

21 grudnia 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		
18.12.2017 PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	CPI r/r (%) <i>finalny</i>	lis		1.5	1.5	1.5
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	lis	6.9	6.9	7.4	6.5
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lis	4.3	4.4	4.4	4.5
19.12.2017 WTOREK							
10:00	GER	Indeks Ifo – oczekiwania (pkt.)	gru		110.8	111.0	109.5
10:00	GER	Indeks Ifo – bieżąca sytuacja (pkt.)	gru		124.7	124.4	125.4
14:00	HUN	Decyzja Banku Węgier (%)	19.12		0.90	0.90	0.90
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lis	9.6	9.0	12.3	9.1
14:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lis	8.1	7.4	8.0	10.2
14:00	POL	PPI r/r (%)	lis	2.6	2.1	3.0	1.8
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	lis		1248	1256 (r)	1297
14:30	USA	Wydane pozwolenia na b. domów (tys.)	lis		1270	1316 (r)	1298
20.12.2017 ŚRODA							
16:00	USA	Sprzedaż domów na r. wtórnym (mln)	lis		5.52	5.50	5.81
21.12.2017 CZWARTEK							
13:00	CZE	Decyzja Banku Czech (%)	21.12		0.50	0.50	
14:00	POL	Minutes RPP	gru				
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR <i>finalny</i>	Q3		3.3	3.3	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	16.12		233	225	
14:30	USA	Indeks Phily Fed (pkt.)	gru		21.0	22.7	
16:00	EUR	Koniunktura konsum. KE (pkt.) <i>wstępny</i>	lis		0.2	0.1	
22.12.2017 PIĄTEK							
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	lis	6.6	6.5	6.6	
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	lis	5.0	4.9	5.7	
14:30	USA	Inflacja PCE r/r (%)	lis		1.8	1.6	
14:30	USA	Dochody gosp. domowych m/m (%)	lis		0.4	0.4	
14:30	USA	Wydatki gosp. domowych m/m (%)	lis		0.4	0.3	
14:30	USA	Zam. na dobra trwale m/m (%) <i>wstępny</i>	lis		1.7	-0.8	
16:00	USA	Sprzedaż domów na r. pierwotnym (tys.)	lis		650	685	
16:00	USA	Wsk. kon. U.Michigan (pkt.) <i>finalny</i>	gru		97.3	96.8	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Publikowane dziś *Minutes* z ostatniego posiedzenia RPP najprawdopodobniej nie przyniosą żadnych nowych informacji na temat kształtu i perspektyw polskiej polityki pieniężnej.

Gospodarka globalna: Bank centralny Czech pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Dla rynków najciekawsze publikacje będą dziś w Stanach Zjednoczonych – zobaczymy m.in. trzeci szacunek PKB za III kwartał, cotygodniowe dane z rynku pracy oraz kolejny regionalny odczyt koniunktury, tym razem z okręgu Filadelfia.

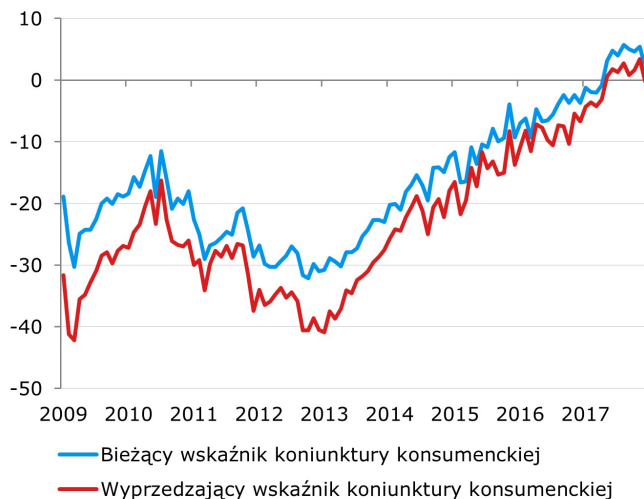
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Moody's: Agencja zaplanowała w 2018 r. dwa przeglądy ratingu Polski. Możliwe daty przeglądów to 23 marca i 14 września.
- MF: Zadłużenie Skarbu Państwa na koniec listopada wzrosło o 3 mld zł (0,3 proc.) mdm do 935 mld zł.
- USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym w listopadzie wyniosła 5,81 mln w ujęciu rocznym, co oznacza wzrost mdm o 5,6 proc.

Decyzja RPP (10.01.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.386	0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.493	-0.014
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.345	0.000
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Zaskakujące pogorszenie nastrojów konsumentów w grudniu

Zgodnie z opublikowanymi wczoraj danymi GUS, w grudniu pogorszyły się nastroje konsumentów – bieżący wskaźnik spadł z 5,4 do 2,1, wyprzedzający zaś – z 3,4 do -0,2. Jest to największy jednorazowy spadek wskaźników koniunktury od 2 lat (por. wykres poniżej). Mając na uwadze rolę popytu konsumpcyjnego w obecnym cyklu i brak istotnych zmian fundamentów tego komponentu PKB, warto na chwilę pochylić się nad możliwymi przyczynami pogorszenia nastrojów konsumentów.



Po pierwsze, dane były zbierane w dniach 4-13 grudnia, a więc w okresie, kiedy to w mediach dominował temat rekonstrukcji rządu – być może okres niepewności z tym związany negatywnie wpłynął na nastroje części ankietowanych. Po drugie, grudzień b.r. był pierwszym miesiącem od wielu lat, w którym znana konsumentom inflacja wynosiła 2,5%. Nie chodzi tu przy tym o sam odczyt flash GUS, a – ponownie – o medialną otoczkę, jaka towarzyszy inflacji (przeważenie w kierunku masła i jaj). Nie znamy jeszcze danych na temat oczekiwań inflacyjnych konsumentów (te pojawią się dopiero w Biuletynie Statystycznym), ale ich wzrost również mógłby tłumaczyć pogorszenie nastrojów w innych aspektach.

Nie uważamy, aby pogorszenie sentymentu konsumentów miało być złym omenem. Po pierwsze, jego trwałość nie jest jeszcze znana. Po drugie, będziemy wypatrywać potwierdzenia w innych wskaźnikach koniunktury konsumpcyjnej. Po trzecie, wreszcie, obecne poziomy wskaźników koniunktury konsumpcyjnej są wciąż spójne z wysokim (powyżej 4%) wzrostem konsumpcji.

Reforma podatkowa w USA gotowa do podpisu prezydenta

Finalna wersja reformy podatkowej przeszła wczoraj przez obie izby Kongresu. Obecnie czeka tylko na podpis prezydenta, którego należy się – zgodnie z najnowszymi doniesieniami – spodziewać w styczniu. Kształt reformy podatkowej zasadniczo nie zmienił się od czasu naszych poprzednich opisów; pewne zmiany stawek podatkowych, sposoby i tryby dokonywania odpisów są istotne dla próby obliczeń skutków ustawy, które zostały już podjęte ([skutki makroekonomiczne](#), [skutki dystrybucyjne](#)), jednak nie zmieniają znaczenia reformy w kontekście obecnych warunków gospodarczych oraz bieżącego stanu oczekiwań rynkowych.

Powołując się na wymienione szacunki, reforma podatkowa powinna podnieść PKB w 2018 roku o 0,8 pkt. proc. (w kolejnych latach o mniej) jako efekt wyższych wydatków gospodarstw domowych oraz wyższych nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw, które obecnie mogą szybciej amortyzować te wydatki. Reforma znacząco zwiększa deficyt oraz dług publiczny. Zmiany stawek podatkowych mają spowodować także pewne pozytywne zmiany w podaży pracy. Zmiany powodują pro-cykliczne podniesienie aktywności gospodarczej oraz zwiększenie deficytu – jest to klasyczna ekspansja fiskalna. Skutki dystrybucyjne są być może na ten moment mniej ważne, ale równie ciekawe: dają silne podstawy do wzrostu dochodów z kapitału, a w kontekście dochodów premią wzrosty dochodów rozporządzalnych najwyższej zarabiającej. Według powszechnie akceptowanej teorii ekonomicznej takie zmiany powinny zwiększać sumę oszczędności w gospodarce i zmniejszać konsumpcję (albo zwiększać zlewarowanie gospodarstw domowych).

W ostatnich projekcjach FOMC pojawiło się już dostosowanie do reformy podatkowej, choć nie została ona jeszcze formalnie uchwalona. Jest ono bardziej skromne niż przedstawione powyżej wyliczenia. Sugeruje też, że prognozujący prezesi Fed przykładają większą wagę do skutków popytowych niż podaźowych (tu pewnym probierzem mogłoby być długoterminowe tempo wzrostu PKB, które ani drgnęło, ale nie jest to oczywiście aproksymacja choćby umiarkowanie precyzyjna), ale i tak bez większego przełożenia na inflację, która będzie kontrolowana przez bardzo umiarkowane podwyżki stóp procentowych. Z uwagi na fakt, że Yellen poświęciła mnóstwo czasu skutkom podaźowym reformy, trudno jednak precyzyjnie stwierdzić, czy brak inflacji wynika z przeświadczenia o płaskiej krzywej Philipsa, czy z istnienia równoważących efektów podaźowych. A może dostosowanie projekcji dopiero nastąpi, kiedy legislacja faktycznie wejdzie w życie?

To ciekawe rozwiązanie, które implikowałoby bardziej jastrzębie podejście Fed. Zaostrzenie polityki pieniężnej następowałoby dokładnie w momencie, kiedy rynki finansowe straciły wiarę w inflację i silniejsze podwyżki stóp. W naszych wewnętrznych dyskusjach padło piękne zdanie, że zmiana status quo następowałaby dokładnie w momencie, kiedy ekonomiści nauczyli się je wreszcie tłumaczyć. W połączeniu z daleko bardziej agresywną ścieżką zadłużenia oraz być może niedoszacowaną, pozytywną reakcją podmiotów gospodarczych (choćby tą z badań koniunktury) mogłoby to zamknąć rozdział płaszczenia się krzywej dochodowości. Co więcej, impuls inwestycyjny wygenerowany przy rynku pracy, który póki co umyka wszelkim predykcjom opartym na poprzednich poziomach „równowagi”, wcale nie musi oznaczać nagłego skoku inflacji i zakończenia ożywienia. Może być ono po prostu dłuższe i bardziej inflacyjne niż dotychczas.

EURUSD fundamentalnie

Ustawa podatkowa ostatecznie przegłosowana (więcej na jej temat piszemy w sekcji analiz) i wydaje się, że jej krótkoterminowe skutki powinny być już zdyskontowane przez rynki. Z tego względu okres wzrostów rentowności najpewniej na jakiś czas się zakończył, a inwestorzy zainteresowani kupnem obligacji otrzymali prezent w postaci najwyższych od 7 miesięcy rentowności na długim końcu. Z punktu widzenia dolara oznaczałoby to zakończenie marszu w górę, którego jednak próżno szukać w notowaniach EURUSD w ostatnich dniach. Te są napędzane przez czynniki pozytywne dla euro i wydarzenia za Oceanem nie mają z tego punktu widzenia większego znaczenia. Sugeruje to, że wzrosty EURUSD będą kontynuowane. Dzisiejsze dane to raczej drugi garnitur (trzeci odczyt PKB, koniunktura, cotygodniowe dane z rynku pracy), stąd i większej reakcji na nie nie zobaczymy. Dominuje trend wzrostowy.

EURUSD technicznie

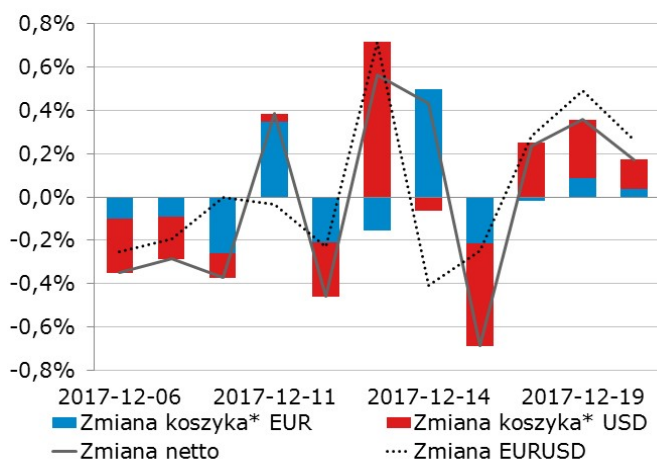
Pozycja: Brak.

Preferencja: Range (1,1720 – 1,1860/1960).

Kolejny dzień wzrostu kursu EURUSD. Przełamany został opór w okolicy 1,1850, co powinno oznaczać wybicie z range (1,1720 – 1,1860). Wykres 4h wskazuje jednak na to, że momentum wzrostowe przynajmniej osłabło, jeżeli nie wygasła, przez co atak na kolejny opór (1,1961) odwleka się. Wykres tygodniowy sugeruje powrót do trendu wzrostowego, jednak konieczne do tego jest wcześniejsze wyłamanie z szerszego range (1,1720 – 1,1960). W przypadku korekty spadkowej będziemy szukali okazji do wejścia long (poniżej 1,18), na razie pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,1718	1,2092
1,1511	1,1961
1,1417	1,1902

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN bez większych zmian. Ogłoszenie przez KE uruchomienia Art. 7 TUE tylko przejściowo wpłynęło na złotego, osłabiając go o ok. 1 grosz. Nie był to jednak ruch trwały - dlaczego? Wydaje się, że inwestorzy pozostają niezmiennie sceptyczni co do możliwości nałożenia na Polskę sankcji w ramach Art. 7.2 (wymagałyby one jedności wśród pozostałych członków UE), podczas gdy spodziewana redukcja funduszy UE w kolejnym budżetowym znajduje się dość daleko w czasie i, co ważniejsze, nie była wczoraj nowością. Tym samym, z ekonomicznego punktu widzenia nie zmienia się nic, a dotychczasowa równowaga na EURPLN pozostaje bez zmian. W najbliższym czasie rynek walutowy będzie systematycznie tracić płynność i może to sprzyjać większym ruchom (dlatego też podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu EURPLN do 4,30 na koniec roku), ale fundamentalnie obecne poziomy dla EURPLN wydają się, biorąc pod uwagę czynniki krajowe i globalne, optymalne.

EURPLN technicznie

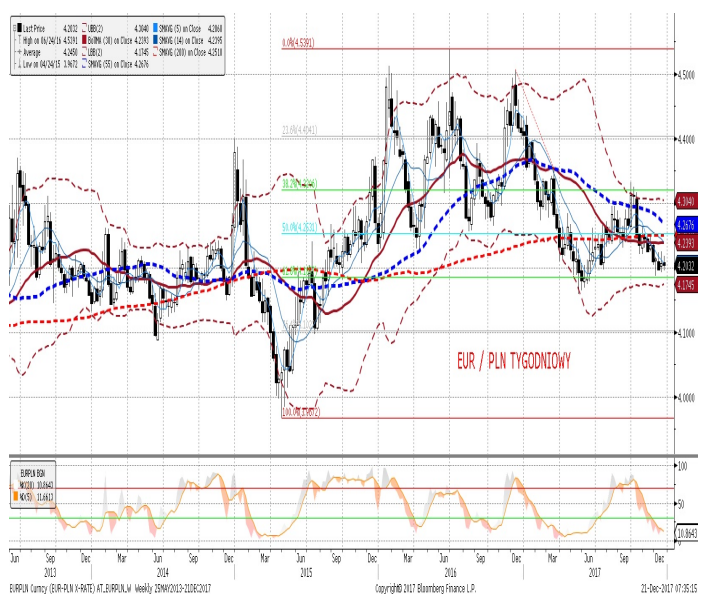
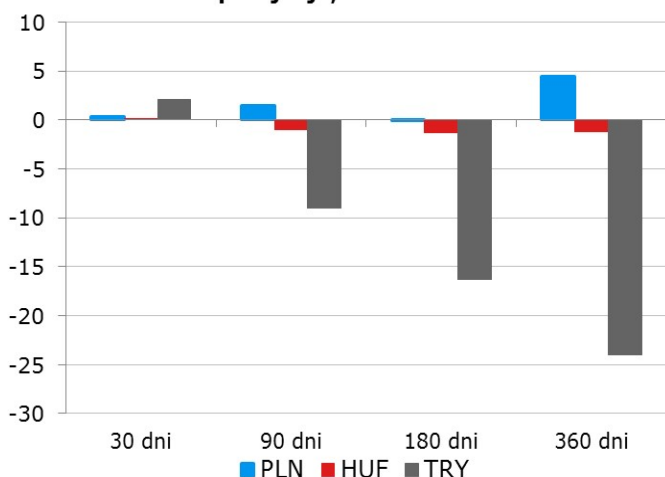
Pozycja: Long EURPLN po 4,2030, S/L 4,1850, T/P 4,2450.

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

Kurs EURPLN wczoraj wciąż poruszał się w ramach wąskiego range (4,1950-4,2250). Pierwsza próba powrotu w okolice średnich MA30/MA55 (4,21) na wykresie 4h okazała się nieudana, ostatecznie jednak notowania powróciły powyżej 4,20. Wobec braku silnych sygnałów spadkowych (poziomy w okolicy 4,19 tworzą silne wsparcie), spodziewamy się powrotu do szerszego range (z górną granicą 4,24/4,25). Nasza pozycja long wychodzi aktualnie na zero, jednak perspektywy zarobku są dla niej wciąż korzystne.

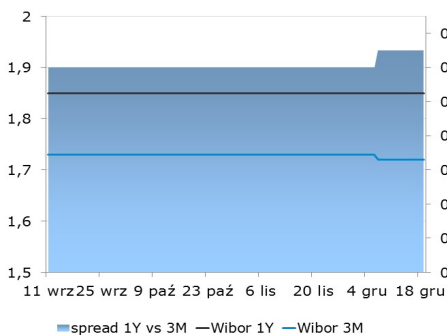
Wsparcie	Opór
4,1966	4,3324
4,1875	4,2919
4,1592	4,2499/2502

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

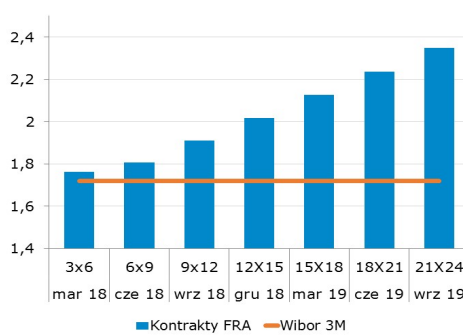


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.77	1.81	ON	1.00	1.40	EUR/PLN	4.1975
2Y	2.02	2.06	1M	1.39	1.79	USD/PLN	3.5459
3Y	2.20	2.24	3M	1.62	1.82	CHF/PLN	3.5925
4Y	2.35	2.39					
5Y	2.49	2.53	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.60	2.64	1x2	1.64	1.69	EUR/USD	1.1871
7Y	2.69	2.73	1x4	1.71	1.74	EUR/JPY	134.60
8Y	2.78	2.82	3x6	1.73	1.76	EUR/PLN	4.2019
9Y	2.86	2.90	6x9	1.78	1.81	USD/PLN	3.5412
10Y	2.94	2.98	9x12	1.88	1.91	CHF/PLN	3.5917

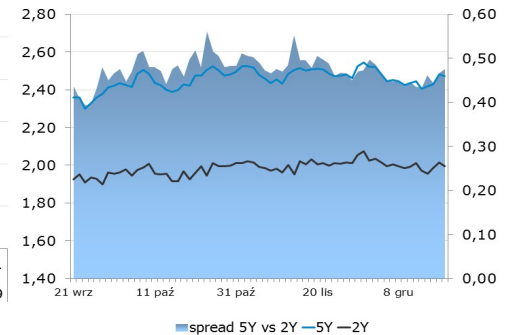
WIBOR 3M i 1Y



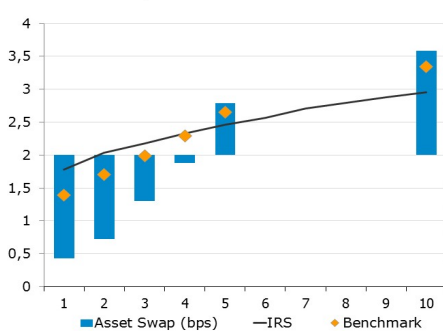
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



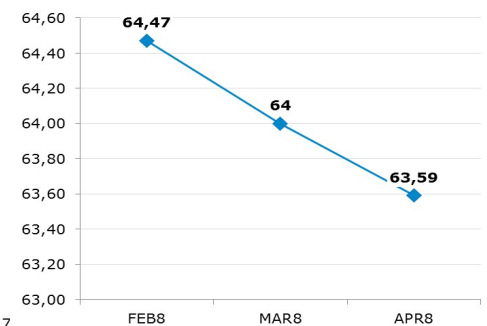
Asset swap i IRS



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.