

18 sierpnia 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		
18.08.2014 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	lip			53.4	
19.08.2014 WTOREK							
14:00	POL	Pzeciętne wynagrodzenie r/r (%)	lip	3.8	3.9	3.5	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lip	0.8	0.8	0.7	
14:30	USA	CPI r/r (%)	lip		2.0	2.1	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	lip		970	893	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów (tys.)	lip		1000	973 (r)	
20.08.2014 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lip	0.7	2.2	1.7	
14:00	POL	PPI r/r (%)	lip	-1.9	-1.9	-1.7	
21.08.2014 CZWARTEK							
3:45	CHN	PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	sie		51.6	51.7	
9:00	FRA	PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	sie			47.8	
9:00	FRA	PMI w usługach wstępny (pkt.)	sie			50.4	
9:30	GER	PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	sie			52.4	
9:30	GER	PMI w usługach wstępny (pkt.)	sie			56.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	sie			51.8	
10:00	EUR	PMI w usługach wstępny (pkt.)	sie			54.2	
14:00	POL	Minutes RPP					
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	16.08			289	
15:45	USA	PMI w przemyśle wstępny (pkt.)	sie		55.5	55.8	
16:00	USA	Philly Fed (pkt.)	sie		18.0	23.9	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln)	lip		5.00	5.04	
22.08.2014 PIĄTEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							

W tym tygodniu...

Gospodarka polska. Przed nami kontynuacja lipcowej serii publikacji ze sfery realnej. Jutro poznamy dane z rynku pracy. Ze względu na korzystną strukturę wzrostów w poprzednim miesiącu (przetwórstwo przemysłowe, a nie sekcje sezonowe) i brak wyraźnego trendu we wskaźnikach koniunktury zatrudnienie powinno powoli rosnąć - oczekujemy wzrostu o 0,8% rdr. W przypadku płac kontynuacja dotychczasowych tendencji, w tym spowolnienia wzrostów płac w przetwórstwie (pokłosie słabości produkcji), sugeruje niewielkie przyspieszenie wzrostu płac. W środę opublikowane zostaną dane z sektora przemysłowego. Czerwiec, choć zaskakujący dla rynku, był zgodny z bazą i różnicą w dniach roboczych. W lipcu układ dni roboczych absolutnie identyczny jak rok wcześniej (+3 m/m), więc odczyt ukształtuje wysoka baza z ubiegłego roku oraz momentum, a właściwie jego brak. W efekcie, nawet wyrównanie wyniku z poprzedniego miesiąca będzie trudne - prognozujemy odczyt 0,7% rdr. Kolejny spadek rocznej dynamiki PPI w lipcu będzie wynikiem wzrostów ceny części surowców przy stabilnych kursach walutowych i obniżeniu cen ropy naftowej. Na koniec pracowitego tygodnia, w czwartek, światło dzienne ujrzą Minutes RPP. Czekamy na opinie członków Rady co do dotkliwości i trwałości obecnej usterki w cyklu oraz wskazania co do ich skłonności do obniżek stóp procentowych.

Gospodarka globalna. W gospodarce globalnej tydzień upłynie pod znakiem wstępnych europejskich indeksów PMI. Jednak najpierw, we wtorek, przyjdzie nam zmierzyć się z inflacją za Oceanem. Stabilizacja cen żywności i paliw sugeruje utrzymanie inflacji na poziomie 2%. Odczytowi towarzyszyć będzie publikacja danych z rynku nieruchomości - rozpoczęte budowy domów oraz wydane pozwolenia na budowę. Czwartek zapowiada się pracowicie dla uczestników rynków. Na początek europejskie indeksy PMI pozwolą ocenić dotkliwość spowolnienia w gospodarce eurolandu (w szczególności, na ile wyniki II kwartału związane były z czynnikami jednorazowymi). Po południu zza Oceanu nadejdą dane o liczbie domów sprzedanych na amerykańskim rynku wtórnym oraz o koniunkturze przemysłowej (PMI w przemyśle, Philly Fed). Te ostatnie wskaźniki zanotują najprawdopodobniej niewielkie spadki na bazie miesięcznej, jednak ruch należy interpretować jedynie jako lekkie odreagowanie ostatnich wzrostów, a wskaźniki pozostaną na poziomach wciąż imponujących w stosunku do ich europejskich odpowiedników.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

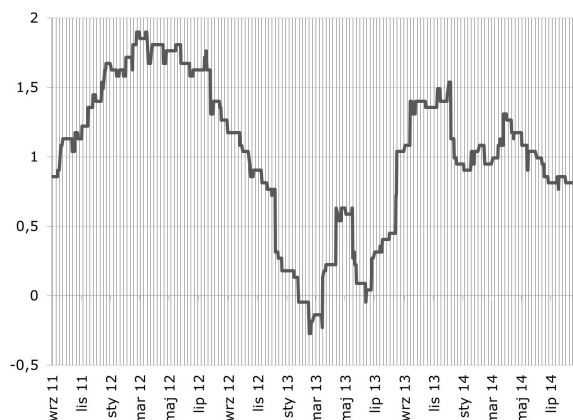
- Osiatyński: Trudno znaleźć makroekonomiczne uzasadnienie dla tak wysokich, realnych stóp w Polsce.

Decyzja RPP (3.09.2014)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.018	-0.001
stopy bez zmian		0%		USAGB 10Y	2.356	0.014
obniżka 25 bps		100%		POLGB 10Y	3.281	-0.135
PROGNOZA mBanku		obniżka 50 bps		Dotyczy benchmarków Reuters		

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



Bez zmian – wszystkie odczyty były zgodne z konsensusem. W bieżącym tygodniu sporo danych (rynek pracy, sektor przemysłowy), które mogą poruszyć indeksem.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Nieznacznie niżej po gorszym indeksie ZEW. W nadchodzącym tygodniu wstępne odczyty PMI niosą pewien potencjał do zaskoczeń.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA

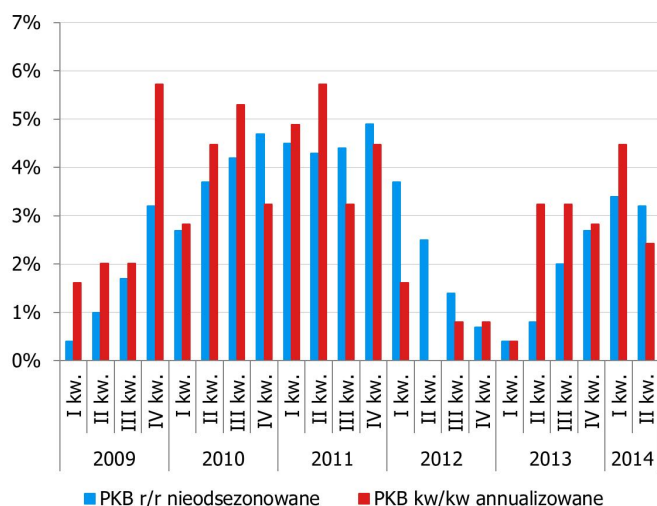


Mocno w dół po wynikach sprzedaży detalicznej, indeksu U. Michigan oraz Empire State. W nadchodzącym tygodniu kalendarz relatywnie pusty, niewielki więc jest potencjał do dalszych zmian indeksu.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Tempo wzrostu PKB w II kwartale spowolniło do 3,2% - brak sygnałów odwrócenia spadkowych tendencji.

Tempo wzrostu PKB spowolniło do 3,2% z 3,4% z poprzedniego kwartału (konsensus rynkowy 3,2%). Nasza prognoza, 3,0% z ryzykiem w dół, okazała się nadmiernie pesymistyczna, choć zupełnie uczciwie należy przyznać, że z uwagi na dużą niepewność dotyczącą zapasów (z jednej strony pozytywny efekt bazowy, z drugiej strony osłabienie popytu, które powinno zapasy obniżyć) rozbieżność nie jest ani spektakularna, ani nie powinna być traktowana symptomatycznie. Dlaczego?



Otóż przegląd kategorii sugeruje przede wszystkim osłabienie inwestycji (połowa z dwucyfrowej dynamiki z I kwartału) i co najwyżej stabilizację konsumpcji przy dużej dodatniej kontrybucji zmian zapasów, która przekroczyła 1pp. Na razie oczywiście spekulujemy, formułując de facto wciąż prognozy poszczególnych agregatów (to odczyt sygnały, bez rozbicia), jednak już wiemy, co powinniśmy uzyskać jako ostateczny wynik. Mniej więcej wiemy też, jak powinna kształtować się dynamika PKB w kolejnym kwartale. Wskaźniki koniunktury są słabsze, Rosja z Ukrainą wchodzi w recesję szybciej i będą one głębsze niż się wcześniej spodziewaliśmy (nakładają się na to efekty sankcji, działające również przez osłabienie aktywności gospodarczej w krajach UE), stopy realne są coraz wyższe a przetargi na infrastrukturę, które ruszyły z kopyta kilka miesięcy temu utknęły w martwym punkcie. Co więcej, nawet „naiwna” (formułowana przy założeniu płaskich trendów) prognoza PKB na III kwartał wskazuje na kontynuację spowolnienia w ujęciu rocznym i, tym samym, na obniżenie całej ścieżki na najbliższe kwartały. Wszystkie czynniki prowadzą nas do wniosku, że obniżenie dynamiki wzrostu, którego obecnie doświadcza gospodarka, może być czymś więcej niż 1-2 kwartałna zadyszka (takie przynajmniej widzimy ryzyka). Oczywiście, nie musi to oznaczać całkowitego wykołowania cyklu, ale np. stabilizację wzrostu na niskim, rozczarującym poziomie (ok. 2%). Najbliższe tygodnie przyniosą falę rewizji w dół prognoz analityków dla polskiej gospodarki.

Co na to RPP? Oczywiście posługując się „kryterium Bratowskiego” można byłoby stwierdzić, że Rada nie obetnie stóp procentowych. Byłoby to jednak myślenie bardzo naiwne, gdyż jak już wspomnieliśmy nie ma żadnych symptomów odwrócenia ne-

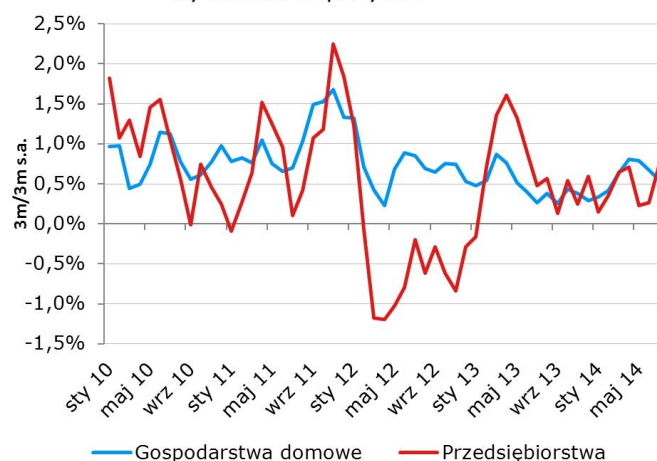
gatywnych tendencji i to właśnie sprawia, że wyniki pojedynczego kwartału są bez znaczenia. Już nie jednorazowa obniżka, lecz cały cykl rozluźnienia polityki pieniężnej w wysokości do 100pb byłby uzasadniony w świetle rysujących się ryzyk dla wzrostu i inflacji w Europie i tego właśnie się trzymamy.

Bilion złotych po raz pierwszy. Dynamiczny wzrost M3 w lipcu.

W lipcu podaż pieniądza wzrosła o 0,8% w ujęciu miesięcznym i 6,2% w ujęciu rocznym, istotnie powyżej naszej prognozy i mediany prognoz rynkowych (odpowiednio: 5,3 i 5,5%). Tym samym, podaż pieniądza M3 po raz pierwszy w historii przekroczyła 1 bln zł.

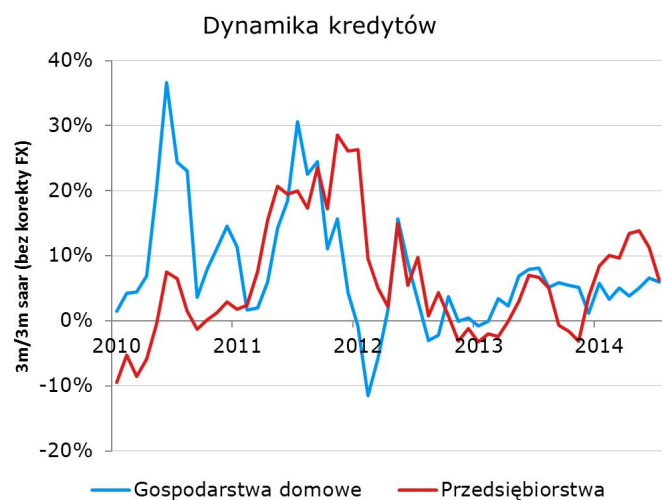
Tym razem strona depozytowa przyniosła szereg zaskoczeń. Minimalnie szybciej od naszych oczekiwań wzrosły depozyty gospodarstw domowych; wprowadzie dynamika roczna przyspieszyła do 6,5% (najszybciej od sierpnia 2013 roku), ale jest to głównie zasługa bazy statystycznej, w ujęciu miesięcznym w dalszym ciągu obserwujemy delikatne spowalnianie (por. wykres poniżej). Tym samym, brak jest widoków na przyspieszenie w okolice 10%, co jest zgodne z naszą średnioterminową prognozą depozytów gospodarstw domowych. Za istotne z kolei należy uznać pozytywne niespodzianki w depozytach przedsiębiorstw i niemonetarnych instytucji finansowych. Wahliwość tych pierwszych w ostatnich miesiącach była znacząca (por. wykres poniżej) i tak należy jak na razie interpretować lipcowy wystrzał, a brak szczegółowych informacji na temat wyników finansowych przedsiębiorstw uniemożliwia jego interpretację.

Dynamika depozytów



W przypadku kredytów trudno mówić o przełamaniu obserwowanych dotychczas tendencji. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych pozostaje fenomenalnie stabilna, w granicach 4,5-5,5% r/r, co potwierdza, z jednej strony, brak przyspieszenia w kreacji netto kredytów konsumpcyjnych, z drugiej zaś – kontynuację marazmu w kredytach na nieruchomości. W naszej opinii trendy te mają szansę utrzymania co najmniej do końca b.r., a w przypadku kredytów na nieruchomości – nawet dłużej, biorąc pod uwagę planowany wzrost wymaganego wkładu własnego w kolejnych latach i praktyczny brak reakcji rynku kredytowego na ożywienie na rynku nieruchomości w I połowie b.r. W przypadku kredytów dla przedsiębiorstw impuls obserwowany na początku roku uległ wygaszeniu, a miesięczne

przyrosty kredytów powróciły do umiarkowanych poziomów. Co oczywiste, za wcześnie, aby upatrywać w tej zmianie reakcji na dekoniunkturę (lub wręcz jej oczekiwania), należy jednak dane nt. kredytów dla przedsiębiorstw bacznie obserwować.



EURUSD fundamentalnie

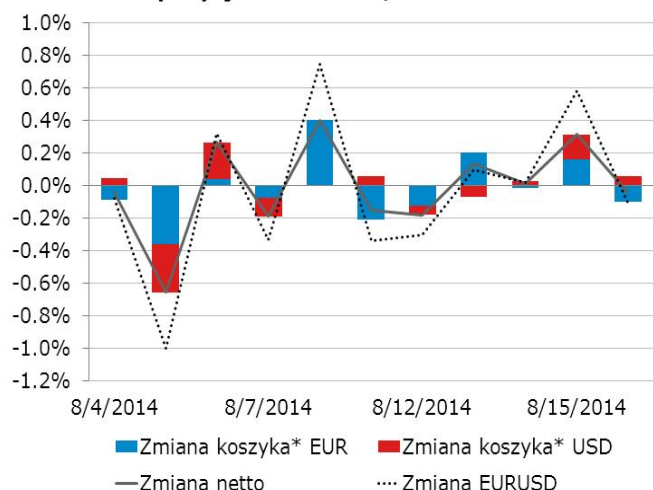
EURUSD nieznacznie wyżej, jednak wciąż jesteśmy świadkami ruchów robaczkowych wewnątrz trendu bocznego. Pewną nadzieję na wyrwanie EURUSD z marazmu niesie czwartkowa publikacja wstępnych odczytów PMI w strefie euro. Wskaźniki koniunktury dostarczą informacji o tym jak trwale jest obserwowane obecnie spowolnienie w gospodarce eurolandu. Słabsze dane to słabsze euro, poprzez kanał oczekiwań na QE. Nieco wcześniej, we wtorek, poznamy dane o CPI za Oceanem. Publikacja ważna, choć jej wpływ na rynek temperowany jest przez fakt, że decydenci z FOMC swoją uwagę skupiają raczej na rynku pracy, niż na procesach cenowych. Poza tymi publikacjami kalendarz makro prezentuje się niezwykle skromnie i najprawdopodobniej będziemy obserwować odbijanie się notowań od band range'u.

EURUSD technicznie

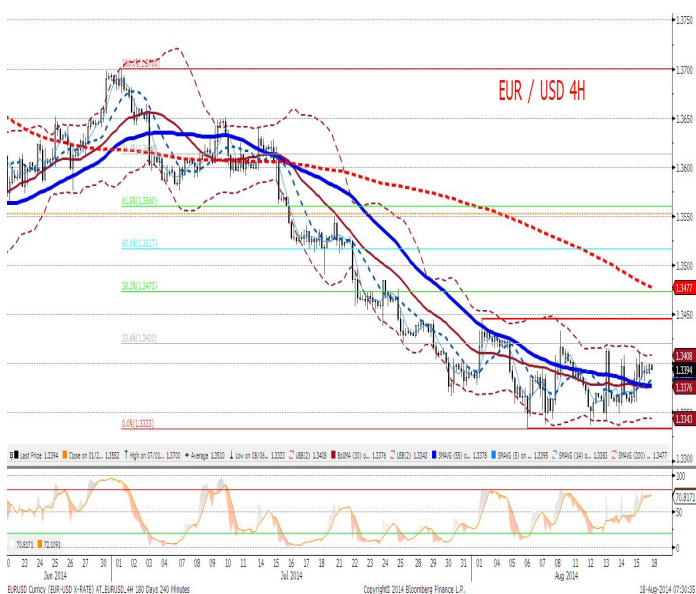
EURUSD w trendzie bocznym. Doji uformowane na tygodniowym potwierdza marazm obserwowany od kilku sesji. Kurs utknął pomiędzy 1,3300 a 1,3430. Rekomendujemy pozostanie poza rynkiem, do czasu wybicia z range'u. Trend spadkowy na EURUSD jest naszym zdaniem dominujący w średnim terminie, jednak będziemy starali się dołączyć do trendu po lepszych poziomach.

Wsparcie	Opór
1,3333	1,3657
1,3296	1,3477
1,3231	1,3416

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

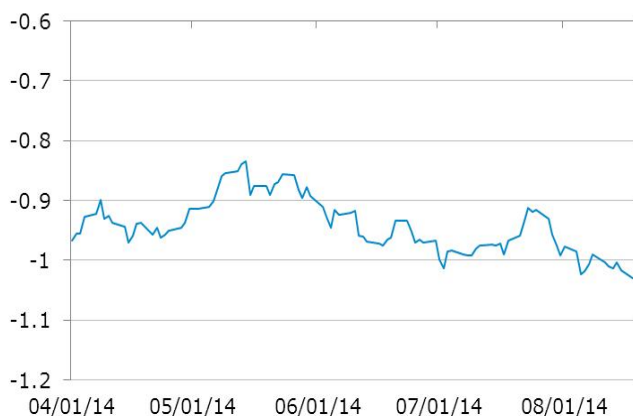
Pod nieobecność polskich inwestorów złoty odnotował spore osłabienie, które wyniosło EURPLN z okolic 4,17 do prawie 4,21; dziś startujemy z okolic 4,1950. Impulsem do ruchu była wiadomość o penetracji terytorium ukraińskiego przez wojska rosyjskie. Nie wydaje nam się, że było to coś więcej niż dotąd obserwowaliśmy (wojska rosyjskie robiły już takie wycieczki), jednak w połączeniu z napięciem wywołanym konwojem humanitarnym inwestorom puściły nerwy. Wciąż do deeskalacji konfliktu jest daleko, niemniej wydaje się, skala strachu osiągnęła już wysoki poziom i jej wzrost może wywołać tylko otwarty konflikt zbrojny. Dopóki jednak napięcie nie opadnie, złoty pozostanie pod negatywną presją, tym bardziej że widzimy sporo symptomów pogorszenia salda handlowego Polski, dynamika PKB słabnie (a cykliczność silnie oddziałuje na złotego), budują się oczekiwania na jastrzębią niespodziankę ze strony Fed a wiara w europejskie QE opada (co prowadzi do spadku korelacji papierów peryferyjnych z rynkami bazowymi, a więc także po części osłabia atrakcyjność papierów polskich). Dane z nadchodzącego tygodnia (rynek pracy, produkcja) potwierdzą chwilową słabość polskiej gospodarki.

EURPLN technicznie

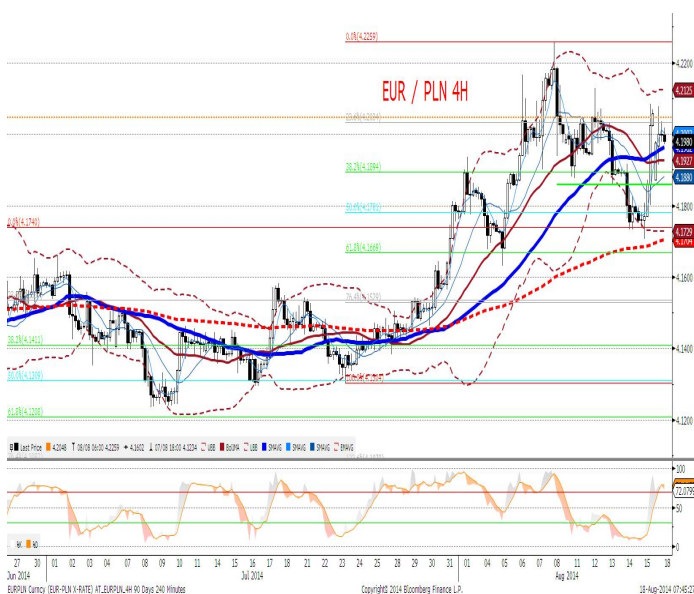
Złoty nieco słabszy. Notowania z łatwością przebiły średnie na 4H docierając do lokalnego maksimum (4,2085). Obowiązujący od połowy lipca trend wzrostowy na EURPLN nie został zaniegowany, kurs zawrócił z poziomu MA200 na dziennym (nieco poniżej 50% zniesienia). Warto zagrać z dominującym trendem i zająć pozycję long, jednak ostatnie dwie sesje wywindowały kurs na poziomy mniej atrakcyjne do kupowania EURPLN. Liczymy, że uda nam się wsiąść do tego pociągu w ciągu najbliższych sesji przy korzystniejszych notowaniach.

Wsparcie	Opór
4,1800	4,2288
4,1733	4,2259
4,1502	4,2129

Czynnik krajowy* w EURPLN



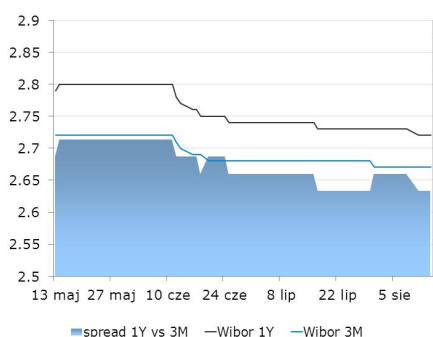
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



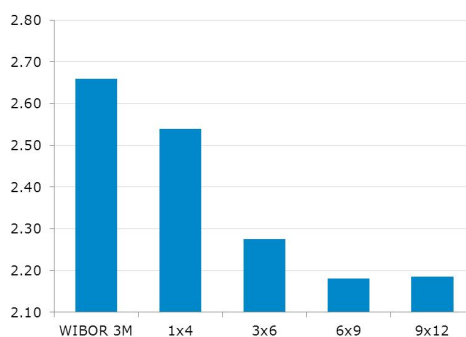
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.3	2.35	ON	2.5	2.8	EUR/PLN	4.1800
2Y	2.325	2.38	1M	2.4	2.9	USD/PLN	3.1285
3Y	2.37	2.40	3M	2.6	2.8	CHF/PLN	3.4478
4Y	2.49	2.52					
5Y	2.68	2.71					
6Y	2.8	2.83					
7Y	2.83	2.86					
8Y	2.92	2.95					
9Y	2.99	3.02					
10Y	3.06	3.09					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.40	2.45	EUR/USD	1.3392
1x4	2.49	2.54	EUR/JPY	136.77
3x6	2.23	2.28	EUR/PLN	4.1993
6x9	2.13	2.18	USD/PLN	3.1300
9x12	2.14	2.19	CHF/PLN	3.4670

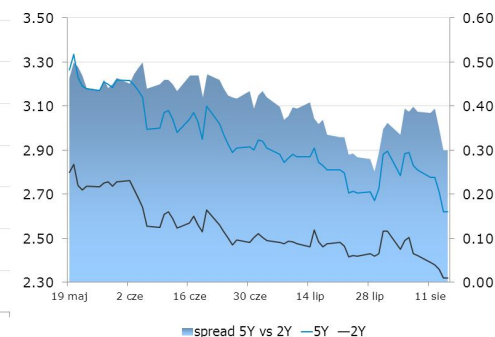
WIBOR 3M i 1Y



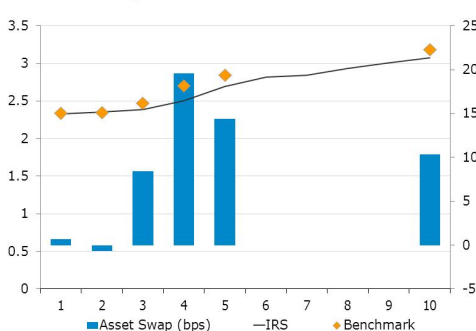
WIBOR 3M i stawki FRA



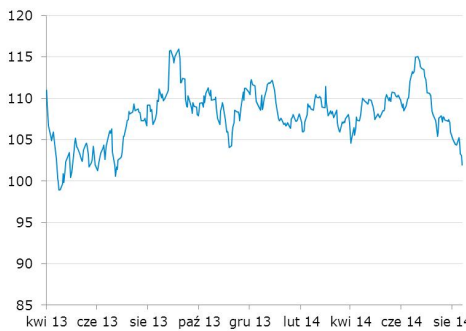
IRS 5Y i 2Y



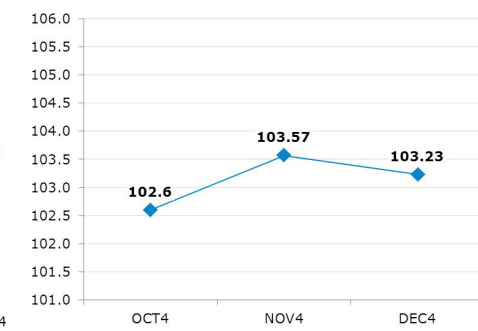
Asset swap i IRS



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.