

18 września 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

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		
15.09.2014 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	lip	13950	14063	13711	14071
14:00	POL	Import (mln EUR)	lip	13600	13850	13378	13678
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	lip	-324	-445	-391	-173
14:00	POL	CPI r/r (%)	sie	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	wrz		16.00	14.69	27.54
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	sie			55.5	51.9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sie		0.3	0.2 (r)	-0.1
16.09.2014 WTOREK							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	sie		1.5	1.6	1.5
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	wrz		40.0	44.3	25.4
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	wrz		5.0	8.6	6.9
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sie	0.5	0.4	0.4	0.5
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	sie	3.4	3.8	3.5	3.5
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sie	0.7	0.8	0.8	0.7
14:30	USA	PPI r/r (%)	sie		1.8	1.7	1.8
17.09.2014 ŚRODA							
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	sie		6.3	6.4	6.2
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	sie	0.1	0.7	2.3	-1.9
14:00	POL	PPI r/r (%)	sie	-1.5	-1.6	-2.0	-1.5
14:30	USA	CPI r/r (%)	sie		1.9	2.0	1.7
20:00	USA	Decyzja FOMC (mld USD / msc)	wrz		15	25	15
18.09.2014 CZWARTEK							
14:00	POL	Minutes RPP	wrz				
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	30.08		305	315	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	sie		1040	1093	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	sie		1040	1057 (r)	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	wrz		23.0	28.0	
19.09.2014 PIĄTEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Dziś o 14:00 zostaną opublikowane zapiski z wrześniowego posiedzenia RPP. W kontekście przyszłych działań w polityce pieniężnej warto dokument ten przeczytać pod kątem skłonności członków RPP do rozpoczynania nowego cyklu (w przeciwieństwie do jedno- lub dwukrotnej korekty stóp proc.). Być może również już na wrześniowym posiedzeniu został złożony wniosek o obniżkę stóp procentowych.

Gospodarka globalna. Obok cotygodniowych danych z rynku pracy, dziś za Oceanem zostaną również opublikowane dane z rynku nieruchomości - oczekuje się nieznacznego spadku liczby rozpoczętych budów i wydanych pozwoleń na budowę, głównie za sprawą bardzo wahlowego budownictwa wielorodzinnego. Warto również odnotować publikację indeksu Philly Fed - jest to kolejny odczyt pulsu koniunktury za wrzesień.

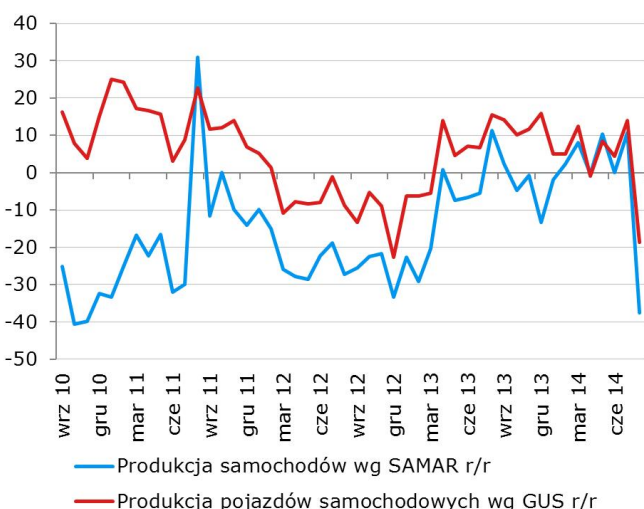
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Chojna-Duch: Rada Polityki Pieniężnej jest spóźniona z obniżkami stóp. Obniżka w najbliższym czasie jest konieczna i to w zdecydowanej formie. Proponuje ona obniżyć stopy o 50 pb, a potem poczekać na rozwój sytuacji.
- GUS: Produkcja przemysłowa w sierpniu spadła o 1,9 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem spadła o 8,5 proc. (**więcej w sekcji analiz**)
- GUS: Ceny produkcji przemysłowej w sierpniu rdr spadły o 1,5 proc., a w ujęciu miesięcznym ceny produkcji wzrosły o 0,3 proc. (**więcej w sekcji analiz**)
- USA: Ceny konsumpcyjne (CPI - consumer price index) w USA w sierpniu spadły o 0,2 proc. mdm. (**więcej w sekcji analiz**)

Decyzja RPP (8.10.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.074	0.020
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	2.629	0.016
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	3.204	-0.023
PROGNOZA mBanku		obniżka 50 bps		
Dotyczy benchmarków Reuters				

Produkcja przemysłowa straciła impet i poruszamy się obszarze stagnacji. PPI przyspiesza tylko dzięki osłabieniu PLN.

W sierpniu produkcja przemysłowa spadła w ujęciu rocznym o 1,9% (po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych wzrosła o 0,7% r/r i spadła o 1,2% m/m) – istotnie poniżej konsensusu i naszej oryginalnej prognozy (ok. 0%). O tym, że sierpniowe wyniki przemysłu będą słabe, wiadomo było już od dłuższego czasu. Sam efekt kalendarza (różnica dni roboczych wynosząca -1 r/r i umiejscowienie święta 15. sierpnia) gwarantował odczyt bliski zera. Drugim czynnikiem, który obniżył dynamikę produkcji przemysłowej był rozkład urlopów w przemyśle samochodowym – tam zanotowano spadek produkcji o niemal 20% (wg SAMAR o prawie 40%).

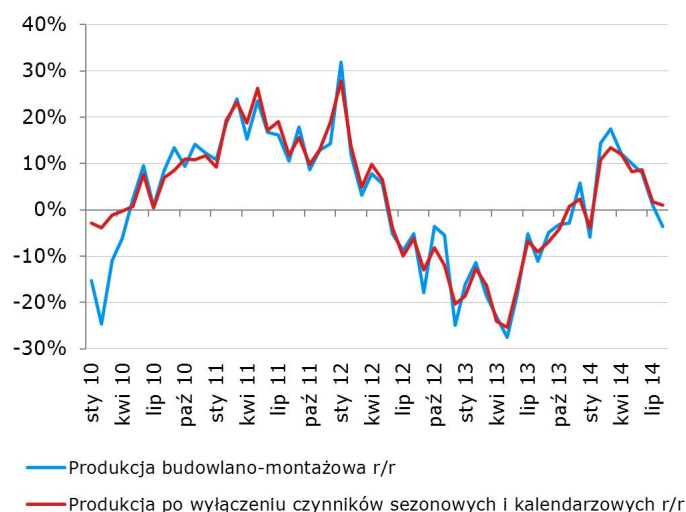


W pewnym sensie zatem w sierpniu doszło do odwrócenia czynników, które w lipcu podbiły produkcję przemysłową (wskazywaliśmy niejednokrotnie, że wówczas przemysł samochodowy „dolożył” 0,9 p. proc. do dynamiki). Dlatego też, sierpniowe dane nie są aż tak złe, jak mogłoby się wydawać na pierwszy rzut oka – nawiasem mówiąc, podobnie wyglądała sytuacja w przemyśle amerykańskim. Ze względu na te czynniki warto sierpień i lipiec rozpatrywać razem – w takim ujęciu mamy w wakacje do czynienia z kontynuacją stagnacji (patrz wykres poniżej).

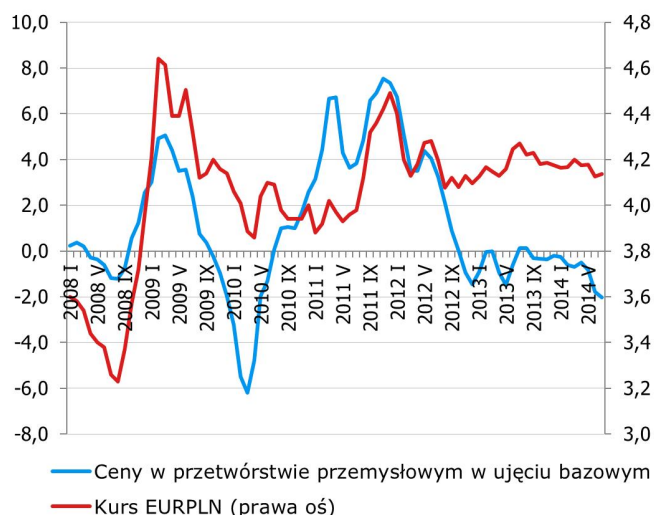


Tym niemniej, nie jest to również powód do optymizmu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, wyniki produkcji przemysłowej i budowlanej w III kwartale okazały się być gorsze od wiosennych. W efekcie (i wspiera to nasza analiza komponentów popytowych i możliwości ich zmian w III kwartale), dynamika PKB najprawdopodobniej spadła w III kwartale do ok. 2,5% (co implikuje stagnację w ujęciu kw/kw).

Produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu rocznym o 3,6%, istotnie poniżej konsensusu. Jest to wynik ze wszech miar zaskakujący, biorąc pod uwagę efekt bazy, który w sierpniu budownictwu sprzyjał. Tymczasem, w ujęciu miesięcznym i po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych produkcja budowlana spadła aż o 5,4%. Ponownie, część tego spadku można zapewne przypisać efektem kalendarzowym, ale – powtórzmy – jedynie część. Spadki (rzędu 18%) odnotowano w jednej kategorii, wznoszeniu budynków, przy wzrostach w działach związanych z pracami przygotowawczymi i infrastrukturą. Z tego względu jesteśmy skłonni sierpniowy odczyt produkcji budowlanej uznać za wypadek przy pracy. Nawet przy uwzględnieniu „dziury infrastrukturalnej” (nowe inwestycje będą uruchamiane dopiero na przełomie roku), perspektywy budownictwa na kolejny rok są dobre.



Ceny producentów spadły w sierpniu o 1,5% w ujęciu rocznym (konsensus -1,7%, nasza prognoza -1,5%). Poprzedni odczyt został zrewidowany w dół, wzrosły ceny koksu (+1,2% m/m), co w bieżącym otoczeniu są sporą niespodzianką. Ceny w przetwórstwie przyspieszyły do +0,3% m/m (to najwyższa dynamika w tej kategorii od połowy 2013 roku. Zewnętrzny impuls cenowy (deprecjacja PLN do EUR, ale przede wszystkim do USD) bardzo szybko znalazł potwierdzenie w cennikach przetwórców (automatycznie zneutralizowały się oczekiwania cenowe przedsiębiorców, z poziomów mocno ujemnych do około zera). Nasza teza o konieczności wystąpienia negatywnego i wspólnego dla wszystkich przedsiębiorców szoku cenowego (nagła deprecjacja PLN to świetny kandydat) w celu popchnięcia cen producentów w górę wydaje się na obecnym etapie potwierdzona. Możliwość wystąpienia takiego szoku w najbliższych miesiącach to już zupełnie inna kwestia. Na razie na nic takiego się nie zanosi, a przemysł praktycznie przestał rosnąć. Oznacza to dalszą petryfikację równowagi niższych cen w przemyśle i automatycznie – brak presji od strony cen producentów na ceny konsumenta.



Wytracanie momentum gospodarki jest faktem. Być może nie jest to spadek dramatyczny, lecz uporczywy. Naszym zdaniem proces ten, w połączeniu z wciąż bardzo niską inflacją i ryzykiem utrwalenia takowej także w średnim terminie, będzie zachęcał RPP do obniżek stóp procentowych. Podtrzymujemy więc nasz scenariusz, że RPP rozpocznie w październiku cykl obniżek stóp procentowych. W obecnym momencie ani my, ani RPP nie podejmie się próby wyznaczenia końca nowego cyklu poluzowania monetarnego, który będzie trwał dopóki nie dojdzie do istotnej poprawy perspektyw dla gospodarki (na razie nie widać) lub inflacja znacząco nie przyspieszy (też nie widać). Ryzyka w tych aspektach kształtują się wyraźnie asymetrycznie. Odnosnie zaś skali cięcia spodziewamy się rozpoczęcia cyklu 25 pkt. obniżką, choć tu ryzyko pomyłki (nie 25 a 50) jest zdecydowanie większe niż to dotyczące wejścia RPP w nowy cykl (100pb).

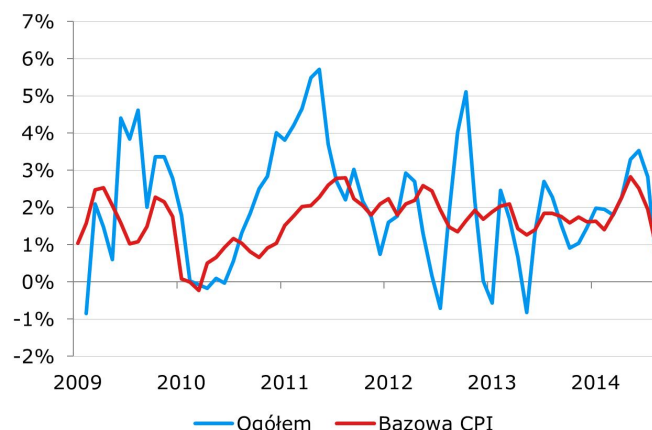
Fed: Powoli, ale do przodu. Normalizacja się zbliża.

Posiedzenie Fed nie przyniosło oczekiwanych po części przez rynek, a już dość powszechnie przez niektórych analityków, zmian w polityce pieniężnej. Rezerwa Federalna zdecydowała o ograniczeniu zakupów aktywów o kolejne 10mld dolarów, a zakończenie programu zostało de facto ustalone na październik. Opublikowana została „strategia wyjścia” z ultraluznej polityki pieniężnej i szczegóły techniczne dotyczące sposobów odejścia od zerowych stóp. Jak zostało jednak podkreślone dobitnie i wielokrotnie podczas konferencji – publikacji nie należy w żadnym stopniu wiązać z intencjami FOMC do szybszych podwyżek stóp.

Fraza dotycząca okresu czasu pomiędzy zakończeniem zakupów aktywów a pierwszą podwyżką stóp pozostała nietknięta. W dalszym ciągu w komunikacie tkwi stwierdzenie „znaczący okres czasu” (considerable time). Podczas konferencji Yellen starała się odejść od jej interpretacji czasowej na rzecz podejścia zależnego od danych. Tymczasem obraz gospodarki widziany oczami Fed nie zmienił się znacząco od lipcowego posiedzenia: ożywienie trwa, odnotowano dalszy, choć niewystarczający, postęp na rynku pracy. Dlatego też znacząco nie zmieniły się także projekcje FOMC (marginalnie bardziej pozytywne dla gospodarki). Mediana oczekiwanych poziomów stóp procentowych (2014-2017) również zdryfowała lekko w górę, gdyż – jak podkreśliła to Yellen – dostosowała się do aktualnej oceny gospodarki FOMC. Jakkolwiek ocena gospodarki realnej

podniosła się, odnotowano pewien regres w bieżącej realizacji celu inflacyjnego – w obliczu dużej niepewności Fed pozostaje bardzo wrażliwy na wahania inflacji, która notabene (który to już raz z kolei?) wytraciła w ostatnich miesiącach wzrostowe momentum. Doktryna optimal control może w takich warunkach pozostać nietknięta.

Zanulizowane momentum inflacji CPI w USA



Fed nie podsylił oczekiwań na szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej, ale również nie wykonał kroku w tył. Odnotowaliśmy spadki na EURUSD, lekką przecenę walut EM (szczególnie do dolara), spadki rentowności na rynkach bazowych na dłuższych tenorach oraz wzrosty na krótszym fragmencie krzywej. Biorąc pod uwagę momentum gospodarki amerykańskiej, normalizacja polityki pieniężnej po prostu się zbliża i rynki finansowe o niej nie zapomną, przygotowując się powoli do funkcjonowania w środowisku niezerowych stóp. Odnosimy jednak wrażenie, że w obliczu ostatniego wytracenia przez inflację wzrostowego momentum, to właśnie procesy nominalne wyznaczają faktyczny moment zacieśnienia (nie jest on jednak tak samo ważny jak fakt jego nieuchronności), a przede wszystkim zdecydują o docelowym poziomie stóp. Gradualne i uzależnione od danych podejście FOMC daje inwestorom dodatkowy, prawdopodobnie ostatni już okres na korzystanie ze strategii carry finansowanych w dolarze. Może to być jednak nienajlepszy moment dla wszystkich EM, gdyż inwestorzy powoli mogą zamykać pozycje na nie płynnych rynkach i tych, gdzie stopy realne są niskie a nierównowagi duże (Polska się do tego grona nie zalicza). Pamiętajmy, że ostra przecena EM z połowy roku zatrzymała się (a potem odwróciła) 1) po interwencyjnych podwyżkach stóp, 2) po pogorszeniu danych z USA (teraz takiej opcji najprawdopodobniej nie ma). Uważamy, że w obecnych warunkach beneficjentem strategii carry mogą stać się polskie obligacje (wysoka realna stopa zwrotu), wspierane dodatkowo oczekiwaniami na poluzowanie w Europie oraz tylko w połowie zdyskontowany cykl poluzowania polityki pieniężnej; niemniej atrakcyjność polskiego długu dla inwestorów z USA zmniejsza się z uwagi na chyba nieuchronne osłabienie PLN wobec USD.

EURUSD fundamentalnie

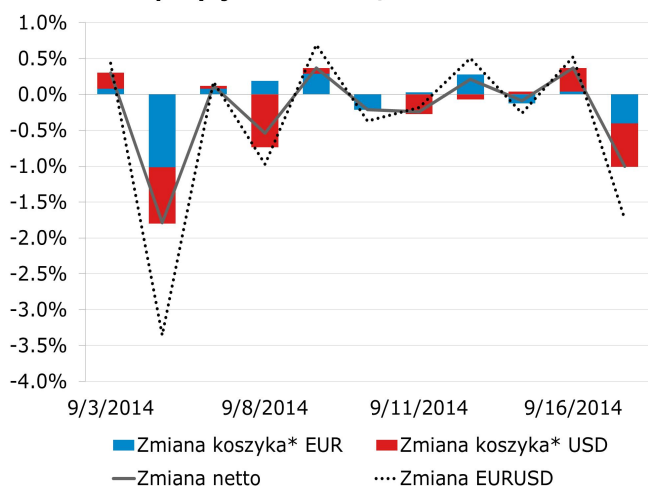
Kolejny dzień dolara: na EURUSD zobaczyliśmy poziomy poniżej 1,2830; USDJPY z hukiem przebił 108; dolar kupowany był praktycznie we wszystkich parach walutowych. Powodem była oczywiście decyzja Fed i późniejsza konferencja prasowa Janet Yellen. Pomimo gołębiego wydźwięku komunikatu i usilnych prób pacyfikowania oczekiwań na zacieśnienie monetarne, jasne jest, że normalizacja polityki pieniężnej nadchodzi w sposób nieubłagany, choć oczywiście dokładny moment jej rozpoczęcia, skala i tempo będą uzależnione od danych. Umocnienie dolara i osłabianie EUR przez EBC to oczywiście recepta na dalsze spadki EURUSD. Dziś bez istotnych danych makro, możemy zatem przejściowo obserwować odreagowanie części wczorajszego ruchu.

EURUSD technicznie

Solidna, czarna świeca w dół na dziennym, z korpusem poniżej ostatnich minimów range. Wykres o większej częstotliwości potwierdza złamanie MA55 i konsolidację (flaga) na poziomie minimów range – oscylator ma jeszcze sporo miejsca na ruch w dół. Pozostajemy na pozycji short EURUSD (wejście po 1,2885, S/L 1,3030) i jest ona ITM.

Wsparcie	Opór
1,2860	1,3281
1,2801	1,3105
1,2777	1,3000

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Złoty stabilny. Pierwsza połowa dnia upłynęła pod znakiem delikatnego umocnienia, które zbiegło się umocnieniem krajowych rynków obligacji i akcji; podobnie zachowywały się aktywa innych państw regionu. W tym czasie polskiej waluty nie wzruszyły ani słabsze dane krajowe, ani niższa inflacja w USA. Zgodnie z przewidywaniami, losy złotego tego dnia miał Fed i Janet Yellen. O ile pozostawienie osławionej frazy *considerable time* okazało się wsparciem dla byków, o tyle „kropki” i dalsza część konferencji potwierdziły tylko przekonanie, że normalizacja nadchodzi. Dlatego też waluty państw EM osłabiały się w godzinach wieczornych, w ślad za bezwzględny wręcz umocnieniem dolara. Tym niemniej, w perspektywie tygodni posiedzenie Fed wcale nie musi być negatywne dla polskich aktywów. Zanim to się jednak stanie, dziś na rynku walutowym najprawdopodobniej będziemy obserwować dostosowanie do zmian wycen (stóp proc., dolara, etc.), które dokonały się w godzinach wieczornych. Stąd, osiągnięcie przez EURPLN poziomu 4,20 nie jest wcale wykluczone.

EURPLN technicznie

Wczorajsza (i dzisiejsza) sesja przyniosła białe świece z cieniami poniżej kanału wzrostowego; niemniej utrzymał się on na bazie intraday (to dobry sygnał, świadczy o sile popytu). Najbliższy opór stanowi obecnie MA30 (4,1945), wsparcia na węźle Fibo i średnich. Na wykresie 4h notowania atakują MA55 po przebicciu MA200 i odwróceniu się oscylatora. Pozostajemy long EURPLN po 4,1950 (S/L 4,1700, T/P 4,23).

Wsparcie	Opór
4,1732	4,2137
4,1670	4,2085
4,1406	4,2085

Czynnik krajowy* w EURPLN

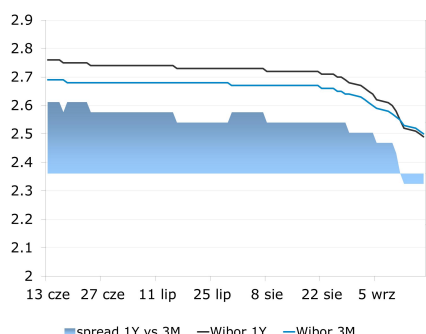


* Wykres przedstawia resztę z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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

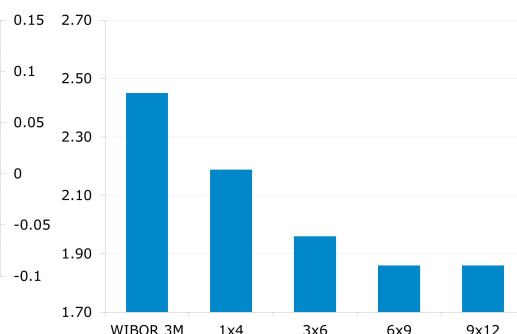


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2	2.03	ON	2.5	2.8	EUR/PLN	4.1899
2Y	2.05	2.11	1M	2.5	2.7	USD/PLN	3.2331
3Y	2.07	2.10	3M	2.2	2.4	CHF/PLN	3.4597
4Y	2.19	2.22					
5Y	2.32	2.35	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.44	2.47	1x2	2.22	2.27	EUR/USD	1.2864
7Y	2.6	2.63	1x4	2.13	2.19	EUR/JPY	139.42
8Y	2.67	2.70	3x6	1.90	1.96	EUR/PLN	4.1820
9Y	2.76	2.79	6x9	1.81	1.86	USD/PLN	3.2544
10Y	2.85	2.88	9x12	1.81	1.86	CHF/PLN	3.4550

WIBOR 3M i 1Y



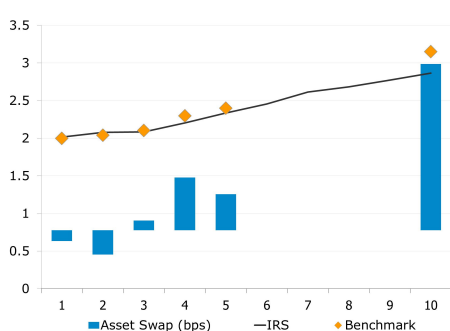
WIBOR 3M i stawki FRA



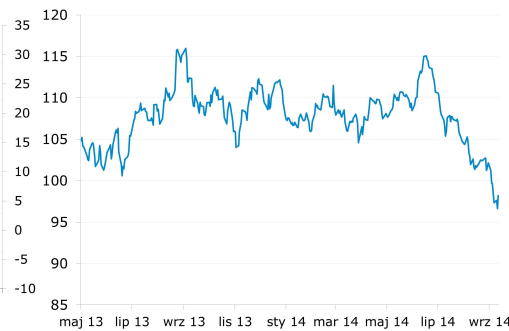
IRS 5Y i 2Y



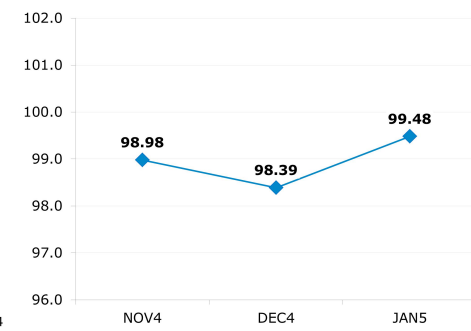
Asset swap i IRS



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.