

2 lutego 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		
29.01.2018 PONIEDZIAŁEK							
14:30	USA	Dochody gosp. domowych m/m (%)	gru	0.3	0.3	0.4	
14:30	USA	Wydatki gosp. domowych m/m (%)	gru	0.5	0.8 (r)	0.4	
14:30	USA	Inflacja PCE m/m (%)	gru	0.1	0.2	0.1	
30.01.2018 WTOREK							
7:30	FRA	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q4		0.6	0.5 (r)	0.6
10:00	POL	PKB r/r (%) <i>wstępny</i>	2017	4.5	4.5	2.9 (r)	4.6
11:00	EUR	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q4		0.6	0.7 (r)	0.6
11:00	EUR	Kon. konsumencka KE (pkt.) <i>finalny</i>	sty		1.3	1.3	1.3
14:00	HUN	Decyzja Banku Węgier (%)	30.01		0.90	0.90	0.90
14:00	GER	CPI r/r (%) <i>wstępny</i>	sty		1.7	1.7	1.6
16:00	USA	Kon. konsumencka CB (pkt.)	sty		123.1	123.1 (r)	125.4
31.01.2018 ŚRODA							
2:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	sty		51.5	51.6	51.3
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	sty		5.4	5.5	5.4
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	gru		8.7	8.7	8.7
11:00	EUR	CPI r/r (%) <i>flash</i>	sty		1.2	1.4	1.3
14:15	USA	Zatrudnienie ADP (tys.)	sty		185	242 (r)	234
15:45	USA	Chicago PMI (pkt.)	sty		63.5	67.8 (r)	65.7
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	31.01		1.50	1.50	1.50
01.02.2018 CZWARTEK							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	sty	55.8	55.2	55.0	54.60
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	sty		58.1	58.1	58.4
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	sty		61.2	61.2	61.1
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	sty		59.6	59.6	59.6
10:30	GBR	PMI w przemyśle (pkt.)	sty		56.5	56.3	55.3
13:00	CZE	Decyzja Banku Czech (%)	01.02		0.75	0.50	0.75
14:00	POL	Minutes RPP	sty				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	27.01		235	231 (r)	230
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	sty		55.5	55.5	55.5
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	sty		58.9	59.3 (r)	59.1
02.02.2018 PIĄTEK							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.)	sty		180	148	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	sty		4.1	4.1	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	gru		0.6	1.3	
16:00	USA	Wsk. kon. U. Michigan (pkt.) <i>finalny</i>	sty		95.0	94.4	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna: Dziś zostaną opublikowane miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy. Należy oczekiwać nieznacznie wyższego tempa kreacji miejsc pracy (ok. 180 tys. nowych etatów w styczniu) oraz stabilizacji stopy bezrobocia (na poziomie 4,1%) i dynamiki wynagrodzeń (0,3% m/m).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Markit: Wskaźnik PMI dla Polski w styczniu spadł do 54,6 pkt. z 55,0 pkt. w grudniu i wobec prognozy 55,4 pkt.
- RPP: Na styczniowym posiedzeniu opcja stabilizacji stóp w nadchodzących kwartałach utrzymała większość, ale pojawiły się głosy, że przy presji inflacyjnej wyższej od obecnych oczekiwań zasadne może być rozważenie podwyżki stóp (Minutes).
- NBP: W IV kw. 2017 r. kondycja ekonomiczna firm się poprawiła, ale 2018 rok prawdopodobnie przyniesie jej lekkie pogorszenie. Przedsiębiorcy wskazują, że rośnie popyt na pracę oraz wynagrodzenia i coraz ciężiej znaleźć pracowników o odpowiednich kwalifikacjach.
- USA: Wskaźnik aktywności w przemyśle (ISM) w styczniu spadł do 59,1 pkt. z 59,3 pkt. w poprzednim miesiącu.

Decyzja RPP (07.02.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.736	0.026
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.790	0.017
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.572	0.074

PROGNOZA mBanku

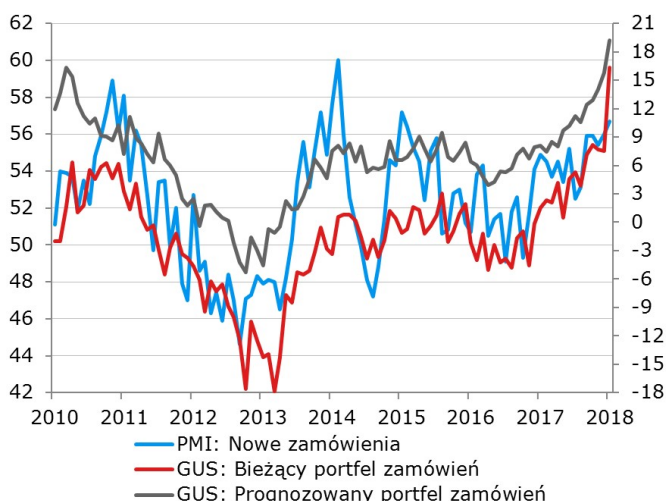
bez zmian

Dotyczy benchmarków Reuters

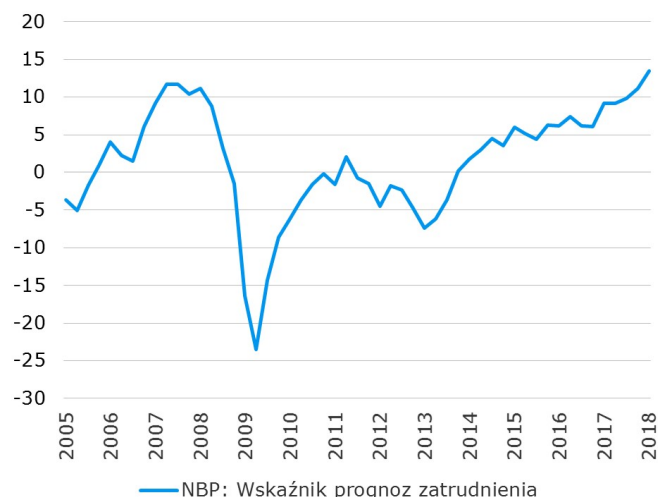
Koniunktura w Polsce na początku roku nie traci rozpędu

Publikowane wczoraj dane o koniunkturze (PMI w przemyśle, Szybki Monitoring NBP) rysują w dalszym ciągu pozytywny obraz polskiej gospodarki. Ze względu na zbieżność czasową publikacji, zdecydowaliśmy się na zaprezentowanie Czytelnikom syntezy ostatnich wyników badań koniunktury – uwzględniają one również publikowane kilka dni wcześniej dane miesięczne GUS i KE.

Po pierwsze, ogólna ocena sytuacji gospodarczej systematycznie się poprawia – w zależności od badania, znajduje się ona bliżej lub dalej od notowanych przed kryzysem maksimumów, ale z całą pewnością jest najlepsza od 2008 roku. Ma to swoje odzwierciedlenie w wysokich ocenach nowych zamówień, produkcji i popytu. Tym niemniej, jedynie we wskaźnikach koniunktury GUS i KE znajdziemy rekordową poprawę nastrojów (por. wykres poniżej, dotyczący nowych zamówień). Być może badania NBP (przeprowadzane w I połowie grudnia) nie uchwyciły jeszcze tego szoku, natomiast PMI jest pod tym względem tradycyjnie niewzruszony. Zanotowany w styczniu poziom 54,6 (poniżej konsensusu i naszych prognoz) pozostaje poniżej poziomów implikowanych przez stan koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski oraz przez część twardych danych.

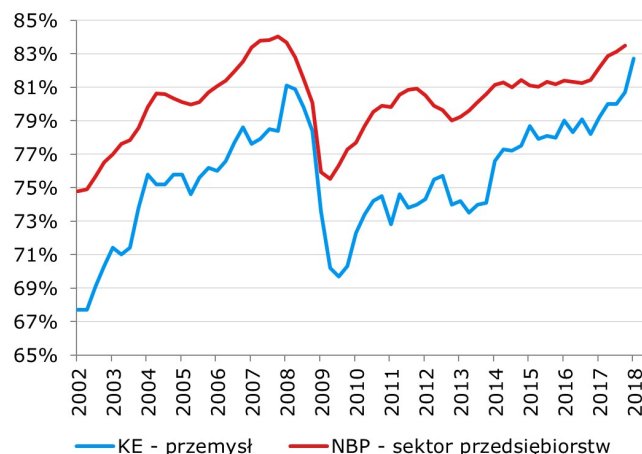


Po drugie, rynek pracy systematycznie się zacieśnia i odpowiedzi ankietowanych przedsiębiorstw nie pozostawiają ku temu żadnych wątpliwości: odsetek przedsiębiorstw zgłaszających problemy ze znalezieniem siły roboczej jest w badaniach GUS rekordowy (i dotyczy też branż do tej pory wolnych od tego problemu, takich jak usługi profesjonalne i obsługa nieruchomości); prognozy podwyżek płac w badaniach NBP i napięcia płacowe są najwyższe od kryzysu. Również planowane wzrosty zatrudnienia (NBP i GUS) należą do największych w historii.



Po trzecie, przedsiębiorstwa operują przy coraz większym poziomie wykorzystania mocy wytwórczych: w badaniach KE i GUS wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle jest największe w historii, dane NBP wskazują z kolei na kolejny pokryzysowy rekord i zbliżanie się całej gospodarki do poziomów notowanych tylko raz w nowoczesnej historii Polski, tj. w 2007 r. Pośrednio potwierdza to również ankieta PMI, wskazująca na dalszy wzrost zaległości produkcyjnych i wydłużenie czasu dostaw. O dotkliwości tego czynnika świadczy również całkiem nowa sytuacja w polskiej gospodarce – przedsiębiorstwa średnio rzecz biorąc (wg badań NBP) zgłaszają zbyt mały stan zapasów produktów gotowych.

Wykorzystanie mocy produkcyjnych

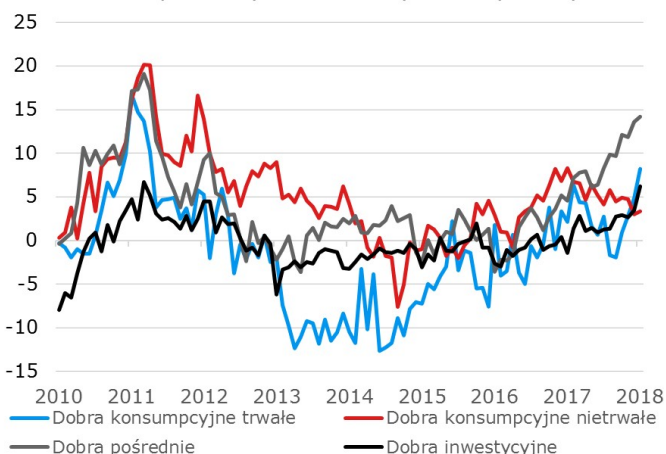


Po trzecie, wyłaniające się z ankiet perspektywy wzrostu inwestycji przedsiębiorstw należy ocenić jako mieszane. Wprawdzie poziom wykorzystania mocy wytwórczych (a także jego ostry wzrost) implikuje wzrost inwestycji i rozbudowę majątku trwałego, o tyle dopiero plany na I kwartał wskazują na zdecydowany wzrost skłonności do inwestowania. Wyniki badań NBP pozwalają na rozkrojenie tego wskaźnika na kilka różnych sposobów i takie ćwiczenie wskazuje, że wzrost skłonności do inwestowania dotyczy przede wszystkim sektora publicznego, branż o dużym wykorzystaniu środków UE oraz przedsiębiorstw o niskim stanie zapasów. Wspiera to naszą tezę o funduszach UE jako katalizatorze wzrostu inwestycji prywatnych w obecnym cyklu, a przy tym dostarcza (kwestia zapasów) ciekawego tropu jeśli chodzi o proces decyzyjny przedsiębiorstw. Wreszcie, największy od 2009 r. odsetek planowanych inwestycji polega na unowocześnieniu i redukcji kosztów – możemy to pośrednio

interpretować jako sposób radzenia sobie z niedoborami i rosnącymi kosztami siły roboczej przez zwiększanie efektywności / produktywności. Czy tak późna poprawa planów inwestycyjnych kłóci się z prawdopodobnym wzrostem inwestycji maszynowych w IV kwartale? Niekoniecznie, inwestycje przedsiębiorstw i inwestycje w maszyny i urządzenia znajdowały się przez kilka kwartałów poniżej poziomów implikowanych przez plany inwestycyjne i deklaracje ankietowe – być może na koniec 2017 roku zaobserwowaliśmy inwestycyjne nadganie po stronie przedsiębiorstw.

Po czwarte, rosną oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw. W przypadku PMI ujawnia się to w wyższych kosztach produkcji (wyższe ceny stali wskazano explicite jako jedną z przyczyn) i w największym od kwietnia 2011 roku wzroście cen wyrobów gotowych. Podobną historię opowiadają wyniki ankiet NBP – tutaj już w IV kwartale 2017 r. wskaźnik cen wyrobów przemysłowych znalazł się na kilkuletnim maksimum – a także badania koniunktury GUS. W przypadku tych ostatnich dysponujemy jednak dalszymi szczegółami. Oczekiwania wzrostu cen dotyczą przede wszystkim dóbr konsumenckich trwałego użytku oraz dóbr pośrednich (takich, jak wspomniana wcześniej stal). Przełożenie wzrostu cen dóbr przemysłowych na ceny konsumenckie, jeśli do tego obrazu doloży się możliwość łatwej substytucji taniejącym importem i spadki oczekiwań cenowych w handlu, może jednak okazać się póki co małe.

GUS: przewidywane zmiany cen w przemyśle



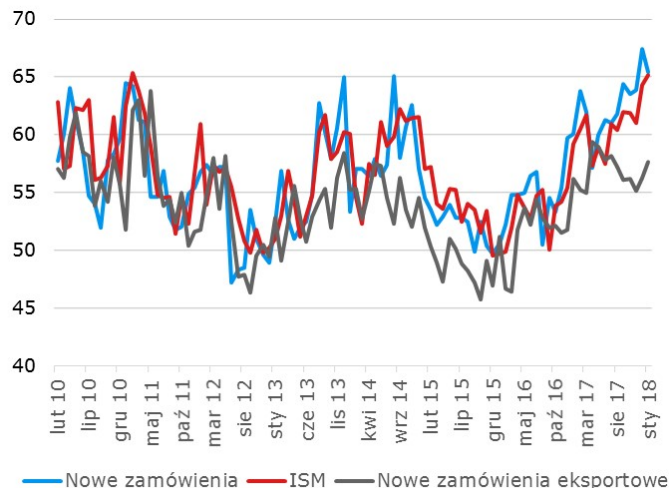
Reasumując, badania koniunktury wskazują na kontynuację krucho status quo. Póki co nie widać na horyzoncie mierzalnego spowolnienia gospodarki, a szybki wzrost z każdym miesiącem ją przesuwają bliżej (rozmaicie rozumianych) ograniczeń podaży. Presja kosztowa i cenowa, choć cyklicznie rośnie, wciąż nie znajduje się na poziomach ostrzegawczych, które implikowałyby wzrost inflacji powyżej celu w krótkim okresie. Z tego względu wyniki te powinny zostać odebrane przez RPP jako wspierające obecne nastawienie w polityce pieniężnej.

USA: Utrzymuje się świetna koniunktura

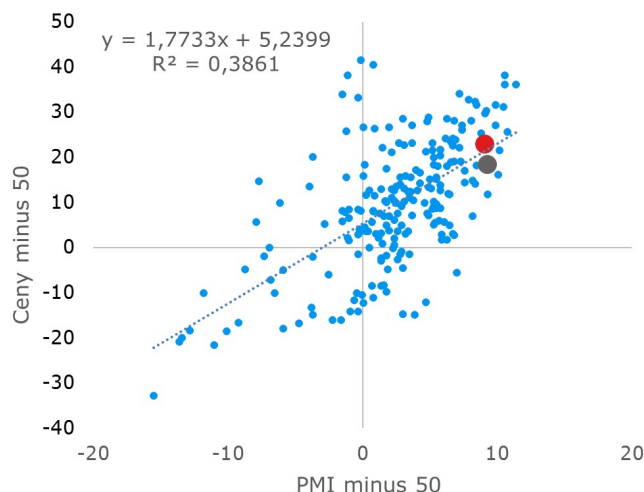
Koniunktura w przemyśle utrzymała się na wysokich obrotach – indeks ISM w przemyśle obniżył się w styczniu tylko marginalnie, do 59,1 pkt.

Podobny los spotkał elementy składowe wskaźnika, z nieco większym spadkiem komponentu zatrudnienia (aż o 4 pkt, czym nadmiernie nie przejmowalibyśmy się z uwagi na ostatnio więk-

szą wahliwość tego indeksu). Co ciekawe jednak, na terytorium wzrostowe powróciły oszacowania zapasów (przy czym zapasy klientów są wciąż niskie), przyspieszyły ceny (z perspektywy zależności pomiędzy wzrostem cen a koniunkturą całość wygląda coraz lepiej – patrz wykres), zwiększyły się opóźnienia w realizacji zamówień i wydłużyły czasy dostaw). Znacząco poprawiły się oszacowania importu i eksportu.



Świadczy to zarówno o umocnieniu popytu wewnętrznego, jak i o dalszych wzrostach popytu ze strony reszty świata (ewidentnie słaby dolar stanowi w tym przypadku kolejną element napędowy amerykańskiej gospodarki). Komentarze dołączone do raportu są pozytywne. Znajdują się w nich elementy, które długo nie pojawiały się w raportach o koniunkturze i których wystąpienia próżno szukaliśmy wcześniej: braki kadrowe połączone z trudnością znalezienia pracowników oraz rozruch inwestycji.



Model FRB Atlanta pokazuje na bieżącym etapie potężne wzrosty PKB w I kwartale (rząd 5%). Oczywiście tak wysoki szacunek się nie utrzyma, jednak pokazuje to wyraźnie, że nie tylko zmienne ankietowe utrzymują się na wysokich poziomach, lecz dotyczy to również pozostałych wskaźników gospodarczych. Podwyżka w marcu wygląda z tej perspektywy na pewną. Jeśli połączenie świetnej koniunktury, wzrostów cen ropy naftowej oraz słabego dolara wywoła wyższy wzrost inflacji, oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp (obecnie rynek obstawia prawie 3) zostaną pobite.

EURUSD fundamentalnie

Silne wzrosty EURUSD w dniu wczorajszym – nie pomogły im dobre dane z amerykańskiej gospodarki (więcej na ten temat można przeczytać w sekcji analiz). Na rynkach zapanowała dość interesująca konstelacja: spadają ceny i akcji, i obligacji; umacnia się euro, słabnie dolar. Biorąc pod uwagę standardowe korelacje, powinniśmy obserwować dowolne dwa z trzech zarysowanych wyżej ruchów. Jak możemy zatem wytłumaczyć wszystkie trzy? Osłabienie dolara nie powinno być zaskoczeniem – o jego fundamentalnych przyczynach pisaliśmy już wielokrotnie i słabość giełdy w USA tylko to napędza – jednocześnie spadki cen akcji i obligacji wskazują na to, że działa tam nowy czynnik w postaci oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej w USA. Istotnie, skala wycenianego zacieśnienia w USA rośnie systematycznie (obecnie prawdopodobieństwo trzech podwyżek to 38%, czterech - już 20%). Dziś te tendencje mają szansę wespół z danymi z amerykańskiego rynku pracy. Pozytywne niespodzianki najprawdopodobniej, z powodów już nam znanych, nie umocnią trwale dolara do euro.

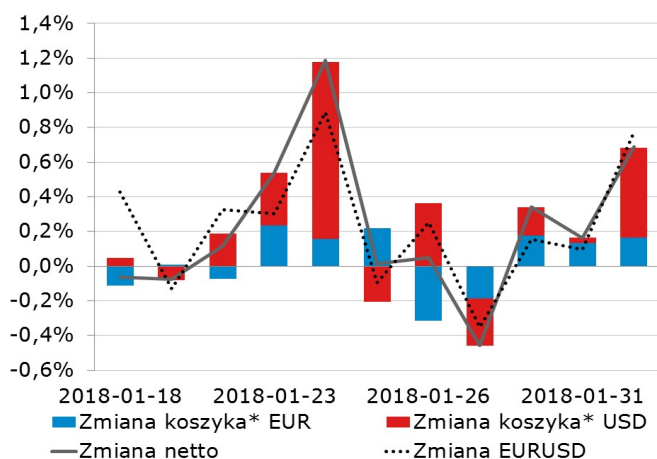
EURUSD technicznie

Pozycja: Brak.

Preferencja: Koniec korekty spadkowej w trendzie wzrostowym. Notowania EURUSD wczoraj znacząco wzrosły, przez co kurs znalazł się zaraz pod maksimum lokalnym 1,2537. Pokonanie tego poziomu jest kluczowe w kontekście powrotu do trendu wzrostowego. Na razie nie widzimy wystarczających sygnałów kierunkowych, dlatego spodziewamy się konsolidacji / ruchu w range. O ile górna granica potencjalnego range znajduje się właśnie w okolicy wspomnianego maksimum, to położenie dolnej granicy nie jest już tak oczywiste. Trudno nam oszacować przestrzeń do spadku w takim scenariuszu. Pozostajemy poza rynkiem, czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

Wsparcie	Opór
1,2301	1,3993
1,1859/89	1,3055
1,1554/11	1,2537

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Przy sporej zmienności na rynkach bazowych i pozostałych walutach z rynków wschodzących, złoty pozostaje praktycznie niezmienny. Również z szerszej perspektywy koszyka (50% EUR, 50% USD), polska waluta utrzymuje się od kilku dni na tym samym poziomie. Tymczasem giełda przeżyła wczoraj prawdziwą zapaść. Biorąc pod uwagę zmiany na rynkach globalnych obligacji, które wydarzyły się już po zamknięciu polskiego handlu i trwają dziś – polski rynek czeka zapewne to samo. Naszym zdaniem pozostaje więc tylko kwestią czasu, kiedy oberwie też waluta. W końcu ujemne realne stopy procentowe wcale nie rozaczają skutecznego parasola ochronnego. W ostatnim czasie być może inwestorzy uwierzyli w większą proaktywność RPP na tym polu, jednak od słów do czynów naszym zdaniem droga będzie długa. Dzisiejsza publikacja NFP w USA powinna naszym zdaniem przejść bez echa – oczywiście z marginesem błędu na jakiś automatyzm reakcji względem zaskoczenia.

EURPLN technicznie

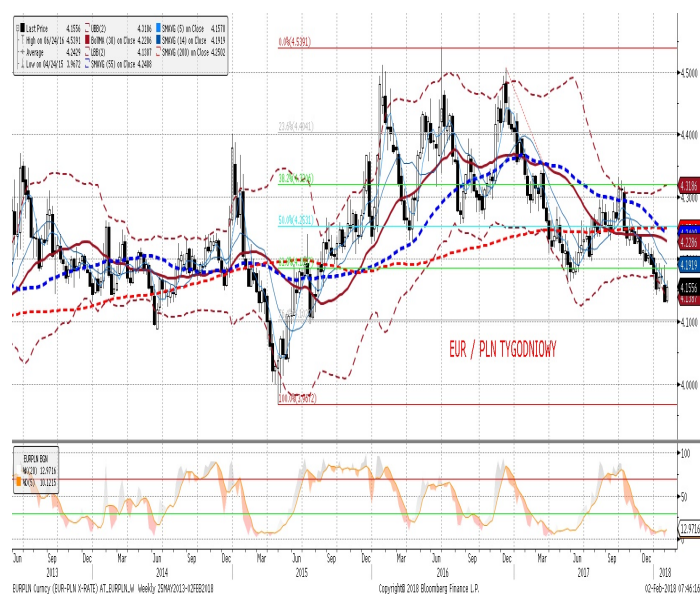
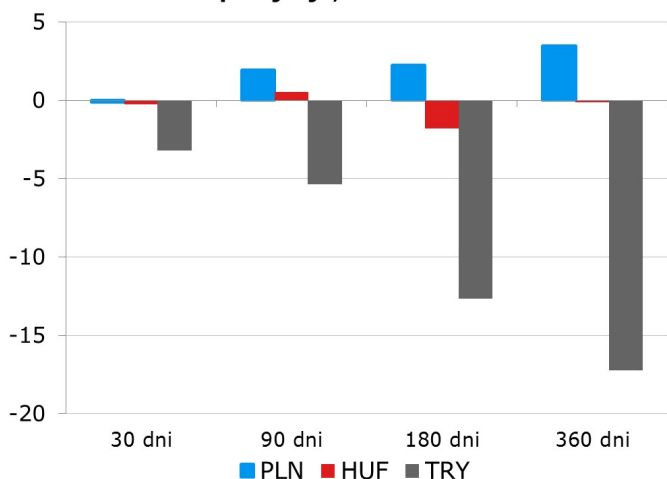
Pozycja: Mały long po 4,1542 z S/L 4,1420 oraz T/P 4,1820.

Preferencja: Korekta w trendzie spadkowym.

Kurs EURPLN konsolidował się w czwartek w podobnym obszarze, jak w środę. W perspektywie kilku dni widzimy jednak wzrost notowań, co oznacza, że dywergencja na wykresie dziennym realizuje się. Dalsza przestrzeń nie jest wolna od oporów. Uważamy jednak, że kluczowe są dopiero poziomy w okolicy 4,18-4,19. Notowania powinny dojść w najbliższych dniach w okolice poziomu Fibo 61,8% na wykresie 4h. Nasza pozycja jest na minimalnym plusie, perspektywy do zarobku są atrakcyjne. Pozostawiamy pozycję, dołączamy zlecenie T/P.

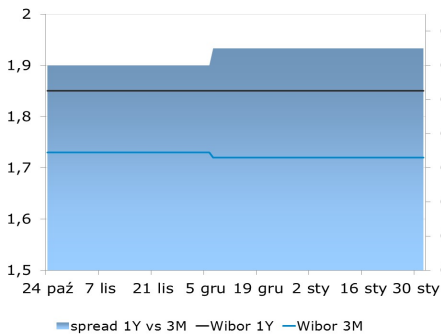
Wsparcie	Opór
4,1022/0963	4,2505
4,0344	4,1929/38
3,9672	4,1659

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

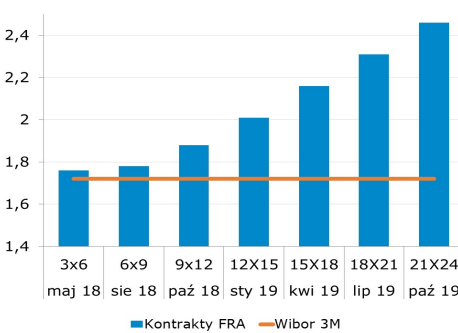


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.77	1.81	ON	1.20	1.50	EUR/PLN	4.1504
2Y	2.02	2.06	1M	1.51	1.71	USD/PLN	3.3346
3Y	2.27	2.31	3M	1.58	1.78	CHF/PLN	3.5806
4Y	2.48	2.52					
5Y	2.65	2.69	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.78	2.82	1x2	1.64	1.70	EUR/USD	1.2506
7Y	2.87	2.91	1x4	1.69	1.75	EUR/JPY	136.80
8Y	2.96	3.00	3x6	1.70	1.76	EUR/PLN	4.1530
9Y	3.03	3.07	6x9	1.73	1.78	USD/PLN	3.3214
10Y	3.10	3.14	9x12	1.83	1.88	CHF/PLN	3.5864

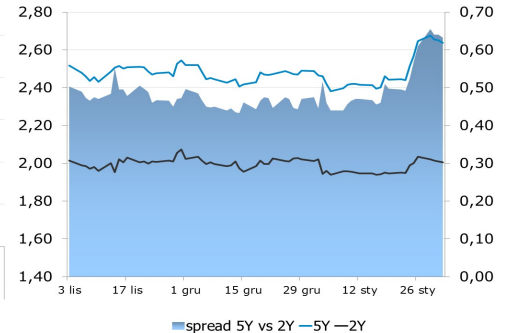
WIBOR 3M i 1Y



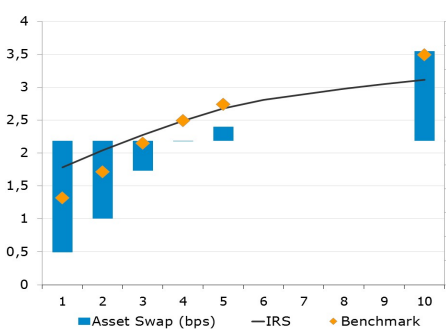
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



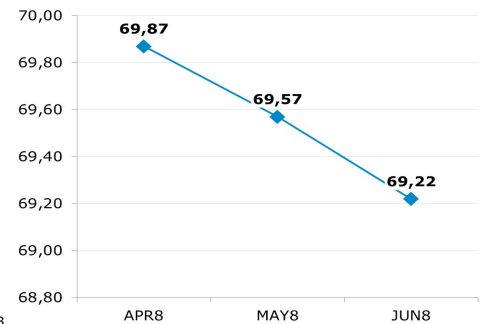
Asset swap i IRS



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.