można się spodziewać.

Jak zwykle rzut oka na przekrój towarowy przetwórstwa nie jest nadmiernie pouczający w zakresie zmian miesięcznych. Jednakże w zakresie trendów produkcję napędzają wciąż konsumpcyjne dobra trwałe przy ledwie rosnącym (i ostatnio mocno skorygowanym) wkładzie dóbr nietrwałych. W zakresie dóbr inwestycyjnych daje się zaobserwować wzrostowy trend produkcji maszyn i urządzeń, a symptomy wyczerpania trendu wzrostowego przejawia przemysł zbrojeniowy i kosmiczny. Zaopatrzenie w komponenty do dalszej produkcji w gospodarce ogólnie rośnie; wyhamowanie widoczne jest w przemyśle energetycznym. Brakującym ogniwem produkcji są dobra nietrwałe (potrzeba do nich znacznie szerszej bazy dochodowej płynącej z rynku pracy) a hamulcem górnictwo (proces dostosowań jest już obecnie prawdopodobnie dość zaawansowany).



Jak już pisaliśmy, obecna struktura produkcji jest wrażliwa na poziom stóp procentowych. Jest jednak tak samo wrażliwa na rynek pracy i to mocniejszy rynek pracy jest warunkiem przyspieszenia (umocnienia) produkcji. Jakkolwiek słabszy odczyt produkcji spotkał się ze spontaniczną reakcją rynku stopy procentowej (spadki rentowności nie wytrzymały do końca sesji), warunki dla zacieśnienia monetarnego są w zasadzie tożsame z warunkami do kontynuacji wzrostów produkcji. Nie wydaje nam się tym samym, aby te dane mogły opóźnić podwyżkę stóp procentowych.

## EURUSD fundamentalnie

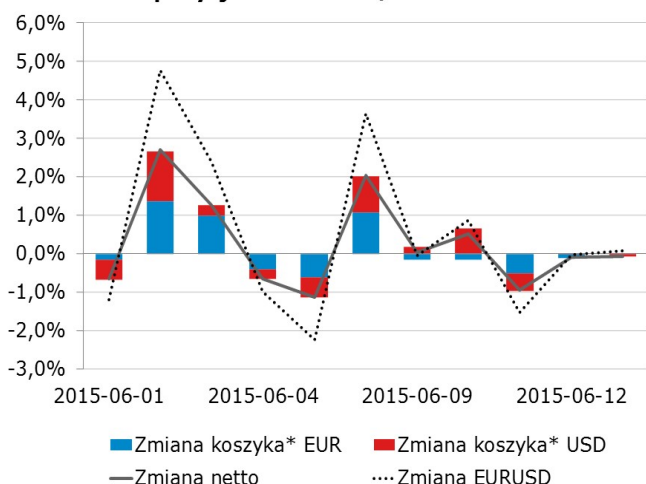
EURUSD pozostaje w ciasnym, jednocentowym zakresie wahań (z grubsza 1,12-1,13). Wczoraj powtórzył się scenariusz z piątku - poranne osłabienie spowodowało kurs euro w okolice 1,12, po czym notowania odbiły i w sesji amerykańskiej zaliczyły całkiem solidny wzrost. Na pierwszy rzut oka takie zachowanie wspólnej waluty jest zagadkowe - niepewność co do losów greckich negocjacji (nigdzie indziej nie widać jej efektów bardziej niż na rynkach obligacji państw peryferyjnych i na europejskich giełdach) powinna raczej osłabiać euro. Warto jednak pamiętać, że euro jest walutą finansującą i fale awersji do ryzyka będą prowadzić do jego umocnienia ze względu na odwijanie pozycji dłużnych w walutach o wysokim oprocentowaniu. Efekt ten z łatwością równoważy ewentualne odpływy kapitału ze strefy euro związane z obawami o Grecję. Te zaś dzisiaj raczej nie miną, szczególnie że impas wydaje się obecnie trudny do przezwyciężenia, a w obiegu pojawiają się propozycje rozwiązań pozwalających na utrzymanie Grecji w strefie euro pomimo bankructwa (równoległe waluty, kontrola przepływu kapitału).

## EURUSD technicznie

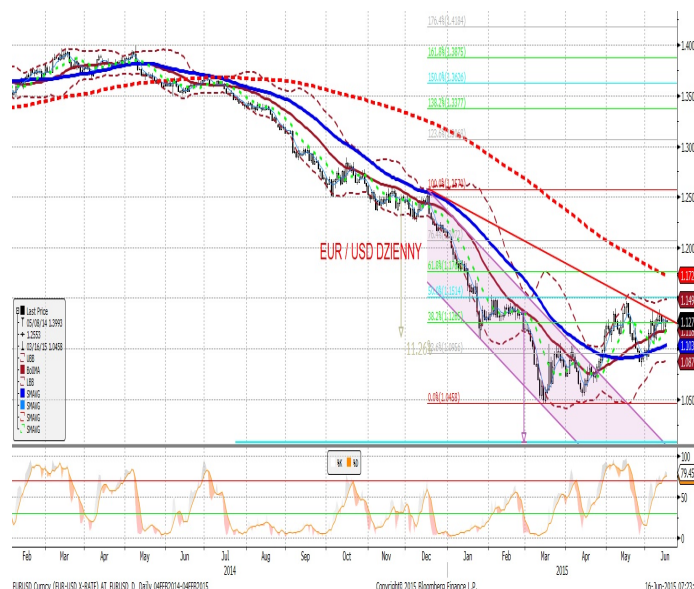
Bez większych zmian na EURUSD. Znajdujemy się w obszarze konsolidacji 1,1150 – 1,1350 i zamiast próby wybicia w dół (na którą zegraliśmy nieskutecznie wczoraj stawiając warunkowe zlecenie short) kurs zmierza w kierunku górnej granicy obszaru. Oporem dla wczorajszego wzrostu był trend na dziennym. Jego ewentualne pokonanie nie pozostawia jednak „pustej” przestrzeni do wzrostu (mamy jeszcze opory: MA30 na tygodniowym i maksima lokalne). Wahania są zbyt małe (mniej więcej dwie figury, a jesteśmy w połowie obszaru), żeby zagrać range. Musimy czekać na wybicie lub inny wyraźny sygnał. Pozostajemy poza rynkiem.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,1033   | 1,1971 |
| 1,0819   | 1,1763 |
| 1,0521   | 1,1467 |

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

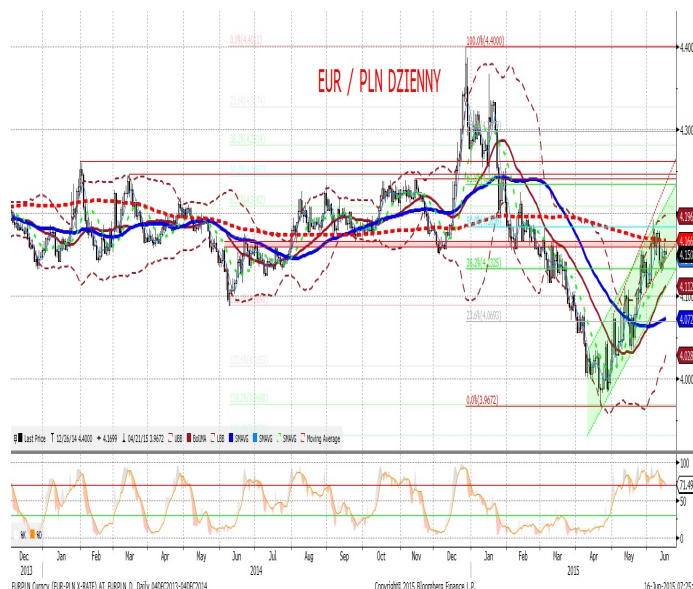
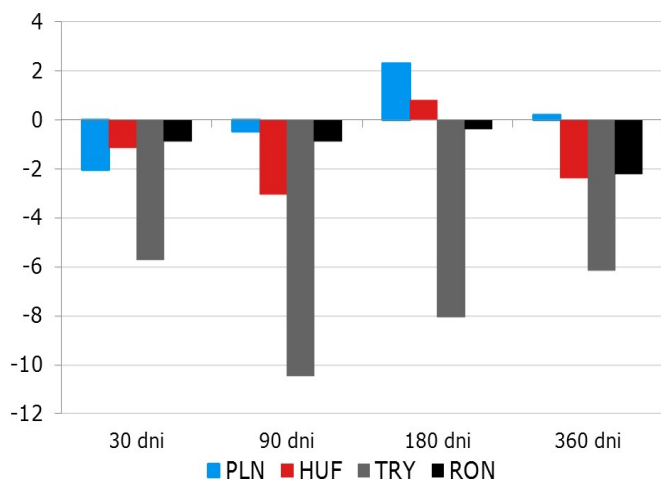
Złoty słabszy, a wzrosty EURPLN następowały w tandemie ze wzrostem rentowności obligacji (o ponad 10 pb na długim końcu!). Główną przyczyną osłabienia polskich aktywów był wzrost niepewności dotyczący Grecji - po nieudanych weekendowych negocjacjach nowy tydzień nie przyniósł żadnych korzystnych informacji (wręcz przeciwnie – pojawiła się informacja na temat możliwego wprowadzenia restrykcji w przepływie kapitału w Grecji), a silna wyprzedaż dotknęła m.in. obligacje państw peryferyjnych strefy euro. Dane o inflacji, pomimo negatywnego zaskoczenia (więcej na ten temat czytaj w sekcji analiz), nie wpłynęły na rynek. Dziś dane odchodzą na dalszy plan, a o notowaniach PLN będą decydować zmiany awersji do ryzyka (przed czwartkowym posiedzeniem Eurogrupy rynek będzie wyczulony na wiadomości dotyczące Grecji).

## EURPLN technicznie

Kurs EURPLN nieznacznie wczoraj wzrósł, wciąż jednak jesteśmy daleko od ostatnich maksimów lokalnych (4,15 vs 4,19). Skutecznym oporem był zbieg MA200 na dziennym i MA55 na 4H. Kursowi nie udało się pokonać MA55 na 4H (choć już sporo powyżej), wciąż znajdujemy się zaraz pod tą średnią. Niewielkie nachylenie ostatniego wzrostu ograniczonego wspomnianą średnią nie jest wystarczająco atrakcyjne do wchodzenia long na krótki okres. W szerszym ujęciu kurs powinien kontynuować wzrosty (trend na tygodniowym, kanały na dziennym i 4H) – nie widzimy żadnych sygnałów odwrócenia. Pozostajemy bez zajętej pozycji.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,1000   | 4,2347 |
| 4,0344   | 4,1983 |
| 4,0000   | 4,1650 |

**Ruchy walutowe w regionie (względem EUR).  
Wzrost - aprecjacja, spadek - deprecjacja, w %.**



| IRS | BID  | ASK  |
|-----|------|------|
| 1Y  | 1.78 | 1.82 |
| 2Y  | 2.04 | 2.08 |
| 3Y  | 2.17 | 2.21 |
| 4Y  | 2.36 | 2.39 |
| 5Y  | 2.53 | 2.56 |
| 6Y  | 2.66 | 2.69 |
| 7Y  | 2.87 | 2.91 |
| 8Y  | 2.96 | 3.00 |
| 9Y  | 3.03 | 3.07 |
| 10Y | 3.08 | 3.13 |

| depo | BID  | ASK  |
|------|------|------|
| ON   | 1.10 | 1.40 |
| 1M   | 1.50 | 1.70 |
| 3M   | 1.41 | 1.86 |

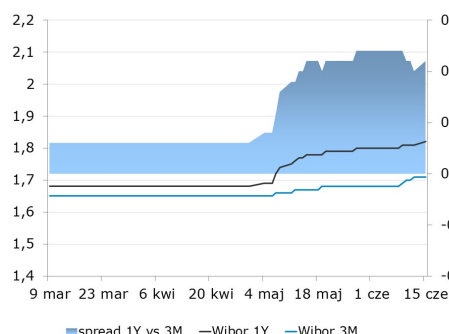
| FRA  | BID  | ASK  |
|------|------|------|
| 1x2  | 1.63 | 1.68 |
| 1x4  | 1.71 | 1.77 |
| 3x6  | 1.73 | 1.79 |
| 6x9  | 1.75 | 1.80 |
| 9x12 | 1.81 | 1.87 |

| Fixing NBP |        |
|------------|--------|
| EUR/PLN    | 4.1486 |
| USD/PLN    | 3.6905 |
| CHF/PLN    | 3.9665 |

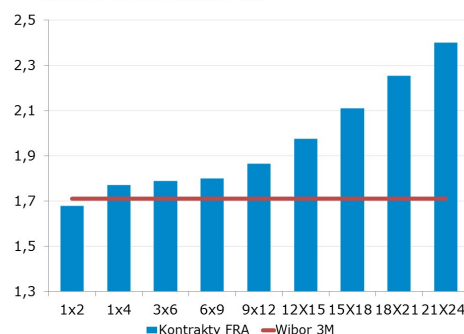
  

| Poziomy otwarcia |        |
|------------------|--------|
| EUR/USD          | 1.1286 |
| EUR/JPY          | 139.18 |
| EUR/PLN          | 4.1520 |
| USD/PLN          | 3.6780 |
| CHF/PLN          | 3.9592 |

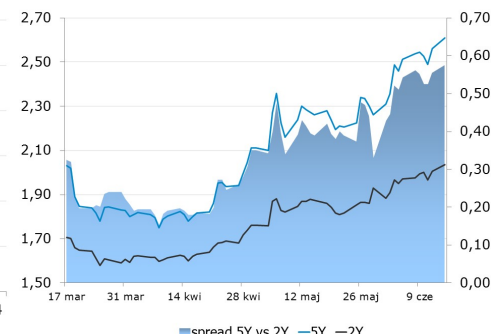
WIBOR 3M i 1Y



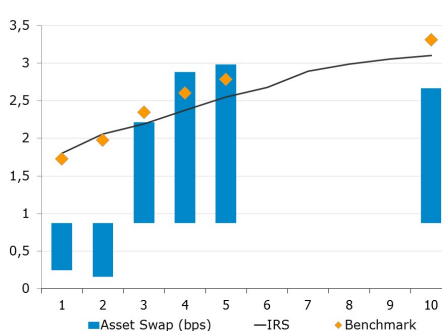
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



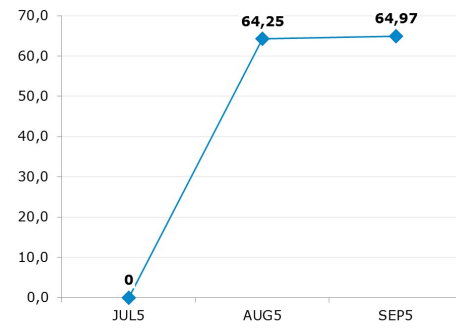
Asset swap i IRS



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.