

25 sierpnia 2014

Raport Dzienny

Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 86
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		
25.08.2014 PONIEDZIAŁEK							
10:00	GER	Indeks Ifo - sytuacja bieżąca (pkt.)	sie		107.0	108.0	
10:00	GER	Indeks ifo - oczekiwania (pkt.)	sie		102.3	103.4	
26.08.2014 WTOREK							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lip	1.3	2.1	1.2	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	lip	11.9	11.9	12.0	
14:00	HUN	Decyzja Banku Węgier (%)	sie		2.10	2.10	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	lip		7.5	1.7 (r)	
15:00	USA	Indeks CaseShiller r/r (%)	cze		8.2	9.3	
16:00	USA	Wsk. koniunktury kons. CB (pkt.)	sie		89.0	90.9	
27.08.2014 ŚRODA							
8:00	GER	Wsk. koniunktury kons. GfK (pkt.)	wrz		9.0	9.0	
28.08.2014 CZWARTEK							
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	sie		6.7	6.7	
10:00	EUR	M3 r/r (%)	lip		1.5	1.5	
11:00	EUR	Wskaźnik ESI (pkt.)	sie		101.6	102.2	
14:00	GER	CPI r/r (%)	sie		0.8	0.8	
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR drugi (%)	Q2		3.9	4.0	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	23.08			298	
15:00	USA	Umowy na sprzedaż domów m/m (%)	lip		0.5	-1.1	
29.08.2014 PIĄTEK							
1:30	JAP	CPI r/r (%)	lip		3.4	3.6	
1:50	JAP	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		1.3	-3.4	
10:00	POL	PKB r/r (%)	Q2	3.2	3.2	3.2	
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	lip		11.5	11.5	
11:00	EUR	CPI r/r wstępny (%)	sie		0.3	0.4	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	sie	0.1	0.1	0.1	
14:30	USA	Wydatki konsumenckie m/m (%)	lip		0.2	0.4	
14:30	USA	Dochody gosp. domowych m/m (%)	lip		0.3	0.4	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt.)	sie		56.5	52.6	
15:55	USA	Wsk. koniunktury U.Michigan final (pkt.)	sie		80.1	79.2	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska. Po pracowitym ubiegłym tygodniu, ten nadchodzący zapowiada się dużo spokojniej. We wtorek, wraz z lipcowym Biuletynem Statystycznym poznamy stopę bezrobocia oraz dynamikę sprzedaży detalicznej w Polsce w lipcu. Ta pierwsza dana została już zapowiedziana przez MPiPS na 11,9% (choć resort ostatnio często się myli). Sprzedaż detaliczna zanotowała w lipcu najpewniej skromny wzrost rdr. Podejrzewamy, że spadający wolumen handlu przygranicznego na Wschodzie (mający niemały udział w sprzedaży mebli oraz rtv/agd) obniża dynamikę sprzedaży. Pytaniem otwartym pozostaje skala odejścia od bardzo słabego czerwca. W piątek poznamy zrewidowany odczyt PKB za II kw. (do tej pory GUS rewidował odczyt flash w 40% przypadków) wraz ze szczegółowym rozbięciem. Oczekujemy stabilizacji dynamiki konsumpcji, niższego wzrostu inwestycji, dużego wkładu zmiany zapasów i, pierwszy raz od lat (sic!), ujemnego wkładu eksportu netto.

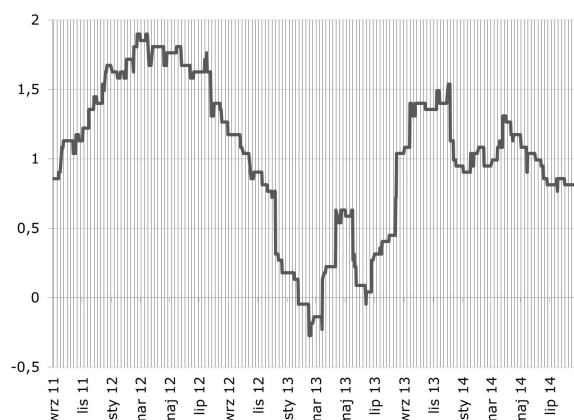
Gospodarka globalna. Tydzień rozpoczyna dzisiejsza publikacja indeksów Ifo w Niemczech. Można spodziewać się, że słabnące nastroje niemieckich przedsiębiorców zostały dodatkowo pogłębione przez napięcia geopolityczne i quasi-wojnę handlową z Rosją. Wtorkowe posiedzenie węgierskiego banku centralnego będzie pierwszym bez cięć od sierpnia 2012 roku. Jutrzejsze popołudnie upłynie natomiast pod znakiem danych zza Oceanu. Imponujący oczekiwany wzrost zamówień na dobra trwałe jest wynikiem dużych zamówień u Boeinga, a także większych zamówień na dobra kapitałowe. Napięcia na linii USA - Rosja czy też zaangażowanie Stanów w konflikt na Bliskim Wschodzie przełożą się najpewniej na spadki nastrojów konsumenckich mierzonych indeksem CB. W czwartek poznamy sytuację na niemieckim rynku pracy. Na razie stopa bezrobocia powinna pozostać stabilna - dotychczasowe pogorszenie koniunktury było zbyt małe, by skłonić do redukcji etatów. Tego samego dnia przekonamy się, czy i o ile, zrewidowany zostanie odczyt PKB w USA za II kw. W piątek poznamy wstępny odczyt inflacji w strefie euro (czwartowe dane z Niemiec pozwolą na ostateczny szlif prognoz). Na fali taniejącej ropy oraz niskiego zagregowanego popytu dynamika cen w eurolandzie zbliża się do zera. Popołudniowe dane o wydatkach i dochodach Amerykanów pokażą najpewniej kontynuację skromnych wzrostów mdm. Na zakończenie pracowitego tygodnia Chicago PMI potwierdzi siłę amerykańskiej gospodarki.

Decyzja RPP (3.09.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.992	-0.022
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	2.410	0.029
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	3.170	0.021
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 50 bps				

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



Bez zmian – wszystkie odczyty były zgodne z konsensusem. W bieżącym tygodniu warto zwrócić uwagę na dane o sprzedaży detalicznej i bezrobociu - tu mogą pojawić się niespodzianki.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Europejski indeks zaskoczeń pozostaje w spadkowym trendzie. Niewielka pozytywne zaskoczenie przemysłowym indeksem PMI w Niemczech nie mogło zrównoważyć dużej negatywnej niespodzianki w indeksie dla strefy euro. W tym tygodniu niespodziankę mogą przynieść przede wszystkim indeksy Ifo i dane o niemieckiej i europejskiej inflacji.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA



Minimalnie w górę po publikacji indeksu Philly Fed. W tym tygodniu kalendarz sprzyja ruchom indeksu - od wtorkowych zamówień na dobra trwałe, poprzez czwartkowe dane z rynku pracy i drugi odczyt PKB, aż po piątkowy Chicago PMI.

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.

Wrażenia po Jackson Hole: dwa światy w polityce pieniężnej

Konferencja w Jackson Hole – tym razem poświęcona rynkowi pracy i tym razem bez udziału ekonomistów z tak zwanego rynku – nie przyniosła przełomu i, prawdę powiedziawszy, nikt się go nie spodziewał. Niemniej wydzwięk komentarzy bankierów centralnych sugeruje, że rysuje się coraz wyraźniejszy podział w polityce pieniężnej prowadzonej przez Fed i EBC. Po naszej stronie Atlantyku polityka pieniężna będzie luzowana, po przeciwnej małymi krokami zbliża się normalizacja polityki pieniężnej, choć wciąż decyzja o niej jeszcze nie zapadła.

Janet Yellen była nieco mniej gołębia niż podczas ostatnich wystąpień publicznych (argumenty nie były aż tak jednostronne), choć jej ton w zasadzie nie odbiegał od komunikatu całego FOMC. Sytuacja na rynku pracy poprawiła się, jednak wciąż widoczne jest znaczące niewykorzystanie czynników wytwórczych na rynku pracy. Niestety, nie dowiedzieliśmy się, jak znaczące to niewykorzystanie jest i jak dokładnie je mierzyć. Nawet jeśli byłaby to jednak sprawa prosta, wspomniany przez Yellen niejednoznaczny związek pomiędzy niewykorzystaniem czynników produkcji a płacami i dalej inflacją (mnóstwo konkurencyjnych hipotez) w zasadzie wyklucza działanie wyprzedzające. Wydaje nam się, że w bieżącym momencie dobrze wyodrębniona funkcja reakcji FOMC nie istnieje i Fed działa w zasadzie po omacku. Implikuje to scenariusz wybuchowy (przetrzymanie niskich stóp procentowych dopóki inflacja nie zacznie solidnie rosnąć a potem szybkie podwyżki) lub gradualny, silnie widziany narracją FOMC w kolejnych komunikatach. Z punktu widzenia stabilności ożywienia i stabilności całego rynku preferowany jest raczej scenariusz drugi. Naszym zdaniem oznacza to umiarkowaną reakcję rynku na nadchodzące dane i wyczekiwanie na interpretację FOMC; w takim przypadku główne dostosowania stóp procentowych będą odbywały się w okolicach posiedzeń FOMC, a oczekiwania na normalizację stóp będą „pływać” pomiędzy Q2 i Q3 2015.

Mario Draghi z Jackson Hole różnił się od tego z ostatniej konferencji EBC. Odnosząc się do spadku oczekiwań inflacyjnych (i tych rynkowych, i tych ankietowych) i wzrostu realnych stóp procentowych, szef EBC dał bezpośrednio do zrozumienia, że bank centralny musi popracować nad zwiększeniem akomodacji monetarnej. To tyle w kwestii rozumowania z okolic polityki pieniężnej. Z naszym obliczeń wynika, że przy bieżących trendach nominalnego wzrostu na peryferiach, kraje to nie mają gasnących trajektorii odsetka długu publicznego do PKB. „Whatever it takes” pozostaje w mocy, a więc po raz kolejny utrzymanie stabilności strefy euro będzie w rękach banku centralnego, który może: i) utrzymać bieżący dobry sentyment (w tym niskie wyceny ryzyka kredytowego) utwierdzając rynek o swojej roli pożyczkodawcy ostatniej instancji; ii) w większym stopniu obniżyć koszty obsługi długu publicznego, zachęcając do zakupu peryferyjnego długu lub odgrywając rolę końcowego kupującego (QE). Jest to w obecnej sytuacji jedyna opcja (no, może poza cudownym i nagłym pojawieniem się inflacji i wzrostu, na co chyba nikt nie liczy), gdyż konsolidacje fiskalne nie wchodzi w grę, gdy cała strefa euro balansuje na krawędzi recesji (Draghi zresztą pośrednio to przyznał w przemówieniu). Spodziewamy się więc generowania oczekiwań na poluzowanie ilościowe polityki pieniężnej przez ECB.

Implikacje Jackson Hole dla stóp procentowych i rynków obligacji są dwojakie: i) powolny dryf w górę stóp procentowych w

USA; ii) utrzymanie niskich stóp procentowych w strefie euro. W takim otoczeniu pozostajemy konstruktywni odnośnie obligacji polskich. Zdajemy sobie sprawę, że normalizacja stóp procentowych w USA może powodować pewną presję na polskie rentowności (w górę), jednak skala tego ruchu (raczej niewielkie i gradualne wzrosty rentowności Treasuries) sugeruje, że daleko ważniejszym czynnikiem będzie odbudowanie oczekiwań na QE w strefie euro oraz kwestie krajowe – niska inflacja, słabszy wzrost i wznowienie cyklu obniżek stóp procentowych przez RPP, które jest obecnie wycenione tylko w połowie.

EURUSD fundamentalnie

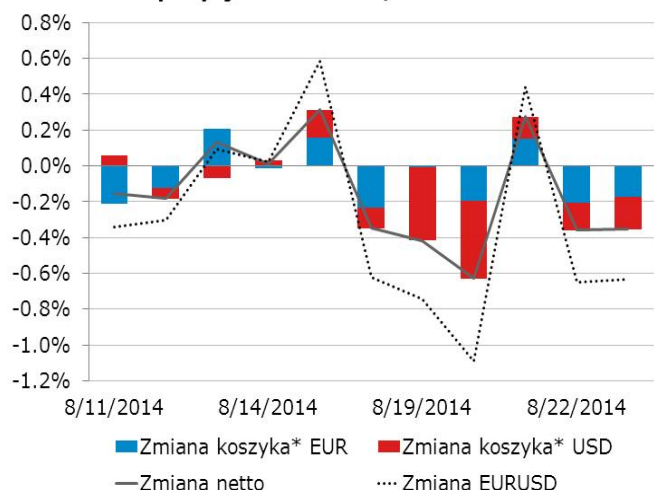
EURUSD niżej po konferencji w Jackson Hole (przejściowo nawet handlowany był poniżej 1,32). Podział w polityce pieniężnej w USA i strefie euro staje się coraz bardziej wyraźny (patrz sekcja analizy), co powinno pozostawać katalizatorem obniżenia wyceny EUR oraz podwyższenia wyceny USD. W tym tygodniu brak publikacji pierwszoglównych. Niemniej warto zwrócić uwagę na dzisiejszy odczyt indeksu Ifo oraz dane o inflacji publikowane w czwartek (Niemcy i Francja) i piątek (cała strefa euro); zza Atlantyku z kolei czekamy głównie na zamówienia na dobra trwałe (wtorek) oraz drugi odczyt PKB (czwartek). Wydaje nam się, że średnioterminowe perspektywy dla EURUSD zostały na tyle dobrze określone, że zmienność generowana przez wspomniane dane nie powinna być znacząca.

EURUSD technicznie

Korekta wzrostowa na EURUSD trwała dokładnie jeden dzień, a dostatecznie silnym oporem okazał się być poziom 1,33. Jego nieudane testowanie spowodowało dalsze spadki i obecnie nasza pozycja jest 100 pipsów w pieniądzu (cel można, na podstawie kanału spadkowego na tygodniowym, określić nawet poniżej naszego T/P, w okolicach 1,3050). Dziś kurs otworzył się z niewielką luką (licząc na bazie close - open, 30 pipsów) i można oczekiwać, że zanim spadki zostaną wznowione, luka zostanie domknięta. Trend spadkowy jest mocny, zachowanie oscylatora na dziennym wskazuje na to, że pedał gazu został dociśnięty do podłogi. Jedyną skazą na tej obrazie jest formująca się dywergencja na 4H, ale ta musi się najpierw dopełnić.

Wsparcie	Opór
1,3105	1,3654
1,3000	1,3430
1,2750/90	1,3333

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN relatywnie stabilny. Napięcie geopolityczne w żaden sposób nie zmalało, choć brak nowych informacji negatywnych może działać kojąco na psychikę inwestorów. W tym tygodniu tylko dane o sprzedaży detalicznej, które nie powinny mieć znaczącego wpływu na EURPLN - kurs w polityce pieniężnej staje się coraz bardziej jasny dla szerokiej publiczności: obniżki będą, naszym zdaniem cały cykl, a pojedyncze dane o sprzedaży tego nie odwrócą. Połączenie wznowienia oczekiwań na QE w strefie euro (patrz komentarz do konferencji w Jackson Hole) oraz tych na rozluźnienie polityki pieniężnej w kraju może generować pozytywne efekty dla złotego poprzez rynek obligacji.

EURPLN technicznie

Drugi z rzędu tydzień z mikroskopijną zmiennością (3 figury), która sprawia, że z wykresu tygodniowego nie da się wyczytać wiele ponad to, że trend na EURPLN jest w dalszym ciągu wzrostowy. Na bazie dziennej kontynuacja konsolidacji między 4,1785 a 4,1950 (bez wskazówek co do kierunku przyszłego wyłamania...). Tym niemniej, warto zauważyć, że szczyt konsolidacji wypada idealnie na linii trendu spadkowego na krótszych wykresach, co sugeruje brak wzrostowego momentum. Z tego względu zamykamy naszą pozycję ze stratą 110 pipsów i czekamy na zdecydowane wyłamanie z konsolidacji.

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

Czynnik krajowy* w EURPLN



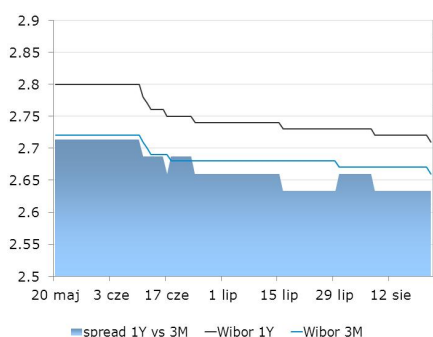
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



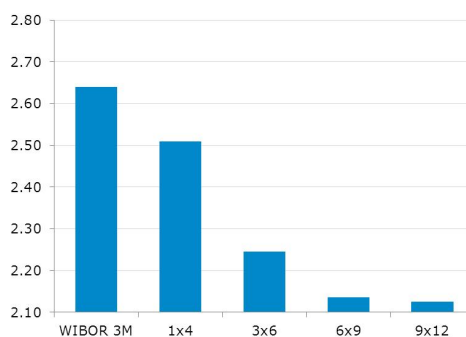
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.27	2.32	ON	2.4	2.6	EUR/PLN	4.1874
2Y	2.295	2.35	1M	2.5	2.7	USD/PLN	3.1520
3Y	2.31	2.34	3M	2.5	2.8	CHF/PLN	3.4602
4Y	2.42	2.44					
5Y	2.52	2.55					
6Y	2.64	2.67					
7Y	2.73	2.76					
8Y	2.82	2.85					
9Y	2.89	2.92					
10Y	2.96	2.98					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.44	2.49	EUR/USD	1.3218
1x4	2.45	2.51	EUR/JPY	137.99
3x6	2.20	2.25	EUR/PLN	4.1840
6x9	2.09	2.14	USD/PLN	3.1604
9x12	2.08	2.13	CHF/PLN	0.0000

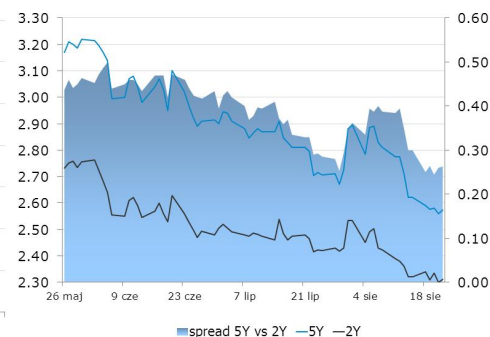
WIBOR 3M i 1Y



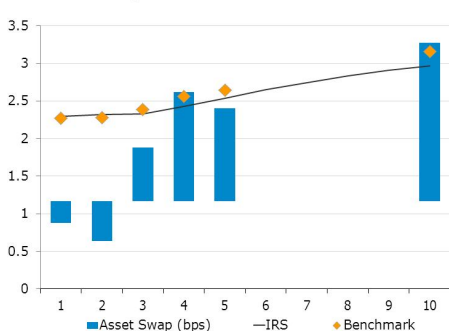
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



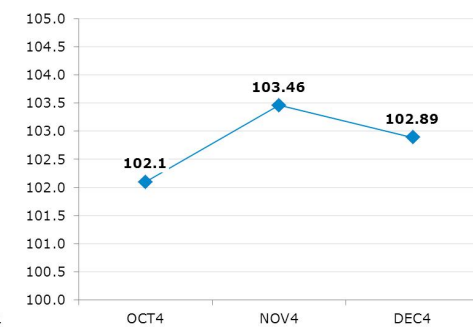
Asset swap i IRS



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.