

15 maja 2017

Raport Dzienny

mBank Research

www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/

@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 zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
15.05.2017 PONIEDZIAŁEK							
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	kwi		7.0	7.6	6.5
14:00	POL	Rachunek bieżący (mln EUR)	mar	-1200	-368	-860	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	mar	17000	17639	15004	
14:00	POL	Import (mln EUR)	mar	17500	17607	15581	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	kwi	0.6	0.7	0.6	
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	maj		6.0	5.2	
16.05.2017 WTOREK							
10:00	POL	PKB r/r (%) <i>wstępny</i>	Q1	4.2	3.9	2.5	
10:30	GBR	CPI r/r (%)	kwi		2.6	2.3	
11:00	GER	Indeks ZEW – oczekiwania (pkt.)	maj			26.3	
11:00	GER	Indeks ZEW – bieżąca sytuacja (pkt.)	maj			80.1	
11:00	EUR	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q1			0.5	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	kwi		1250	1215	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		0.4	0.5	
17.05.2017 ŚRODA							
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	kwi		4.7	4.7	
11:00	EUR	Inflacja CPI r/r (%) <i>finalny</i>	kwi			1.5 (r)	
	POL	Decyzja RPP (%)	17.05	1.50	1.50	1.50	
18.05.2017 CZWARTEK							
1:50	JAP	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q1		0.4	0.3	
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	kwi	4.5	4.3	5.2	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	kwi	4.5	4.5	4.5	
14:30	USA	Indeks Philadelphia Fed (pkt.)	maj		19.4	22.0	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	13.05				
19.05.2017 PIĄTEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	kwi	2.2	1.6	11.1	
14:00	POL	PPI r/r (%)	kwi	4.5	4.5	4.7	
14:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	kwi	11.1	8.9	9.7	
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka KE (pkt)	maj			-3.6	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska: Tydzień pełen publikacji z polskiej gospodarki rozpoczyna się od publikacją danych NBP o bilansie płatniczym oraz inflacji bazowej. Spodziewamy się dalszego pogorszenia salda na rachunku obrotów bieżących przy sporych wzrostach eksportu (efekty sezonowe) oraz importu (za sprawą wzrostu konsumpcji oraz inwestycji). We wtorek zostanie opublikowany pierwszy odczyt PKB za pierwszy kwartał. Świetne dane miesięczne oraz ostatnie rewizje GUS spowodowały, że roczna dynamika powinna wzrosnąć do 4,2% z 2,5% w poprzednim kwartale. W środę, wyjątkowo późno w tym miesiącu, decyzję podejmie RPP. Stopy powinny pozostać na niezmiennym poziomie, a spodziewany moment pierwszej podwyżki stóp w wypowiedziach członków wciąż oddala się. Na konferencji członkowie rady będą zachwycać się przyspieszeniem wzrostu PKB oraz zahamowaniem wzrostu inflacji CPI. W czwartek poznamy dane z rynku pracy. Dynamika płac nieco skoryguje się po wysoku w marcu za sprawą dni roboczych, podczas gdy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw ustabilizuje się w ujęciu rocznym na poziomie 4,5%. Na koniec tygodnia opublikowane zostaną dane ze sfery realnej. Za sprawą różnicy w dniach roboczych oraz efektu bazy produkcja przemysłowa wzrośnie w ujęciu rocznym o jedyne 2,2%. Pomimo niekorzystnego kalendarza spodziewamy się natomiast przyspieszenia sprzedaży detalicznej, dzięki późnej Wielkanocy oraz efektem cyklicznym. Wzrost cen producentów nieco spadnie za sprawą silniejszego złota oraz niższych cen niektórych surowców.

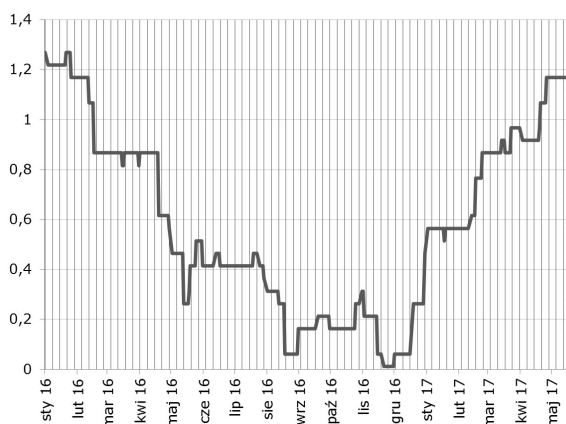
Gospodarka globalna: W nadchodzącym tygodniu w Europie najważniejszą publikacją będzie wstępny odczyt PKB w strefie euro za pierwszy kwartał (wtorek). W ten sam dzień dane o wzroście gospodarczym napłyną także z krajów regionu (Czechy, Węgry). Z pozostałych danych warto nadmienić inflację CPI w strefie euro (środa), a także pierwsze indeksy koniunktury za maj (ZEW z Niemiec – wtorek oraz indeks KE w strefie euro – piątek) oraz dane ze Zjednoczonego Królestwa (wtorek – inflacja, środa – bezrobocie). Za Oceanem tydzień publikacji jest stosunkowo skromny. Najwięcej uwagi przykuje odczyt produkcji przemysłowej w kwietniu (wtorek). Poza standardowymi publikacjami (rejestracja nowych bezrobotnych) warto wspomnieć także o pierwszych wskaźnikach koniunktury za maj (w poniedziałek indeks aktywności przemysłowej w stanie Nowy Jork, a we wtorek w regionie Filadelfii) oraz pierwszą transzę danych z rynku nieruchomości za kwiecień (rozpoczęte budowy domów, także we wtorek). Z pozostałych rynków warto nadmienić dane z Chin – produkcja przemysłowa, wczesnym rankiem w poniedziałek oraz PKB w Japonii w nocy ze środy na czwartek.

Decyzja RPP (17.05.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.399	0.006
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.326	0.000
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.337	0.014
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

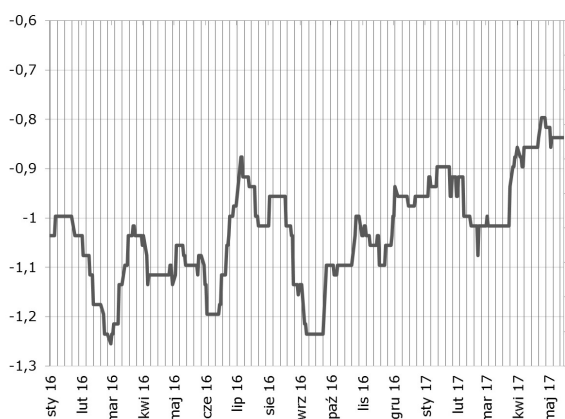
Indeks zaskoczeń dla Polski



Bez zmian (finalny odczyt inflacji okazał się być zgodny z konsensusem). W tym tygodniu nie zabraknie okazji do niespodzianek – dane o PKB, produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej, płacach i inflacji PPI mogą poruszyć polskim indeksem zaskoczeń.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Europejski indeks zaskoczeń ustabilizował się w ostatnim tygodniu z uwagi na brak niespodzianek i ogólnie pusty kalendarz. Nowy tydzień nie przyniesie zbyt wielu okazji do poruszenia indeksem – w zasadzie jedyna to niemieckie indeksy ZEW publikowane we wtorek.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA



Nieznaczny spadek amerykańskiego indeksu zaskoczeń – pozytywna niespodzianka w danych o koniunkturze konsumenckiej okazała się być mniejsza od negatywnego zaskoczenia w danych o inflacji CPI. Wskaźniki koniunktury, produkcja przemysłowa i cotygodniowe dane z rynku pracy mają szansę przełamać złą passę amerykańskiej gospodarki.

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.

Moody's podwyższył perspektywę ratingu polskiego długu do neutralnej.

W piątek agencja Moody's utrzymała rating polskiego rządowego długu w walucie zagranicznej na poziomie A2, ale poprawiła perspektywę ratingu z negatywnej, na którą zmieniła się ona w maju 2016 roku, na neutralną. Od tej pory równie prawdopodobnie jest podwyższenie, jak i obniżenie ratingu w kolejnych latach.

Pierwszy czynnik poprawy perspektywę to zmniejszenie ryzyka nadmiernego poluzowania fiskalnego. Dowodem jest niższy deficyt w 2016 roku oraz wycofanie się z szeregu wcześniejszych propozycji negatywnych dla wpływów podatkowych (niższy VAT, CIT). Drugi czynnik to zmniejszenie obaw o negatywny wpływ rządu na klimat inwestycyjny. W tym kontekście kluczowe jest odłożenie programu przewalutowania kredytów frankowych oraz utrzymanie poziomu zagranicznych inwestycji bezpośrednich (wygląda na to, że klimat do inwestycji mierzony jest właśnie na takiej zasadzie ex post).

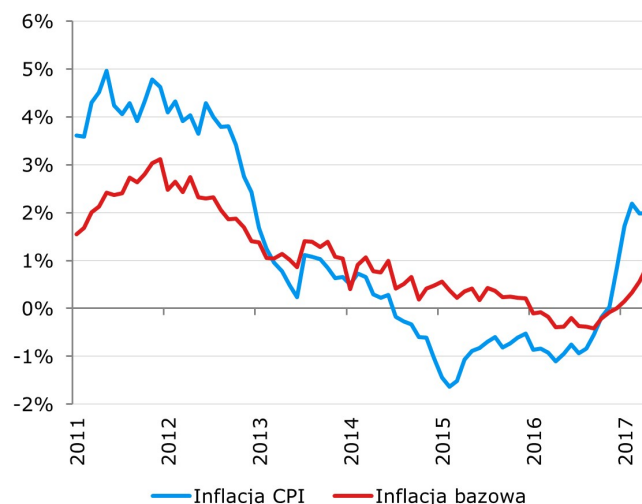
Poprawa ratingu będzie możliwa w wyniku poprawy otoczenia instytucjonalnego (trudno powiedzieć, czy należy to wiązać z podniesionym w ubiegłym roku zamieszaniem wokół TK, czy raczej szerszej kwestii długoterminowego wpływu TK na jakość tworzonego prawa) oraz systemu świadczeń socjalnych (tu ewidentnie na pierwszy plan wysuwa się obniżka wieku emerytalnego, również cytowana w ubiegłym roku jako element pogorszenia perspektywy). Na plus działać też mogą reformy zwiększające produktywność pracy oraz wzrost gospodarczy w średnim okresie. Gdy ich zabraknie, może dojść do obniżenia ratingu. Taki sam efekt wywrze pogorszenie sytuacji fiskalnej oraz pogorszenie klimatu do inwestycji.

Działanie Moody's pokazuje w jasny sposób, że decyzje ratingowe nadal podejmowane są ex post na podstawie faktów, a nie oczekiwań. Tym samym, w obliczu silniejszego wzrostu PKB oraz wyższych wpływów podatkowych poprawa perspektywy wydaje się czymś naturalnym. Wygląda też na to, że elementy rządzące zmianami perspektyw ratingu nie przekraczają też 1-2 letniego horyzontu inwestycyjnego (widać do było także po ostatniej neutralizacji ratingu agencji S&P). Czynniki podane przez agencję jako elementy podwyższenia samego ratingu to już kwestie strukturalne, a na ich rozwiązanie i weryfikację statystyczną będziemy czekali latami.

Podwyższenie perspektywy niejako sankcjonuje ruchy, który wykonały się już na rynkach finansowych: umocnienie złotego, spadek rentowności obligacji oraz wyrażony explicite przez niższe ASW spadek ryzyka kredytowego kraju. W przypadku 10-letniego ASW ryzyko plasuje się na poziomach sprzed końca 2016 roku. Oczywiście, w przeszłości notowano też zdecydowanie niższe poziomy i ryzyko kraju mierzone takim parametrem w średnioterminowej perspektywie powinno zmierzać w tę stronę. Ryzyko szybszego wzrostu inflacji (dane za kwiecień sugerują znaczne przyspieszenie inflacji bazowej), powolne rozpędzanie plac oraz naszym zdaniem niedoceniane prawdopodobieństwo rozpoczęcia ograniczania bilansu przez Fed sugerują jednak ostrożność w prognozowaniu dalszych, istotnych spadków rentowności obligacji.

Stabilizacja inflacji w kwietniu, wzrost presji cenowej w kategoriach bazowych

Tym razem obyło się bez niespodzianki – inflacja w kwietniu wyniosła w świetle ostatecznych danych 2,0% r/r, czyli zgodnie z odczytem flash i powyżej naszej oryginalnej prognozy, wynoszącej 1,9% r/r.



Szczegóły publikacji potwierdzają nasze wcześniejsze spekulacje dotyczące przyczyn zaskoczenia. Ceny żywności nie zmieniły się w ujęciu miesięcznym, co jak na kwiecień jest niską realizacją – na taką ewentualność wskazywał przede wszystkim ogólnoeuropejski wzorec niskich cen żywności (Niemcy, Czechy, Węgry), przede wszystkim warzyw. Ceny detaliczne innych produktów żywnościowych w Polsce raczej rosną i solidnie pomyliłyby się ten, kto obstawiałby wyższą inflację w oparciu o te dane. Obecnie nie ustają spekulacje na temat wysokich cen żywności w następstwie przymrozków i ogólnie niekorzystnej dla sadownictwa i części upraw pogody w kwietniu i maju. O ile taki efekt w kolejnych miesiącach zobaczymy, jego nasilenie z uwagi na duży stopień integracji europejskich rynków żywnościowych może być mniejsze od oczekiwań (możliwość substytucji krajowej produkcji tanim importem).

Przy niewielkim spadku cen paliw (-0,9% m/m) gwiazdą kwietniowego odczytu okazała się być – zgodnie z naszymi przypuszczeniami zresztą – inflacja bazowa. Wg naszych szacunków przyspieszyła ona z 0,6% do 0,9% r/r (konsensus „Parkietu” to 0,7%). Stoi za tym wysoka realizacja cen usług transportowych (+11,9% m/m), niewielkie przyspieszenie w odzieży i obuwiu oraz kontynuacja trendów wzrostowych w hotelarstwie i gastronomii. Dodatkowo, gdyby nie nietypowe jak na ten miesiąc spadki cen wyrobów tytoniowych i alkoholowych, inflacja bazowa wyniosłaby 1,0% r/r. Podtrzymujemy naszą wielokrotnie wyrażaną opinię, że wzrostom inflacji bazowej obecnie sprzyja szereg czynników: wolniejsze filtrowanie się wyższych cen surowców (zgodnie z badaniami koniunktury KE, polscy producenci jako praktycznie jedyni w Europie nie skorygowali oczekiwań inflacyjnych w dół w ostatnich dwóch miesiącach) i przede wszystkim silny rynek pracy czy też domykająca się w szybkim tempie luka popytowa.

Dane są neutralne dla rynku stopy procentowej. Realizuje się scenariusz stabilnej inflacji, który petryfikuje łagodną retorykę NBP i trzyma w szachu oczekiwania podwyżek stóp proc. (koń-

cówka 2018). Dodatkowo, płaskiej krzywej dochodowości sprzyjają obecnie tendencje globalne, ze szczególnym uwzględnieniem odwijania zakładów reflacyjnych i spadków cen surowców. Tym niemniej, stan procesów inflacyjnych i gospodarki w ogólności nie uzasadnia tak osobliwego cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej, w który wierzy rynek. Trend wzrostowy inflacji bazowej właśnie przyspieszył i powinno to znaleźć odzwierciedlenie w prognozowanych ścieżkach inflacji.

EURUSD fundamentalnie

Jedynym istotnym wydarzeniem dla EURUSD w piątek okazała się być publikacja danych o inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych. Nie tylko nie zrealizował się sygnał (wyższej inflacji) wysyłany dzień wcześniej przez PPI, ale inflacja wręcz ponownie rozczarowała in minus. Można dane te kroić na wiele różnych sposobów (ostatnie rozczarowania napędzają pojedyncze kategorie, „lewy ogon” inflacji), ale oddalanie się inflacji od celu Fed jest niekwestionowanym faktem. Jeśli nie będzie mu towarzyszyć pogorszenie danych o aktywności gospodarczej, nie powinno ono wpłynąć na najbliższą decyzję Fed (czerwcową podwyżka jest wciąż wyceniana na ponad 90%). Ścieżka stóp procentowych na kolejne kwartały staje jednak pod znakiem zapytania i jest to główny czynnik osłabiający w tej chwili dolara. Publikacje z nowego tygodnia (koniunktura, produkcja przemysłowa) raczej nie przyniosą przełomu na EURUSD.

EURUSD technicznie

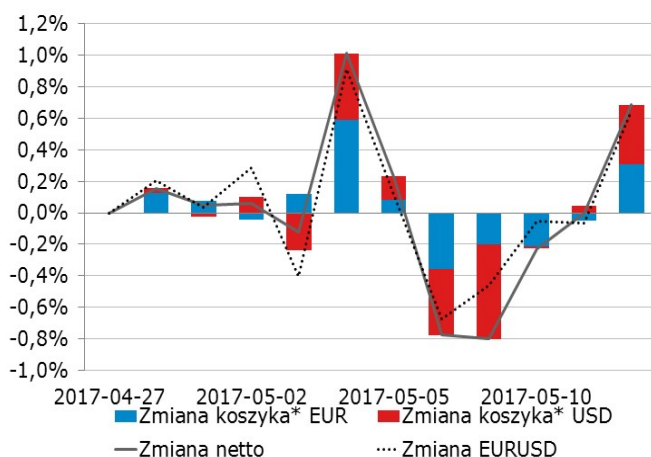
Pozycja: Brak.

Preferencja: Range 1,08-1,10.

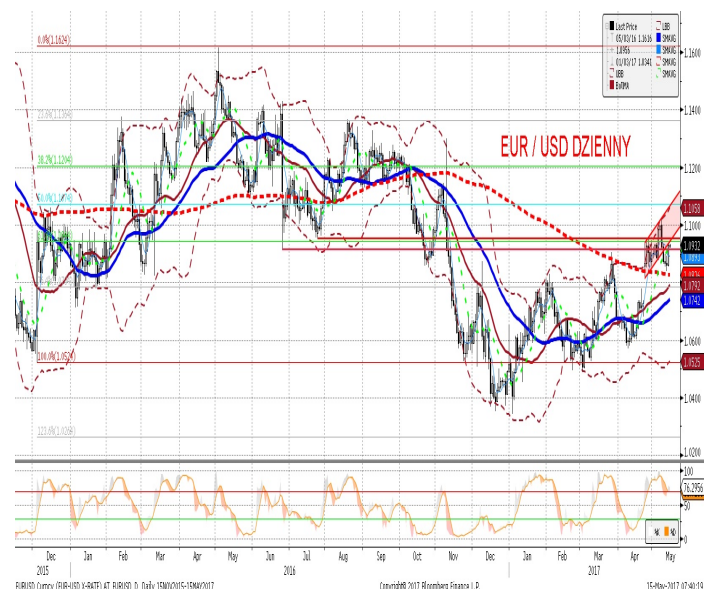
Kurs EURUSD kontynuuje ruch w ramach formacji range. Wsparcie Fibo 38,2% na wykresie 4h obroniło się, a notowania znajdują się już powyżej poziomu 1,09. Granice aktualnego range szacujemy na 1,0820 oraz 1,1020, co nie zachęca do grania long ani short po aktualnych poziomach. Z wykresów niższej częstotliwości także nie płyną istotne sygnały kierunkowe. Dolna granica dawnego kanału wzrostowego na wykresie dziennym nie powinna być mocnym oporem, a na wykresie tygodniowym kurs konsoliduje się w okolicy MA55. Pozostajemy poza rynkiem, czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

Wsparcie	Opór
1,0821	1,1366
1,0525	1,1204
1,0341	1,1145

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Po gorszych od oczekiwań danych o inflacji CPI w USA EURPLN wzrósł w ślad za EURUSD – ruch ten okazał się jednak nie być trwałym, a w godzinach popołudniowych notowania wróciły do poziomów sprzed publikacji (nic dziwnego - niższa inflacja to, ceteris paribus, niższa ścieżka stóp proc. w USA i większa atrakcyjność aktywów rynków wschodzących). Decyzja agencji Moody's o podniesieniu perspektywy polskiego ratingu (więcej na ten temat w sekcji analiz) wywarła jak na razie tylko marginalny wpływ na notowania złotego i, biorąc pod uwagę zachowanie części aktywów (EURPLN, rentowności obligacji), można domniemywać, że nie jest to dla istotnej części inwestorów niespodzianka. Z tego względu nie uważamy jej za przełomową dla złotego. W dalszym ciągu obowiązuje dotychczasowy zakres wahań (4,18/20 - 4,25). Rozpoczynający się tydzień obfituje w publikacje makro (m.in. PKB i miesięczne dane o realnej aktywności w kwietniu), ale nie spodziewamy się istotnego ich wpływu na notowania złotego.

EURPLN technicznie

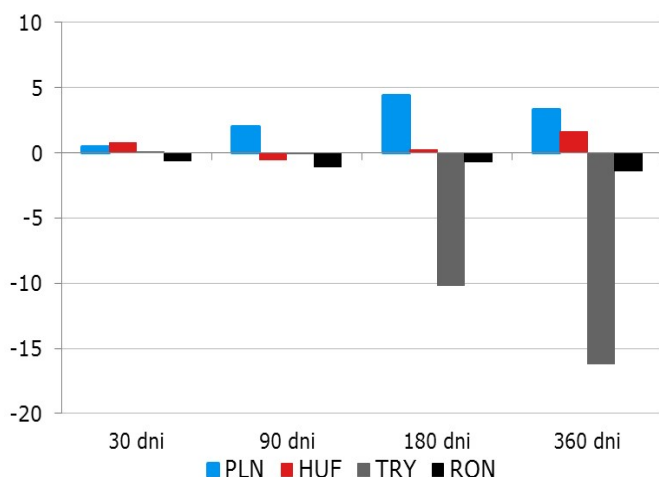
Pozycja: Brak.

Preferencja: Short EURPLN poniżej 4,26-28.

W piątek kurs EURPLN kolejny dzień z rzędu kontynuował ruch oscylacyjny wokół splotu MA30/MA55 na wykresie 4h. Zamknięcie świecy na wykresie tygodniowym nie przyniosło oczekiwanej formacji bullish reversal, co wskazuje na to, że linia trendu spadkowego powinna zachować się. Kluczowym poziomem jest aktualnie wsparcie 4,1877/80. Dopiero jego przełamanie pozwala na kontynuację wspomnianego trendu i otwiera sporą przestrzeń do dalszego spadku. Wszelkie odbicia po nieudanych atakach na ten poziom powinny sięgać nie dalej niż MA30 na wykresie dziennym / MA200 na 4h (4,23-4,24). Opisany scenariusz (w przypadku, gdy wspomniane średnie/opory będą zmierzać w dół) może przemienić się w formację trójkąta. Na razie nie widzimy okazji do zarobku, pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
4,1857/77	4,4434
4,1000/22	4,3536
4,0879	4,2837

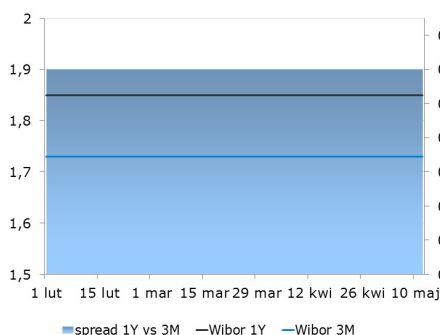
Ruchy walutowe w regionie (względem EUR).
Wzrost - aprecjacja, spadek - deprecjacja, w %.



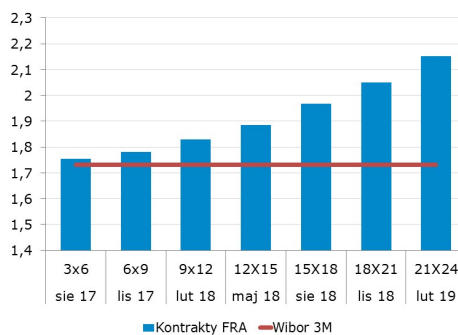
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.74	1.78	ON	1.30	1.60	EUR/PLN	4.2200
2Y	1.92	1.96	1M	1.59	1.79	USD/PLN	3.8837
3Y	2.05	2.09	3M	1.59	1.95	CHF/PLN	3.8534
4Y	2.20	2.24					
5Y	2.34	2.38					
6Y	2.46	2.50					
7Y	2.55	2.59					
8Y	2.63	2.67					
9Y	2.71	2.75					
10Y	2.79	2.83					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.65	1.69	EUR/USD	1.0924
1x4	1.71	1.75	EUR/JPY	123.59
3x6	1.72	1.76	EUR/PLN	4.2080
6x9	1.74	1.78	USD/PLN	3.8536
9x12	1.79	1.83	CHF/PLN	3.8464

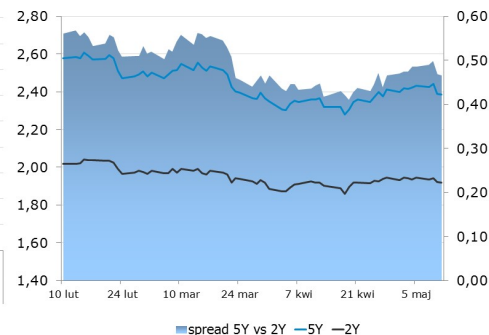
WIBOR 3M i 1Y



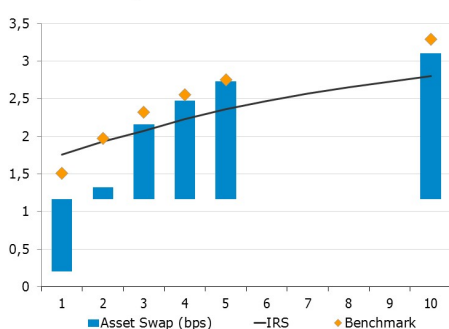
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



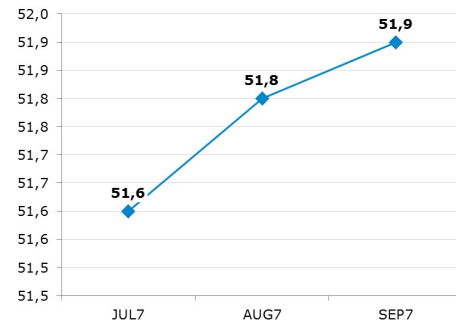
Asset swap i IRS



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.