

16 kwietnia 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 zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
13.04.2015 PONIEDZIAŁEK							
1:50	JAP	Zamówienia na maszyny m/m (%)	lut		-2.2	-1.7	-0.4
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	lut	13900	13475	13415 (r)	13720
14:00	POL	Import (mln EUR)	lut	13100	12836	12478 (r)	12937
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	lut	500	46	37 (r)	116
14.04.2015 WTOREK							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	mar		0.0	0.0	0.0
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut		0.4	-0.3	1.1
14:00	POL	M3 r/r (%)	mar	8.5	8.5	8.7	8.8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	mar		1.1	-0.5	0.9
14:30	USA	PPI r/r (%)	mar		-0.9	-0.6	-0.8
15.04.2015 ŚRODA							
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar		6.9	6.8	6.4
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	mar		10.8	10.7	10.6
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q1		7.0	7.3	7.0
	POL	Decyzja RPP (%)	kwi	1.50	1.50	1.50	1.50
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	kwi		0.05	0.05	0.05
14:00	POL	CPI r/r (%)	mar	-1.3	-1.3	-1.6	-1.5
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	kwi		7.17	6.90	-1.19
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	mar			24.6	36.2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		-0.3	0.1	-0.6
20:00	USA	Beżowa księga	kwi				
16.04.2015 CZWARTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	mar	0.2	0.3	0.4	
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów (tys.)	mar		1040	897	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów (tys.)	mar		1081	1102 (r)	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	11.04		280	281	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	kwi		5.0	5.0	
17.04.2015 PIĄTEK							
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	lut		5.6	5.7	
14:00	POL	Przeciętne zatrudnienie r/r (%)	mar	1.2	1.1	1.2	
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	mar	3.6	3.3	3.2	
14:30	USA	CPI r/r (%)	mar		0.1	0.0	
16:00	USA	Koniunktura kons. U.Michigan (pkt.)	kwi		93.7	93.0	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Dziś publikacja danych o inflacji bazowej. Po wczorajszym odczycie CPI (-1,5% rdr) spodziewamy się spadku inflacji bazowej do 0,2% rdr.

Gospodarka globalna. W Europie spokojny dzień, ciekawiej będzie dzisiaj za oceanem. W USA dane z rynku pracy (te nieco mniej istotne – nowo zarejestrowani bezrobotni), rynku mieszkaniowego (rozpoczęcie budowy domów oraz pozwolenia na budowę), a także kolejny wskaźnik koniunktury – indeks Philly Fed.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- RPP na 60. posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie.
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w marcu spadły o 1,5 proc. rdr.
- USA: Produkcja przemysłowa w marcu spadła o 0,6 proc. m/m.

Decyzja RPP (15.04.2015)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.141	-0.003
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.895	0.007
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.320	-0.039
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Stopy NBP bez zmian. Rada obserwuje, dyskutuje...

Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami RPP nie zmieniła stóp procentowych na wczorajszym posiedzeniu. Stopa bazowa wynosi nadal 1,5%. Wydzwięk komunikatu jest dość gołębni. Diagnoza dotycząca procesów inflacyjnych jest bezlitosna: nie ma presji popytowej (pomimo obserwowanej poprawy wskaźników makro), utrzymują się i deflacja i niskie oczekiwania inflacyjne. Tę diagnozę dobitnie zresztą potwierdziły wczorajsze dane o inflacji, w tym dalszy spadek inflacji bazowej. Rada nie pisze nawet o powrocie inflacji do celu, a jedynie ograniczeniu ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu – taki eufemizm najlepiej obrazuje sytuację decyzyjną Rady. Decyzja o końcu cyklu obniżek wynikała przecież nie tyle z perspektyw dla inflacji (te ciągle pozostawiają dużą przestrzeń do obniżek), co z niemożności sformułowania trwałej, reagującej na otoczenie makro większości.

Ta schizofrenia ujawniła się również w czasie konferencji. Ostrożne komentarze co do złotego (jednak obawa przed umocnieniem), stwierdzenie, że wychodzenie z dołka inflacyjnego będzie powolne, ale i komentarz, że niepoważne byłoby już wycofywanie się z deklaracji o końcu cyklu (a więc obrona obecnego kompromisu w Radzie). Co do perspektyw dla polityki monetarnej, Belka wskazał, że ewentualne wznowienie cyklu obniżek warunkowane byłoby przede wszystkim gwałtownym pogorszeniem koniunktury. Z drugiej strony, perspektywa podwyżek jest dla niego jednak bardzo odległa.

Co z tego wynika dla polityki monetarnej? Trudno ignorować w najbliższym okresie wszelkie implikacje osobowego składu Rady - z trudem wypracowany kompromis sugeruje brak zmiany stóp procentowych. Obecna RPP tradycyjnie już promuje bardzo statyczną wersję polityki monetarnej ignorując przyszłe efekty choćby zjawisk bieżących. Stąd wzięły się najpierw podwyżka stóp w 2012 roku (spowolnienie było wtedy już ewidentne), zapieranie się i wyznaczanie „linii” w 2013 i wreszcie przeciąganie momentu wznowienia cyklu obniżek w 2014 roku (od marca 2014 ryzyka dla wzrostu gospodarczego i spadek inflacji były oczywiste).

Zjawiskiem, które obecnie ma miejsce, a jego skutki mogą być brzemienne w skutkach, jest europejskie QE i „ekstrawagancie” realne stopy procentowe w Polsce. RPP już zauważyła (explicite w komunikacie), że QE mogło sprzyjać wzmocnieniu złotego. Naszym zdaniem bardzo prawdopodobne, że to dopiero początek tego procesu i poprzez napływ na polską giełdę i tzw. carry trades złoty jeszcze bardziej się umocni. W rzeczywistości małej otwartej gospodarki, którą jest Polska, oddali to istotnie realizację inflacyjnego mandatu RPP.

Stąd zasadne wydaje się wycenianie możliwości wznowienia obniżek stóp w Polsce, a także akcentowanie zmian osobowych w RPP w 2016 i możliwej korekty kursu polityki monetarnej w przypadku dalszego wydłużania momentu powrotu inflacji do celu NBP. W kontekście europejskim (rozlewanie się QE na kolejne aktywa, ujemne stopy procentowe) bardzo trudno będzie gospodarce takiej jak Polska, gospodarce z tak wysokimi realnymi stopami, nie podzielić się sukcesem wynikającym w dużej mierze z konkurencyjności cenowej - wyższy wzrost gospodarczy będzie neutralizowany napływami kapitału i umocnieniem złotego. Stąd jesteśmy sceptyczni, że Polska istotnie wyprzedzi z podwyżkami stóp procentowych strefę

euro. Dodajmy, że podwyżki w euro wyceniane są obecnie za 4-5 lat.

Nadal głęboka deflacja. Inflacja bazowa coraz bliżej zera.

Inflacja w marcu wyniosła -1,5%, więc punkt przegięcia na inflacji jest nie tylko marginalny (ledwie 0,1pp różnicy względem lutego), ale też przebiega zdecydowanie wolniej niż w projekcji NBP). Przyczyną słabego „przyspieszenia” cen jest bardzo niska realizacja cen żywności (-0,1% m/m) oraz absolutny brak presji na kategoriach bazowych - gdyby nie podwyżka cen paliw (+3,7% m/m) deflacja byłaby głębsza niż przed miesiącem. Według naszych szacunków inflacja bazowa spadła do 0,2%, a być może nawet do 0,1%.



Scenariusz bazowy to powolne podnoszenie się inflacji w kolejnych miesiącach. Niemniej wraz z coraz niższym punktem startowym moment wyjścia z deflacji cały czas oddala się w czasie. Łatwo wyobrazić sobie scenariusz, że przy pozytywnej niespodziance sezonowo niskich cen żywności (od dawna stoimy na stanowisku, że rekordowo niski 2014 rok nie oznacza automatycznie drogiego 2015) oraz przy ujawnieniu skutków umocnienia złotego (wartych około 0,7pp na inflacji) z deflacji w roku 2015 nie wyjdziemy, a w 2016 roku inflacja nie przekroczy 1%. Przy wciąż rozwartej luce popytowej (nawet w obliczu przyspieszenia wzrostu - szybszy wzrost w Polsce jest, w małej gospodarce otwartej mieczem obosiecznym - umacnia walutę) oznacza to ryzyko niezrealizowania celu inflacyjnego przez RPP dłużej niż ktokolwiek sądził. To z kolei implikuje, że jak najbardziej uprawnione są spekulacje o korekcie stóp, jeśli nie przez obecną, to nową RPP, wolną od obecnego zapętlenia i podziałów.

ECB uderza w optymistyczny ton i rozwiewa wątpliwości: QE w Europie zostaje

Kwietniowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego nie przyniosło żadnych zmian w polityce pieniężnej w strefie euro. Prezes Draghi powtórzył, że EBC zamierza (z naciskiem na słowo „zamierza”) skupować 60 mld euro aktywów co miesiąc, aż do września 2016 roku z opcją przedłużenia, jeżeli trwały powrót inflacji do celu nie będzie zapewniony. Podkreślił również, że ocena perspektyw inflacyjnych będzie miała charakter wyprzedzający i będzie ignorować czynniki o charakterze przejściowym, wychylające inflację ze ścieżki w jedną lub drugą stronę. W odniesieniu do gospodarki realnej warunków finansowych dominował optymistyczny ton: ryzyka dla strefy euro są teraz „bardziej zrównoważone”, gospodarka „nabrała większego momentum”, rośnie dostępność kredytu i zgłaszany przez sektor prywatny popyt nań; wreszcie, działania EBC przyczyniły się do znacznego obniżenia kosztów finansowania rządów i sektora prywatnego.

Od tego, co EBC zrobił, ciekawsze okazały się spekulacje na temat tego, czego EBC nie zrobi. Część uczestników rynku rozważała obniżenie stopy depozytowej lub modyfikację warunków programu w celu zaradzenia problemom z niedostateczną ilością obligacji, część spekulowała na temat możliwego ograniczenia programu ze względu na ożywienie gospodarcze (analogicznie do tzw. taperingu w Stanach Zjednoczonych w 2013 i 2014). Większość z nich Draghi uciął bardzo szybko: nie będzie dalszy ciąg stopy depozytowej, rozważania na temat wcześniejszego zakończenia programu QE są bezcelowe, EBC nie dostrzega problemów na rynku obligacji, a program jest elastyczny.

Dla inwestorów i uczestników rynku powinno być zatem jasne, że EBC nie da się łatwo zepchnąć z obranego kursu. Nic dziwnego - obniżenie rynkowych stóp procentowych, zawężenie spreadów i ekstremalne spłaszczenie krzywych dochodowości od dłuższego czasu było niewystawionym celem polityki EBC. W tej metryce polityka banku, ze szczególnym uwzględnieniem QE, sprawdza się znakomicie i będzie kontynuowana. W szczególności, można oczekiwać, że program QE będzie kontynuowany również po wrześniu 2016. Z perspektywy polskiej oznacza to przyływ środków z QE (rozlewanie się programu było przecież tylko kwestią czasu) i wsparcie rynków akcji i obligacji. Na pierwszy ogień idzie oczywiście waluta: złoty już istotnie się wzmocnił (potężna różnica w realnych stopach procentowych) i będzie jeszcze mocniejszy.

USA: produkcja przemysłowa rozczarowuje

Produkcja przemysłowa w USA spadła w marcu o 0,6% (konsensus -0,3%); rewizje były netto neutralne. Samo przetwórstwo przemysłowe okazało się zgodne z oczekiwaniami (wzrost o 0,1% po uprzednim spadku o 0,2%) jednak negatywnie zaskoczyła produkcja energii (spadek aż o 5,9% - dziwne biorąc pod uwagę jednoczesne dowody niskich temperatur). Spadki kontynuowane były w górnictwie (-0,7%), gdzie przestrzeń do dalszej korekty w dół z uwagi na przemysł naftowy (i być może w dalszej kolejności gazowy) jest olbrzymia, na co wskazywaliśmy już w ubiegłym miesiącu. To kolejny kamyczek do ogródka niższego odczytu PKB za I kwartał.



Powtórzmy za poprzednim miesiącem, że struktura produkcji przemysłowej jest obecnie dobra na czasy wysokich cen ropy i niskich stóp procentowych (wyraźna dominacja dóbr trwałych). Dostępne wskaźniki koniunktury sugerują, że w kwietniu nie nastąpiło wyraźne odbicie aktywności w przemyśle. Beżowa Księga (z kwietnia) sugeruje dodatkowo, że ceny ropy naftowej i mocny dolar stanowią netto problem dla amerykańskich przetwórców. W tym samym czasie występują problemy ze znalezieniem pracowników a presja płacowa i cenowa delikatnie rośnie. W takich warunkach kwestia pierwszej podwyżki stóp procentowych jest jak najbardziej aktualna. Od początku roku wskazujemy, że Fed może zacieśnić politykę pieniężną na zasadzie ideologicznej. Cały cykl będzie przebiegał jednak bardzo powoli, a niskie stopy będą strategicznym tematem dla USA.

EURUSD fundamentalnie

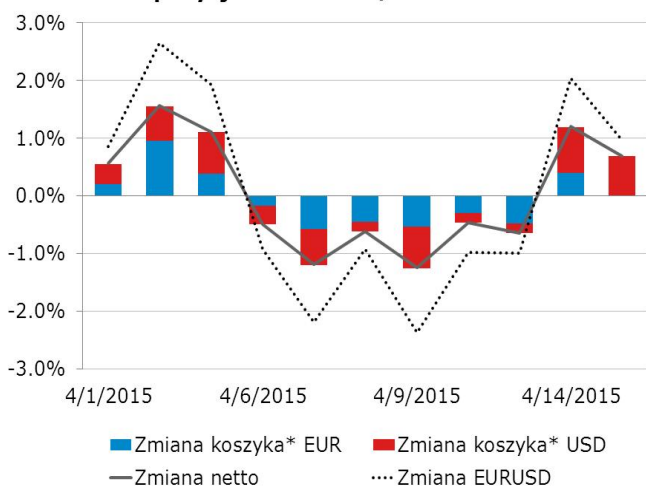
Wczorajszy dzień był łaskawy dla EURUSD. Po porannym spadku w okolicie 1,0570 para walutowa rosła osiągając maksimum sesyjne na poziomie 1,074. Posiedzenie ECB (oprócz papierkowego incydentu) było raczej łatwe do przewidzenia (patrz sekcja analiz) i jego wpływ na EUR był niewielki. Ruch w górę na EURUSD wykonał się z kolei głównie dzięki słabszemu USD (słabe dane o produkcji, słaba koniunktura za kwiecień). Według wskaźników koniunktury moc dolara zaczyna coraz bardziej szkodzić gospodarce amerykańskiej. O ile oficjalne stanowisko Fed w obecnej chwili od tego nie zależy, nie jest wykluczone, że inwestorzy obstawią (zachęteni coraz to nowymi niespodziankami w danych) opóźnienie w realizacji podwyżki stóp procentowych. Z tego powodu możliwe jest, że najbliższe dni będą na EURUSD korekcyjne (stabilizacja/niewielkie wzrosty). Korekt nabrałyby większych rumieńców, gdyby nie jednokierunkowość słabości EUR, którą wczorajsze posiedzenie ECB tylko przypieczętowało.

EURUSD technicznie

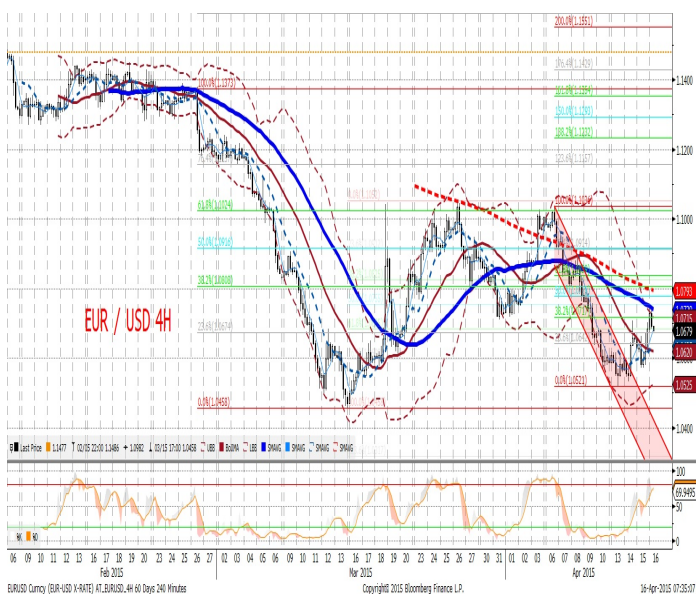
Kolejny dzień korekty na EURUSD. Oporem dla wzrostu był jeden z pierwszych wspomnianych gęstych poziomów – MA55 na 4H / MA30 na dziennym (1,0750-60). Ważne pytanie – czy potencjał wzrostowy został w najbliższym czasie wykorzystany? Odbicie od wspomnianych średnich świadczy o tym, że tak. Kurs przebił wprawdzie Fibo 38,2% na 4H, ale aktualnie znajduje się już poniżej. Zgodnie z szerszym ujęciem (wciąż wskazuje na spadki w najbliższych dniach / tygodniach), wykorzystujemy korektę do wejścia short po 1,0677 z szerokim S/L ustawionym na poziomie 1,0880.

Wsparcie	Opór
1,0458	1,1380
1,0000	1,1268
	1,0770

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN stabilny w przedziale 4,01-4,03. Dane o inflacji nie przyniosły w zasadzie żadnego wpływu na walutę, to samo tyczy się posiedzenia EBC. Podczas konferencji RPP nie padły żadne kategoryczne stwierdzenia odnośnie (nadmiernej) siły krajowej waluty; nie otworzyły się też drzwi do obniżek stóp (więcej w sekcji analiz). Naszym zdaniem jest to zaproszenie do dalszych zakupów PLN przez inwestorów zagranicznych, zwłaszcza że determinacja EBC do przeprowadzenia QE nie spada, lecz rośnie a wszelkie negatywne niespodzianki z USA będą dodatkowo pozytywne dla polskiej waluty.

EURPLN technicznie

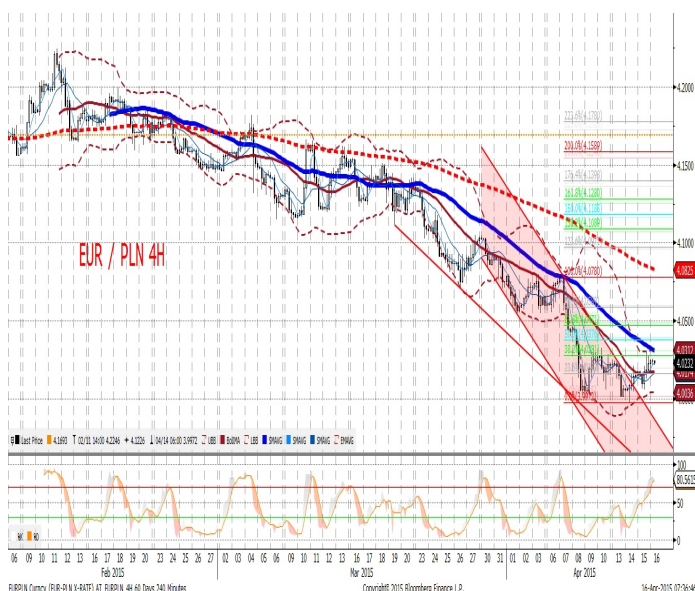
Mamy pozycję short zajątą po 4,0395 (z takim samym poziomem S/L). EURPLN wczoraj ponownie się umocnił – nie wystarczyło to jednak na pokonanie bardzo stromego trendu spadkowego na dziennym, co wskazuje na kolejny atak na granicę 4,00. Żadne ważne opory na 4H (Fibo 38,2% czy MA55) nie zostały jeszcze pokonane. Możemy mieć do czynienia z rangem 4,00 - 4,03/04 (raczej niż podwójnym dnem na dziennym). Spadkowe momentum pozostaje nadal silne.

Wsparcie	Opór
4,0000-15	4,1277
3,8933	4,0860-70
3,83	4,0370

Czynnik krajowy* w EURPLN

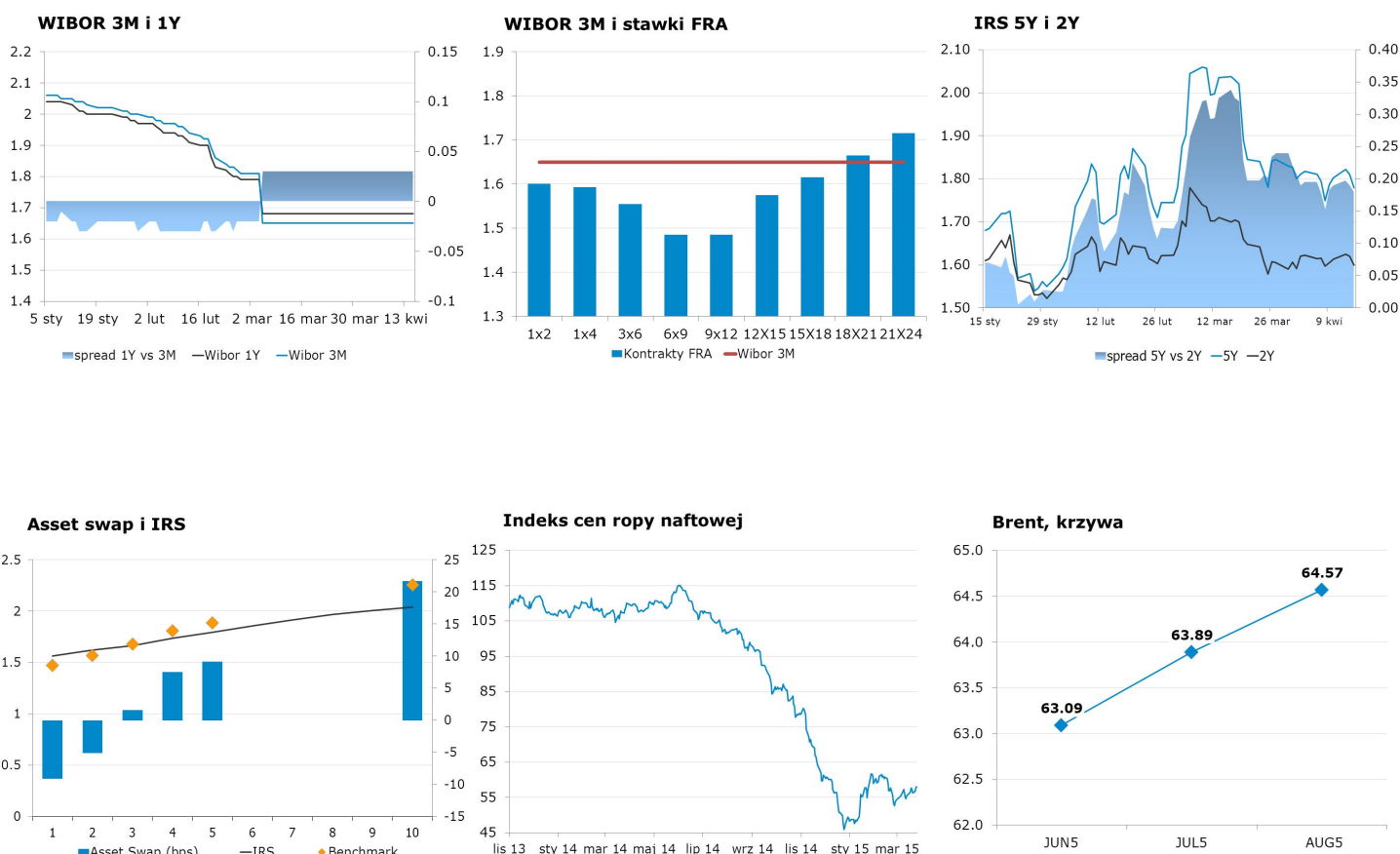


* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.55	1.58	ON	1.2	1.5	EUR/PLN	4.0083
2Y	1.6	1.64	1M	1.4	1.6	USD/PLN	3.7875
3Y	1.65	1.68	3M	1.6	2.1	CHF/PLN	3.8801
4Y	1.72	1.75					
5Y	1.78	1.81					
6Y	1.84	1.87					
7Y	1.9	1.93					
8Y	1.95	1.98					
9Y	1.99	2.02					
10Y	2.02	2.06					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.60	1.65	EUR/USD	1.0683
1x4	1.59	1.65	EUR/JPY	127.23
3x6	1.56	1.62	EUR/PLN	4.0227
6x9	1.49	1.55	USD/PLN	3.7630
9x12	1.49	1.55	CHF/PLN	3.9033



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.