

20 października 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

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		
20.10.2014 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
21.10.2014 WTOREK							
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	wrz		7.5	6.9	
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	wrz		11.7	11.9	
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q3		7.2	7.5	
16:00	USA	Sprzedaż domów na r. wtórnym SAAR (mln)	wrz		5.10	5.05	
22.10.2014 ŚRODA							
14:30	USA	CPI r/r (%)	wrz		1.6	1.7	
23.10.2014 CZWARTEK							
3:45	CHN	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	paź		50.1	50.2	
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	paź		48.5	48.8	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	paź		48.3	48.4	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	paź		49.5	49.9	
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	paź		53.6	55.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	paź		49.9	50.3	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	paź		52.0	52.4	
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	wrz	2.0	2.4	1.7	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	wrz	11.5	11.5	11.6	
14:00	POL	Minutes RPP	paź				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	11.10		284	264	
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka (pkt.)	paź		-12.0	-11.4	
24.10.2014 PIĄTEK							
10:30	GBR	PKB kw/kw (%)	Q3		0.7	0.9	
16:00	USA	Sprzedaż domów na r. pierwotnym SAAR (tys.)	wrz		470	504	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska. W czwartek zostanie opublikowany Biuletyn Statystyczny wraz z danymi o sprzedaży detalicznej i bezrobociu. Jeżeli chodzi o tę drugą daną, wstępne informacje MPiPS wskazują na odczyt na poziomie 11,5%, poniżej oryginalnych prognoz rynku i naszych. Sprzedaż detaliczna powinna przyspieszyć jedynie nieznacznie, głównie dzięki różnicy dni roboczych. Trend w sprzedaży detalicznej w dalszym ciągu oceniamy jako płaski / negatywny. W czwartek również zostaną opublikowane zapiski z wrześniowego posiedzenia RPP - należy spodziewać się obszerniejszej dyskusji na temat perspektyw gospodarki i stóp procentowych.

Gospodarka globalna. Początek tygodnia upłynie sennie, pod znakiem danych z Chin za III kwartał (oczekuje się dalszego spowolnienia wzrostu w myśl *soft landing*) i kontynuacji amerykańskich odczytów z rynku nieruchomości (nieznacznie lepsze wyniki sprzedaży nieruchomości z rynku wtórnego). W środę zostaną opublikowane dane o inflacji w Stanach Zjednoczonych. W ślad za spadającymi cenami ropy, roczna dynamika inflacji powinna minimalnie spaść, aczkolwiek dane PPI z poprzedniego tygodnia sugerują, że przestrzeń do spadku inflacji może być większa. W czwartek napłyną dane PMI z Chin i strefy euro - po ostatnich miesiącach konsensus stał się już wyraźnie pesymistyczny i oczekuje się spadku przemysłowego PMI w strefie euro poniżej bariery 50 pkt. Koniec tygodnia upłynie pod znakiem dalszych danych z rynku nieruchomości (odreagowanie po bardzo dobrym sierpniu). W piątek również zostanie opublikowany wstępny odczyt PKB za III kwartał w Wielkiej Brytanii (pierwszy odczyt z rynków bazowych).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

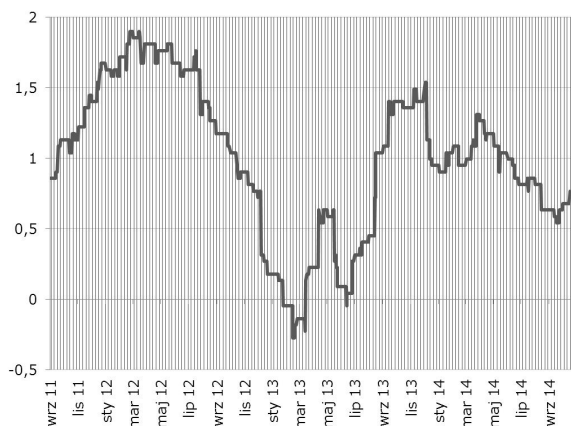
- **Każmierczak:** Nie należy spieszyć się z kolejną obniżką stóp procentowych. Dalsze, gwałtowne poluzowanie polityki pieniężnej byłoby niewskazane z punktu widzenia stabilności rynku finansowego.
- **GUS:** Produkcja przemysłowa we wrześniu wzrosła o 4,2 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosła o 16,5 proc..

Decyzja RPP (5.11.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.816	-0.004
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	2.218	0.023
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	2.745	0.012
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 50 bps				

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



W górę po danych o inflacji i produkcji przemysłowej - na polskim indeksie zaskoczeń kreśli się korekta. Nadchodzący tydzień przynosi dwie publikacje, które mogą poruszyć indeksem: sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia.

STREFA EURO

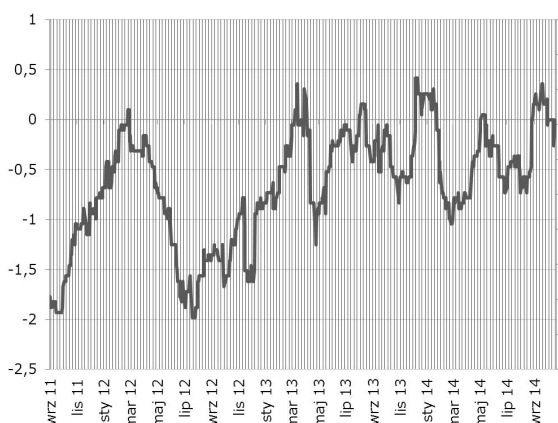
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



W dół po danych o produkcji przemysłowej w strefie euro. Trend spadkowy europejskiego indeksu zaskoczeń jest nieubłagany, a publikacje z nadchodzącego tygodnia (PMI) mogą mu dopomóc.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA



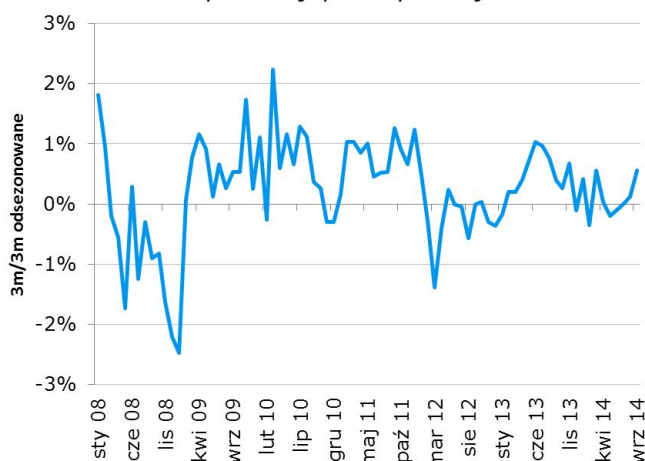
Zgodnie z przewidywaniami, w poprzednim tygodniu nieźle „bujają” - indeks zaskoczeń dla USA wzrósł po danych z rynku pracy i po sentymencie konsumentów, spadł zaś po danych o sprzedaży detalicznej i koniunkturze w okręgu Nowy Jork. Efekt? Zero. Trwa okres konsolidacji amerykańskiego indeksu zaskoczeń.

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.

Produkcja przemysłowa odbija na jednorazowych efektach. W budownictwie jesień. W cenach producentów uporczywa dezinflacja.

We wrześniu produkcja przemysłowa wzrosła w ujęciu rocznym o 4,2%, zgodnie z naszą prognozą i nieco powyżej konsensusu rynkowego (odpowiednio: 4% i 2,7% r/r). Po wyłączeniu czynników sezonowych produkcja wzrosła o 1% r/r i 1,9% m/m. Czy oznacza to koniec spowolnienia w polskiej gospodarce? Nie. W pewnym sensie, wrzesień był lustrzanym odbiciem sierpnia: różnica dni roboczych była dodatnia (+1 r/r zamiast -1 r/r), a produkcja samochodów mocno odbiła po sierpniowych przestojach - jej wkład do dynamiki produkcji ogółem wzrósł najprawdopodobniej z -1,8pp. do zera. Zanotowany wynik jest zgodny z trywialną arytmetyką samochodowo-kalendarzową i pozostaje spójny z płaskim trendem: momentum produkcji pozostaje w dalszym ciągu w okolicach stagnacyjnych (tam, gdzie na początku roku). Wreszcie, w historii danych o produkcji przemysłowej mamy wiele napędzanych tego rodzaju efektami wahnięć, również w środku epizodów spowolnień (wrzesień i październik 2012, grudzień 2012 i styczeń 2013).

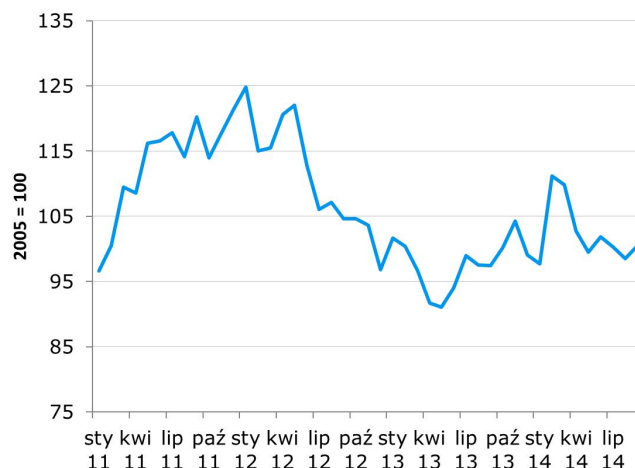
Momentum produkcji przemysłowej



W kolejnym miesiącu najprawdopodobniej znów zobaczymy odczyt w okolicy 1,5% (gorsza różnica dni roboczych). W bieżącym otoczeniu zewnętrznym i wewnętrznym gospodarki trudno spodziewać się istotnego impulsu popytowego, który nadałby produkcji większego impetu. Komplet danych za III kwartał pozwala na podtrzymanie prognozy PKB w okolicach 2,5% r/r w III kwartale.

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w ujęciu rocznym o 5,6%, istotnie powyżej oczekiwań rynku i naszej prognozy (w granicach zera). Wynik po odliczeniu efektów kalendarzowych jest już jednak mniej imponujący: +2% m/m i +3,8% r/r. Choć o potwierdzenie w danych trudniej, podejrzewamy, że sierpniowe i wrześniowe wahnięcia produkcji budowlanej mają wspólny mianownik w postaci efektów kalendarzowych, podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej. Ogólny obraz sektora budowlanego w III kwartale jest stagnacyjny, co potwierdza nawet pobieżny rzut oka na bieżący trend. Dostępne dane na temat sentymentu w sektorze (wyniki badań koniunktury GUS i NBP) nie napawają optymizmem, dlatego też spodziewamy się, że sektor dostarczy pozytywnego wkładu do wzrostu dopiero w 2015 roku, wraz z uruchomieniem inwestycji infrastrukturalnych finansowanych z nowej perspektywy UE.

Indeks produkcji budowlano-montażowej



Ceny producentów obniżyły się we wrześniu o 1,6% r/r, nieco bardziej od naszej prognozy i konsensusu rynkowego (-1,5% r/r). W ujęciu miesięcznym ceny producentów marginalnie wzrosły, w samym przetwórstwie pozostały bez zmian. Zauważamy, że obecnie nawet silne zmiany kursu walutowego (patrz wrześniowe wzrosty USD/PLN, kontynuowane w październiku) nie są w stanie wpłynąć na ceny producentów (firmy raczej rezygnują ze swojej marży niż podnoszą ceny). Być może konieczny jest tu szok na EUR/PLN, który dotyka większej ilości przedsiębiorstw, aby cokolwiek zmienić.

Momentum cen producentów pozostaje bez zmian - spadkowe. Ruchy na indeksie rocznym powodowane są przez efekty bazy. Zamiast powtarzać argumentu za środowiskiem deflacyjnym na rynku producentów powtórzmy wnioski z najnowszych badań koniunktury NBP, gdyż w bieżącej ich edycji zanotowano kilka niechlubnych rekordów: najniższe prognozy cen surowców i materiałów, najniższe w historii prognozy cen własnych towarów i usług, najniższy odsetek przedsiębiorstw przewidujących wzrosty cen, etc. Tendencje te są niezależne od sektora, bycia eksporterem i kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Summa summarum, jest to obraz dezinflacji (choć w przypadku cen producentek powinno się mówić raczej o deflacji) zapuszczającej coraz głębiej korzenie, zarówno w faktycznych decyzjach przedsiębiorstw, jak i w oczekiwaniach.

Dane nie powinny mieć większego znaczenia dla decyzji RPP. Być może w międzyczasie pojawią się wypowiedzi poszczególnych członków, że dane o produkcji były lepsze. Należy je potraktować jednak wyłącznie indykatywnie, jako opis rzeczywistości, nie zaś faktyczną przesłankę dla polityki pieniężnej. Jednorazowa korekta spadków z sierpnia nie zmienia obrazu przemysłu (co najwyżej stabilizacja w spadkowym trendzie). Nie zmienia też układu ryzyk, które nadal są negatywne (patrz choćby badania koniunktury NBP). Losy obniżki stóp procentowych przypieczętuje projekcja inflacyjna, które w obecnych warunkach nie pokaże nic innego jak niski wzrost i niską inflację, a więc warunki sprzyjające dalszemu poluzowaniu. Spodziewamy się cięcia stóp na listopadowym posiedzeniu, prawdopodobnie nawet o 50pb.

Ciekawe implikacje odczytu mogą się pojawić dla dłuższych stóp procentowych. W przypadku gdy inwestorzy zaczynają obawiać się ryzyka kredytowego, gospodarki z wyższym



wzrostem są premiowane. Przy obecnych poziomach nie grozi nam przecież absolutnie ani przegrzanie gospodarki, ani nagły wzrost inflacji (notabene spadkowe momentum w inflacji bazowej uległo w ostatnim czasie okrzepnięciu, nie odwróceniu; roczny wzrost wskaźnika to tylko efekty bazowe).

EURUSD fundamentalnie

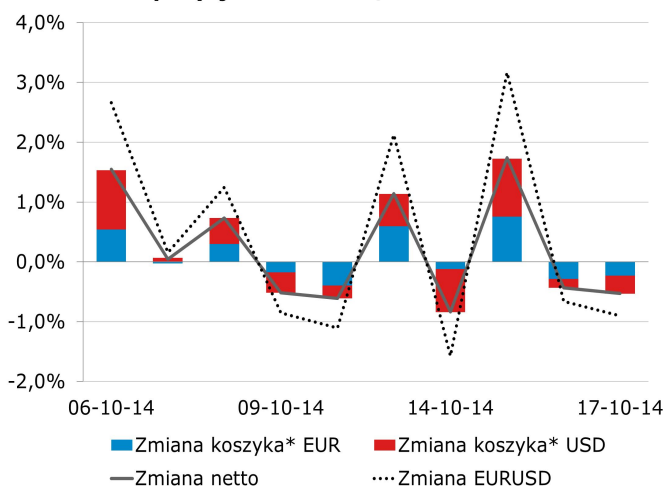
Dolar mocniejszy. Piątek na EURUSD przebiegał raczej stabilnie aż do czasu rozpoczęcia sesji amerykańskiej. Wówczas to kurs EURUSD spadł z 1,2830 do poniżej 1,27 i ostatecznie, po 16, znalazł się w okolicy 1,2740. Z pewnością pomogły lepsze dane ze Stanów Zjednoczonych (najpierw rynek nieruchomości, a następnie sentyment konsumencki), ale głównym motywem na piątkowych rynkach był optymizm co do amerykańskiej gospodarki: umocnił się dolar, rentowności obligacji powróciły do poziomów notowanych przed śródnowym załamaniem, a na giełdach odnotowano wzrosty. Tydzień upłynie pod znakiem danych o inflacji w USA i europejskich indeksów PMI. Pierwsze z nich mogą ponownie zaskoczyć negatywnie in minus, w przypadku tych drugich konsensus pozostaje dość pesymistyczny i nawet stabilizacja nastrojów przedsiębiorców na zesłomiesięcznych poziomach (minorowych przecięż) może zostać uznana za pozytywną niespodziankę. Efekt? Wskazanie na kontynuację korekty EURUSD.

EURUSD technicznie

Korekta na EURUSD trwa. Na wykresie tygodniowym wyrysowała się niemal identyczna biała świeczka (z wąsem do góry o długości równej korpusowi), ale kurs jest - co ciekawe - wciąż na terytorium głębokiego wyprzedania. Podtrzymujemy opinię o przestrzeni do wzrostów sięgającej FIBO 38,2% (1,3065). Na dziennym i na 4H notowania dotarły do dolnego ograniczenia kanału wzrostowego i są gotowe do dalszych wzrostów (cel - okolice 1,30). Mając na uwadze powyższe, pozostajemy long po 1,2804 z S/L na 1,27.

Wsparcie	Opór
1,2700	1,3000
1,2606	1,2970
1,2501	1,2886

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

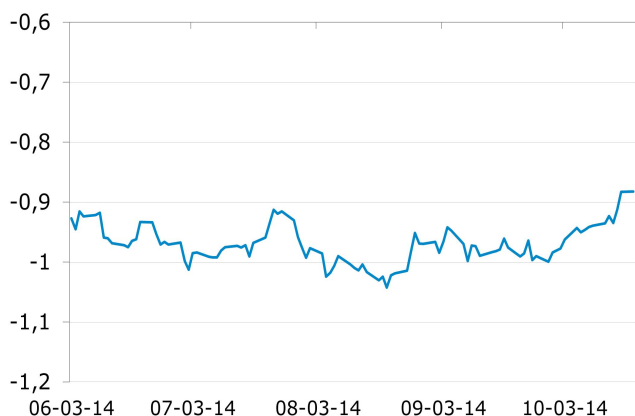
Zgodnie z przewidywaniami, polskie aktywa skorzystały na stabilizacji na globalnych rynkach finansowych. Na odpowiedni ruch PLNa należało jednak czekać do sesji amerykańskiej (wcześniej wszelkie ruchy w dół były natychmiast kontrowane przez kupujących EURPLN - można podejrzewać, że przyzwolenie na osłabienie złotego ze strony MF działa). Wówczas EURPLN spadł z 4,24 do 4,2150. Ruchy w podobnej skali względem euro odnotowano w piątek również w przypadku innych walut regionu (TRY, HUF). Również godnie z przewidywaniami, lepsze dane o produkcji przemysłowej praktycznie nie wpłynęły na rynki. Tydzień tym razem nie obfituje w publikacje makro i wydaje się, że przy braku czynników zwiększających awersję do ryzyka złoty powinien zyskiwać (spadek do 4,20, a nawet do 4,18 możliwy).

EURPLN technicznie

Wykres tygodniowy tradycyjnie już nie dostarcza żadnych sygnałów (duża biała świeca, ale potrzeba wielu tygodni z taką zmiennością...). Na dziennym za to wyrzósł się ładny rewersal (szpiculce nad wstęgą Bol, warto zauważyć), na 4H oscylator zawraca. Poziom 4,24 po raz kolejny okazał się nie do przebycia dla EURPLN. Jesteśmy short po 4,23 i w nowy tydzień wkraczamy z przekonaniem o możliwości solidnego zarobku.

Wsparcie	Opór
4,2077	4,2621
4,1900	4,2467
4,1700	4,2383

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	1.65	1.71
2Y	1.73	1.77
3Y	1.77	1.80
4Y	1.87	1.90
5Y	1.98	2.01
6Y	2.11	2.14
7Y	2.59	2.62
8Y	2.27	2.31
9Y	2.36	2.39
10Y	2.44	2.47

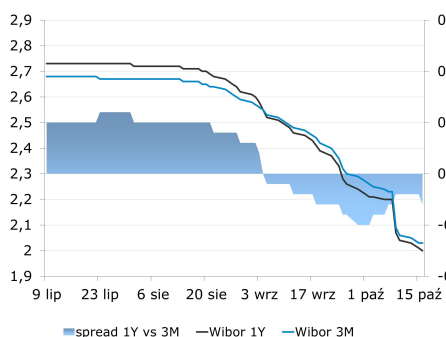
depo	BID	ASK
ON	1.9	2.2
1M	1.8	2.3
3M	1.7	2.2

FRA	BID	ASK
1x2	1.74	1.79
1x4	1.67	1.73
3x6	1.52	1.58
6x9	1.49	1.55
9x12	1.50	1.56

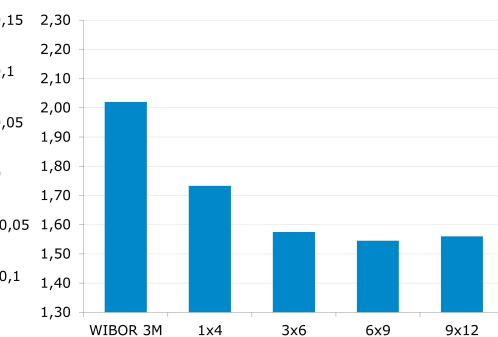
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2293
USD/PLN	3.2964
CHF/PLN	3.5025

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2757
EUR/JPY	136.31
EUR/PLN	4.2148
USD/PLN	3.3007
CHF/PLN	3.4890

WIBOR 3M i 1Y



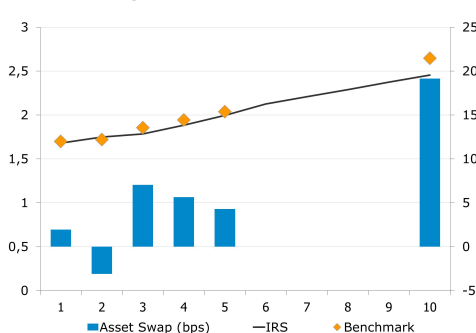
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



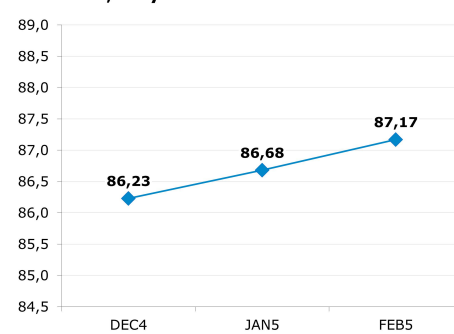
Asset swap i IRS



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.