

15 października 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

Karol Klimas

analityk

tel. +48 22 829 02 56

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>

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
13.10.2014 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
14.10.2014 WTOREK							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	wrz		1.4	1.5	1.2
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	paź		16.0	25.4	3.2
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	paź		0.0	6.9	-3.6
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sie		-1.7	0.9 (r)	-1.8
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	sie	-340	-340	-681 (r)	-986
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sie	12650	12600	13383 (r)	11560
14:00	POL	Import (mln EUR)	sie	12400	12400	13312 (r)	11624
14:00	POL	M3 r/r (%)	wrz	7.9	7.8	7.4	7.8
15.10.2014 ŚRODA							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	wrz		1.7	2.0	1.6
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	sie		6.1	6.2	
14:00	POL	CPI r/r (%)	wrz	-0.5	-0.4	-0.3	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	paź		20.00	27.54	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	wrz		-0.2	0.6	
14:30	USA	PPI r/r (%)	wrz		1.8	1.8	
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	wrz			51.9	
16.10.2014 CZWARTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	wrz	0.8	0.6	0.5	
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	wrz	3.5	3.5	3.5	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	wrz	0.7	0.8	0.7	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	11.10			287	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		0.4	-0.1	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	paź		20.0	22.5	
17.10.2014 PIĄTEK							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	wrz	4.0	3.5	-1.9	
14:00	POL	PPI r/r (%)	wrz	-1.5	-1.5	-1.5	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	wrz		1002	956	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	wrz		1035	1003 (r)	
15:55	USA	Koniunktura kons. U.Michigan (pkt.)	paź		84.2	84.6	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Dziś zostaną opublikowane dane o inflacji CPI. Spodziewamy się dalszego spadku rocznego wskaźnika, do -0,5% r/r. Spadek jest konsekwencją niskich cen paliw i żywności oraz niewielkich tylko wzrostów w kategoriach bazowych. Dane czeskie i węgierskie nie stwarzają w naszej opinii istotnego ryzyka dla CPI, skłoniły nas natomiast do przesunięć w prognozie jego struktury (nieco mniejsze spadki cen żywności, niższa dynamika w kategoriach bazowych).

Gospodarka globalna. Dzień upłynie pod znakiem danych ze Stanów Zjednoczonych. We wrześniu sprzedaż detaliczna, wiedziona spadkami cen paliw i sprzedaży samochodów, najprawdopodobniej spadła w ujęciu miesięcznym (z tego względu kluczowe będą kategorie bazowe). Z kolei dynamika cen produkcyjnych utrzymała się najprawdopodobniej na poziomie z poprzedniego miesiąca, sygnalizując brak presji inflacyjnej.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

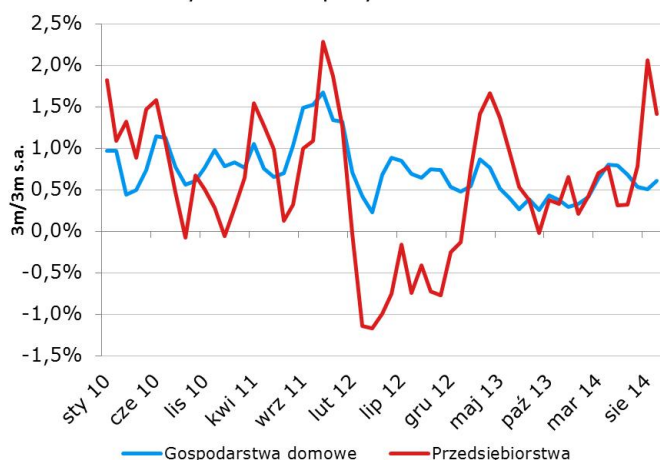
- Osiatyński: Jest jeszcze miejsce do cięcia stóp NBP o kolejne 75 pb, celem wzmocnienia spowalniającej gospodarki i aby zapobiec napływowi kapitału krótkoterminowego.
- GER: Rząd w Berlinie obniżył prognozę wzrostu gospodarczego dla Niemiec na 2014 rok z 1,8 proc. do 1,2 proc. W przyszłym roku tempo wzrostu ma wynieść 1,3 proc. zamiast zapowiadanych wcześniej 2 proc.
- EUR: Produkcja przemysłowa w strefie euro w sierpniu spadła o 1,8 proc. m/m, podczas gdy poprzednio wzrosła o 0,9 proc., po korekcie.

Decyzja RPP (5.11.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.891	-0.003
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	2.204	0.016
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	2.705	-0.090
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 50 bps				

Pomimo nagłaśnianych ryzyk, pozytywne momentum kredytów dla przedsiębiorstw jest utrzymane

W sierpniu podaż pieniądza M3 nie zmieniła się w ujęciu miesięcznym i wzrosła w ujęciu rocznym o 7,8%, zgodnie z konsensusem rynkowym i naszą prognozą. Przyspieszenie w porównaniu do poprzedniego miesiąca, również zgodnie z naszymi oczekiwaniami, należy zawdzięczać głównie wahlowej kategorii „Pozostałe składniki M3”. Po stronie depozytowej pozostałe elementy charakteryzowało w sierpniu stabilne zachowanie. Dynamika depozytów gospodarstw domowych wzrosła z 6,4% do 6,9%, głównie za sprawą bazy statystycznej z poprzedniego roku (najsłabszy wrzesień w historii). Bieżące wzrosty środków gospodarstw domowych ogranicza trwające poszukiwanie stóp zwrotu, dzięki któremu towarzystwa funduszy inwestycyjnych cieszą się w ostatnich miesiącach stabilnym napływem środków. Kontynuacja luzowania polityki pieniężnej i dalszy spadek oprocentowania depozytów będzie tylko sprzyjał tym procesom, skutkując naszym zdaniem presją na zmniejszenie marż bankowych (zwiększenie oprocentowania depozytów relatywnie do stawek WIBOR i WIBID). Depozyty przedsiębiorstw wzrosły w ujęciu rocznym o 10,6%, kontynuując bardzo dobrą passę tej kategorii – jak zwykle, przyczyny siły (a wcześniej słabości) są nam nieznane i możemy jedynie z nadzieją domniemywać, że jest to związane z trwającym przyspieszeniem po stronie kredytowej (czytaj więcej w dalszej części komentarza).

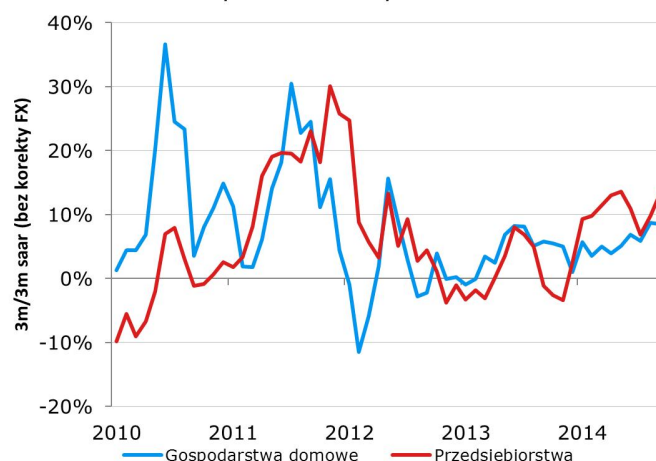
Dynamika depozytów



Strona kredytowa również nie przynosi niespodzianek, w tym – co ważne – negatywnych. Należności od gospodarstw domowych wzrosły w ujęciu rocznym o 5,3%, od przedsiębiorstw – aż o 9,1%. Miesiąc do miesiąca, po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych, wzrosty wyniosły, odpowiednio, 0,6 i 1,3%. Należy przy tym zauważyć, że nie można ich przypisać efektem kursowym – złoty umocnił się do CHF i EUR zarówno w ujęciu miesięcznym, jak i rocznym. Wypada powtórzyć, że w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych krańcowa podaż w dalszym ciągu przypada na kredyt konsumpcyjny, rosnący w solidnym tempie, podczas gdy przyrosty kredytów hipotecyjnych pozostają relatywnie niewielkie i w istotnym stopniu niwelowane przez spłaty i odpisy od bardzo dużego zasobu istniejących kredytów. Znacznie klarowniej można scharakteryzować sytuację w segmencie kredytów korporacyjnych – tam, ze względu na potrzeby inwestycyjne przedsiębiorstw i

dużą inercję, nie widać końca obserwowanego obecnie boomu. Ponadto, przejściowy charakter obserwowanego w sferze realnej spowolnienia powinien zmniejszać oszczędnościowe zapędy przedsiębiorstw, po stronie banków zaś – stabilizować marże (brak istotnego wzrostu ryzyka kredytowego).

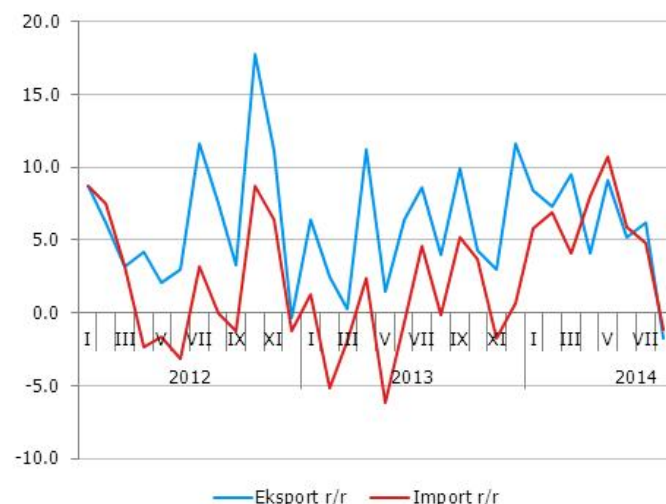
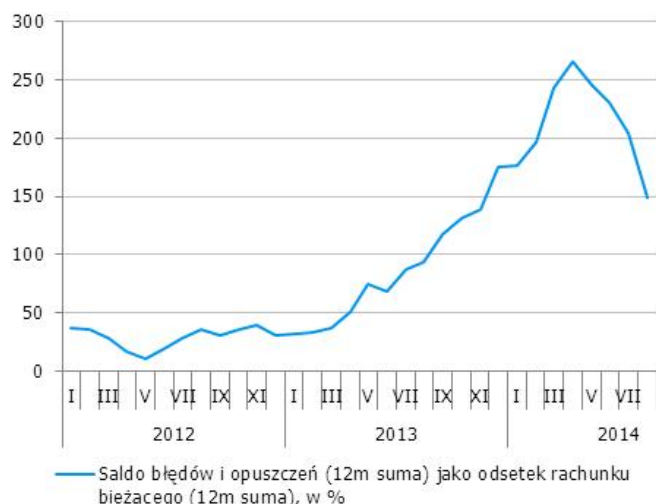
Dynamika kredytów



Reasumując, dane o podaży pieniądza nie należą do najpilniej śledzonych przez rynki. Tym niemniej, zaszytych węł szczegółów pozwala z umiarkowanym optymizmem patrzeć na średnio-terminowe perspektywy gospodarki. Powtórzmy – cykl najprawdopodobniej nie zostanie wykończony.

Skokowe pogorszenie salda na rachunku bieżącym

Tak właśnie jak w tytule wygląda to dla przeciętnego obserwatora. Z deficytu na poziomie 173mln EUR nagle zrobiło się 986mln EUR. W międzyczasie doszło natomiast do znaczącej zmiany metodologicznej w ramach statystyki danych o bilansie płatniczym (przejście na konwencję według nowego „podręcznika” MFW). W konsekwencji, deficyt powiększył się z 681mln EUR do 986mln EUR, czyli mniej więcej o tyle, ile zakładał konsensus rynkowy. Nowy sposób zliczania bilansu płatniczego, będący z pozoru tylko metodologicznym dostosowaniem, może wprowadzać znaczące zmiany wizerunkowe w rachunkach zewnętrznych Polski. W samym tylko 2014 roku deficyt na rachunku bieżącym podniósł się 6-cio (sic!) krotnie, z około 600mln EUR do 3600mln EUR. Skokowo, do poziomów niemal niebotycznych (patrz rysunek) zwiększyło się saldo błędów i opuszczeni w 2014 roku (w przypadku, gdy rachunek bieżący będzie w niewielkim deficycie bądź nadwyżce, precyzja szacunku będzie zawsze bardzo mała i łatwo będzie te wielkości kwestionować).



Wbrew pozorom (i niektórym komentarzom rynkowym) łączne saldo wymiany usług i towarów nie uległo aż tak znaczącej zmianie, aby powodować istotną rewizję rachunków narodowych: średnia nadwyżka w okresie od 2011 do dziś wynosi obecnie 121mln EUR wobec 165mln EUR podawanych poprzednio; okresy wyższych i niższych deficytów wyglądają w gruncie mierze na losowe, nie widać trwałego niedoszacowania lub przeszacowania.

Wracając do *up-and-down economics* (czyli do analizy bieżącego odczytu), warto skupić się głównie na saldzie handlowym (pozostałe zachowują się mniej lub bardziej sezonowo i są z cyklicznego punktu widzenia mało istotne). Ostatnie tygodnie to prawdziwy kolaps dynamiki eksportu i importu (patrz rysunek). W pierwszym przypadku nie jest to zwykłą koincydencją, że wejście tempa wzrostu w terytorium ujemne zbiegło się z okresem wprowadzenia sankcji handlowych ze strony UE oraz działań odwetowych Rosji. Jest to czynnik, który utrzyma dynamikę eksportu na ujemnym terytorium jeszcze przez pewien czas. Struktura geograficzna wyraźnie pokazuje, że o ile jeszcze na początku roku spadki eksportu do krajów EŚW były w pewnej mierze bilansowane wzrostem eksportu do strefy euro, obecnie trend w tej drugiej kategorii również się załamał. Jest to naszym zdaniem obraz, do którego należy się przyzwyczaić w nadchodzących (co najmniej) miesiącach. To, co nas w pewnym sensie dziwi, to jednocześnie, znaczne obniżenie dynamiki importu. Przy relatywnie solidnym popycie wewnętrznym wygląda to zagadkowo i naszym zdaniem import powinien spadać wolniej niż eksport, przyczyniając się w najbliższym czasie do rozszerzenia deficytu na rachunku handlowym i bieżącym. Alternatywą jest wciąż bardzo wysoki (nawet po zmianach metodologicznych NBP) odsetek faktycznego reeksportu w danych importowych – prawdziwość tej hipotezy pozwoliłaby na utrzymanie w miarę łagodnego wejścia w coraz większy deficyt handlowy w nadchodzącym czasie.

O dziwo, złoty zareagował na publikowane dane, osłabiając się o 0,5 grosza w stosunku do euro. Oczywiście, było to osłabienie chwilowe. Polski deficyt bieżący ma obecnie takie samo znaczenie jak w deficyty bieżące w momencie utworzenia EMU – w sytuacji rozlewania się kapitału (tak jak w przypadku unii monetarnej, przynajmniej bardzo teoretycznie i tylko na samym początku) jest on zmienną drugorzędą z punktu widzenia inwestorów. Będzie on natomiast bardzo istotny w momencie wyjścia ze środowiska niskich stóp procentowych (lub wzrostu ryzyka kredytowego). Na szczęście, z uwagi na niemal pandemiczne rozlewanie się hipotezy *secular stagnation* po świecie finansów, na razie nie ma się czym martwić, a kapitał będzie płynął do Polski szerokim strumieniem, bo nawet biorąc pod uwagę znaczące błędy szacunku, Polska i tak wygląda na tle innych EM całkiem dobrze.

EURUSD fundamentalnie

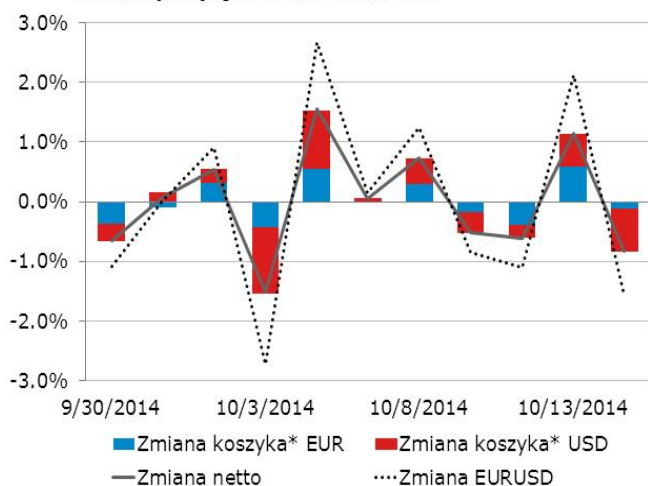
EURUSD słabszy. Po wczorajszych wzrostach w okolicie 1,2770 nie pozostał nawet ślad. Gorsze dane ze strefy euro (słabsza produkcja, dalsze spadki indeksu ZEW, rewizje prognoz wzrostu Niemiec) przyczyniły się do spadków EUR, co w szczególności w drugiej części dnia (i podczas sesji amerykańskiej) wspierał nieco większy apetyt na ryzyko (lokalna korekta na giełdzie i na rynkach obligacji). Dziś dane z USA (sprzedaż detaliczna, PPI) oraz przemówienie Draghi'ego. Kombinacja niskiej inflacji i niższej sprzedaży może spowodować eskalację awersji do ryzyka (choć bardziej istotna jest tu sfera realna; z niższymi cenami rynek upora się oczekiwaniami na dłuższą stymulację ze strony Fed). W przypadku Super Mario nie spodziewamy się, że będzie miał coś istotnego, nowego do powiedzenia (już ostatnie 2 posiedzenia ECB były rzutem na taśmę z niedopracowanymi programami).

EURUSD technicznie

Nie nacieszyliśmy się długo zarobkiem na "taktycznej" pozycji long - dziś w nocy została zamknięta zleceniem S/L. Mamy zatem wyłamanie z kanału wzrostowego (na 4H i na dziennym) i przebicie MA55 na 4H. Czy jest to koniec korekty wzrostowej? Sygnały nie są obecnie jednoznaczne. Do potwierdzenia kontynuacji tendencji spadkowej potrzebowalibyśmy w pierwszej kolejności opuszczenia kilkudniowej konsolidacji i, tym samym, złamania 1,26. Duża zmienność jest co do zasady naszym przyjacielem, ale wtedy, gdy tendencje są wyraźne. Na razie poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,2501	1,3065
1,2400	1,2850
1,2043	1,2768

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN powyżej 4,20. Zmienność w kontekście historycznym pozostaje na poziomie mikro-małej, zmienność w odniesieniu do ostatnich dni rośnie. Poziomy powyżej 4,20 osiągnięte zostały już rano i to (uwaga!) przy: 1) nienajgorszym otwarciu na giełdzie, 2) umacniających się (bardzo mocno) obligacjach. W reakcjach złotego na EURUSD także nie ma reguły (wczoraj PLN osłabiał się przy osłabiającym się EURUSD z dominującym czynnikiem dolarowym). Złoty delikatnie osłabił się w reakcji na gorsze dane o bilansie płatniczym (patrz sekcja analizy). Dziś będzie miał szansę zareagować na inflację (spodziewamy się odczytu nieco poniżej rynku). Spodziewamy się kontynuacji marszu notowań powyżej 4,20 tylko w sytuacji dalszej eskalacji awersji do ryzyka (kluczem będą tu amerykańskie dane - jeśli gorsze, eskalację mamy niemal pewną).

EURPLN technicznie

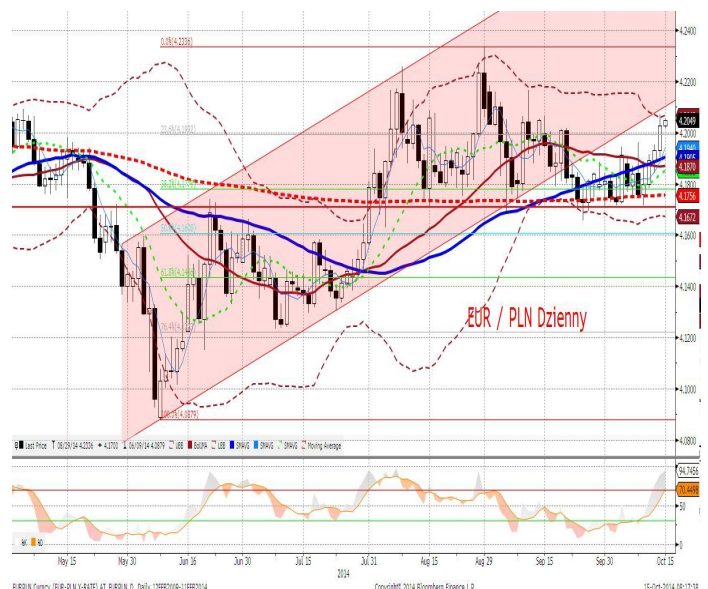
Duża biała świeca na dziennym znamionuje pierwszą od miesiąca wizytę powyżej 4,20. Teoretycznie, powinien to być sygnał buy, szczególnie że seria najbliższych oporów składa się wyłącznie z tegorocznych lokalnych maksimów - te jednak mogą być złamane przy odpowiednio dużej zmienności. Co więcej, EURPLN miał w przeszłości dość spektakularne zawrotki w paśmie 4,20-4,21. Wobec braku klarownych sygnałów i nie chcąc zatykać chorągiewki na lokalnym szczycie, na razie decydujemy się na pozostanie poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
4,1736	4,2336
4,1657	4,2166
4,1436	4,2071

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
1Y	1.67	1.71
2Y	1.72	1.77
3Y	1.8	1.83
4Y	1.9	1.93
5Y	2	2.03
6Y	2.11	2.14
7Y	2.59	2.62
8Y	2.31	2.34
9Y	2.4	2.43
10Y	2.48	2.52

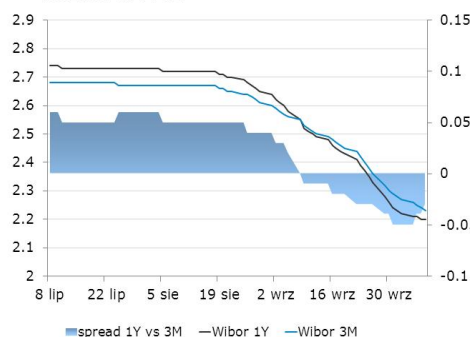
depo	BID	ASK
ON	1.9	2.2
1M	1.9	2.1
3M	1.8	2.3

FRA	BID	ASK
1x2	1.81	1.86
1x4	1.68	1.74
3x6	1.56	1.62
6x9	1.51	1.57
9x12	1.52	1.58

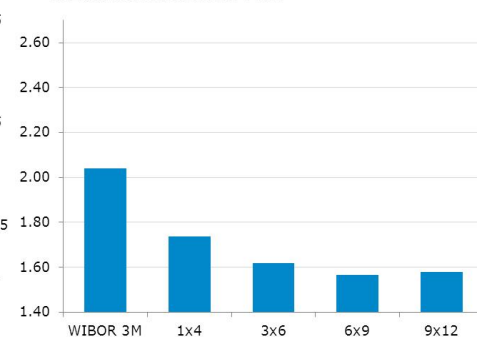
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1993
USD/PLN	3.3095
CHF/PLN	3.4781

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2658
EUR/JPY	135.49
EUR/PLN	4.2010
USD/PLN	3.3191
CHF/PLN	3.4788

WIBOR 3M i 1Y



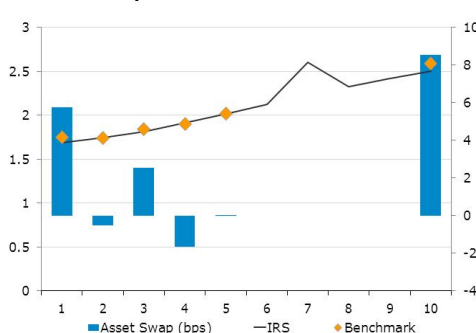
WIBOR 3M i stawki FRA



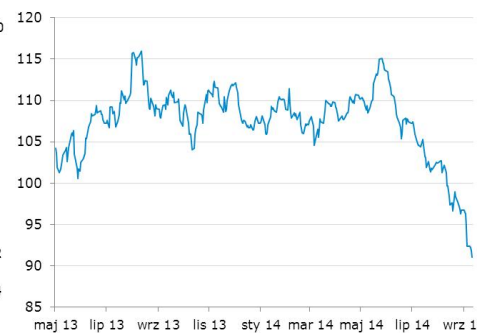
IRS 5Y i 2Y



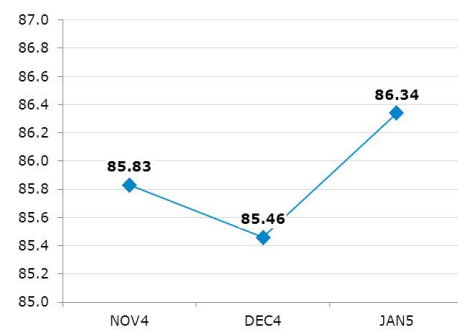
Asset swap i IRS



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.