

6 grudnia 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 zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
04.12.2017 PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	paź		-0.4	1.7 (r)	-0.1
05.12.2017 WTOREK							
10:00	EUR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	lis		56.2	56.2	56.2
10:30	GBR	PMI w usługach (pkt.)	lis		55.0	55.6	53.8
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		-0.7	0.8 (r)	-1.1
	POL	Decyzja RPP (%)	gru	1.50	1.50	1.50	1.50
15:45	USA	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	lis		55.2	54.7	54.5
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	lis		59.0	60.1	57.4
06.12.2017 ŚRODA							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	paź		-0.2	1.2 (r)	0.5
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	lis		190	235	
07.12.2017 CZWARTEK							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.9	-1.6	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	02.12		240	238	
08.12.2017 PIĄTEK							
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		-0.1	0.6	
9:00	HUN	CPI <i>r/r</i> (%)	lis		2.6	2.2	
10:30	GBR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.0	0.7	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	lis		197	261	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lis		4.1	4.1	
14:30	USA	Przeciętne zarobki godzinowe m/m (%)	lis		0.3	0.0	
16:00	USA	Koniunktura konsumencka Umich (pkt.)	gru		99.0	98.5	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna: Jedyną wartą wspomnienia publikacją będzie dzisiaj informacja o nowych miejscach pracy w USA w listopadzie na podstawie danych ADP.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Rada Polityki Pieniężnej na wtorkowym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, referencyjna stopa procentowa NBP wynosić będzie nadal 1,50 proc. w skali rocznej. Wysokość oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej od 1 stycznia 2018 r. będzie wynosić 0,5 proc.
- Głapiński: Stopy procentowe powinny pozostać bez zmian do końca 2018 r. Ostatnie dane makroekonomiczne umocniły go w tym przekonaniu.
- USA: Wskaźnik aktywności w usługach (ISM) w listopadzie spadł do 57,4 pkt., wobec 60,1 pkt. w październiku.

Decyzja RPP (05.12.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.340	-0.010
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.356	-0.014
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.327	0.004
PROGNOZA mBanku		bez zmian		

Dotyczy benchmarków Reuters

RPP w dalszym ciągu widzi świat przez różowe okulary

Na grudniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła głównych parametrów polityki pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami. Stopa referencyjna wynosi zatem 1,5% w skali roku, a okres stabilizacji stóp jest zdecydowanie rekordowy.

Podobnie jak w poprzednim miesiącu nie oznacza to, że nie doszło do żadnych zmian w instrumentarium NBP – oprocentowanie rezerwy obowiązkowej zostało obniżone z 1,35 do 0,5%. Zmiana ta powinna być traktowana jako stricte techniczna: zrównuje oprocentowanie wszystkich depozytów w banku centralnym, podwyższa zysk NBP o ok. 360 mln zł (ceteris paribus, zwiększa również wpłatę do budżetu) i o tyle samo obniża wynik sektora bankowego i jego zdolności do kreowania kredytu (choć kapitał nie jest obecnie ograniczeniem dla akcji kredytowej, stąd ten ostatni efekt będzie na razie zerowy).

W samej polityce pieniężnej nie zmieniło się praktycznie nic. Wśród niewielkich zmian w komunikacie po posiedzeniu można wyróżnić – gołębie w swoim wydźwięku – stwierdzenia: (1) „dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce obniżyła się, pomimo przyśpieszenia wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw”; (2) „w kolejnych latach można spodziewać się pewnego obniżenia dynamiki PKB”.

Wokół tych dwóch komentarzy zbudowana była gołębia narracja na konferencji prasowej prezesa Głapińskiego. Spadek dynamiki jednostkowych kosztów pracy – prawdopodobnie przejściowo wywołany przez wyższy wzrost produktywności pracy – stał się asumptem do zadeklarowania, że presja płacowa w polskiej gospodarce „wyraźnie spadła”. Niejasny jest pogląd RPP na inwestycje – wprowadzie po odliczeniu energetyki i górnictwa dynamika inwestycji jest większa od zaobserwowanych 3,3% r/r dla całej gospodarki, ale brak inwestycji również nie jest problemem, bo „widocznie nie są potrzebne”. Do litanii wątpliwości i gołębih akcentów można zaliczyć również niepewność co do losów gospodarki od 2019 r., zapowiedź spowolnienia gospodarczego w strefie euro w przyszłym roku i powtarzane kilkakrotnie obawy o powrót tendencji deflacyjnych na świecie w perspektywie kilku kwartałów. Co oczywiste, w tak widzianym świecie polska gospodarka jest również obecnie idealnie zrównoważona, a wzrost płac jako taki jest w opinii RPP pożądany i naturalny. Wreszcie, powtórzona została prognoza utrzymywania stóp procentowych na niezmiennym poziomie do końca 2018 r.

Obserwując konferencje prasowe RPP można odnieść wrażenie, że niechęć do podnoszenia stóp procentowych w łonie RPP jest coraz większa, a retoryka jest tym bardziej gołębia, im wyższa jest inflacja i wzrost PKB (przypominamy, że nominalny PKB rośnie obecnie o ponad 7%). Na możliwość korzystania ze wzrostu produktywności pracy jako sposobu na bagatelizowanie presji płacowej wskazywaliśmy wielokrotnie, ale ten model myślowy jest tak dobry, jak dobre są dane o samej produktywności. Obok ich wahlności i wrażliwości na przejściowe zmiany momentum w gospodarce, warto zwrócić uwagę, że prawdopodobnie jest ona przeszacowana ze względu na niedoszacowanie imigracji w statystykach zatrudnienia. W kolejnych miesiącach spadek inflacji będzie sprzyjał gołębiom komunikatom RPP, ale 2018 rok jako taki będzie, z uwagi na nieublagane trendy w płacach i inflacji bazowej, większym wyzwaniem. Projekcja inflacyjna, na której

wyniki RPP często się powołuje, już teraz naszym zdaniem niedoszacowuje ścieżek inflacji i PKB w krótkim terminie. Spodziewamy się, że zaskoczenia w tych obszarach mogą skłonić RPP do działania wcześniej niż Rada tego obecnie oczekuje, tj. jeszcze w II połowie 2018 roku.

EURUSD fundamentalnie

EURUSD spadł wczoraj nawet przejściowo w okolice 1,18, jednak problemy z uzgodnieniem skali wydatków do przegłosowania limitu zadłużenia w Izbie Reprezentantów oraz pewne tarcia pomiędzy niższą i wyższą izbą dot. nieuzgodnionych wcześniej zapisów wprowadziły minorowe nastroje. Droga do reformy podatkowej będzie wyboista. A widać jak na dłoni – co zresztą zgadza się z naszym wcześniejszym poglądem – że jest to obecnie podstawowa (jeśli nie jedyna) siła zdolna umacniać dolara i podnosić stopy procentowe. Ryunki finansowe zafiksowały się jednocześnie na płaskiej krzywej Philipsa i standardowej długości cyklu. W takim układzie gospodarka zacznie spowalniać zanim inflacja się rozpędzi, skutkiem czego płaszczy się krzywa rentowności. Rozumowanie jest naszym zdaniem bardzo naiwne, niemniej jednak aby rynki finansowe o nim zapomniały konieczny jest szok, który przedłuży cykl. Reforma podatkowa nadaje się idealnie. Dziś dane o ADP, ale wygląda na to, że rynek żyje bardziej inflacją niż rynkiem pracy.

EURUSD technicznie

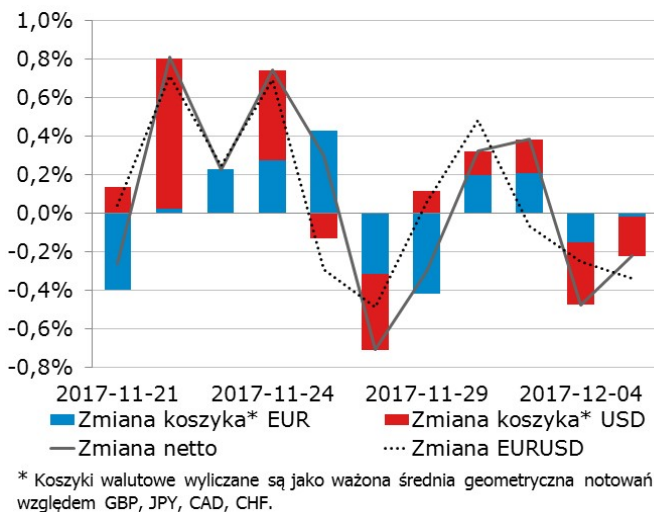
Pozycja: Brak.

Preferencja: Trend wzrostowy.

Wczoraj kurs EURUSD ustanowił nowe minimum lokalne (okolice 1,1800), jednak notowania następnie skorygowały się o niecałe pół figury. Wprawdzie spodziewamy się, że kurs powinien powrócić do trendu wzrostowego, jednak nie wystarcza to nam do zajęcia pozycji long. Nieregularny charakter trendu stwarza problemy przy ustalaniu zlecenia S/L (dlatego przestaliśmy sugerować się kanałem na wykresie dziennym), a przestrzeń do wzrostu nie jest wolna od oporów (za niecałą figurę znajdują się ważne maksima lokalne). Nie wykluczamy, że notowania mogą utknąć w range 1,1800-1,1950. Pozostajemy w tej sytuacji poza rynkiem, czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

Wsparcie	Opór
1,1511	1,2092
1,1417	1,2000
1,1104	1,1961

Dekompozycja zmian EUR/USD



EURPLN fundamentalnie

Ponowne przekroczenie bariery 4,20 jest póki co dla złotego bardzo trudne. Posiedzenie RPP było po raz kolejny bardzo gołębie. Do tradycyjnie gołębiej retoryki doszła niepokojąca tendencja oderwania się tego gremium od faktów (dowiedzieliśmy się na przykład, że presja płacowa zmniejsza się, co jest wyrazem swoistego cherry-picking w stosunku do danych – więcej w sekcji analiz). Rynek stopy procentowej potraktował tę gołębią retorykę książkowo – doszło do obniżenia się stóp procentowych wzdłuż całej krzywej. Złoty również zareagował książkowo – osłabieniem. Osłabienie było jednak minimalne. Mieści się ono naszym zdaniem co do kierunku w prawidłowych reakcjach waluty na taką retorykę decydentów monetarnych, jednak przed głębszym osłabieniem złotego chronią dwa czynniki. Po pierwsze, generalny brak wiary rynków finansowych oraz prognozistów w inflację, co zdiagnozowała również sama RPP. W tym kontekście gołębia retoryka RPP jest standardem, a nie wyjątkiem. Po drugie, brak natychmiastowego impulsu do ruchu globalnych stóp procentowych w górę w najbliższych dniach. Przyzwyczajmy się na razie do przedziału 4,20-25.

EURPLN technicznie

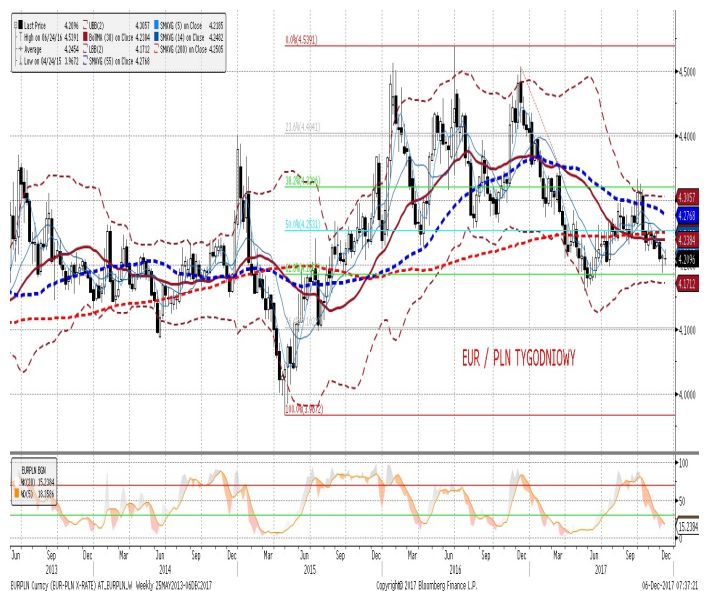
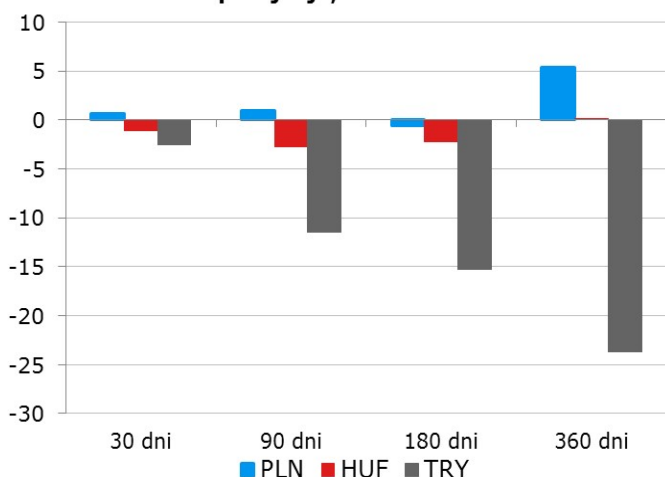
Pozycja: Long EURPLN po 4,2030, S/L 4,1850, T/P 4,2450.

Preferencja: Szerszy range (4,20-25).

Niewielki wzrost kursu EURPLN wystarczył, aby notowania znalazły się powyżej splotu MA30/MA55 na wykresie 4h. Powoli realizuje się scenariusz ruchu w range, po odbiciu od dolnej granicy tej formacji (okolice 4,20). Momentum wzrostowe jest wprawdzie niewielkie, ale wobec braku impulsów spadkowych sądzimy, że ruch w górę będzie w najbliższym czasie kontynuowany. Przerzeń do wzrostu wynosi około 4 figur. Pozostawiamy pozycję long bez zmiany parametrów.

Wsparcie	Opór
4,1966	4,3324
4,1875	4,2919
4,1592	4,2499/2502

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.79	1.83
2Y	2.02	2.06
3Y	2.20	2.24
4Y	2.35	2.39
5Y	2.48	2.52
6Y	2.62	2.66
7Y	2.72	2.76
8Y	2.80	2.84
9Y	2.88	2.92
10Y	2.93	2.97

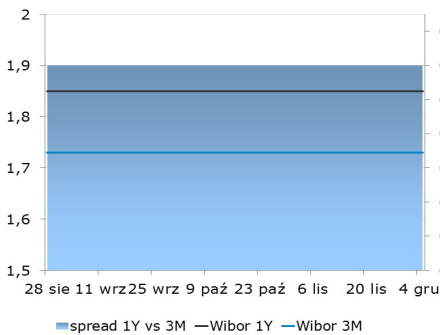
depo	BID	ASK
ON	1.25	1.55
1M	1.58	1.78
3M	1.60	1.80

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2024
USD/PLN	3.5454
CHF/PLN	3.5963

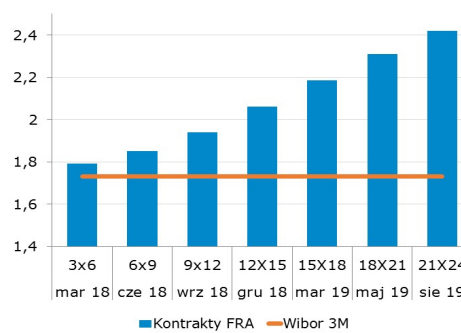
FRA	BID	ASK
1x2	1.64	1.69
1x4	1.71	1.76
3x6	1.75	1.79
6x9	1.81	1.85
9x12	1.90	1.94

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1824
EUR/JPY	133.14
EUR/PLN	4.2085
USD/PLN	3.5592
CHF/PLN	3.6047

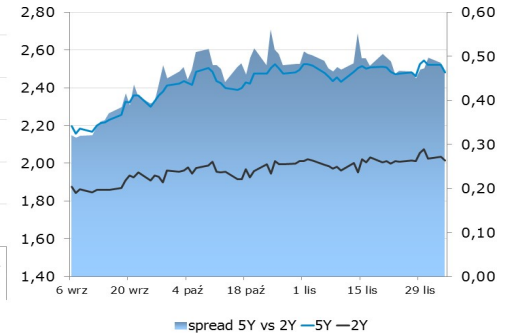
WIBOR 3M i 1Y



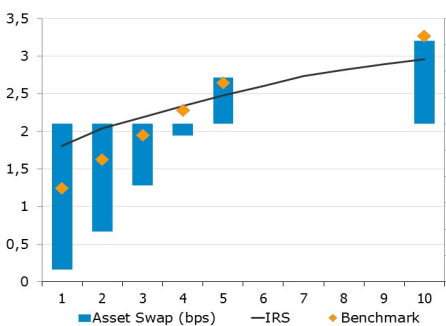
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



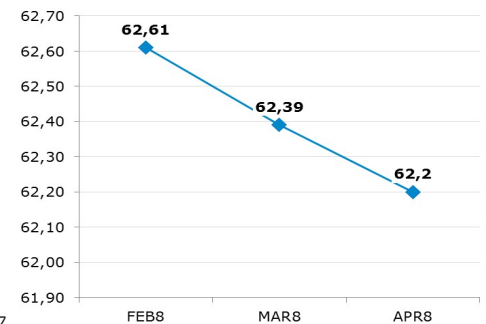
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



Uwaga!

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

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 informacjami 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.