

19 marca 2015

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 zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
16.03.2015 PONIEDZIAŁEK							
13:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	mar		8.00	7.78	6.90
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	sty	-681	-920	-1005	56
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sty	13400	12763	11967	13472
14:00	POL	Import (mln EUR)	sty	13200	12912	12600	12451
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sty	0.6	0.7	0.5	0.6
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lut	0.5	0.5		0.4
14:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)			0.3	-0.3 (r)	0.2
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	lut			1.3	24.6
17.03.2015 WTOREK							
	JAP	Decyzja BoJ (bln JPY)	mar		80	80	80
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	mar		48.1	45.5	52.0
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	mar		59.4	53.0	54.8
13:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	lut		1040	1081 (r)	897
13:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	lut		1065	1060 (r)	1092
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	lut	3.2	3.2	3.6	3.2
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lut	1.3	1.3	1.2	1.2
18.03.2015 ŚRODA							
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	lut		5.6	5.7	5.7
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lut	4.9	4.1	1.7	4.9
14:00	POL	PPI r/r (%)	lut	-2.7	-2.7	-2.8 (r)	-2.7
14:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lut	2.2	0.0	0.1	-1.3
19:00	USA	Decyzja FOMC (%)	mar		0.25	0.25	0.25
19.03.2015 CZWARTEK							
13:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.03		293	289	
14:00	POL	Minutes RPP	mar				
15:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	mar		8.0	5.2	
20.03.2015 PIĄTEK							
14:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS	mar				
14:00	POL	Koniunktura biznesowa GUS	mar				
14:00	POL	Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych	2014				

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Dziś zostanie opublikowany opis dyskusji na marcowym posiedzeniu RPP. Ze względu na jego zaskakujący wynik (cięcie o 50 pb i deklaracja zakończenia cyklu) warto poświęcić więcej uwagi temu dokumentowi. W szczególności, interesujące mogą być fragmenty odnoszące się do deklaracji zakończenia cyklu, poparcia dla takiego kroku i ewentualnych warunków, jakie musiałyby być spełnione, aby cykl został wznowiony.

Gospodarka globalna. Spokojny dzień. W Stanach Zjednoczonych zostaną opublikowane cotygodniowe dane z rynku pracy (oczekuje się stabilizacji liczby nowo zarejestrowanych bezrobotnych) oraz kolejny z regionalnych wskaźników koniunktury.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

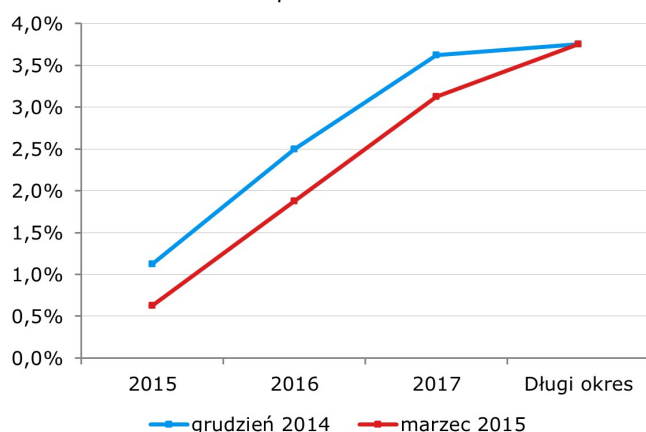
- USA: FOMC w komunikacie wydanym po zakończeniu marcowego zrezygnowała z umieszczenia słowa „cierpliwy” w odniesieniu do terminu podwyżek stóp procentowych (więcej w sekcji analiz).
- GUS: Produkcja przemysłowa w lutym wzrosła o 4,9 proc. rdr (więcej w sekcji analiz).
- GUS: Ceny produkcji przemysłowej w lutym rdr spadły o 2,7 proc. (więcej w sekcji analiz).

Decyzja RPP (15.04.2015)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	0.271	0.006
stopy bez zmian		100%		USAGB 10Y	1.916	-0.024
obniżka 25 bps		0%		POLGB 10Y	2.449	-0.012
PROGNOZA mBanku		bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

Fed bardziej gołębi niż oczekiwano. Będzie normalizacja stóp, ale nieco później i w znacznie wolniejszym tempie.

Jak powszechnie oczekiwano, FOMC usunął z komunikatu słowo „patient” („cierpliwy”), co oznacza zbliżanie się do momentu podwyżki stóp. Fed, również tak jak oczekiwano złagodził jastrzębi wydzwięk komunikatu, obniżając prognozy wzrostu gospodarczego (chyba pierwszy raz Fed sugeruje osłabienie wzrostu gospodarczego jeszcze przed publikacją danych o PKB), jak i prognozy stóp procentowych w przyszłości. Mediana prognoz stopy Fed funds na ten rok to 0,625% wobec 1,125% poprzednio, na koniec 2016 to 1,875%, a na koniec 2017 to 3,125% - patrz wykres (rynek nie oczekiwał aż takiej skali rewizji). Oznacza to zmniejszenie oczekiwań co do tempa samego zacieśnienia. Tyle, jeżeli chodzi o w pełni antycypowane zmiany w komunikacji.

Median oczekiwań FOMC dot. poziomu stóp proc.



Fed poszedł jednak znacznie dalej w łagodzeniu wydzwięku komunikatu. Explicite wykluczono podwyżkę stóp w kwietniu, zmieniono diagnozę koniunktury z „solidnego” do „umiarkowanego” tempa ożywienia. Wskazano również na osłabienie eksportu. Dalsze złagodzenie komunikatu miało miejsce na konferencji J. Yellen. Odnosimy wrażenie piętrzenia się obaw w związku z asymetrią ryzyk przy podnoszeniu stóp (Fed nie chce być w zerze ze stopami, ale obawia się negatywnych skutków normalizacji). Dotyczy to samego postrzegania zbyt późnego lub przedwczesnego momentu startu, jak i dużych obaw Fed odnośnie kondycji gospodarki globalnej.

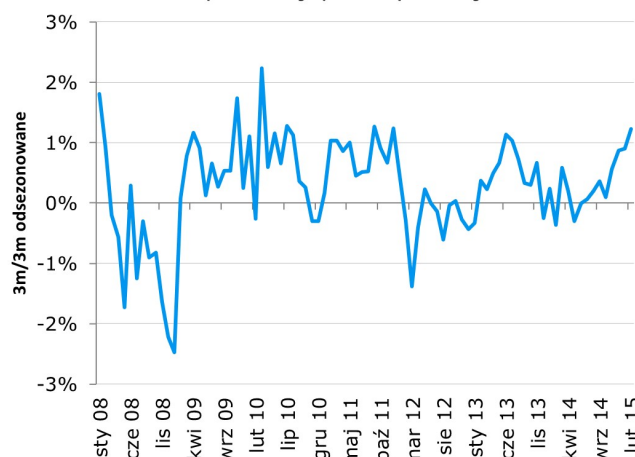
Myślimy, że Fed zmierza w stronę normalizacji polityki monetarnej. Skala podwyżek stóp i tempo zacieśnienia będą jednak dużo mniejsze/wolniejsze niż oczekiwano. Reakcja rynku z kolei sugerowałaby istotną zmianę pozycjonowania. W naszej opinii, że w centrum uwagi znajdują/znały się teraz serie słabszych danych włączając prawdopodobnie słabszy PKB w I kw. w USA. Oczekujemy zatem dalszego płaszczenia amerykańskiej krzywej dochodowości. Zmiany oczekiwań co do stopy wolnej od ryzyka powinny rozlać się na inne rynki; również na rynek polski. W ostatnim okresie to wątpliwości co do kursu polityki monetarnej Fed były obok decyzji RPP o końcu cyklu obniżek głównym czynnikiem osłabiającym polski rynek długu. Co do głębszego wpływu wczorajszego posiedzenia na rynki EM jesteśmy sceptyczni – Fed jednak jest na drodze do podwyżek i będzie to bolesne dla EM z dużymi potrzebami finansowymi. Uważamy

również, że umocnienie dolara będzie kontynuowane. Zwłaszcza wobec euro, gdzie czynnikiem odstrasającym będą ujemne stopy procentowe i odpływ kapitału powodowany przez umacnianie się oczekiwań inflacyjnych przy torpedującym działaniu ECB na stopy nominalne.

Bardzo dobre dane o produkcji przemysłowej; ze sprzedażą gorzej (ale to kwestia czasu).

W lutym **produkcja przemysłowa** wzrosła o 4,9% r/r po 1,7% r/r wzroście zanotowanym w styczniu. Wynik był nieco wyższy od oczekiwań analityków, ale zgodny z naszą prognozą. Wskazuje on na utrzymanie pozytywnego momentum w przemyśle: po odsezonowaniu dynamika wyniosła 4,7% r/r wobec 4,0% w styczniu i 5,0% w grudniu; kolejny solidny wzrost w ujęciu miesięcznym (1,3%) wprowadza momentum na nowe cykliczne maksima. Wzrost zanotowano w 24 sekcjach spośród 34. Wśród sekcji, które zanotowały wzrost dominują sekcje eksportowe. W spadkach pograżyły się, podobnie jak w poprzednich miesiącach takie sekcje, jak wydobywanie węgla kamiennego, produkcja koksu, zaopatrywanie w energię. Nie są to zatem sekcje cykliczne – te wykazują postępujące przyspieszenie, którego źródeł należy w dużej mierze upatrywać w pozytywnych zaskoczeniach z gospodarki strefy euro.

Momentum produkcji przemysłowej

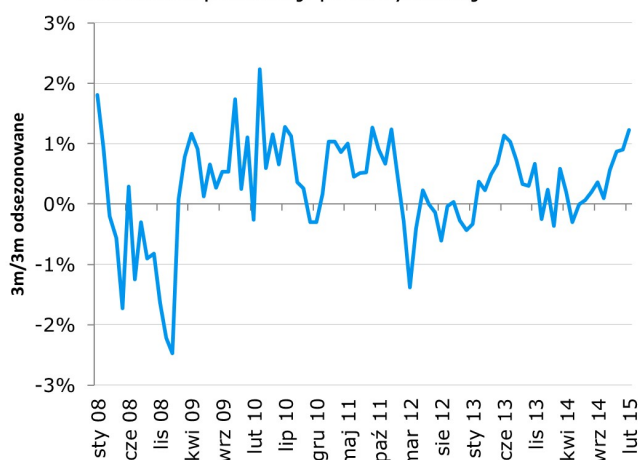


Początek 2015 w przemyśle należy ocenić umiarkowanie pozytywnie. Dynamika PKB w I kw. może być jeszcze zbliżona do tej z IV kw. (tak działa filtr roczny), ale momentum jest zdecydowanie lepsze niż w IV kw. 2014.

Sprzedaż detaliczna nieoczekiwanie (dla nas) spadła o 1,3% w ujęciu rocznym (prognozowaliśmy wzrost w okolicach 2%, zaś konsensus rynkowy dynamikę zbliżoną do stagnacji). Nasza prognoza oparta była na pewnym odreagowaniu w kategorii pozostałe (co się wydarzyło – w ujęciu rocznym dynamika ustabilizowała się), przyzwoitej sprzedaży samochodów (niskie stopy procentowe, dobry optymizm konsumentów, wysokie dochody realne i dobre perspektywy dla rynku pracy – zmienne sprzyjające dokonywaniu dużych zakupów z kategorii trwałych), która niestety została przysłonięta przez efekty zakupów aut z krótką (nie do końca potwierdzone) z ubiegłego roku; generalnie, sprzedaż samochodów idzie słabo jak na sprzyjające warunki dochodowe i kredytowe. Negatywną niespodziankę sprawiła też żywność i sprzedaż niewyspecjalizowana (w pierwszym przypadku tylko 2% wzrost w ujęciu rocznym i to nie przez bazę

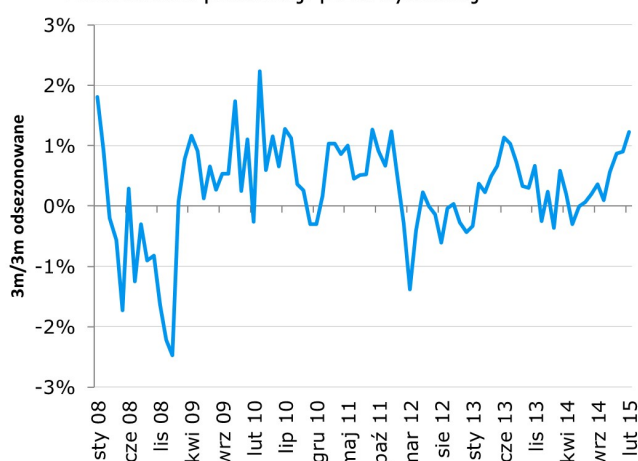
statystyczną) i nie mamy dla tego fenomenu innego wytłumaczenia niż szum. W marcu zdecydowanie pomoże sprzedaż przed Wielkanocą, zwłaszcza w obliczu korzystnej bazy.

Momentum produkcji przemysłowej



W szerszym kontekście kategorie po wyłączeniach poruszają się w trendzie zbliżonym do bocznego. Z kolei ceny sprzedaży wyznaczają nowe maksima deflacji (patrz wykres). Jeśli z połączenia deflacji, odkładanego popytu i poprawy w gospodarce nie urodzi się wyższa sprzedaż, skłonni będziemy uznać, że polska gospodarka przeżywa transformację od dóbr do usług wyjątkowo szybko, co będzie dodatkowo stabilizować trajektorię PKB (warto popatrzeć na ostatnie kwartały vs podobne okienko czasowe w przeszłości – czyż nie wygląda to jak od linijki albo jak mocno wygładzone, np. przez zwiększenie roli bardziej stabilnego sektora usługowego?). W obecnej fazie ożywienia konsumpcja nie odegra takiej roli jak w poprzednich cyklach (dynamika będzie zbliżona do 3% r/r). Rolę dużego konsumenta powinien przejąć rząd; to samo zresztą dotyczy prawdopodobnej zamiany proveniencji inwestorów (infrastruktura wydatkowana centralnie i na szczeblu samorządowym vs maszyny i urządzenia w sektorze prywatnym, które wystartowały już w 2014 roku).

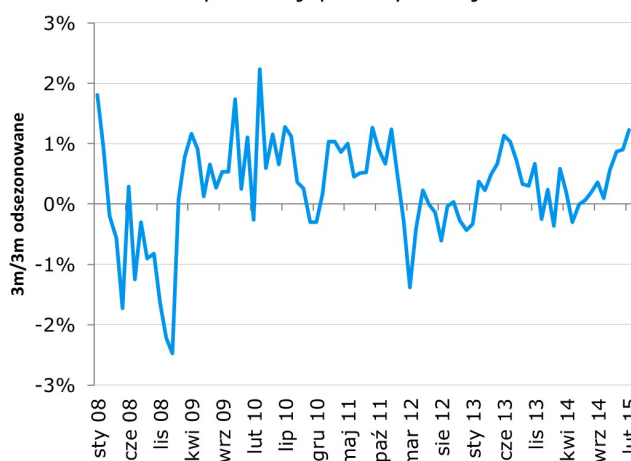
Momentum produkcji przemysłowej



Produkcja budowlano-montażowa spadła w lutym o 0,3% r/r wobec 1,3% w poprzednim miesiącu. Jest to jednak zasługa nie pogorszenia aktywności w sektorze, a wysokiej bazy z poprzedniego roku (wcześniejszy początek prac budowlanych dzięki sprzyjającej aurze), która jednak – jak warto podkreślić – nie zrealizowała się w pełni. Wzrost produkcji budowlanej o 3,8% m/m w lutym b.r. (po wyłączeniu czynników sezonowych i kalen-

darzowych) sugeruje, że korzystne warunki pogodowe wsparły aktywność budowlaną również w tym roku. Jeżeli ta hipoteza jest prawdziwa i faktycznie mamy do czynienia znów z przesunięciem wzorca sezonowego w budownictwie, to w kolejnych miesiącach można liczyć się z pewnym odreagowaniem. Tym niemniej, amplituda tych wahań jest wyraźnie mniejsza niż w poprzednim roku (por. wykres), co w połączeniu ze startem inwestycji infrastrukturalnych powinno wprowadzić budownictwo na wyższy bieg już w połowie roku.

Momentum produkcji przemysłowej



Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ceny producentów spadły w lutym o 2,7% w ujęciu rocznym (był to także konsensus rynkowy) i utrzymały się bez zmian w stosunku do stycznia. Wygląda więc na to, że przy wsparciu wyższych cen ropy naftowej i odłożonych efektach deprecjacji złotego wobec dolara ceny producentów minęły dołek w ujęciu rocznym. Niemniej po wyłączeniu efektów zmian cen ropy ceny w przemyśle nadal spadają bardzo szybko w ujęciu miesięcznym (0,6% spadek wobec 0,1% spadku w całym przetwórstwie) co stawia pod znakiem zapytania automatyzm przekładania się wyższych kosztów produkcji na ceny dyktowane dla odbiorców. Naszym zdaniem poprawa sytuacji w przemyśle (cykliczne ożywienie w strefie euro) powinno uelastyczniać marże firm produkcyjnych. Niemniej przekaz na obecny moment brzmi – presji inflacyjnej absolutnie brak; do odwołania.

Dzisiejsze dane bez większego wpływu na rynek, który po ogłoszeniu przez RPP końca cyklu poluzowania monetarnego reaguje w większym stopniu na trendy na rynkach globalnych, w tym rynkach EM. Sekwencja dobrych danych ze sfery realnej (z punktu widzenia oceny pozycji cyklicznej gospodarki to właśnie produkcja przemysłowa jest nieporównywalnie ważniejsza od sprzedaży detalicznej) w połączeniu z grubymi minusami na inflacji i PPI stanowi dla uczestników rynku poważny dylemat interpretacyjny, ale nie sugeruje rychłego kwestionowania zapowiedzi RPP.

Co do scenariuszy rynkowych, obstawilibyśmy dalsze umocnienie złotego (dobre dane ze sfery realnej, zachęcające wyniki spółek cyklicznych plus relatywnie wysokie stopy realne to recepta na większe napływy portfelowe w średnim okresie). Pomimo akcentowania przez nas ożywienia gospodarczego, w odróżnieniu od konsensusu rynkowego kwestionujemy ryzyko podwyżek stóp w 2016 roku ze względu na ciągle niską presję inflacyjną ale i prawdopodobną presję aprecjacyjną na złotego uniemożliwiającą istotne wyprzedzenie przez polską RPP cyklu normalizacji w strefie euro (co zresztą nastąpi za długie lata).

EURUSD fundamentalnie

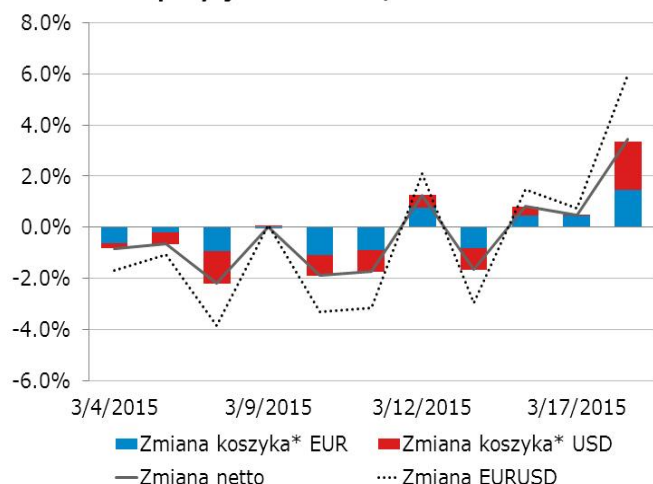
Pierwsza połowa dnia upłynęła spokojnie i dopiero w sesji amerykańskiej EURUSD ruszył w górę bardziej zdecydowanie, przebijając wtorkowe maksima. Łagodny wydzźwięk komunikatu Fed i konferencji J.Yellen błyskawicznie wprowadził EURUSD na nowe maksima (padło 1,07). Nie był to jednak koniec osłabienia dolara, bo fala stop lossów i wycinanie pozycji short EURUSD w przeciągu minut po konferencji sprowadziły EURUSD do poziomu 1,10. Ostatecznie równowagę notowania odnalazły w przedziale 1,07-08. O ile w średnim okresie parytet na EURUSD wydaje się nie do uniknięcia (ujemne stopy procentowe i odpływ kapitału ze strefy euro), o tyle gołębi ton Fed stwarza przestrzeń do głębszej korekty spadkowej dolara. Co więcej, Fed pokazał również, że umocnienie dolara może być i będzie kontrolowane niższą ścieżką stóp procentowych, co może w przyszłości zmniejszać zapędy rynku do bezmyślnego kupowania USD. Tym niemniej, czynnik EUR będzie ciążył parze EURUSD. Dzisiejszy dzień bez publikacji makro.

EURUSD technicznie

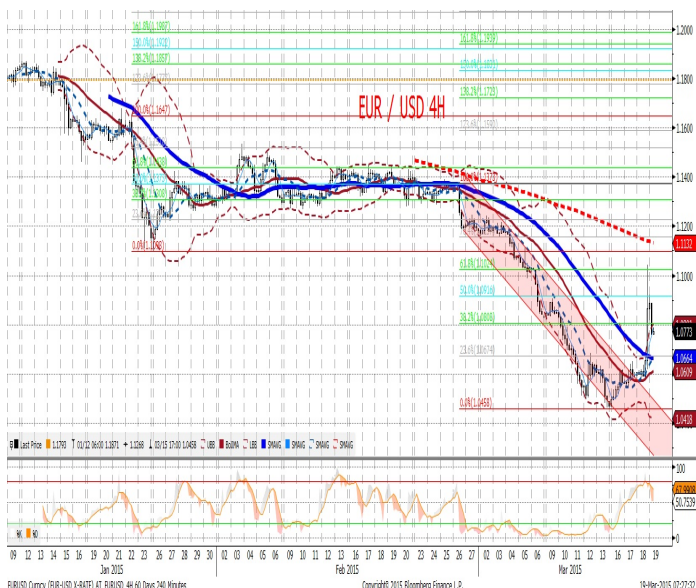
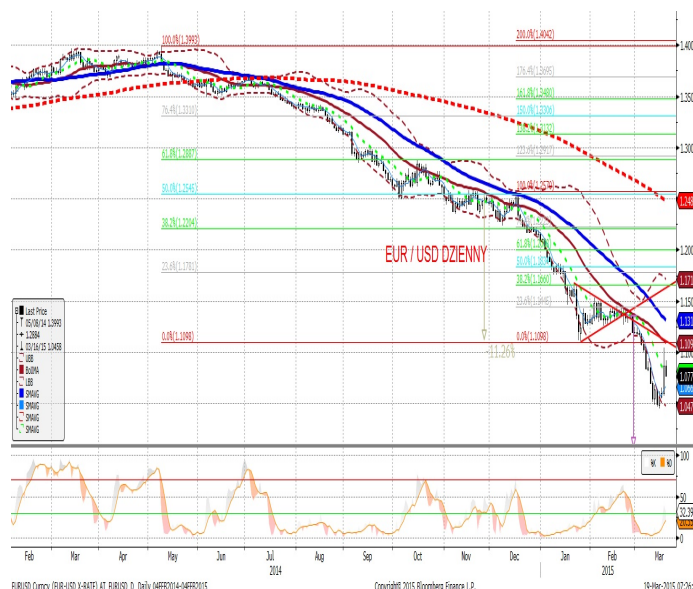
Wczorajszy ruch na EURUSD należy przypisać w zdecydowanej większości czynnikom fundamentalnym (konferencja FOMC). Maksimum dnia (1,1043) sięgnęło fibo 61,8% pokonując większość MA na 4H (poza MA200). Z zajęciem pozycji czekamy do ukształtowania się formacji po wczorajszych zawirowaniach.

Wsparcie	Opór
1,0458	1,1380
1,0433	1,1043
1,0000	1,0808

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

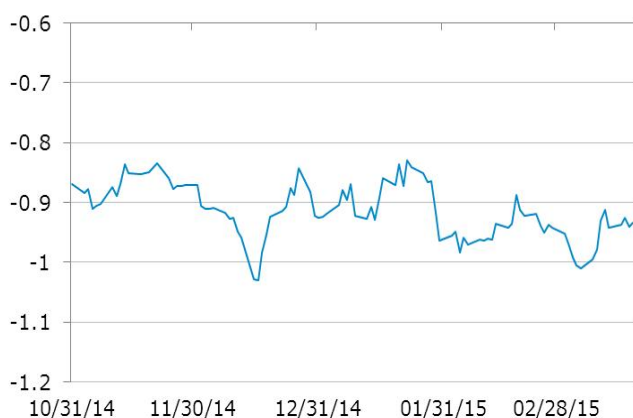
Fed zrealizował scenariusz bardzo gołębi. Z tego powodu podczas sesji amerykańskiej złoty osiągnął lokalne maksimum. Tak jak się spodziewaliśmy, wcześniej publikowane dane krajowe przeszły bez echa. Co dalej? Gołębi Fed stwarza szansę na pełne wykorzystanie dysparytetu w stopach procentowych przez inwestorów z Europy (tymczasowy brak strachu o kondycję EM) oraz pewien powrót inwestorów z USA. Z uwagi na ugruntowujące się ożywienie w polskiej gospodarce napływ inwestorów wcale nie musi dotyczyć tylko rynku fixed income, lecz dawno zapomnianego rynku akcji. Spodziewamy się zwiększonej presji aprecjacyjnej na złotego w najbliższych dniach, co będzie szło niejako w przeciwfazie do pozycji technicznych starających się wykorzystać moc złotego do jego sprzedawania w okolicach 4,12-13 posilkując się view o istnieniu range.

EURPLN technicznie

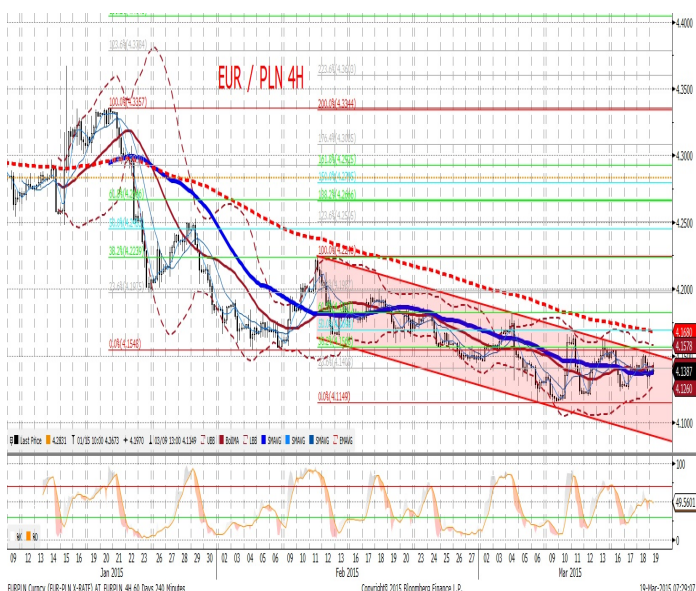
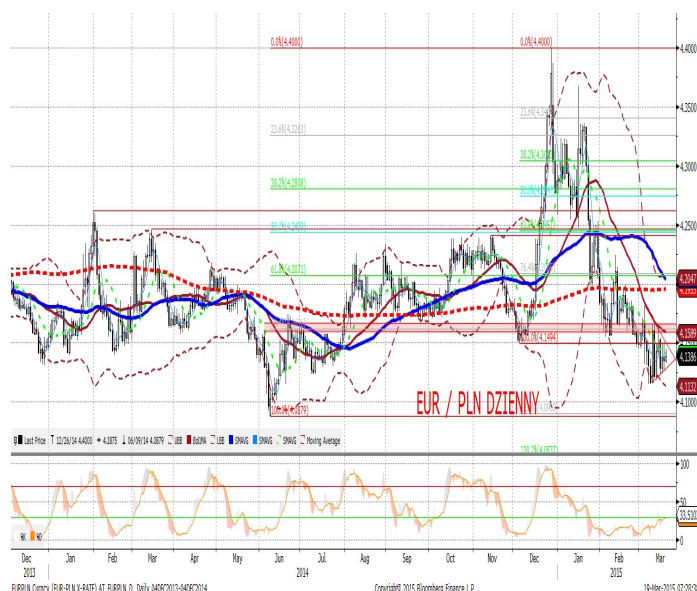
Kurs pozostał wczoraj wewnątrz formacji trójkąta – aktualnie jego granice to 4,1283 oraz 4,1503. Na wybiecie pozostały najwyżej 4 dni. Już dzisiaj zagramy je warunkowo ustawiając zlecenie long, gdy kurs przekroczy 4,1550 z S/L na poziomie 4,1373 (bliński środkowi trójkąta). Warunkowy short ustawiamy na 4,1270 z S/L wynoszącym też 4,1373. Realizacja jednego ze zleceń kasuje drugie.

Wsparcie	Opór
4,1149	4,2239
4,1083	4,1803
4,0879	4,1589

Czynnik krajowy* w EURPLN



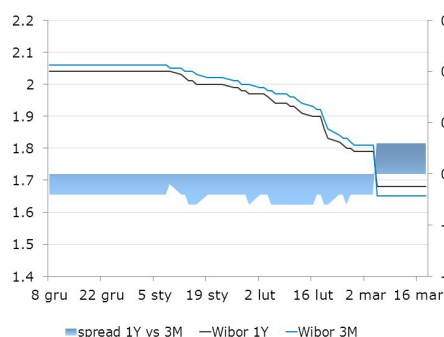
* Wykres przedstawia resztę z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



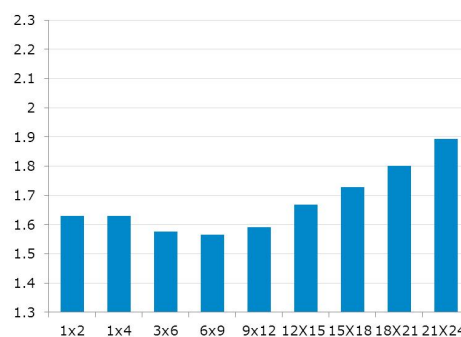
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.6	1.64	ON	1.4	1.7	EUR/PLN	4.1450
2Y	1.685	1.74	1M	1.5	1.7	USD/PLN	3.9073
3Y	1.81	1.85	3M	1.6	1.8	CHF/PLN	3.8960
4Y	1.92	1.95					
5Y	2.01	2.04					
6Y	2.08	2.11					
7Y	2.13	2.16					
8Y	2.18	2.21					
9Y	2.23	2.25					
10Y	2.27	2.29					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.63	1.68	EUR/USD	1.0865
1x4	1.63	1.68	EUR/JPY	130.46
3x6	1.58	1.62	EUR/PLN	4.1337
6x9	1.57	1.61	USD/PLN	3.8010
9x12	1.59	1.63	CHF/PLN	3.8860

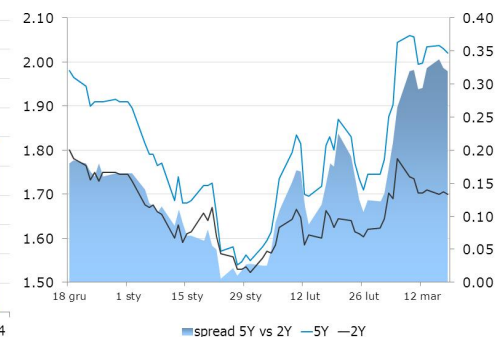
WIBOR 3M i 1Y



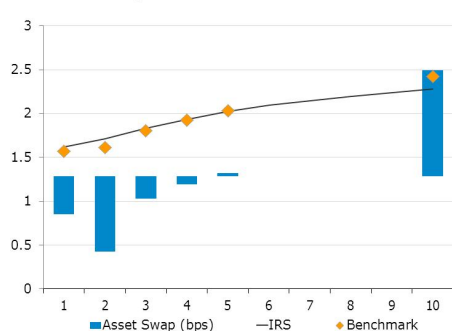
WIBOR 3M i stawki FRA



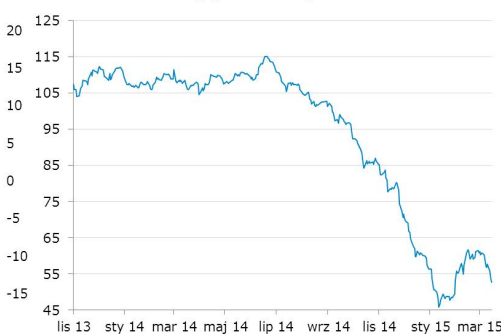
IRS 5Y i 2Y



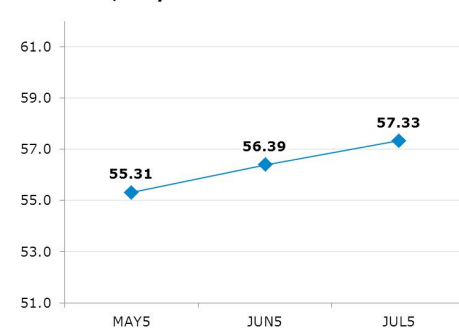
Asset swap i IRS



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.