

4 stycznia 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 | | |
| 01.01.2018 PONIEDZIAŁEK | | | | | | | |
| BRAK ISTOTNYCH DANYCH | | | | | | | |
| 02.01.2018 WTOREK | | | | | | | |
| 2:45 | CHN | PMI w przemyśle (pkt.) | gru | 50.7 | 50.8 | 51.5 | |
| 9:00 | POL | PMI w przemyśle (pkt.) | gru | 54.6 | 54.2 | 55.0 | |
| 10:00 | EUR | PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt.) | gru | 60.6 | 60.6 | 60.6 | |
| 10:00 | GBR | PMI w przemyśle (pkt.) | gru | 57.9 | 58.2 | 56.3 | |
| 03.01.2018 ŚRODA | | | | | | | |
| 9:55 | GER | Stopa bezrobocia (%) | gru | 5.5 | 5.5 (r) | 5.5 | |
| 14:00 | POL | CPI <i>r/r flash</i> (%) | gru | 2.1 | 2.1 | 2.5 | 2.0 |
| 16:00 | USA | ISM w przemyśle (pkt.) | gru | 58.2 | 58.2 | 59.7 | |
| 20:00 | USA | Minutes FOMC | gru | | | | |
| 04.01.2018 CZWARTEK | | | | | | | |
| 2:45 | CHN | PMI w usługach (pkt.) | gru | 51.8 | 51.9 | 53.9 | |
| 10:00 | EUR | PMI w usługach (pkt.) | gru | 56.5 | 56.5 | | |
| 10:30 | GBR | PMI w usługach (pkt.) | gru | 54.0 | 53.8 | | |
| 14:15 | USA | Zatrudnienie ADP m/m (tys.) | gru | 190 | 190 | | |
| 14:30 | USA | Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 30.12 | 248 | 245 | | |
| 05.01.2018 PIĄTEK | | | | | | | |
| 8:45 | FRA | CPI <i>r/r flash</i> (%) | gru | 1.2 | 1.2 | | |
| 11:00 | EUR | CPI <i>r/r flash</i> (%) | gru | 1.4 | 1.5 | | |
| 14:30 | USA | Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (%) | gru | 188.0 | 228.0 | | |
| 14:30 | USA | Stopa bezrobocia (%) | gru | 4.1 | 4.1 | | |
| 14:30 | USA | Przeciętne zarobki godzinowe m/m (%) | gru | 0.3 | 0.2 | | |
| 16:00 | USA | Zamówienia w przemyśle m/m (%) | lis | 1.4 | -0.1 | | |
| 16:00 | USA | ISM w usługach (pkt.) | gru | 57.6 | 57.4 | | |

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna: W Europie dzień upłynie pod znakiem publikacji wskaźników koniunktury w usługach. W Stanach Zjednoczonych uwagę rynków powinny przykuć dane z rynku pracy - zatrudnienie wg ADP i cotygodniowy raport o liczbie osób otrzymujących zasiłki dla bezrobotnych. Ta pierwsza publikacja wpłynie na oczekiwania dotyczące jutrzejszych danych NFP.

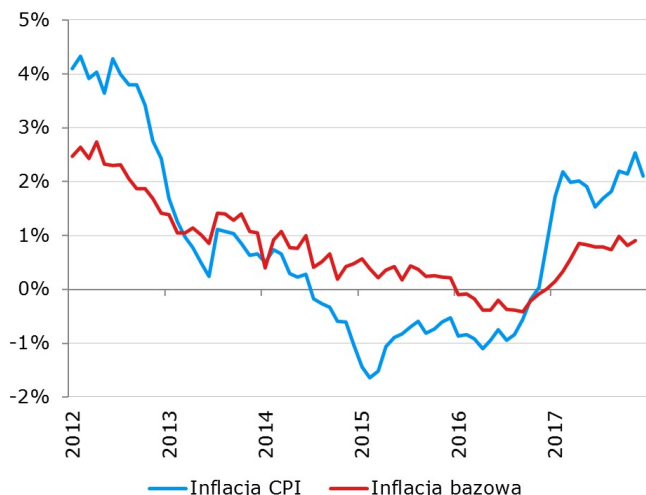
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu wzrosły o 2,0 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,2 proc.
- Rafalska: Ponad 424 tys. wniosków emerytalnych, wynikających z obniżenia wieku emerytalnego, przyjął do końca grudnia ZUS.
- USA: Wskaźnik aktywności w przemyśle (ISM) w grudniu wzrósł do 59,7 pkt. z 58,2 pkt. w poprzednim miesiącu.

| Decyzja RPP (10.01.2018) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. | Obligacje | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|--------------------------|--|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps | 0% | GERGB 10Y | 0.464 | 0.010 |
| stopy bez zmian | 100% | USAGB 10Y | 2.458 | 0.013 |
| obniżka 25 bps | 0% | POLGB 10Y | 3.320 | -0.003 |
| PROGNOZA mBanku | bez zmian | Dotyczy benchmarków Reuters | | |

Inflacja wraca do 2% na efektach bazowych

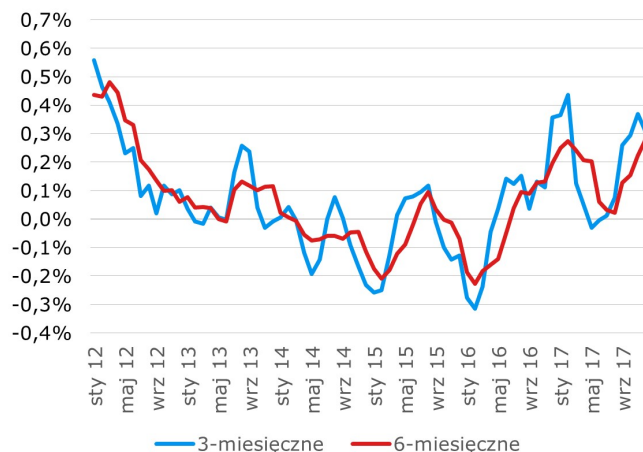
Według szacunku flash inflacja powróciła pod koniec roku do 2,0% r/r. Spadek z 2,5% był głębszy od naszej prognozy, która zakładała wyhamowanie do 2,1%, podobnie zresztą jak konsensus rynkowy. Za silny spadek odpowiadają efekty bazowe z poprzedniego roku na paliwach i żywności. Kwestia rozbieżności o 0,1 pkt. proc. jest już bardziej subtelna.



Standardowo odczyt flash nie oferuje podziału inflacji na kategorie. Uważamy, że przyczyną pomyłki naszej prognozy były ceny żywności, które w rzeczywistości były nieznacznie niższe niż zakładaliśmy. Skala pomyłki wcale nie musi tu być znaczna – w naszym przypadku wystarczy 0,2 pkt. proc. na miesięcznej dynamice cen żywności. Idąc w tę stronę, pozostaje nam utrzymać szacunki inflacji bazowej bez zmian (0,9% r/r).

Kolejne dwa miesiące upłyną pod znakiem silnych efektów bazowych z ubiegłego roku (tym razem pierwsze skrzypce zagra żywność), które w połączeniu z korektą ostatnich trendów polskiego koszyka konsumpcyjnego (mięsa, nabiał) skutkować powinny wyraźnym obniżeniem inflacji do poniżej 2%. Będzie to jednak odzwierciedlenie czynników egzogenicznych – inflacja bazowa powinna powoli się rozpędzać wraz z kontynuacją wzrostu PKB powyżej potencjału. Początek roku będzie też dogodnym pretekstem dla licznych przedsięwzięć do dostosowania cenników do wyższych kosztów pracy oraz ogólnie bardzo dobrej koniunktury i warunków popytowych. Mimo efektów bazowych, skala rozpędzenia procesów inflacyjnych pozostanie znacząca: 3m i 6m średnia wzrostów m/m pozostanie w okolicy 0,3%. To najwyższe tempo wzrostu inflacji od wielu lat wyłączając ewidentne efekty okresowych przyspieszeń cen energii czy żywności.

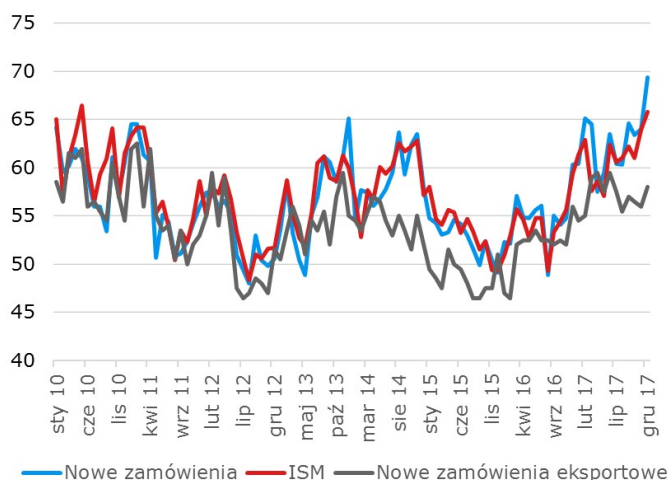
Momentum inflacji CPI



RPP traktuje cel inflacyjny symetrycznie. Gremium z ulgą przywita obniżenie inflacji, zaś rozbieżność projekcji z rzeczywistością (in minus) nie będzie traktowana jako powód do alarmu. Retoryka całego gremium pozostanie gołębia, ale prawdopodobnie potencjał do dalszego łagodzenia – biorąc pod uwagę fazę cyklu – jest niewielki. Z uwagi na fakt, że to głównie na retoryce RPP opierają się teraz oczekiwania rynkowe, pozostaną one lepkie, z niewielkim tylko potencjałem do odwrócenia pierwszej podwyżki stóp przy spadku inflacji.

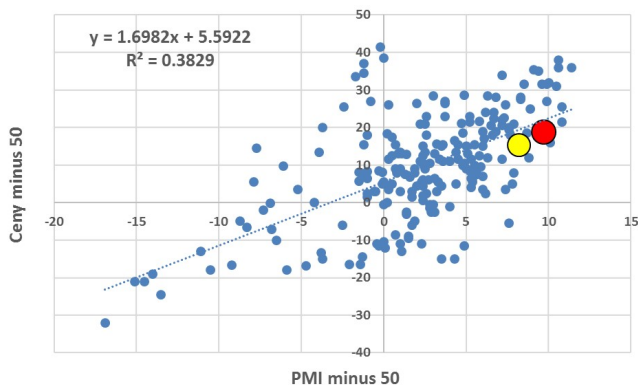
USA: Świetna koniunktura w przemyśle zmierzona przez ISM

Najnowsze publikacja ISM wskazuje, że amerykański przemysł radzi sobie świetnie. Odpowiedzi respondentów (tych, którzy w ogóle pokusili się o wskazanie przyczyn dobrej koniunktury, zamiast tylko stwierdzenia jej istnienia) wskazują, że źródłem tej dobrej passy są nowe wydatki inwestycyjne oraz eksport. O ile nowe zamówienia eksportowe trochę przyspieszyły, o tyle to cały wolumen zamówień znalazł się na najwyższym poziomie od 2004 roku, wskazując na to, że komponent popytu wewnętrznego jest główną siłą napędową – oczywiście nie przeczy to, ale tylko wspiera historię z inwestycjami, których immanentną cechą są gwałtowne przyspieszenia i gwałtowne spowolnienia.



Przy ogólnym wskaźniku koniunktury na poziomie prawie 60 punktów, raport nie ma słabych punktów i jest wewnętrznie spójny. Mimo silnego wzrostu aktywności oszacowania cen po-

zostają jednak wciąż lekko poniżej poziomów implikowanych przez samą aktywność gospodarczą (patrz wykres: zarówno najnowszy odczyt – czerwony, jak i poprzedni – żółty, znajdują się nieco poniżej linii regresji łączącej aktywność gospodarczą z cenami).



Biorąc pod uwagę dyskusje prowadzone w FOMC, to właśnie procesy cenowe są teraz najważniejsze. Stąd też uczestnicy rynku przyłożyli zapewne główną wagę właśnie do nich, a reakcja krzywej rentowności i dolara – biorą pod uwagę potężną skalę zaskoczenia publikacją (prawie 2 pkt.) – była niewielka. Co ciekawe jednak, krzywa rentowności nadal się płaszczy. Dyskusja w FOMC rzuca na to nowe światło. Wygląda bowiem na to, że z uwagi na problemy z utrzymaniem inflacji w celu oraz liczne zarzuty wysnuwane pod tym adresem w kontekście niskich oczekiwań inflacyjnych, hipoteza celowania nie w zmiany cen lecz w ich poziom powoli zaczyna nabierać rumieńców. Przejście z celowania w inflację na poziom cen implikuje, że wszelkie przeszłe niedostatki w realizacji celu muszą zostać nadrobione. W obecnej sytuacji implikowałoby to dopuszczenie do wyższej inflacji w krótkim terminie i konwergencję w okolice bieżącego celu inflacyjnego w długim. Przejściowo wyższa inflacja powinna obniżyć ceny krótszych papierów w większym stopniu niż dłuższych. Jest to spójne z obserwowanym płaszczeniem krzywej.

EURUSD fundamentalnie

Bliskość ważnych poziomów dla EURUSD i publikacja dobrych danych z amerykańskiej gospodarki (ISM - więcej na ten temat piszemy w sekcji analiz) przyniosły chwilę wytchnienia dolarowi, wskutek czego EURUSD wrócił w okolice 1,20. Jak zwykle, z uwagi na strukturalną siłę euro w ostatnich miesiącach, para EURUSD nie jest dobrym miernikiem dolara samego w sobie (lepiej porównać z jenem), bo jego faktyczny ruch był większy niż spadek EURUSD by na to wskazywał. Perspektywy dla euro pozostają niezmiennie pozytywne (por. wczorajszy komentarz), ale dolara może czekać korekta wzrostowa, związana z pozytywnymi danymi i zakładami o bardziej jastrzębi Fed (wczoraj Minutes z grudniowego posiedzenia nie przyniosły żadnych nowych informacji). Dzisiejsze publikacje nie będą katalizatorem większych zmian na rynkach (ADP i PMI w usługach), ale inwestorzy będą je śledzić z uwagą, poszukując wskazówek przed piątkowymi danymi NFP.

EURUSD technicznie

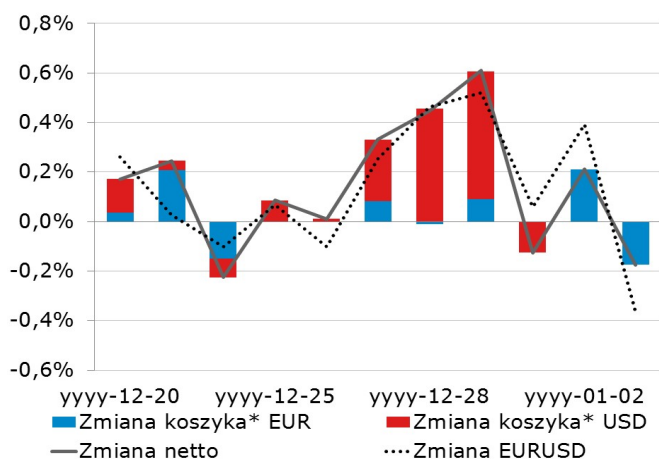
Pozycja: Pozycja short po 1,2055 z S/L 1,2110 oraz T/P 1,1870.

Preferencja: Korekta w trendzie wzrostowym.

Wczorajszy spadek kursu EURUSD zatrzymał się jeszcze przed pierwszym wsparciem (MA30 na wykresie dziennym). Notowania wprawdzie powróciły w okolice 1,2030, jednak nie oznacza to końca korekty. Dywergencja na wykresie 4h wciąż jest ważnym impulsem i może sprowadzić kurs poniżej 1,19. W szerszym ujęciu niewiele się zmieniło – przypomnijmy, atak na ważny opór 1,2092 okazał się nieudany. Pozostawiamy pozycję short (aktualnie jest na niewielkim plusie), nieco w górę przesuwamy zlecenie T/P.

| Wsparcie | Opór |
|-----------|--------|
| 1,1961/71 | 1,3993 |
| 1,1742/33 | 1,2570 |
| 1,1554/11 | 1,2092 |

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Złoty nie traci impetu - wczoraj notowania spadły poniżej 4,15. Podobnie, jak to miało miejsce w poprzednich dniach, umocnienie złotego przebiega w takim samym tempie i momencie, jak umocnienie forinta (a także innych walut EM, jeśli rozważamy szerszy koszyk). Nie ma zatem w ogóle czynnika krajowego w zachowaniu złotego (różnice w stosunku do forinta są marginalne i można je śmiało wytłumaczyć innym kształtem polityki pieniężnej), jest za to fala napływu kapitału portfelowego na rynki EM – obstawianie wzrostów tamtejszych aktywów to jeden z elementów rynkowego konsensusu na ten rok. Niższy od oczekiwań odczyt inflacji (więcej na ten temat piszemy w sekcji analiz) tylko pomógł złotemu, zdejmując z waluty część presji związanej z mocno ujemnymi realnymi stopami procentowymi. Czynnikiem ten może zresztą w najbliższych miesiącach sprzyjać złotemu (warto jednak mieć na uwadze to, że wzrosty cen ropy naftowej mogą to z łatwością zniwelować). Dziś bez ważniejszych publikacji, o zachowaniu złotego będą decydować czynniki techniczne (więcej w komentarzu obok) i dotychczasowe trendy.

EURPLN technicznie

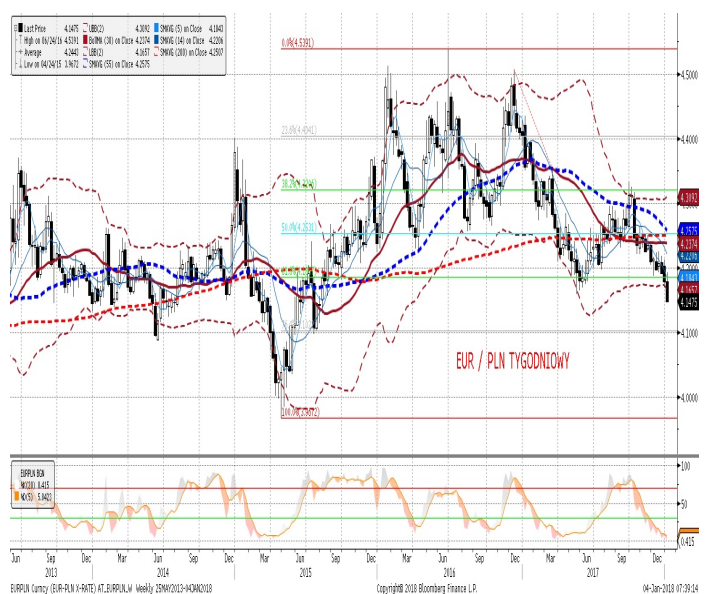
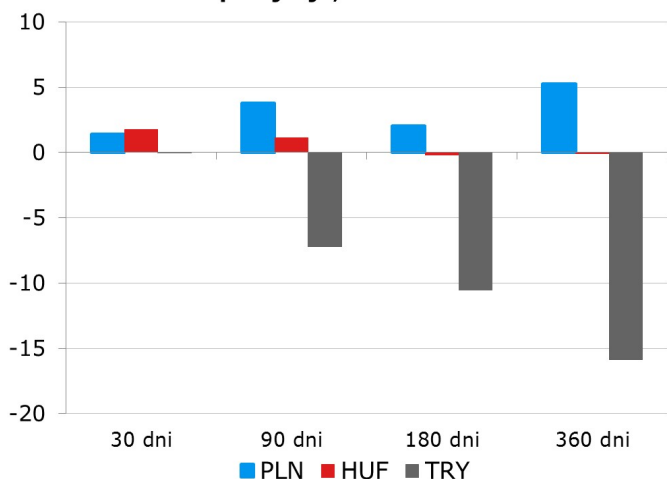
Pozycja: Brak.

Preferencja: Trend spadkowy.

Trend spadkowy na kursie EURPLN trwa w najlepsze. Wczoraj notowania przebiły ważne wsparcie (minimum lokalne 4,1592) oraz znalazły się już poniżej psychologicznej granicy 4,15. Kolejne wsparcia znajdują się dopiero w okolicy 4,10, nie oznacza to że kurs pozostanie w fazie swobodnego spadania. Spodziewamy się korekty, jednak o małym zasięgu ze względu na brak dywergencji (ani innego impulsu wzrostowego). Z tego powodu szukamy dobrej okazji do wejścia short, aktualne notowania nie są dla nas wystarczająco atrakcyjne.

| Wsparcie | Opór |
|-------------|-------------|
| 4,1022/0963 | 4,2505 |
| 4,0344 | 4,2252 |
| 3,9672 | 4,1758/1844 |

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



| IRS | BID | ASK |
|-----|------|------|
| 1Y | 1.77 | 1.81 |
| 2Y | 1.98 | 2.02 |
| 3Y | 2.16 | 2.20 |
| 4Y | 2.32 | 2.36 |
| 5Y | 2.45 | 2.49 |
| 6Y | 2.56 | 2.60 |
| 7Y | 2.66 | 2.70 |
| 8Y | 2.74 | 2.78 |
| 9Y | 2.82 | 2.86 |
| 10Y | 2.89 | 2.93 |

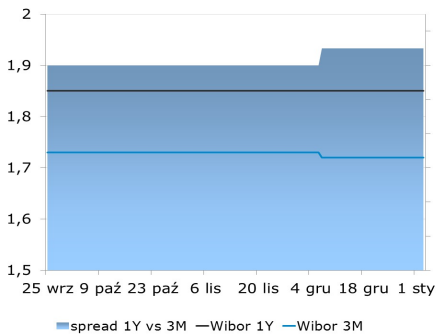
| depo | BID | ASK |
|------|------|------|
| ON | 1.20 | 1.40 |
| 1M | 1.48 | 1.68 |
| 3M | 1.57 | 1.77 |

| Fixing NBP | |
|------------|--------|
| EUR/PLN | 4.1673 |
| USD/PLN | 3.4616 |
| CHF/PLN | 3.5592 |

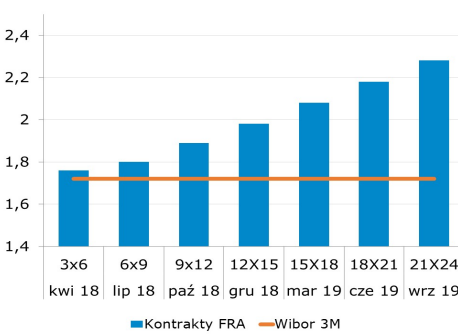
| FRA | BID | ASK |
|------|------|------|
| 1x2 | 1.65 | 1.69 |
| 1x4 | 1.70 | 1.74 |
| 3x6 | 1.72 | 1.76 |
| 6x9 | 1.76 | 1.80 |
| 9x12 | 1.85 | 1.89 |

| Poziomy otwarcia | |
|------------------|--------|
| EUR/USD | 1.2014 |
| EUR/JPY | 135.15 |
| EUR/PLN | 4.1494 |
| USD/PLN | 3.4542 |
| CHF/PLN | 3.5320 |

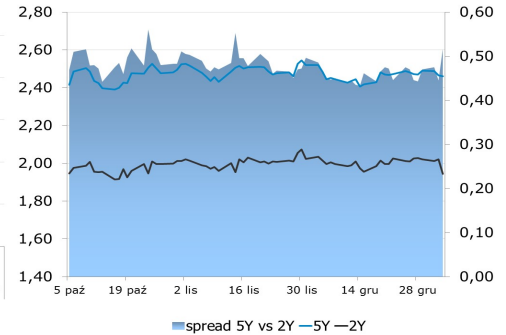
WIBOR 3M i 1Y



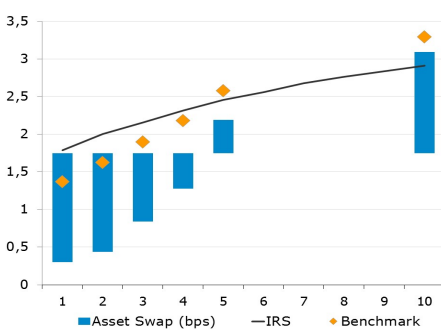
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



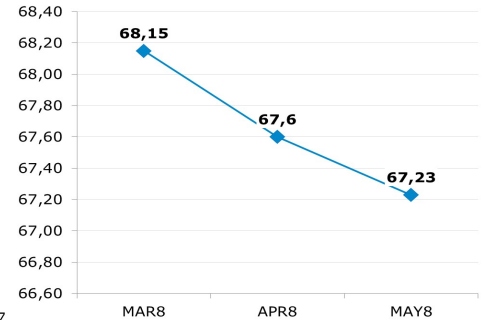
Asset swap i IRS



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.