

28 kwietnia 2017

Raport Dzienny

mBank Research

www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/

[@mbank_research](https://twitter.com/mbank_research)

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@mbank.pl

Marcin Mazurek
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
www.mbank.pl

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
24.04.2017 PONIEDZIAŁEK							
10:00	GER	Indeks Ifo – oczekiwania (pkt.)	kwi	105.9		105.7	105.2
10:00	GER	Indeks Ifo – bieżąca sytuacja (pkt.)	kwi	119.2		119.5 (r)	121.1
25.04.2017 WTOREK							
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego (%)	kwi	0.90		0.90	0.90
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.pierw. (tys.)	mar	590		587 (r)	621
16:00	USA	Koniunktura konsumencka CB (pkt.)	kwi	124.0		124.9 (r)	120.3
26.04.2017 ŚRODA							
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	mar	8.2	8.2	8.5	8.1
27.04.2017 CZWARTEK							
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	27.04	-0.400		-0.400	-0.400
13:45	EUR	Decyzja EBC (mld EUR)	27.04	60		80	60
14:00	GER	Inflacja CPI r/r (%) <i>wstępny</i>	kwi	1.9		1.6	2.0
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.04	245		243 (r)	257
28.04.2017 PIĄTEK							
1:30	JAP	Inflacja CPI r/r (%)	mar	0.3		0.3	0.2
7:30	FRA	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q1	0.3		0.4	0.5
10:00	EUR	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	mar	4.7		4.7	
14:00	POL	Inflacja CPI r/r (%) <i>wstępny</i>	kwi	1.9		2.0	2.0
14:30	USA	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i> SAAR	Q1	1.2		2.1	
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	kwi	57.0		57.7	
16:00	USA	W. kon. U. Michigan (pkt.) <i>wstępny</i>	kwi	98.5		98.0	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dzisiaj zostanie opublikowany odczyt flash inflacji za kwiecień. Spodziewamy się, że inflacja nieznacznie spadnie do 1,9%. Ceny żywności pozostają względnie niskie, ceny paliw są o 1% niższe niż przed miesiącem. Inflacja bazowa pozostaje na poziomie 0,6%.

Gospodarka globalna: W Europie dzisiaj zostaną opublikowane PKB za pierwszy kwartał we Francji oraz dane o podaży pieniądza M3 w strefie euro. W USA dzisiejszy pierwszy odczyt PKB za I kwartał będzie grande finale amerykańskich publikacji za marzec. W pierwszych miesiącach roku wzrost za Oceanem najprawdopodobniej ostro spowolnił (nawet do 0,5% kw/kw SAAR, jak spodziewa się tego model FRB Atlanty) z uwagi na słaby wynik konsumpcji i ujemny wkład zmiany zapasów. Z pozostałych amerykańskich publikacji – wskaźniki koniunktury (Chicago PMI i konsumencka U. Michigan), zejść na dalszy plan.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

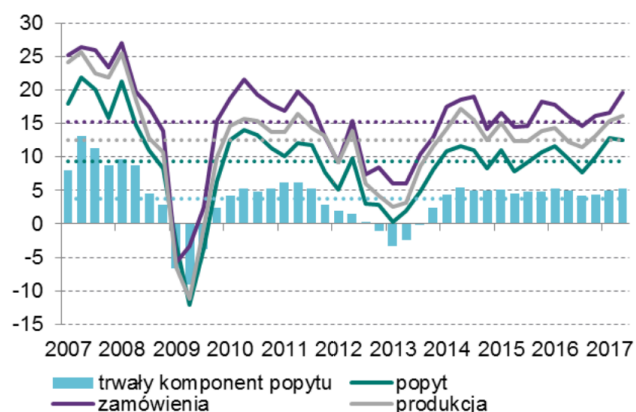
- NBP: Przedsiębiorstwa publiczne zapowiadają wyraźne odbicie inwestycyjne, natomiast firmy prywatne są ostrożne w zapowiedziach inwestycyjnych (więcej w sekcji analiz).
- EUR: Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (EBC) pozostawiła podstawowe stopy procentowe i forward guidance bez zmian (więcej w sekcji analiz).
- GER: Inflacja wg HICP w kwietniu pozostała bez zmian m/m, a w ujęciu r/r wzrosła o 2,0 proc. (wstępne wyliczenia).

Decyzja RPP (17.05.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.356	0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.295	-0.003
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.464	-0.049
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Koniunktura NBP: Postulowany przez nas scenariusz ekonomiczny realizuje się

Najnowsze badania koniunktury NBP (w nieco innej, naszym zdaniem niestety mniej przejrzystej formie) wskazują, że realizuje się postulowany przez nas scenariusz makroekonomiczny. W szczególności gospodarka doświadcza obecnie silnego ożywienia, podnoszą się inwestycje, zwiększa zatrudnienie, a presja płacowa nie gaśnie. Podtrzymujemy optymistyczny scenariusz, że dynamika PKB będzie w tym roku w okolicach 4% (jeśli pierwszy kwartał będzie mocniejszy niż myśleliśmy, to celujemy w 4% plus) a inflacja bazowa będzie się rozpętać. Skłoni to RPP do podwyżek wcześniejszych niż obecnie wyceniane: stawiamy na pierwszą połowę roku, a nie drugą, która obecnie znajduje odzwierciedlenie w wycenach rynkowych.

Wykres 28 Wskaźniki (s.a.) prognoz popytu, zamówień i produkcji

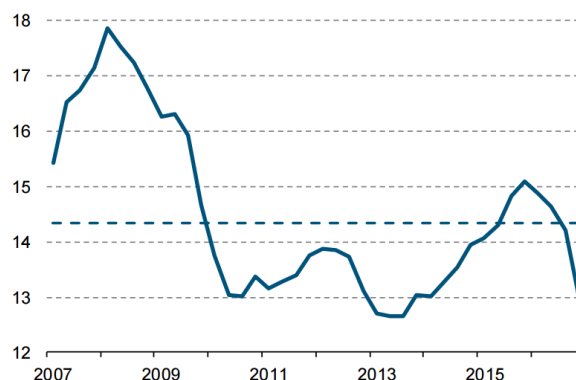


Źródło: Szybki Monitoring NBP

Raport o koniunkturze jest szczególnie ciekawy w 3 aspektach: inwestycji, wynagrodzeń i cen.

W przypadku inwestycji badania ankietowe NBP wskazują na znaczące ożywienie, które niesione jest przede wszystkim prognozami przedsiębiorstw dużych (najczęściej publicznych) oraz jednostek samorządu terytorialnego. Wskazywaliśmy już na początku roku, że plany tych ostatnich są co najmniej kilkanaście procent wyższe niż w roku ubiegłym. Póki co zdecydowanie mniej eksplozywna jest ścieżka inwestycji pozostałych przedsiębiorstw prywatnych. Jak wskazują jednak autorzy raportu, plany inwestycyjne przedsiębiorstw publicznych są już na tym etapie zbliżone są do lat 2014-2015, kiedy cały agregat inwestycji rósł w dwucyfrowym tempie. Inwestycje prywatne bardzo często są w dużej mierze zależne od inwestycji publicznych i pojawiają się równoległe lub z niewielkim opóźnieniem. Malkontenci będą w tych warunkach wskazywali na wysoką niepewność, która wpływa źle na prywatne plany inwestycyjne (wpływ ten jest asymetryczny i negatywny wraz z podniesieniem niepewności). Naszym zdaniem jednak dynamiczny efekt niepewności jest w tym momencie już zdecydowanie mniejszy niż w 2016 roku. Obecnie niepewność już jest ustabilizowana na wysokich poziomach; wtedy znacząco rosła. Za zwiększeniem prywatnych nakładów inwestycyjnych w średnim terminie przemawia też wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, znaczące zestarzenie kapitału (związane z istotnym pogorszeniem tempa odnawiania majątku) oraz odwracanie zależności między wydajnością pracy i płacami, a także napięta sytuacja związana z podażą pracy.

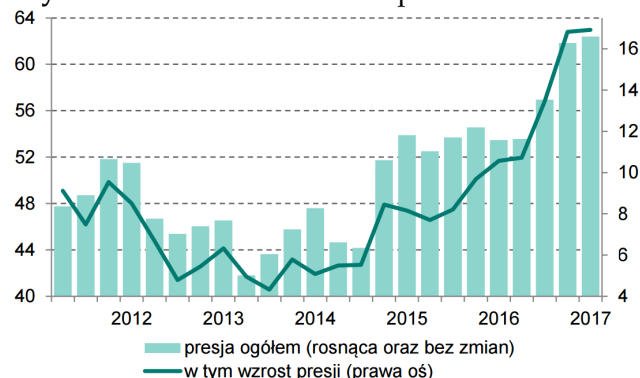
Wykres 83 Tempo odnawiania majątku



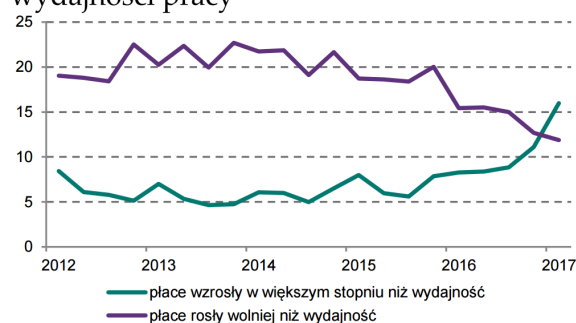
Relacja inwestycji do majątku trwałego (inwestycje kwartalne annualizowane, w %, dane zagregowane)

Rynek pracy w raporcie NBP jawi się ewidentnie w jasnych kolorach. Oprócz prognoz wzrostu zatrudnienia widać wyraźnie, że nie odpuszcza presja płacowa. Co prawda prognozy podwyżek płac ustabilizowały się (ale w trendzie wzrostowym!) i na tej kanwie autorzy raportu sprzedają obraz wyhamowania dynamiki wynagrodzeń, to jednak naciski na wzrost płac i wzrost presji płacowej obejmuje obecnie 4 razy więcej przedsiębiorstw niż w 2014 roku i prawie 2x więcej niż w 2016 roku. Procesy na rynku pracy są procesami podlegającymi silnej histerzie (być może nie jest to pojęcie używana w kontekście polskiego rynku pracy często, jednak stan jutra zależy w dużej mierze od stanu dziś) i ulegają wzmocnieniu w czasie; prostymi słowami: wypuszczenie dzina wzrostów płac z butelki kończy się presją płacową o ile warunki gospodarcze nagle się nie zmienią lub nie przyhamuje jej bank centralny. Już teraz zmieniły się proporcje przedsiębiorstw, w których płace rosną szybciej niż wydajność pracy.

Wykres 58 Naciski na wzrost płac



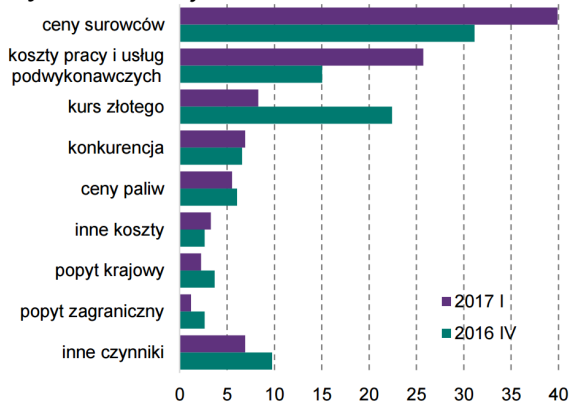
Wykres 60 Dynamika płac vs dynamika wydajności pracy



Źródło: Szybki Monitoring NBP

W takich warunkach należałoby wypatrywać i presji płacowej i presji cenowej. Czekamy na obie i uważamy jednocześnie, że dzielą nas od nich zaledwie kwartały. Po stronie cen zaszło ostatnio wiele istotnych zmian. Przede wszystkim warto zwrócić uwagę, że firmy operują przy coraz większym ciężarze kosztów płacowych, ale i cen surowców (patrz czynniki wzrostu cen). Nic nie wskazuje na to, aby nagle miało się to zmienić, gdy gospodarka globalna przyspiesza a presja płacowa na rodzimym rynku rośnie. Prowadzi to do pogorszenia cen względnych (ceny finalne vs ceny zaopatrzenia) i doprowadzi albo do pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw i wyjścia z rynku (scenariusz bardzo mało prawdopodobny) lub też do podniesienia cen wyrobów finalnych (scenariusz bardzo prawdopodobny i wielokrotnie testowany we wzrostowych fazach koniunktury). My oczywiście stawiamy na ten drugi.

Wykres 72 Czynniki wzrostu cen



Źródło: Szybki Monitoring NBP

EBC w dalszym ciągu nie wierzy w inflację.

Zgodnie z oczekiwaniami, na kwietniowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny nie zmienił ani parametrów polityki pieniężnej, ani kluczowych elementów swojej retoryki. W szczególności, stopy procentowe pozostaną na bieżącym lub niższym poziomie na długo po zakończeniu programu QE i do zaobserwowania trwałego i szerokiego wzrostu inflacji.

Również zgodna z naszymi oczekiwaniami była dychotomia pomiędzy pozytywną oceną gospodarki (ożywienie jest „coraz solidniejsze”, a „negatywne ryzyka jeszcze się zmniejszyły”), a ostrożnym spojrzeniem na procesy inflacyjne. W tym drugim przypadku prezes Draghi wielokrotnie i z aptekarską szczegółowością wyklądał po raz kolejny kryteria oceny procesów inflacyjnych stosowane przez EBC. W myśl tych kryteriów nie widać żadnych oznak zmiany perspektyw inflacji i inflacja bazowa w dalszym ciągu nie wykazuje przekonującego trendu wzrostowego. Co więcej, prognozowana przez bank ścieżka inflacji jest, jak podkreślono, warunkowa względem utrzymania wysokiego poziomu stymulacji monetarnej, podczas gdy docelowo inflacja ma dotrzeć i zostać w celu również bez stymulacji. Wisienką na szczycie gołębiego tortu była informacja, że Rada Gubernatorów nie dyskutowała na temat strategii wyjścia czy usunięcia słów „lub na niższym poziomie” w forward guidance).

Reakcja rynków po początkowych słowach prezesa Dragiego (pozytywna ocena gospodarki) była standardowa – umocniło się euro, a rentowności obligacji zaczęły spadać. Dalsza część konferencji prasowej przyniosła jednak obrót o 180 stopni, spadek EURUSD poniżej 1,09 i niższe rentowności w strefie euro. Draghiemu udało się ostatecznie zatrzeć wrażenie jastrzębiego skrętu po poprzednim posiedzeniu i zmniejszyć ryzyko niekontrolowanego wzrostu realnych stóp procentowych w euro. Kolejne miesiące będą przebiegać pod dyktando obserwacji danych inflacyjnych, w samej Radzie Gubernatorów zaś będzie się odbywać dyskusja na temat dalszych losów QE (czas trwania taperingu w 2018 r.).

EURUSD fundamentalnie

Po korekcie z lokalnych maksimów, EURUSD poruszał się wczoraj w takt orkiestry EBC. W pierwszych minutach konferencji kurs EUR umocnił się na fali optymizmu EBC dot. gospodarki. Niezmiennie gołębi pogląd na inflację spowodował już spadki kursu (osłabienie EUR). Można śmiało powiedzieć, że ruchy na EURUSD były wczoraj powodowane głównie przez EUR. Do innych walut dolar był stabilny lub nawet lekko się osłabiał. Głównym punktem dzisiejszego dnia jest publikacja amerykańskich danych o PKB za I kwartał. Konsensus rynkowy opiewa na 1,2% zaś model FRB Atlanta postuluje 0,2%. Rozbieżność jest znacząca i w razie realizacji negatywnego scenariusza spowoduje dalsze (naszym zdaniem jednak lokalne w zasięgu terytorialnym i czasie) przewartościowanie szans na podwyżki stóp w USA i osłabienie dolara. Jednocześnie uważamy, że PKB będzie ostatnią publikacją z USA ze słabej serii. Rynek dostosował już prognozy w dół a Beżowa Księga postuluje już odwracanie lekkiego osłabienia koniunktury. Dziś dolar może przeżyć swój najgorszy dzień i wyznaczyć lokalne dno (EURUSD wyżej) do odbicia w kierunku aprecjacji (EURUSD niżej).

EURUSD technicznie

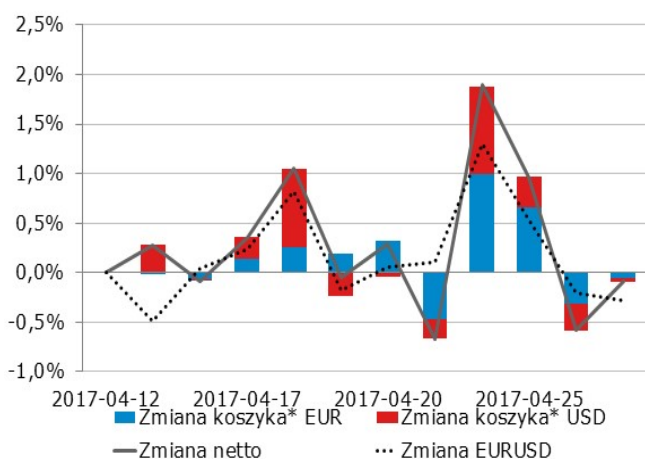
Pozycja: Brak.

Preferencja: Range 1,03-1,09.

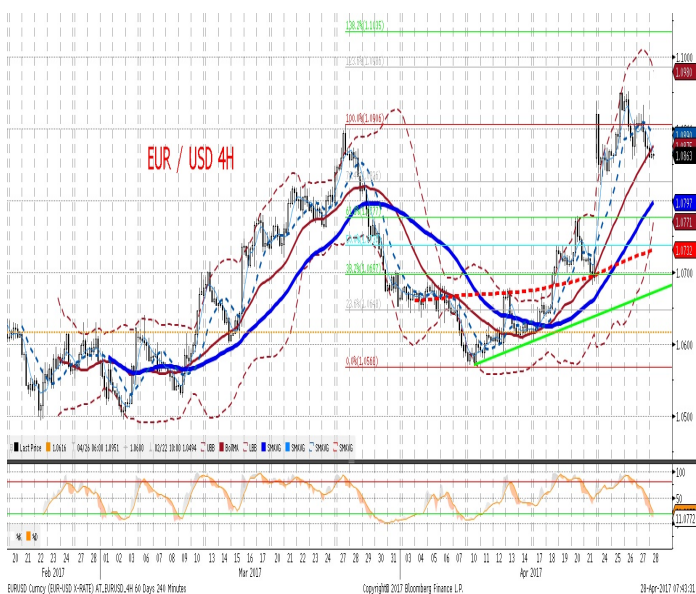
Zmienność intraday na kursie EURUSD wciąż jest spora, chociaż zakres wahań dziennych się zmniejsza. Notowania ostatecznie przebiły MA30 na wykresie 4h, jednak na razie nie widzimy dodatkowego impulsu spadkowego. Kluczowa jest wciąż sytuacja na wykresie dziennym, gdzie kolejny dzień spadków może potwierdzić dywergencję w dół. Taki sygnał powinien ostatecznie przesądzić o uchwaniu range 1,03-1,09, sam powrót poniżej maksimum lokalnego 1,0906 może nie być wystarczający (możliwa jest konsolidacja w obszarze 1,0850-1,0950). Dzisiaj sygnały mogą być dodatkowo zaburzone przez czynniki fundamentalne (czytaj więcej obok). Pozostajemy ponownie poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,0778	1,1300
1,0525	1,0993
1,0341	1,0906

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN wciąż nisko. Odbijanie od poziomu 4,21-22 praktycznie nie następuje, czemu sprzyja łagodna retoryka ze strony EBC. Jeśli dzisiejsze dane o PKB w USA rozczarują, efekt będzie podobny. Wciąż jednak uważamy, że zejście EURPLN poniżej 4,21 jest mało prawdopodobne i nastawilibyśmy się na korekcyjny ruch w górę wraz z publikacją kolejnych danych makro z gospodarki światowej (kolejny tydzień). Dzisiejsze dane flash o inflacji przejdą prawdopodobnie bez echa.

EURPLN technicznie

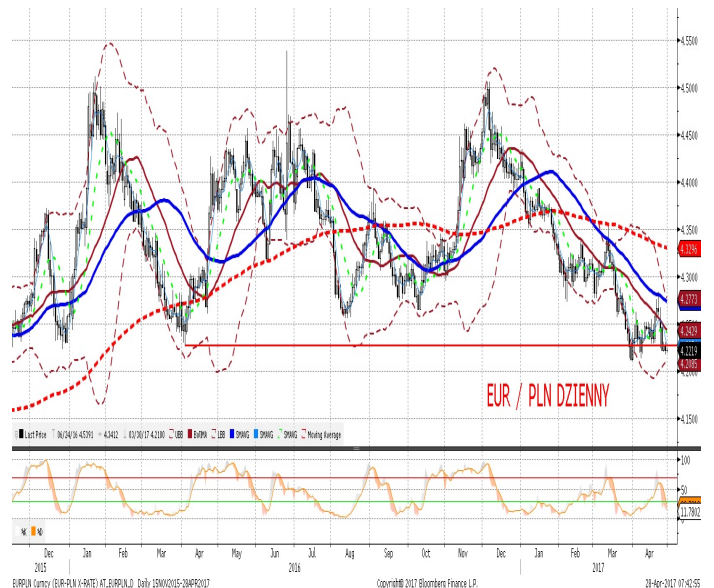
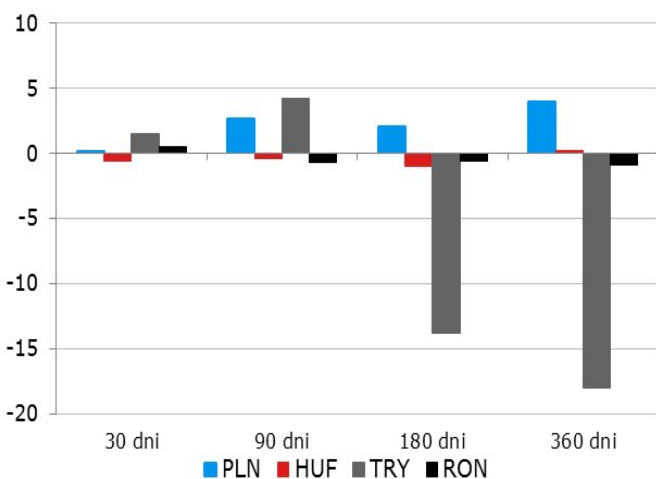
Pozycja: Brak.

Preferencja: Short EURPLN poniżej 4,26-28.

Bez większych zmian na kursie EURPLN, na początku sesji notowania wprawdzie zaczęły spadać, jednak ruch w dół szybko zakończył się. Aktualnie kurs konsoliduje się w okolicy 4,22. Poziom ten jest górną granicą kluczowego pasa wsparcia (dolna granica to 4,21), na który składają się dawne i ostatnie minima lokalne. W szerszym ujęciu szansa na zejście poniżej 4,20 wciąż jest spora, jednak konieczne są nowe impulsy spadkowe. Moment do grania short wciąż nie jest odpowiedni, zasięg kolejnych ruchów w górę (trudno nazwać je aktualnie korektami wzrostowymi) może wynieść kilka figur. Pozostajemy poza rynkiem.

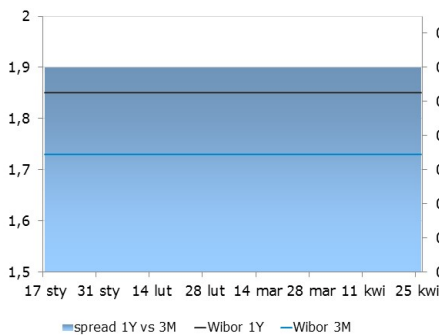
Wsparcie	Opór
4,2100	4,4434
4,1857	4,3536
4,0963	4,2649

Ruchy walutowe w regionie (względem EUR).
Wzrost - aprecjacja, spadek - deprecjacja, w %.

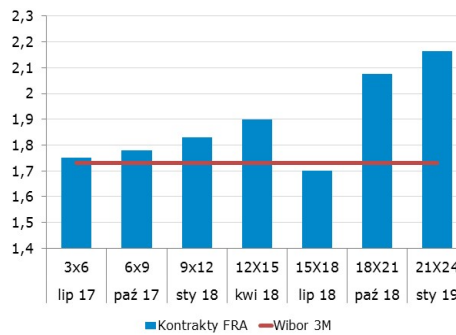


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.75	1.79	ON	1.20	1.60	EUR/PLN	4.2296
2Y	1.94	1.98	1M	1.40	1.60	USD/PLN	3.8776
3Y	2.09	2.13	3M	1.59	1.80	CHF/PLN	3.9056
4Y	2.25	2.29					
5Y	2.38	2.42	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.48	2.52	1x2	1.65	1.69	EUR/USD	1.0875
7Y	2.57	2.61	1x4	1.71	1.74	EUR/JPY	120.93
8Y	2.66	2.70	3x6	1.72	1.75	EUR/PLN	4.2200
9Y	2.73	2.77	6x9	1.75	1.78	USD/PLN	3.8812
10Y	2.82	2.86	9x12	1.80	1.83	CHF/PLN	3.9060

WIBOR 3M i 1Y



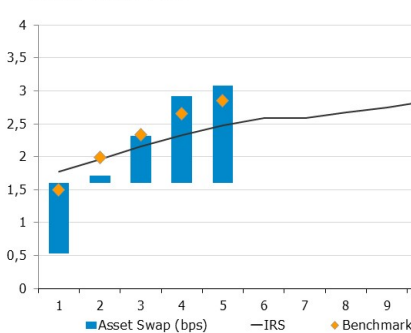
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



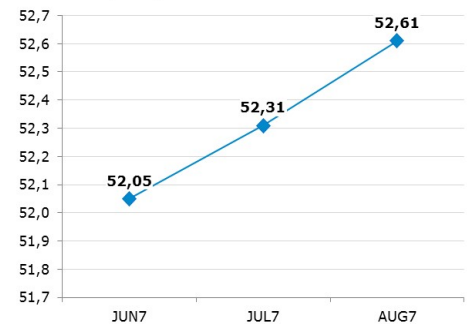
Asset swap i IRS



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.