

15 czerwca 2018

Raport Dzienny

Autorzy:

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

Nasze wszystkie publikacje
dostępne są na stronie
internetowej pod adresem:
www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/

Można nas również śledzić w
serwisie Twitter:
[@mbank_research](https://twitter.com/mbank_research)

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
11.06.2018 PONIEDZIAŁEK							
9:00	CZE	CPI r/r (%)	maj	2.0	1.9	2.2	
10:30	GBR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi	0.1	0.1	-0.8	
12.06.2018 WTOREK							
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	maj	4.2	4.2	4.2	
11:00	GER	Indeks ZEW – bieżąca sytuacja (pkt.)	cze	85.0	87.4	80.6	
11:00	GER	Indeks ZEW – oczekiwania (pkt.)	cze	-14.0	-8.2	-16.1	
14:30	USA	CPI m/m (%)	maj	0.2	0.2	0.2	
13.06.2018 ŚRODA							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	maj	2.4	2.4	2.4	
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi	-0.7	0.6 (r)	-9.0	
14:00	POL	Rachunek bieżący (mln EUR)	kwi	150	-384	-317	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	kwi	17500	17288	18117	
14:00	POL	Import (mln EUR)	kwi	17700	17339	18434	
14:30	USA	PPI m/m (%)	maj	0.3	0.1	0.5	
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	13.06	2.00	1.75	2.00	
14.06.2018 CZWARTEK							
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	maj	7.0	7.0	6.8	
10:00	POL	CPI r/r (%) <i>finalny</i>	maj	1.7	1.6	1.700	
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	14.06	0.000	0.000	0.000	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	maj	0.4	0.4 (r)	0.8	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	09.06	222	222	218	
15.06.2018 PIĄTEK							
	JAP	Decyzja BoJ (%)	cze	-0.10	-0.10	-0.10	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	maj	0.5	0.6	0.6	
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	cze	18.8	20.1		
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj	0.2	0.7		
16:00	USA	W. kon. U. Michigan (pkt.) <i>wstępny</i>	cze	98.2	98.0		

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Na podstawie wczorajszych danych GUS szacujemy, że inflacja z wyłączeniem cen żywności i energii wyniosła w maju 0,5% r/r.

Gospodarka globalna: Uwaga rynków będzie skierowana na dane ze Stanów Zjednoczonych – w kalendarzu są dziś dane o koniunkturze (przemysłowa z okręgu nowojorskiego i sentyment konsumentów) oraz dane o produkcji przemysłowej za maj. Te ostatnie, po silnym wzroście w kwietniu, powinny pokazać stabilizację produkcji.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w maju 2018 r. wzrosły rdr o 1,7 proc., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,2 proc.
- Szwed (MRPIPS): Rada Ministrów w trybie obiegowym przyjęła propozycję podniesienia minimalnego wynagrodzenia w 2019 r. do 2 220 zł, a stawki godzinowej do 14,50 zł.
- EUR: Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (EBC) zamierza zakończyć program QE z końcem grudnia 2018 r., obniżając od X miesięczną skalę skupu aktywów.
- Draghi: Rada Prezesów EBC nie dyskutowała w czwartek nad datą podwyżki stóp procentowych, ani o polityce reinwestycji spłat kapitału.

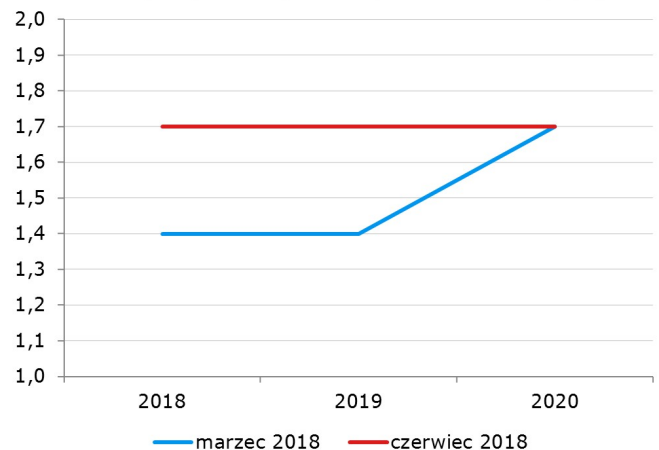
Decyzja RPP (11.07.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.425	-0.019
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.937	-0.016
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.294	0.000
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

EBC: zakończenie programu QE złagodzone obietnicą utrzymywania stóp bez zmian do jesieni 2019 r.

Zgodnie z oczekiwaniami, na czerwcowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny nie zmienił stóp procentowych. Nie zaskoczył również (pisaliśmy o tym we wczorajszej zapowiedzi) jeśli chodzi o dalszy kształt programu QE – w obecnej formie (30 mld EUR zakupów netto / miesiąc) będzie trwał on do września, a od października do grudnia bank będzie kupował aktywa o wartości 15 mld EUR miesięcznie. Bank wprowadzie oczekuje takich zmian w programie, a nie obiecuje, ale wskazanie dokładnej ścieżki wygaszania programu było nieco ostrzejszą formą komunikacji niż się spodziewaliśmy. Gwoździem programu okazał się jednak sposób przesunięcia uwagi rynków na ścieżkę stóp procentowych – EBC teraz zapowiada, że stopy procentowe zostaną utrzymane na niezmiennym poziomie do końca lata 2019 r. albo dłużej, jeśli będzie tego wymagać sytuacja (czyli jeśli inflacja będzie kształtować się poniżej oczekiwań). Jest to w komunikacji banku pewne novum – do tej pory forward guidance było uzależnione od danych i nie było wiązane z żadną konkretną datą.

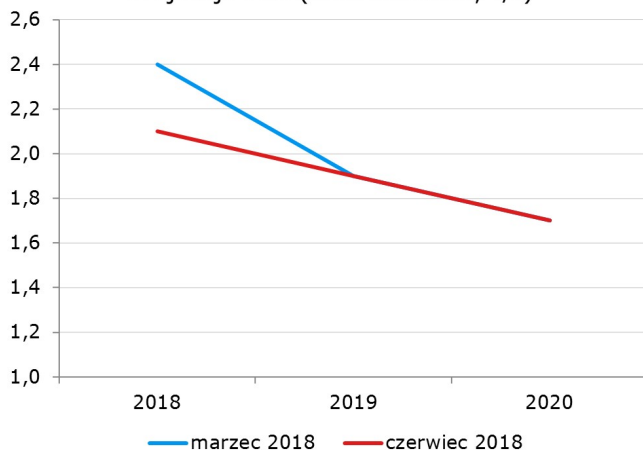
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, zaprezentowany nowy zestaw projekcji EBC stanowił wsparcie dla postępującej normalizacji polityki pieniężnej: podwyższono prognozy inflacji na 2018 i 2019 rok (por. wykres poniżej), a inflacji bazowej – również na 2020 r. Tak optymistyczny w kwestii inflacji EBC nie był od wielu lat. Prognozy PKB na rok bieżący zostały obniżone, a w odniesieniu do przyczyn obecnego spowolnienia prezes Draghi powtórzył dotychczasową mantrę. Wynika ono z ograniczeń popytowych w strefie euro i zagranicą, niższego popytu zewnętrznego i normalizacji po bardzo szybkim wzroście w 2017 roku. Ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji oczywiście istnieją, ale są zrównoważone – podwyższona zmienność i ryzyko wzrostu protekcjonizmu nie zmieniają tego.

Projekcje inflacji HICP (średniorocznie, r/r)



Posiedzenie przyniosło potężną reakcję na rynkach: EURUSD spadł o ponad 2 centy, rentowności obligacji po początkowym wzroście wyraźnie przesunęły się w dół, spready kredytowe na peryferiach zawężyły się. Tak żywiołowa reakcja (zwłaszcza na rynku walutowym) to połączenie źle ustawionych przewidywań rynku i faktycznego przesunięcia ścieżki oczekiwanych stóp procentowych. Przed posiedzeniem prawdopodobieństwo podwyżki stóp proc. na czerwcowym posiedzeniu wynosiło ok. 70%, obecnie powinno zbliżyć się do zera. Dodatkowo, forward guidance w obecnym kształcie powinien likwidować premię za ryzyko w europejskich krzywych dochodowości w tenorze do roku, co również przekłada się na spadki rentowności. Żywiołowa reakcja rynku na wyniki posiedzenia jest także związana z niewiarą we wzrost inflacji – dopóki takowy się nie pojawi na stałe, obecnie komunikowany moment rozpoczęcia podwyżek stóp proc. będzie wysoce niepewny. Tym niemniej, nie należy również popadać w przeciwną skrajność – EBC podejmuje kolejne kroki na drodze do normalizacji polityki pieniężnej i jest coraz bardziej pewny swego (sugestie Draghiego, jakoby EBC nie dyskutował o podwyżkach stóp proc. i ich terminie można włożyć między bajki). Z polskiego punktu widzenia, jak wspominaliśmy już we wczorajszej zapowiedzi, kluczowe powinno być pytanie o to, czy normalizacja polityki pieniężnej w strefie euro automatycznie pociągnie za sobą wzrosty stóp procentowych w Polsce. Jesteśmy co do tego w coraz większym stopniu sceptyczni z uwagi na deklarowaną przez RPP tolerancję dla zmian kursowych (a tym samym zmian dysparytetu). Absolutnie jednak rynek – wyceniając stopy procentowe – nie ma i nie będzie miał na razie takich dylematów.

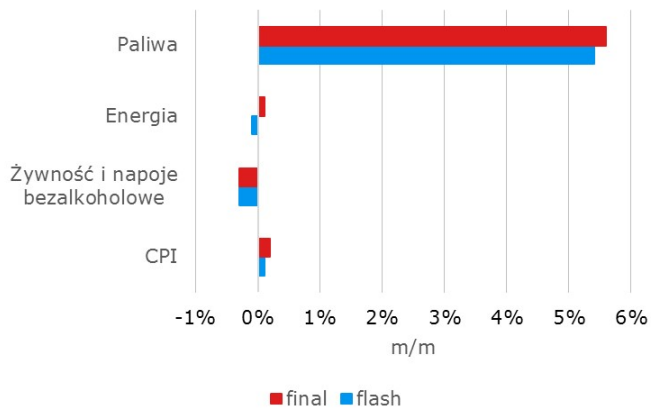
Projekcje PKB (średniorocznie, r/r)



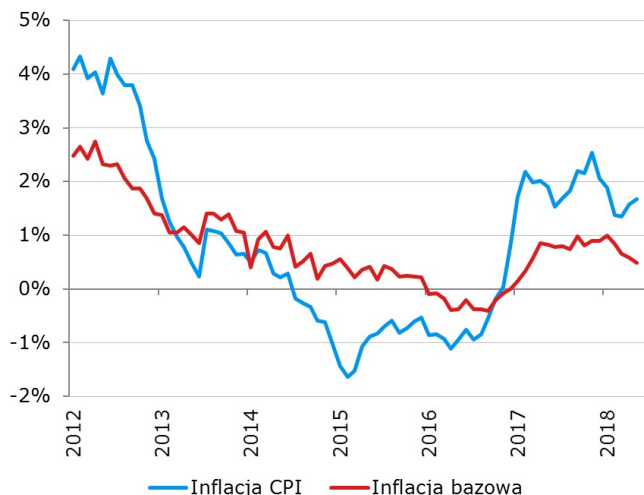
Wzrost inflacji napędzany tylko i wyłącznie przez nośniki energii. Inflacja bazowa w dalszym ciągu rozczarowuje.

Według finalnego odczytu inflacja w maju wyniosła 1,7% r/r (odczyt flash 1,7%, konsensus rynkowy przed danymi flash 1,9%, nasza oryginalna prognoza 1,8%). Odczyt w ujęciu miesięcznym, prawdopodobnie z uwagi na zaokrąglenia, został zrewidowany z 0,1 do 0,2% m/m – nie zmienia to jednak w ogóle obrazu procesów inflacyjnych w maju.

Porównanie szybkiego szacunku CPI w maju i danych ostatecznych



Struktura podana przez GUS okazała się być tylko częściowo zgodna z naszymi oczekiwaniami. O ile bowiem szczegóły podane przy okazji odczytu flash nie zmieniły się znacząco – ceny żywności obniżyły się o 0,3% m/m, ceny paliw wzrosły o 5,6% m/m zaś nośniki energii w kategorii mieszkanie podrożały o 0,1% - o tyle kategorie bazowe to solidny miszmasz. W maju nieznacznie wzrosły bowiem ceny w kategoriach Zdrowie (o 0,5% m/m – efekt droższych usług szpitalnych i sanatoryjnych) i Łączność (o 0,3% m/m – delikatnie zdrożały usługi telekomunikacyjne), podczas gdy wyraźne i zaskakujące z naszej perspektywy spadki dotknęły Rekreacji i kultury (o 1% m/m – konsekwencja niższych cen turystyki zorganizowanej oraz gazet i czasopism) oraz pojemnej kategorii Pozostałe (o 0,5% m/m – zdecydowała o tym kontynuacja spadków cen ubezpieczeń). W efekcie, inflacja bazowa spadła do 0,5% r/r w maju, podczas gdy pierwotne prognozy zakładały jej wzrost do 0,7% r/r.



miesiącach na bazie wzrostów cen paliw istotnie spadło, szczególnie że wzrosty cen ropy naftowej wyhamowały. W obecnym momencie można zaryzykować stwierdzenie, że inflacja wzrosła niewiele tylko powyżej 2%. Jednocześnie uporczywość niskiej inflacji bazowej pozwoli RPP na kontynuację prowadzenia gołębiej retoryki nawet w obliczu silnie rosnących płac. W chwili obecnej złamane są wszystkie powiązania między aktywnością ekonomiczną a inflacją bazową (nawet ceny usług przestały reagować na wzrost płac!) – w takich warunkach nie należy spodziewać się ani zmian retoryki banku centralnego, ani zakładów o zacieśnieniu wcześniej niż w samej końcówce 2019 r. Taki scenariusz oczywiście powinien być uwarunkowany odzyskaniem przez inflację wrażliwości na zacieśnienie rynku pracy i zamknięcie luki popytowej.

Niski odczyt inflacji w maju i jej struktura sprawiają, że prawdopodobieństwo osiągnięcia celu inflacyjnego w kolejnych dwóch

EURUSD fundamentalnie

Potężny ruch na EURUSD w dół po decyzji EBC. Ewidentnie proces sterowania oczekiwaniami rynkowymi przebiega w tej instytucji dużo mniej efektywnie niż w innych. Skoro ruchy na stopach są póki co zabarykadowane (patrz sekcja analiz), a gospodarka europejska wciąż znajduje się w swoistym „soft patchu”, zakłady na tamtejszą politykę pieniężną zostaną zepchnięte do roli tła. W międzyczasie na pierwszy plan będzie mogła wysunąć się polityka pieniężna w USA. Jasne stanowisko FOMC oraz dobre dane (patrz wczorajszy odczyt sprzedaży detalicznej) sprawiają, że EURUSD trudno będzie wrócić do poziomów bliższych 1,20. To scenariusz na najbliższe dni/tygodnie. W nieco szerszej perspektywie mocniejszy dolar (waluty to wciąż jednak wyceny relatywne i słabsze euro musi implikować mocniejszego dolara) nieco spowolni gospodarkę amerykańską a słabsze euro wzmocni europejską. Pozycjonowanie rynkowe jest po ostatnim ruchu w dół coraz bardziej neutralne a więc zakłady o mocniejsze euro łatwiej będzie odbudować. Pamiętajmy, że epizody eskalacji wojen handlowych dolarowi w ostatnich miesiącach nie służą.

EURUSD technicznie

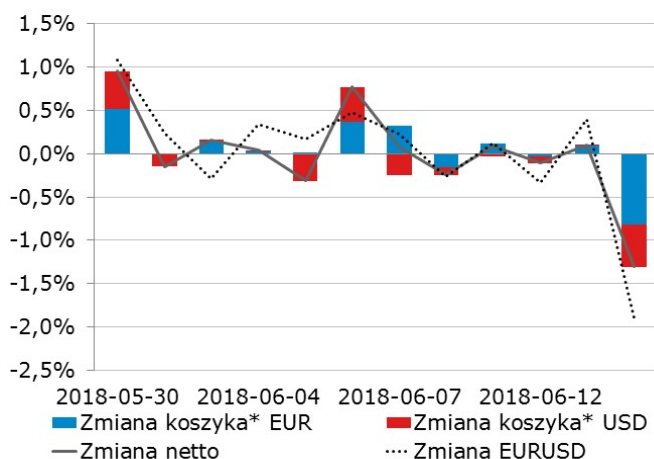
Pozycja: Brak.

Preferencja: Range?

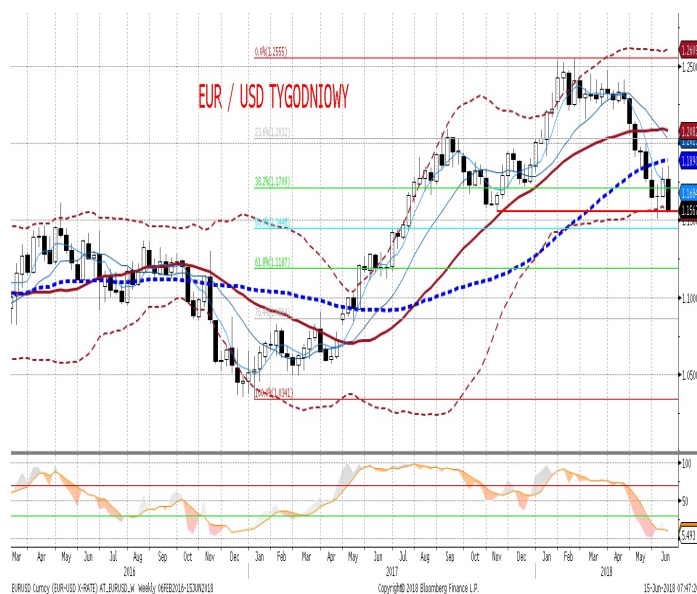
Za sprawą czynników fundamentalnych (czytaj więcej obok) kurs EURUSD spadł wczoraj o prawie trzy figury. Notowania przebiły przy tym wszystkie wsparcia przed minimum lokalnym 1,1510. Patrząc w szerszym ujęciu może być to początek ruchu w range 1,15-1,18. Dzisiaj za sprawą podwyższonej zmienności niewykluczony jest atak na wspomniane minimum lokalne (notowania znajdują się niecałe pół figury powyżej tego poziomu). Nie zamierzamy się na razie zakładać o korektę wczorajszego ruchu ani odbicie od wspomnianego minimum. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,1510	1,2400
1,1187	1,2183
1,0341	1,1755

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN stabilny po decyzji EBC. W zasadzie całe uniwersum EM nie poruszyło się znacząco mimo sporego ruchu na EURUSD. Wraca tu nasz koncept ze środy sprzed decyzji Fed. Krzywa może się płaszczyć w USA, jednak dla potrzeb pożyczkowych rynków wschodzących nie ma to większego znaczenia, gdyż rentowności po prostu rosną. Jednocześnie plasowanie (tanie) nowych emisji staje się trudniejsze nie tylko z uwagi na wyższą stopę wolną od ryzyka, ale generalnie też z uwagi na wyższe ryzyko kredytowe (miarą większego ryzyka jest też prawdopodobnie skrócenie terminów zapadalności emitowanego długu). Dopóki stopy w USA rosną, a widmo wojen handlowych jest wyraźne, waluty wschodzące będą pod presją. Dla złotego oznacza to presję na wzrosty w kierunku 4,30 i nieco wyżej, ale absolutnie bez znamion paniki (gospodarka Polska wyróżnia się pozytywnie i nie jest EM/DM); tym bardziej że przesuwanie oczekiwań na EBC automatycznie – póki co – barykaduje drogę do podwyżek stóp w Polsce.

EURPLN technicznie

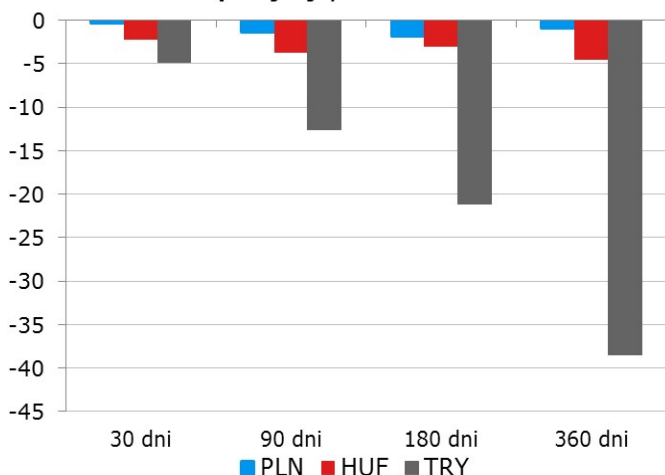
Pozycja: Brak.

Preferencja: Konsolidacja.

Notowania EURPLN wczoraj wybiły się w górę z konsolidacji wokół splotu średnich na wykresie 4h. Zakres ruchu był jednak niewielki (wyniósł niecałą figurę), dodatkowo część już się skorygowała. Kurs wciąż pozostaje poniżej MA30 na wykresie dziennym, co oznacza, że przestrzeń do wzrostu do 4.33/34 nie stoi jeszcze otworem. Brakuje także momentum wzrostowego, dlatego spodziewamy się dzisiaj dalszej konsolidacji. Wciąż nie widzimy okazji do zarobku, pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
4,2446	4,4041
4,2227	4,3410
4,1511	4,2857

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.74	1.78
2Y	1.92	1.96
3Y	2.12	2.16
4Y	2.31	2.35
5Y	2.48	2.52
6Y	2.62	2.66
7Y	2.74	2.78
8Y	2.83	2.87
9Y	2.92	2.96
10Y	2.99	3.03

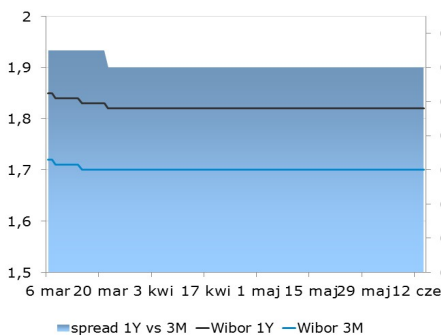
depo	BID	ASK
ON	1.32	1.58
1M	1.47	1.87
3M	1.61	1.81

FRA	BID	ASK
1x2	1.62	1.66
1x4	1.68	1.74
3x6	1.70	1.76
6x9	1.72	1.78
9x12	1.77	1.83

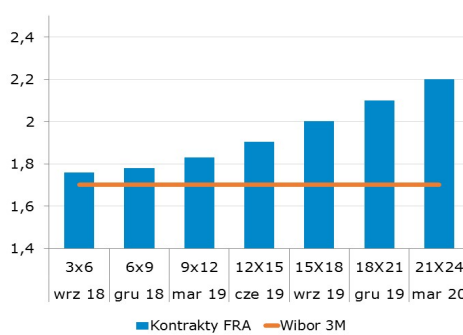
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2757
USD/PLN	3.6155
CHF/PLN	3.6782

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1566
EUR/JPY	127.96
EUR/PLN	4.2842
USD/PLN	3.7029
CHF/PLN	3.7128

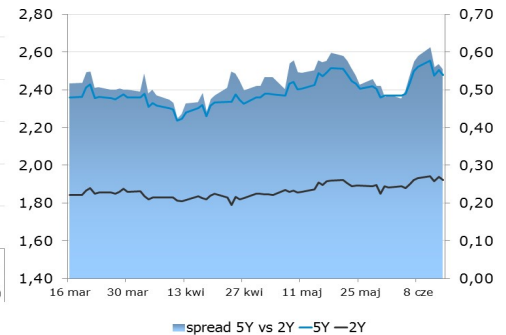
WIBOR 3M i 1Y



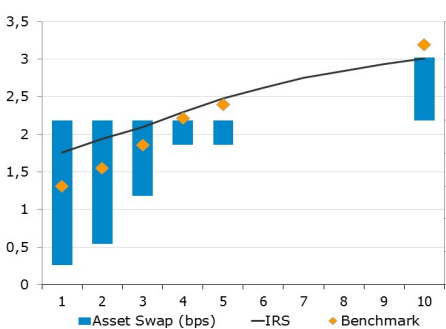
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



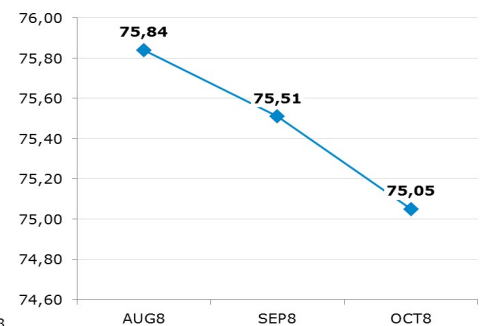
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



Uwaga!

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z § 9 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. 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 (Dz. U. z 2015 r. poz. 878 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego, pochodzą z serwisów informacyjnych (Reuters, Bloomberg) i mają charakter wyłącznie informacyjny.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.

Skrzynka pocztowa research@mbank.pl służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.