

20 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

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
17.04.2017 PONIEDZIAŁEK							
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar		6.3	6.0	7.6
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	mar		9.7	10.9	10.9
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q1		6.8	6.8	6.9
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	kwi		15.0	16.4	5.2
18.04.2017 WTOREK							
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	mar		1260	1303 (r)	1215
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	mar		1250	1216	1260
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.5	0.1 (r)	0.5
19.04.2017 ŚRODA							
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	mar	4.6	4.3	4.0	5.2
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	mar	4.6	4.6	4.6	4.5
20:00	USA	Bezowa Księga					
20.04.2017 CZWARTEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar	8.0	7.2	1.2	
14:00	POL	PPI r/r (%)	mar	4.6	4.7	4.4	
14:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	mar	7.5	8.5	7.3	
14:30	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	kwi		25.5	32.8	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.04		245	234	
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka KE (pkt.)	kwi			-5.0	
21.04.2017 PIĄTEK							
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	kwi		53.0	53.5	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	kwi		57.5	57.5	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	kwi		58.0	58.3	
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	kwi		55.5	55.6	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	kwi		56.0	56.2	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	kwi		55.8	56.0	
10:00	POL	Notyfikacja fiskalna					
14:00	POL	Minutes RPP	kwi				
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	kwi		53.5	53.3	
15:45	USA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	kwi		53.0	52.8	
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.wtórny (mln)	mar		5.55	5.48	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dzisiaj GUS opublikuje dane z przemysłu i handlu. Roczny wskaźnik produkcji przemysłowej odbije do 8,0 proc. za sprawą dni roboczych (+1 zamiast -1 r/r w poprzednim miesiącu) oraz efektu bazy (słaby marzec w 2016 r.). Produkcja budowlano-montażowa powinna w ujęciu rocznym powrócić z podobnych powodów powyżej zera. W przypadku sprzedaży detalicznej wpływ późnej Wielkanocy powinien zostać zrównoważony efektem kalendarzowym oraz bazowym. Podobnie w przypadku cen producentów za wzrost rocznego wskaźnika (z 4,4% do 4,6%) odpowiadają analogiczne efekty statystyczne, które zrównoważą miesięczny spadek cen surowców przy stabilnym kursie walutowym.

Gospodarka globalna: Spokojny dzień. W USA koniunktura w okręgu filadelfijskim będzie kolejnym argumentem za lub przeciw tezie o wygasaniu pozytywnego sentymentu po wyborach w USA. W tym samym czasie zostaną opublikowane dane o zasiłkach dla bezrobotnych. W Europie zobaczymy tylko publikację danych o koniunkturze konsumenckiej.

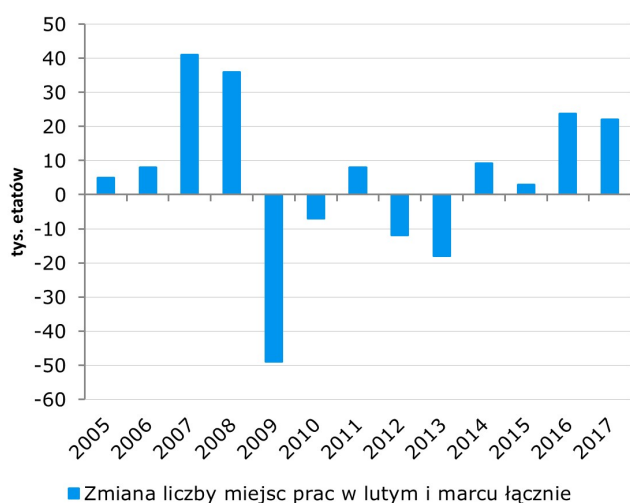
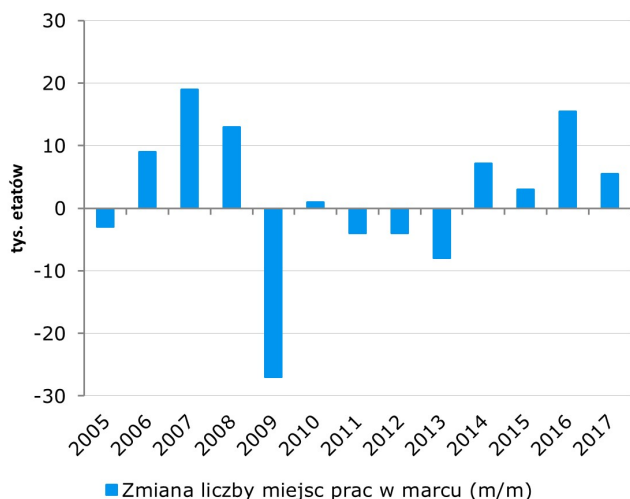
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Przeciętne wynagrodzenie brutto w marcu wyniosło 4 577,86 zł, co oznacza, że rdr wzrosło o 5,2 proc.
- GUS: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w marcu wyniosło 5 981,7 tys, co oznacza, że rdr wzrosło o 4,5 proc.
- Rafalska: Resort szacuje, że koszt Programu 500+ w 2018 r. wzrośnie do ok. 24 mld zł. Ewentualna waloryzacja założeń programu może nastąpić od 2019 r., ale nie będzie dotyczyć wypłacanej kwoty, a prognozy dochodowego.

Decyzja RPP (17.05.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.197	-0.008
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.207	0.003
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.363	-0.003
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

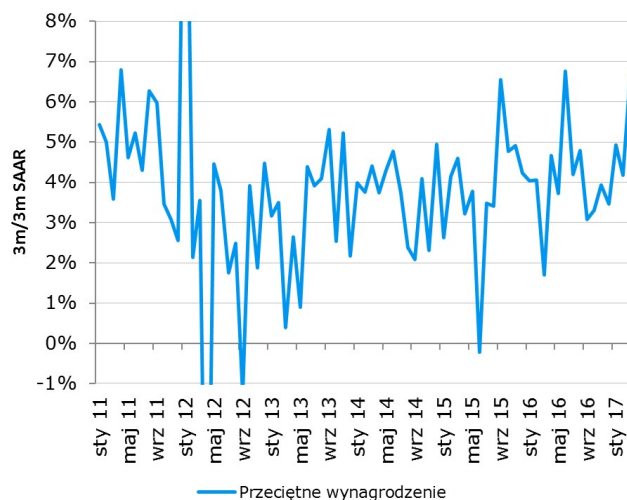
Płace przyspieszają ponownie, zatrudnienie nieznacznie rozczarowuje. Rynek pracy zachowuje bardzo dobrą formę.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w marcu o 4,5% w ujęciu rocznym, czyli minimalnie poniżej konsensusu rynkowego oraz naszej prognozy. W ujęciu miesięcznym przybyło 5,5 tys. etatów (szacowaliśmy co najmniej dwukrotnie większy wzrost). Nie będziemy wyrokować o konkretnych przyczynach tego zaskoczenia, poczekamy na szczegółowe dane publikowane pod koniec miesiąca w Biuletynie Statystycznym GUS. Marcowy odczyt nie zmienia zbyt wiele w szerszym spojrzeniu na rynek pracy. Można go traktować jako odreagowanie po bardzo solidnych wzrostach w styczniu i marcu (na tle poprzednich lat ten marzec też nie wypada słabo; zdarzały się odczyty ujemne). Rok 2017 wciąż jest jednym z najlepszych pod względem zatrudnienia i zapewne tak już pozostanie. Jest jeszcze zbyt wcześnie, aby w statystykach zatrudnienia w SP dostrzegać efekty zbliżających się wąskich gardła na rynku pracy (zmniejszanie liczby osób w wieku produkcyjnym, zahamowanie napływu / odpływ pracowników z Ukrainy).

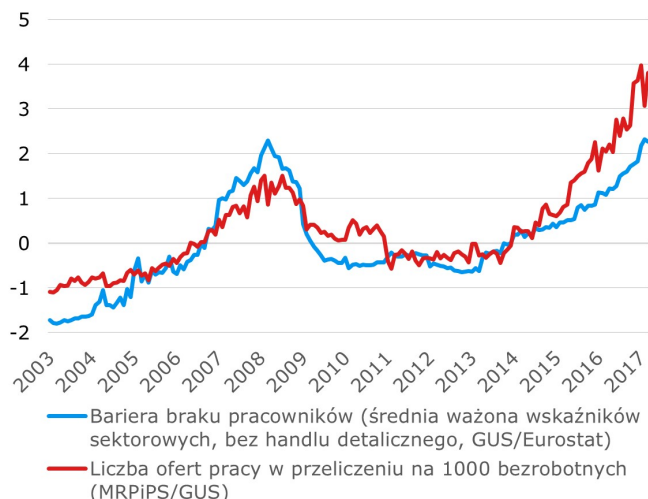


Przeciętne wynagrodzenie wzrosło w marcu w ujęciu rocznym o 5,2%, bijąc na głowę zarówno oczekiwania rynkowe (4,3%), jak i naszą prognozę (4,5%). Jak zwykle, na tym etapie nie jesteśmy w stanie określić przyczyn zaskoczenia, jednak miks czynników oddziałujących na dynamikę przeciętnego wynagrodzenia był jednoznacznie pozytywny w tym miesiącu: przesunięcie wypląt

premi w górnictwie, ogłoszone podwyżki płac w handlu oraz pozytywna różnica dni roboczych (+1 zamiast -1 r/r).



Niezależnie od przyczyn stojących za niespodzianką w jednym czy drugim miesiącu, nie należy mieć wątpliwości, że trend w przypadku płac pozostaje wzrostowy. Przyjmując szerszą perspektywę, dostrzegamy, że czynniki strukturalne faworyzują wyraźnie wyższą dynamikę płac. Po pierwsze, stale zacieśnia się rynek pracy i na początku roku nasze wskaźniki zacieśnienia rynku pracy po raz kolejny wzrosły (wykres poniżej). Po drugie, niedawny epizod wzrostu inflacji na przełomie roku był napędzany przez kategorie kluczowe z punktu widzenia formowania oczekiwań inflacyjnych przez gospodarstwa domowe (żywność, paliwa), tj. takie, których ceny są obserwowane często, są zmienne, a same dobra – mają charakter zakupów pierwszej potrzeby. W konsekwencji, wzrost inflacji na początku roku sprzyjał formułowaniu żądań płacowych i sprzyjał utrzymaniu wysokiej dynamiki wynagrodzeń realnych, którą gospodarstwa domowe były wcześniej rozpieszczane.

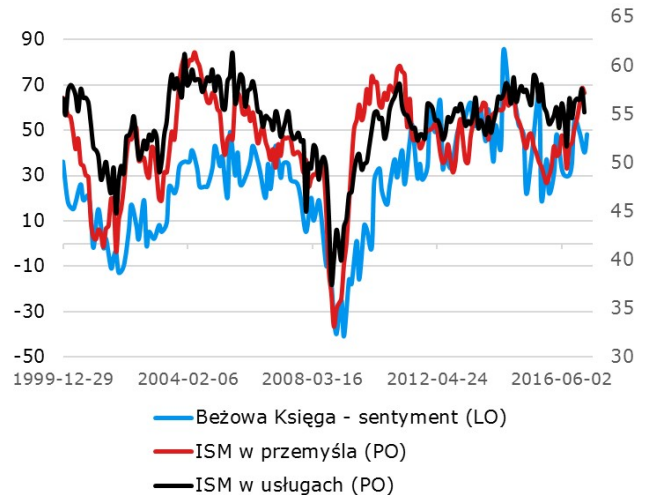
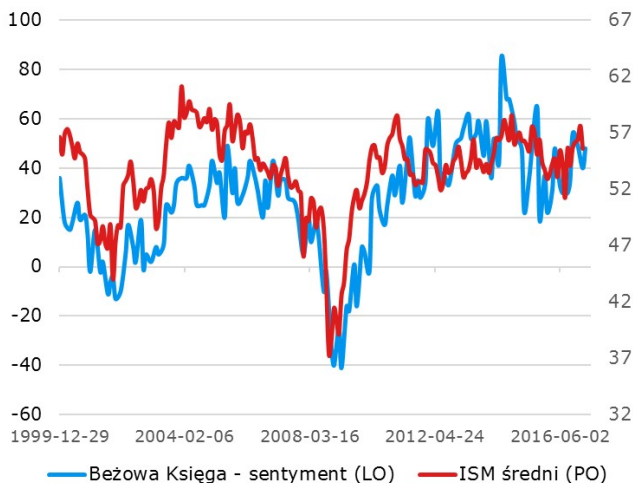


Przyspieszenie po stronie wynagrodzeń powinno w pierwszej kolejności oddalić część obaw o płace realne w tym roku i o spowolnienie konsumpcji w drugiej połowie roku – my od dłuższego czasu tej tezie nie dawaliśmy wiary, miło jest niemniej jednak otrzymać potwierdzenie w twardych danych. Gwoli ścisłości: stawialiśmy na mechanizm wyrównywania dochodów w czasie; jeśli jeszcze wsparty zostanie bieżący dochód realny, tym gorzej dla wieszczy spowolnienia konsumpcji w drugiej po-

łowie roku. Z punktu widzenia RPP dane te są neutralne. Do czasu uzyskania konkretnych dowodów presji cenowej (wyraźnie wyższa ścieżka inflacji od oczekiwanej), przyspieszenie płac – będąc równoległym do przyspieszenia wzrostu PKB – może być postrzegane przez RPP jako niegroźne, bo nie zwiększa (w świetle prostych heurystyk) jednostkowych kosztów pracy. Taki prosty model jest oczywiście krótkowzrostny i konsekwencje po stronie cenowej zobaczymy jeszcze w tym roku. Co więcej, epizod z lat 2007-2008 (jak wskazywaliśmy wielokrotnie) sugeruje, że niespodzianki w płacach występują seriami – z tego względu dane z rynku pracy niedługo powinny wzbudzać więcej emocji.

„Beżowa księga”: wskaźniki ISM mogą jeszcze spaść, generalnie jednak powraca stabilizacja nastrojów w gospodarce.

Po wcześniejszych próbach kwantyfikacji „ładunku” (pozytywnego bądź negatywnego) komunikatów RPP, postanowiliśmy w podobny sposób zbadać Beżową Księgę Fed – tak, aby z opisowego dokumentu wylonił się ilościowy obraz, który następnie można porównać z innymi miarami koniunktury. Na podstawie historycznych raportów wybranych losowo w różnych fazach cyklu wyznaczaliśmy listę czasowników pozytywnych (rosnąć, podnosić się, i inne) i negatywnych (spadać, obniżyć się, i inne) a następnie dokonaliśmy ich policzenia w kolejnych dokumentach. Efekt netto (pozytywne minus negatywne) określa ładunek optymizmu (plus) bądź pesymizmu (minus) w raporcie; można go traktować jako oddzielny wskaźnik koniunktury. Wyniki zestawiliśmy z popularnym wskaźnikiem koniunktury ISM w przemyśle, usługach oraz ze wskaźnikiem uśrednionym. Wyniki przedstawiamy na wykresach.



Widać wyraźnie, że liczony w ten sposób wskaźnik koniunktury dobrze koreluje się z innymi miarami koniunktury. Dodatkowo, wykazuje pewne własności wyprzedzające w niektórych górnych punktach zwrotnych względem wskaźników ISM. Ostatnie zachowanie indeksu sugeruje, że może dojść jeszcze do korekty wskaźników koniunktury w dół (konwergencja z Beżową Księgą) jednak nie obserwujemy dalszego pogorszenia koniunktury (a nawet lekkie odbicie). Może to naszym zdaniem świadczyć o tym, że część wybujałych oczekiwań wyparowała ze wskaźników koniunktury i znów przedsiębiorcy będą bardziej wrażliwi na tendencje cykliczne w gospodarce (naszym zdaniem nieustannie pozytywne). Ożywienie postępuje, ale jego ścieżka będzie mniej stroma niż ta, którą wyobraziły sobie podmioty gospodarcze po wyborze D. Trumpa. Potwierdza to nasze wczorajsze przypuszczenia, że możemy być bardzo blisko od odwrócenia spadkowej tendencji stóp procentowych w gospodarce globalnej.

EURUSD fundamentalnie

Nieznacznie umocnienie dolara na niemrawym i pozbawionym fundamentalnych impulsów rynku jest w zasadzie spójne z realizacją zysków i normalnym rynkowym dryfem po mocnych wzrostach w poprzednich dniach. Pojawiające się zmiany rekomendacji ze strony banków inwestycyjnych sugerują również, że powoli normalizuje się pozycjonowanie na dolarze. W takich warunkach i przy dość mocno przesuniętych oczekiwaniach na politykę pieniężną w USA (prawdopodobieństwo podwyżki stóp proc. to ok. 40% w czerwcu) znikają silne trendy i coraz większe znaczenie będą mieć dane. Wydaje się, że wahadło na dolarze mogło przesunąć się zbyt mocno w stronę słabości - zwłaszcza, że funkcja reakcji Fed na słabe dane z I kwartału jest inna niż rynkowa (bardziej jastrzębia). Jest mało prawdopodobne, aby dzisiejsze dane przyniosły przesilenie na EURUSD - koniunkturę czeka zasłużona korekta, a tygodniowe dane z rynku pracy są po prostu... dobre.

EURUSD technicznie

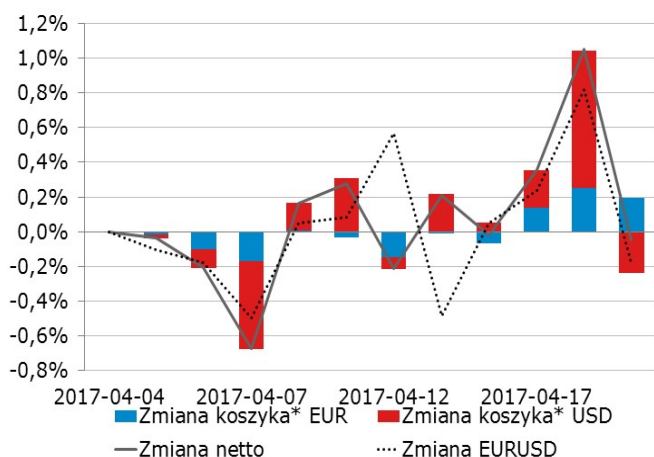
Pozycja: Brak.

Preferencja: Range 1,03-1,09.

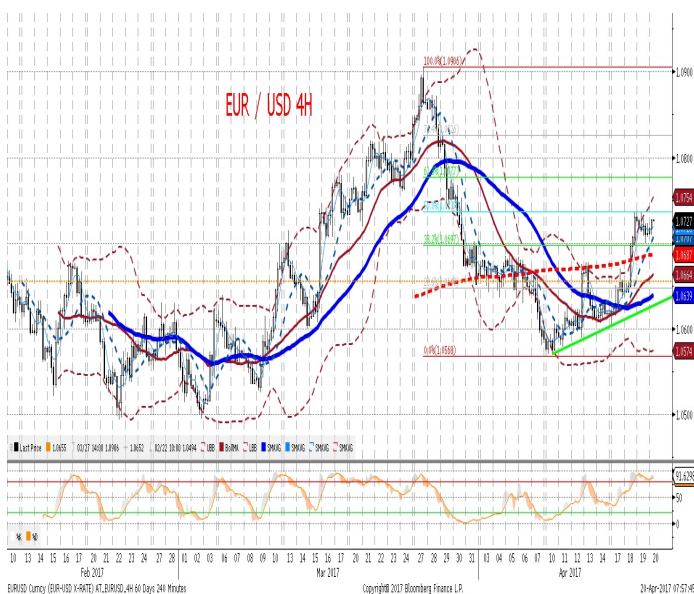
Niewielka korekta spadkowa na kursie EURUSD nie trwała zbyt długo. Na koniec sesji kurs powrócił w okolice 1,0730, a aktualnie obserwujemy konsolidację pomiędzy kolejnymi poziomami Fibo (38,2% oraz 50%). Wciąż nie jesteśmy przekonani co przebiecie ostatnich średnich oznacza w dłuższym okresie. Możliwe jest zachowanie range 1,03-1,09, jednak zejście do dolnej granicy zostanie odsunięte w czasie. Zmienić tę sytuację może ostatni trend wzrostowy na wykresie dziennym, jednak rozstrzygnie się to w perspektywie kilku, kilkunastu dni. Nie widzimy aktualnie okazji do zarobku, pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,0525	1,1300
1,0454	1,0993
1,0341	1,0850

Dekompozycja zmian EUR/USD

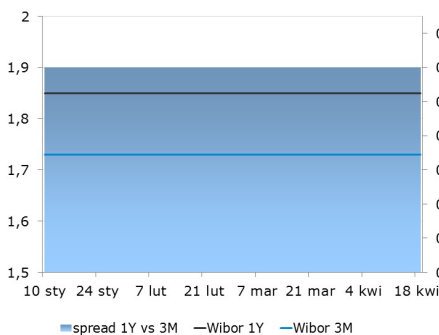


* Koszyki walutowe wyceniane są jako ważona średnia geometryczna notowań względem GBP, JPY, CAD, CHF.

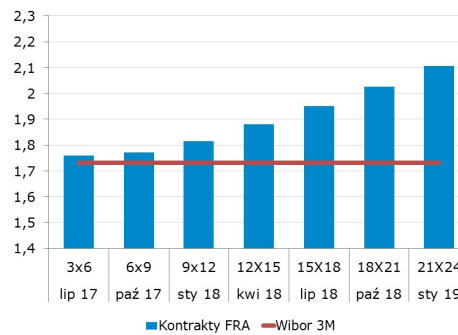


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.75	1.78	ON	1.35	1.75	EUR/PLN	4.2404
2Y	1.89	1.92	1M	1.56	1.76	USD/PLN	3.9571
3Y	2.04	2.07	3M	1.64	1.84	CHF/PLN	3.9669
4Y	2.21	2.23					
5Y	2.54	2.58	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.66	2.70	1x2	1.65	1.69	EUR/USD	1.0708
7Y	2.52	2.56	1x4	1.70	1.76	EUR/JPY	116.58
8Y	2.61	2.64	3x6	1.70	1.76	EUR/PLN	4.2560
9Y	2.69	2.72	6x9	1.72	1.77	USD/PLN	3.9725
10Y	2.76	2.79	9x12	1.76	1.82	CHF/PLN	3.9802

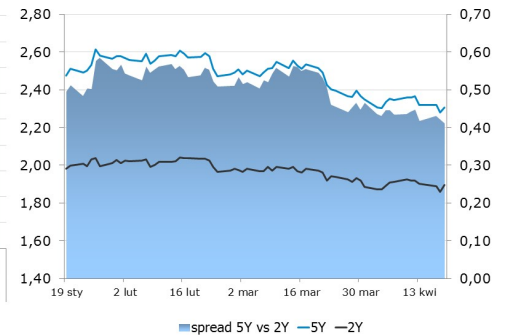
WIBOR 3M i 1Y



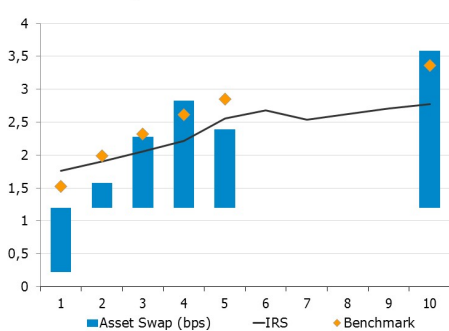
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



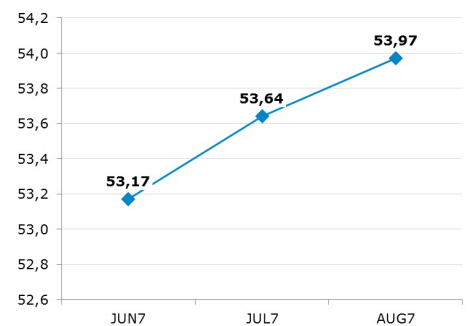
Asset swap i IRS



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.