

18 lipca 2014

## Raport Dzienny

### Departament Analiz Ekonomicznych

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)

Marek Ignaszak  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[marek.ignaszak@mbank.pl](mailto: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		
<b>14.07.2014 PONIEDZIAŁEK</b>							
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
<b>15.07.2014 WTOREK</b>							
	JAP	Decyzja BoJ (bln JPY)	lip		270	270	270
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	lip		67.9	67.7	61.8
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	lip		30.0	29.8	27.1
14:00	POL	CPI r/r (%)	cze	0.1	0.2	0.2	0.3
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	lip		17.00	19.28	25.60
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	cze		0.6	0.3	0.2
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	cze			47.1	53.4
<b>16.07.2014 ŚRODA</b>							
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	cze		12.5	12.5	12.4
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze		9.0	8.8	9.2
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q2		7.4	7.4	7.5
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	cze	1.0	1.0	0.8	1.0
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	cze	4.5	4.7	4.8	3.5
14:00	POL	Przeciętne zatrudnienie r/r (%)	cze	0.7	0.7	0.7	0.7
14:30	USA	PPI r/r (%)	cze		1.9	2.0	1.9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.3	0.6	0.2
<b>17.07.2014 CZWARTEK</b>							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	cze	1.8	4.0	4.4	1.7
14:00	POL	PPI r/r (%)	cze	-1.8	-1.8	-1.0	-1.7
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	12.07		310	305 (r)	302
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	cze		1020	1001	893
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	cze		1045	1005	963
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	lip		16.0	17.8	23.9
<b>18.07.2014 PIĄTEK</b>							
15:55	USA	Wsk. koniunktury kons. U.Mich. (pkt.)	lip		83.0	82.5	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka globalna.** Dziś w kalendarzu jedynie wskaźnik koniunktury konsumenckiej U. Michigan. W lipcu nastroje gospodarstw domowych w USA najprawdopodobniej będą kontynuować wzrosty.

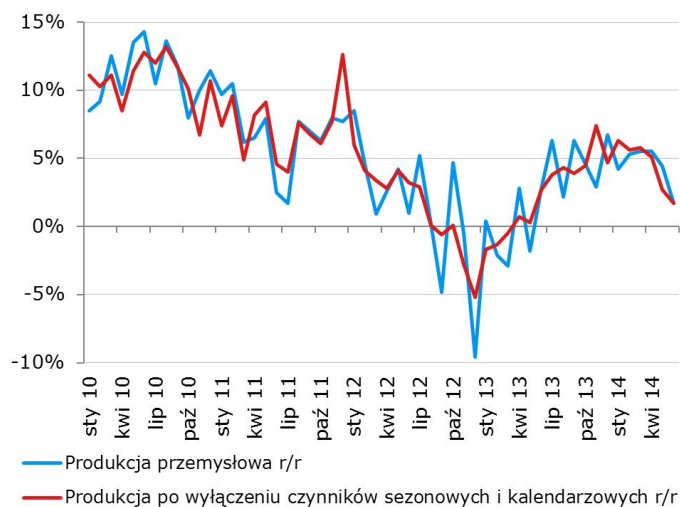
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **Każmierczak:** Obecny poziom stóp procentowych jest optymalny. Moim zdaniem lipcowa projekcja inflacji wskazuje, że stopy powinny pozostać na obecnym poziomie do końca 2016 r.
- **GUS:** Produkcja przemysłowa w czerwcu wzrosła o 1,7 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem spadła o 0,1 proc. (**więcej w sekcji analiz**).
- **GUS:** Ceny produkcji przemysłowej w czerwcu rdr spadły o 1,7 proc., a w ujęciu miesięcznym ceny produkcji nie zmieniły się (**więcej w sekcji analiz**).
- **USA:** Liczba rozpoczętych inwestycji w zakresie budowy domów mieszkalnych w USA spadła w czerwcu i wyniosła 893 tys. w ujęciu rocznym. W maju wskaźnik wyniósł 985 tys. po korekcie (**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	1.181	-0.009
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	2.451	-0.009
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	3.423	-0.020
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>obniżka 50 bps</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Produkcja przemysłowa słabiej. Czas na obniżki stóp.

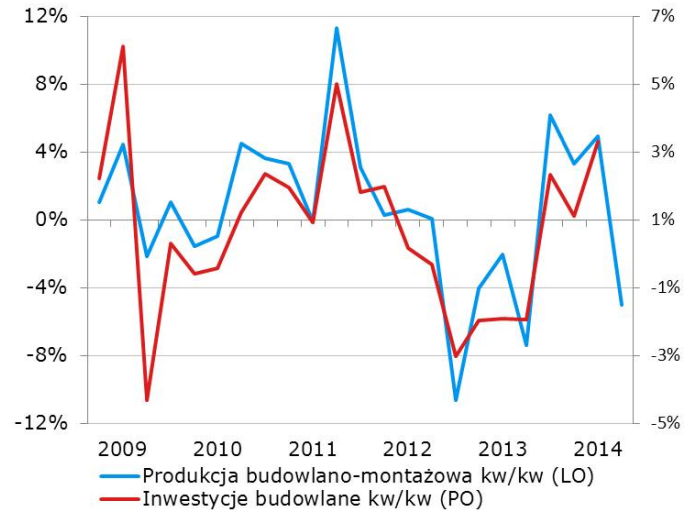
W czerwcu produkcja przemysłowa wyraźnie spowolniła z 4,4% r/r do 1,7% r/r. Wynik okazał się zbliżony do naszej prognozy 1,8% i znacznie gorszy od mediany prognoz analityków (4,0% r/r). Po odsezonowaniu dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 2,1% r/r, a momentum jest w tej chwili co najwyżej neutralne (0,4% m/m w ujęciu odsezonowanym, trzymiesięczna średnia dynamik wyraźnie na minusie). W całym II kw. produkcja przemysłowa w ujęciu odsezonowanym spadła. Wzrost produkcji odnotowano w 20 z 34 sekcji. Po stronie plusów dominowały ciągle sekcje pro-cykliczne (metale, samochody), ale dynamiki w sekcjach wzrostowych były jednak już tylko jednocyfrowe. Sygnalizowana w poprzednich miesiącach słabość w sekcjach takich jak górnictwo, przemysł chemiczny została potwierdzona danymi czerwcowymi.



Co się tyczy źródeł słabości przemysłu, to nie można wskazać jednej przyczyny. Z pewnością widoczny jest tu wpływ Ukrainy i Rosji oraz odreagowania produkcji budowlanej po fenomenalnym I kw., ale nie można wykluczyć również wpływu słabości gospodarki strefy euro w II kw. (gospodarka Niemiec prawdopodobnie zanotowała w tym okresie kontrakcję). To właśnie czynnik europejski zadecyduje o odczytach w kolejnych miesiącach. Na razie, przy założeniu neutralnego trendu, słabość produkcji przemysłowej przeniesie się na lipiec i sierpień - odczyty powinny wtedy oscylować w okolicach zera (wysoka baza z poprzedniego roku będzie wówczas oddziaływać z pełną mocą).

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w ujęciu rocznym o 8%, w stosunku do poprzedniego miesiąca zaś o 16,9%. Czerwcowy odczyt wypadł nieznacznie powyżej naszej prognozy, ale nie należy przywiązywać zbyt dużej wagi do zaskoczenia - produkcja budowlano-montażowa jest kategorią wysoce zmienną i opublikowane dziś wartości mieszczą się w zakresie typowych sezonowych wahań. Z tego względu wzrost w ujęciu miesięcznym, po odsezonowaniu, wynoszący 2,7% powinien być odczytany raczej jako częściowe odreagowanie dużego spadku w poprzednim miesiącu i konsekwencję dużej zmienności wyników sektora. Czerwcowy odczyt przypieczętował silny spadek produkcji w ujęciu kwartalnym w II kwartale i sugeruje istotną korektę inwestycji w tym okresie. Co oczywiste, nie neguje to dobrych perspektyw dla sektora budowlanego

w średnim okresie, w którym w chwili obecnej prym wiodą inwestycje prywatne. Tym niemniej, słabsze od oczekiwań tempo rozstrzygnięcia przetargów na inwestycje infrastrukturalne sugeruje, że moment rozpoczęcia inwestycji finansowanych z nowej perspektywy UE, o których pisaliśmy w kontekście połowy b.r. przesuwa się w czasie do przodu.

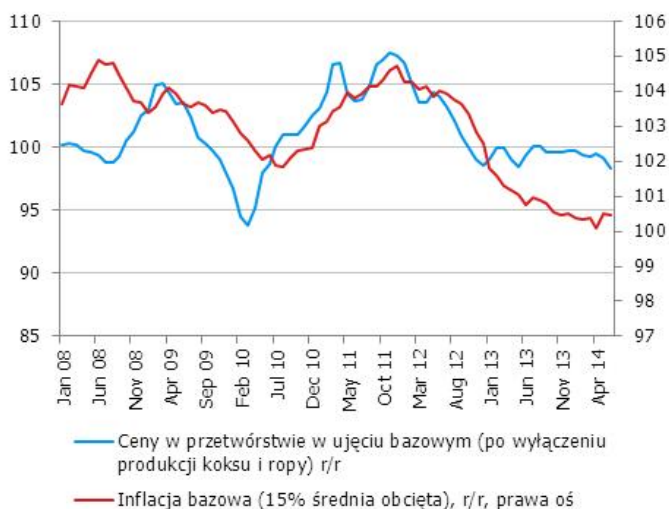


Po danych miesięcznych za II kw. dynamika PKB „składa się” na około 3% r/r (być może poniżej 3%) choć czynnikiem ryzyka pozostaje kontrybucja zmiany zapasów. Co stanie się z cyklem? Prawdopodobnie nie zostanie wykołojony. Pomóc powinien popyt wewnętrzny (konsumpcja plus odpalenie nowych projektów infrastrukturalnych pod koniec roku), być może stymulacja w strefie euro. Przeniesienie ciężaru ożywienia na popyt wewnętrzny sugeruje, że ostatnią rzeczą, której należałoby sobie życzyć to odbudowa stopy oszczędności i ewentualne spowolnienie konsumpcji dzięki wysokim realnym stopom procentowym.

Ceny producentów obniżyły się w czerwcu o 1,7% w ujęciu rocznym (nieco mniej od naszej prognozy i konsensusu rynkowego na poziomie -1,8%), wobec poprzedniego odczytu na poziomie -1,0%. Silny spadek nie wynika jednak z nagłego dostosowania cen na przestrzeni miesiąca, lecz wysokiej bazy statystycznej z ubiegłego roku (w ujęciu miesięcznym ceny pozostały stałe). Niemniej nasze modele wskazywały na nieco większe obniżki cen po stronie przedsiębiorstw, między innymi stymulowane umocnieniem złotego do EUR (rozbieżność tłumaczymy mniejszą od średniej elastycznością cen względem kursu walutowego przy niskich poziomach cen - być może spora część przedsiębiorstw operuje już na dość niskiej marży i nie ma miejsca na walkę konkurencyjną obniżkami). Powtarzamy z poprzedniego miesiąca, że do odwrócenia trajektorii cen producentów potrzebny byłby solidny, egzogeniczny szok podażowy, który złamałby biejącą równowagę niskich cen. Na razie horyzont - mimo napięcia geopolitycznego (Rosja + Bliski Wschód) - wydaje się bezchmurny; niskie ceny producentów będą trwałe.

Ciekawostka, nasza ulubiona miara inflacji bazowej (15% średnia obciążona - chyba najlepsza miara endogenicznych procesów inflacyjnych) nie potrafi zawracać w górę samotnie. Wymaga towarzystwa cen w przetwórstwie przemysłowym w ujęciu bazowym, no i jest jeszcze nieśmiała - odwraca się ze sporym opóźnieniem względem tych pierwszych. W obecnej

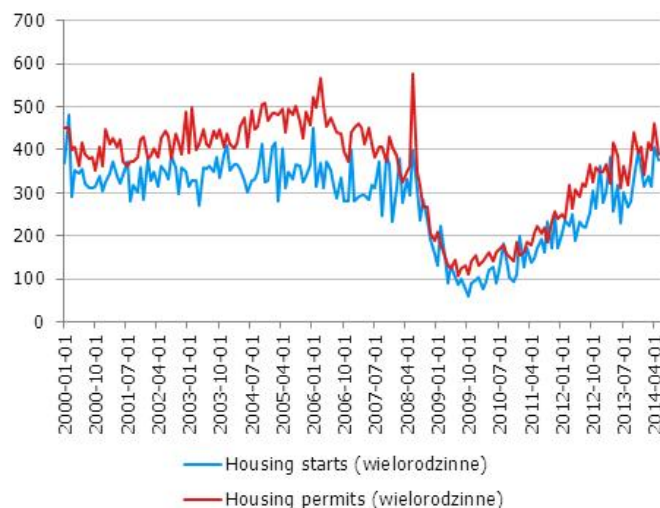
chwili nie ma więc żadnych przesłanek do takiego odwrócenia.



Dzisiejsze dane są ważne z punktu widzenia decyzji RPP. Coraz bardziej prawdopodobne jest, że członkowie RPP będą mocno rozczarowani rzeczywistością (najnowsza projekcja NBP wskazywała na przyspieszenie PKB w II kw. do powyżej 3,5% r/r, a tu bardziej prawdopodobne jest jej obniżenie). Ten fakt, a właściwie waga przykładana przez RPP do stanu sfery realnej w połączeniu z niepewnością co do źródła spowolnienia powinny być koronnym argumentem za obniżkami stóp. Oczekujemy obniżek stóp jesienią tego roku. Bieżący układ czynników krajowych i zagranicznych powinien wspierać polskie obligacje.

## USA: nieco słabszy miesiąc na rynku domów

Rozpoczęte budowy domów (housing starts) spadły w czerwcu do poziomu 893 tys. SAAR (konsensus 1018 tys. SAAR, poprzednio 985 tys. SAAR) zaś pozwolenia na budowę (building permits) obniżyły się do 963 tys. SAAR (konsensus 1040 tys. SAAR, poprzednio 1005 tys. SAAR). Danej nie należy jednak nadmiernie demonizować. Za spadek zamówień odpowiedzialne jest budownictwo wielorodzinne; pozwolenia na domy jednorodzinne wzrosły w porównaniu do maja. Tego samego nie można powiedzieć jednak o budowach – tam tąpnięcie dotknęło zarówno budownictwo jedno-, jak i wielorodzinne.



Dynamika na rynku domów wielorodzinnych sugeruje bardzo zmienny, lecz wyraźny trend wzrostowy. Niemniej, na rynku budownictwa jednorodzinnego utrwała się wypłaszczenie trendu widoczne już od początku 2012 roku. Nie wiemy, czy to jest zmiana strukturalna, czy cykliczna. Za strukturalnym przesunięciem w kierunku budownictwa wielorodzinnego przemawia demografia i zmiany preferencji konsumentów (nie wymyśliłmy tego, to hipotezy Fed). Tymczasem (cykliczne) warunki do kupowania nieruchomości poprawiają się. Ceny rosną, lecz jeszcze nie są wysokie, rosną dochody i dostępność kredytowania, choć w tym ostatnim przypadku w dalszym ciągu uzyskanie kredytu nie jest łatwe, szczególnie wśród osób o najniższej wiarygodności kredytowej. Ożywienie na rynku nieruchomości postępuje, lecz nie tak szybko jak poprzednich recesjach i nie tak szybko jak życzyliby sobie Fed.

## EURUSD fundamentalnie

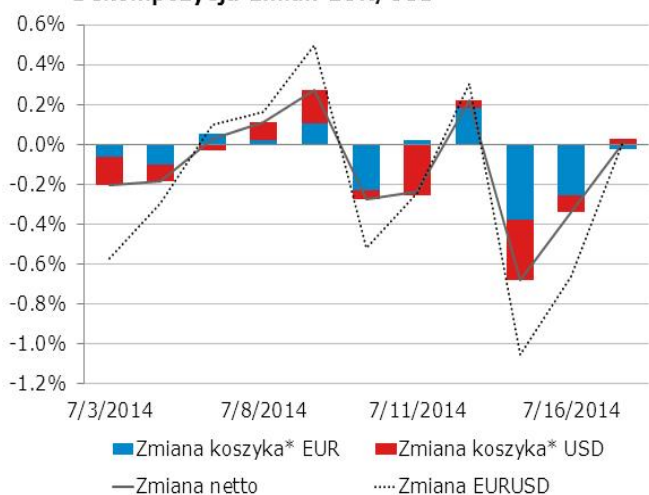
EURUSD zaskakująco stabilnie, przy minimalnych ruchach zarówno po stronie dolarowej, jak i eurowej. W ciągu dnia niewielkie wahnięcia kursu przyniosły publikacje ze Stanów Zjednoczonych (gorsze dane z rynku nieruchomości, ale kolejne korzystniejsze wskazanie koniunktury, tym razem z regionu Filadelfia), a także wiadomość o zestrzeleniu malezyjskiego samolotu nad wschodnią Ukrainą. Pomimo wielu wydarzeń jednak kurs pozostał niewzruszony, a na powyższe informacje reagowały przede wszystkim globalne rynki obligacji - dość powiedzieć, że niemieckie 10-latki znalazły się blisko historycznych minimów rentowności. Na fali awersji do ryzyka zyskują w jednakowym stopniu aktywa europejskie i amerykańskie, stąd na EURUSD ukształtowała się chwiejna równowaga. Dzisiejszy dzień bez danych z pierwszej ligi.

## EURUSD technicznie

EURUSD oparł się o dno kanału oraz lokalne minimum 1,3503. Para ma sporą przestrzeń do korekty wzrostowej. Spodziewamy się lekkiego odreagowania EURUSD w kierunku środka kanału trendu (1,3575). Tam też pojawi się niezła okazja do sprzedawania i próba gry na wybiecie dołem z kanału. Na obecnych poziomach, w bliskim sąsiedztwie ważnych oporów nie decydujemy się na zajęcie pozycji - naszym zdaniem nadrzędnym trendem pozostaje trend spadkowy - czekamy na okazję do zajęcia pozycji short.

Wsparcie	Opór
1,3503	1,3700
1,3479	1,3610
1,3296	1,3575

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Potężne osłabienie złotego. Początek dnia to efekt nowej rundy wymierzonych w Rosję sankcji i wzrost awersji do ryzyka na rynkach globalnych, na czym traciły również polskie aktywa. Tym niemniej, w godzinach południowych EURPLN ustabilizował się, a gorsze od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej (czytaj więcej w sekcji analiz) stały się (w tandemie z gorszymi danymi ze Stanów Zjednoczonych) przyczynkiem do istotnego umocnienia polskich obligacji. I pewnie w takich warunkach zobaczylibyśmy mocniejszego złotego, gdyby nie tragedia malezyjskiego samolotu zestrzelonego nad wschodnią Ukrainą. Zestrzelenie spowodowało gwałtowną przecenę ryzyka na rynkach i skokową deprecjację walut państw regionu (TRY, HUF). Jest oczywiste, że w krótkim okresie wycena polskich aktywów ponownie będzie zawierać czynnik geopolityczny. To, czy obserwujemy początek głębszej wyprzedzaży, czy raczej emocjonalną i jednorazową reakcję, zależy od dalszego przebiegu wydarzeń na Ukrainie.

## EURPLN technicznie

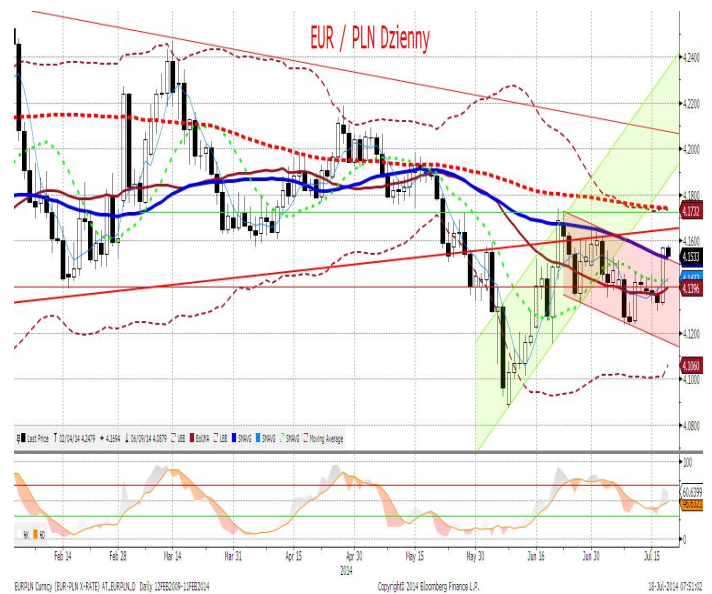
Na dziennym długa biała świeca przebiła górne ograniczenie kanału oraz MA55. Układ kresek zanegował dotychczasowy scenariusz kontynuacji spadków. Najbliższe opory wyznaczone są przez linię trendu (4,1650) i MA200 (4,1735). Naszym zdaniem jest to jednorazowy, emocjonalny ruch wywołany czynnikami geopolitycznymi. Gdy emocje opadną, spodziewamy się powrotu notowań do kanału, a dzisiejsza sesja jest dobrą okazją do zakupu PLN. Przesuwamy zlecenie SL do poziomu 4,1745 i utrzymujemy naszą pozycję short.

Wsparcie	Opór
4,1464	4,2000
4,1397	4,1735
4,1170	4,1650

### 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
1Y	2.45	2.49
2Y	2.46	2.52
3Y	2.56	2.59
4Y	2.71	2.74
5Y	2.85	2.88
6Y	2.97	3.00
7Y	3.07	3.10
8Y	3.16	3.19
9Y	3.24	3.27
10Y	3.31	3.34

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

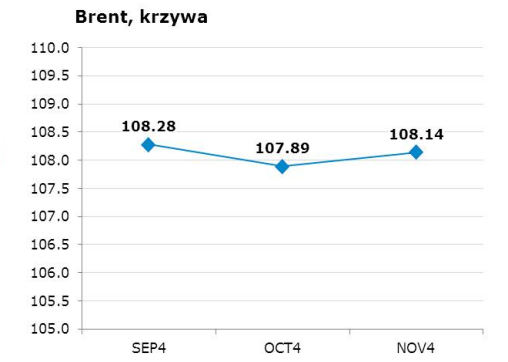
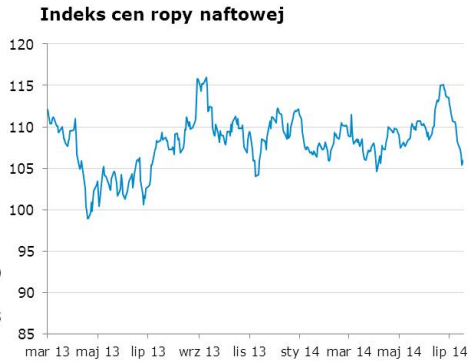
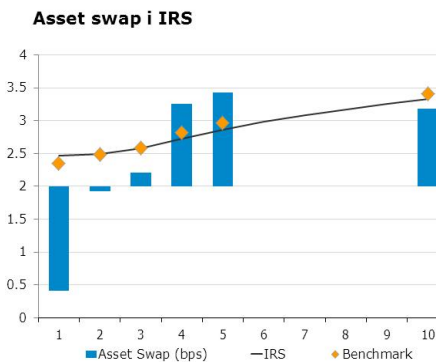
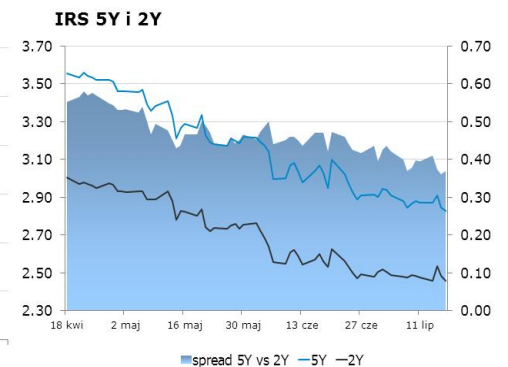
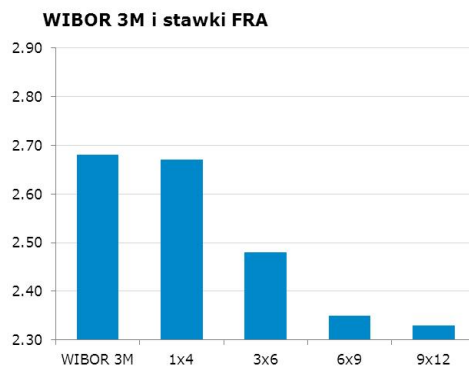
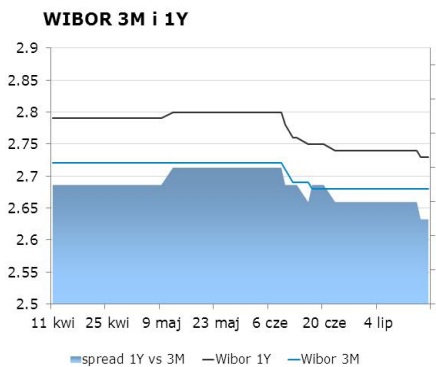
  

FRA	BID	ASK
1x2	2.55	2.60
1x4	2.62	2.67
3x6	2.43	2.48
6x9	2.30	2.35
9x12	2.28	2.33

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1378
USD/PLN	3.0579
CHF/PLN	3.4069

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3525
EUR/JPY	136.84
EUR/PLN	4.1555
USD/PLN	3.0726
CHF/PLN	3.4226



#### 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 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 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.