

15 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		
12.02.2018 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
13.02.2018 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	sty	2.0	2.1	2.1	
10:30	GBR	CPI r/r (%)	sty	2.9	3.0	3.0	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	gru	-500	-230	272 (r)	-1152
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	gru	15400	16690	18243	15232
14:00	POL	Import (mln EUR)	gru	15900	16530	18134	16500
14.02.2018 ŚRODA							
0:50	JAP	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q4	0.2	0.6	0.1	
8:00	GER	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q4	0.6	0.8	0.6	
9:00	CZE	CPI r/r (%)	sty	2.2	2.4	2.2	
9:00	HUN	PKB r/r (%) <i>wstępny</i>	Q4	4.3	3.9	4.4	
10:00	POL	PKB r/r (%) <i>wstępny</i>	Q4	5.3	5.1	4.9	5.1
11:00	EUR	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q4	0.6	0.6	0.6	
14:30	USA	CPI m/m (%)	sty	0.3	0.2 (r)	0.2	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	sty	0.3	0.0 (r)	-0.3	
15.02.2018 CZWARTEK							
10:00	POL	CPI r/r (%)	sty	1.9	1.8	2.1	
14:30	USA	PPI m/m (%)	sty	0.4	-0.1	-0.1	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.02				
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	lut	17.9	17.7	17.7	
14:30	USA	Wskaźnik Philadelphia Fed (pkt.)	lut	21.0	22.2	22.2	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty	0.2	0.9	0.9	
16.02.2018 PIĄTEK							
9:00	CZE	PKB r/r (%) <i>wstępny</i>	Q4	1.0	5.0	5.0	
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	sty	7.6	6.9	7.3	
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sty	4.8	3.1	4.6	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	sty	1225	1192	1192	
16:00	USA	Wsk. kon. U. Michigan <i>wstępny</i> (pkt.)	sty	95.3	95.7	95.7	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: O godzinie 10:00 GUS opublikuje dane o inflacji CPI w styczniu. Więcej na ten temat można przeczytać w sekcji analiz.

Gospodarka globalna: Dzisiaj dane będą napływać wyłącznie z Oceanu. O godzinie 14:30, poza standardowym raportem o liczbie nowych bezrobotnych, opublikowane zostanie styczniowa inflacja PPI, a także regionalne wskaźniki koniunktury za luty z obszarów przemysłowych Nowego Jorku i Filadelfii. Kwadrans po 15 poznamy szacunki produkcji przemysłowej w USA w styczniu.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Produkt Krajowy Brutto w IV kwartale 2017 roku wzrósł o 5,1 proc. rdr wobec wzrostu w III kw. o 4,9 proc. rdr (szacunek flash).
- MF: Zadłużenie w obligacjach, po przetargu w ubiegłym tygodniu, według stanu na 12 lutego wynosi 614 430,981 mln zł wobec 609 430,881 mln zł wcześniej.
- EUR: Produkt Krajowy Brutto w IV kwartale 2017 r. wzrósł o 0,6 proc. kdk.
- USA: Ceny konsumpcyjne (CPI) w styczniu 2018 r. wzrosły o 0,5 proc. w ujęciu mdm, a rdr wzrosły o 2,1 proc.

Decyzja RPP (07.03.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.738	0.005
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.909	0.002
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.513	0.000

PROGNOZA mBanku

bez zmian

Dotyczy benchmarków Reuters

Po komplecie danych inflacyjnych z regionu nie zmieniamy prognozy inflacji.

Publikacje danych o inflacji z regionu za nami: Węgry 2,1% r/r (poprzednio 2,6%, zgodnie z konsensusem), Czechy 2,2% (poprzednio 2,4%, zgodnie z konsensusem). Jeśli trafność median rynkowych prognoz miałyby się sprawdzić, szykuje się spadek inflacji w Polsce z 2,1% do 1,9%, czyli dokładnie do poziomu naszej prognozy.

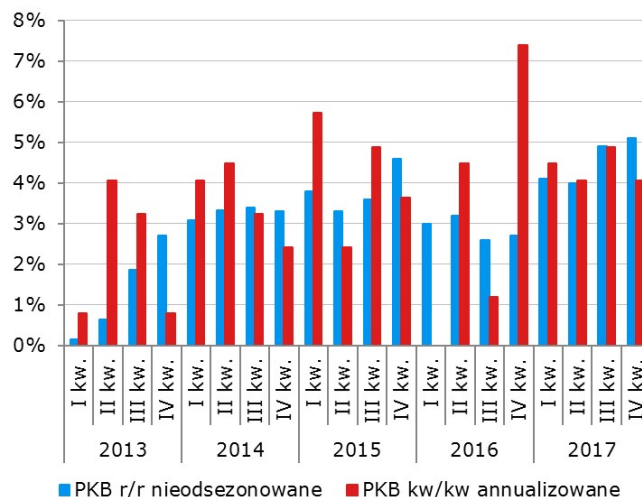
Szczegóły obu raportów są rozbieżne w zakresie cen żywności (na Węgrzech potężny wzrost m/m, w Czechach skromne 0,6%). Przełożenie tych danych na szacunki cen żywności w Polsce sugeruje ryzyko w górę w okolice 0,9-1,0% m/m (styczeń jest miesiącem, kiedy takie składanie jest zwykle obciążone w dół, a więc wymaga korekty w górę). Tymczasem ani krajowe ceny targowiskowe, ani oszacowania cen w handlu z indeksów koniunktury nie dają podstaw do tak wysokiego (a już na pewno nie skorygowanego wyżej) odczytu, nawet na początku roku. Szybka zmiana asortymentu w sklepach i duże wahania cenowe w obrębie miesięcy sugerują, że chomikowanie cen i ujawnianie nieciągłych wzrostów na początku roku po prostu jest rzadsze lub nie występuje, bo „koszty zmiany menu” są generalnie niskie. Informacje z regionu skłaniają nas tylko do neutralizacji ryzyka dla odczytu cen żywności, które wcześniej określaliśmy jako ryzyko w kierunku niższej realizacji.

Kategorie bazowe urosły w styczniu 2018 wolniej niż rok wcześniej; potwierdza się to w większości przypadków dla Węgier i Czech łącznie. Niejasny sygnał pojawia się w przypadku odzieży i obuwia, jednak tu polegamy na intuicji ekonomicznej i obstawiamy silniejsze spadki cen niż w roku ubiegłym z uwagi na efekty mocniejszego złotego oraz ogólny trend w tym kierunku, który widoczny jest od kilku miesięcy. Cen kontrolowanych nie ma sensu odnosić do przypadku polskiego. Wiemy, że na początku roku podrożały ceny ciepła oraz opału i to uwypukliliśmy w prognozach. Generalnie zakładamy także większy dryf niż w 2017 roku wśród cen usług dostarczanych przez sektor publiczny, jako że często bazą odniesienia jest inflacja, która w 2017 roku była dużo wyższa niż w 2016 roku.

Reasumując, pozostajemy przy prognozie inflacji na poziomie 1,9% i inflacji bazowej rosnącej o 0,9% (choć ta dgura zostanie opublikowana dopiero w marcu wraz z danymi za luty).

PKB przyspiesza pod koniec roku.

Według wstępnych danych, dynamika PKB w IV kwartale 2017 roku wyniosła 5,1% (1,0% kw/kw w ujęciu odsezonowanym). To wynik nieco niższy od naszych szacunków opartych na danych rocznych (5,3%), jednak jak zwykle przy takich ćwiczeniach przedział dopuszczalnych wyników jest duży i nieco przesadziliśmy (ostatecznie zrealizował się wzrost z dolnego ograniczenia przedziału wyników). Nie przejmowalibyśmy się również nadmiernie wynikiem odsezonowanym – na końcu próby filtry stosowane w procedurze odsezonowania są mało wiarygodne.



Czekając na szczegóły, które zostaną podane pod koniec miesiąca, już teraz możemy stwierdzić, że z pewnością przyspieszyła aktywność inwestycyjna (okolice 11%) i spowolniła konsumpcja (okolice 4,5%). Oczekujemy w kolejnych kwartałach utrzymania wysokiej dynamiki aktywności inwestycyjnej (rozruch wydatków unijnych koreluje się także z prywatną aktywnością inwestycyjną) oraz pewnej normalizacji wzrostów konsumpcji (4-4,5%). Ciężar generowania wzrostu pozostanie przy popycie krajowym, jednak przy większej roli inwestycji i wydatków kapitałowych przedsiębiorstw. Zostanie to odczytane przez RPP – czego po części już mogliśmy doświadczyć podczas poprzedniej konferencji – jako wyraz dalszego równoważenia się polskiej gospodarki. W tym kontekście zmiana struktury wzrostu sprzyja utrzymaniu gołębiej retoryki RPP.

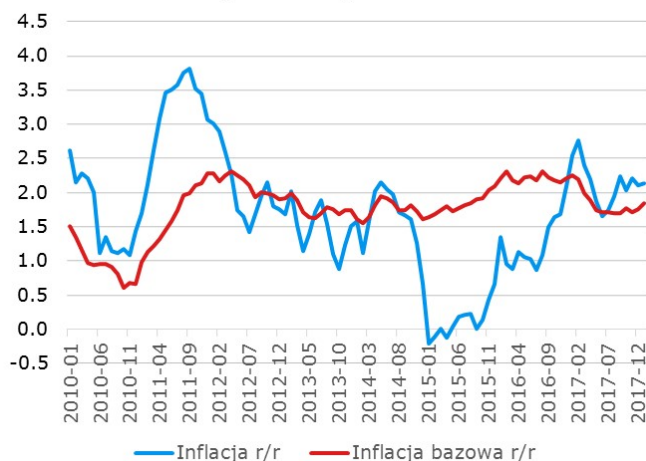
Fakt niewielkiego rozczarowania względem oczekiwań rynkowych nie ma naszym zdaniem absolutnie żadnych konsekwencji gospodarczych. Kolejny kwartał powinien przynieść odczyt zbliżony do 5%, co powinno pozwolić z łatwością na osiągnięcie dynamiki gospodarczej w 2018 roku na poziomie 4,6%+.

USA: zaskoczenie inflacją w górę.

Inflacja zaskoczyła w górę wzrostem o 0,5% m/m (po poprawce sezonowej). Inflacja bazowa wzrosła z kolei o 0,3% m/m generując nawet większe zaskoczenie. Miara roczna inflacji utrzymała się na poziomie sprzed miesiąca (2,1%), zaś inflacja bazowa przyspieszyła prawie o 0,1 pp. (z 1,76 do 1,845), choć nie widać tego po zaokrągleniach.

firmy odzyskują możliwość kształtowania cen, a jeśli nie mogą ich kształtować, to przynajmniej mogą dyktować wyższe ceny w ślad za pozostałymi firmami na bardziej konkurencyjnych rynkach), i wyższe stopy procentowe – to właśnie wczorajsza reakcja rynku stopy procentowej była wczoraj ekonomicznie poprawna i jednoznaczna: rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich przekroczyły 2,90%.

Inflacja vs inflacja bazowa w USA



W szerszym ujęciu procesy cenowe wcale nie wyglądają dramatycznie (patrz wykres); istotnym czynnikiem w przypadku niektórych miar bazowych mógł być efekt początku roku a skoki wygenerowały się w kategoriach, gdzie koszty zmiany menu są duże (uważamy jednak, że z biegiem czasu liczba takich kategorii powinna systematycznie spadać). To napisawszy należy przyznać, że inflacja jest właśnie tym, czego należałoby się w końcu spodziewać w tej fazie cyklu, a oczekiwania rynkowe na poziomie 3 podwyżek w tym roku mogą się jeszcze z łatwością przesunąć w kierunku 4, bo taki jest właśnie górny limit wyznaczony – póki co – przez najbardziej jastrzębie skrzydło Fed.

Uważamy, że po pojedynczym odczycie inflacji Fed nagle nie przyzna, że jest pewny odnośnie nieuchronności przyspieszenia inflacji i ogłosi przyspieszenie zacieśnienia polityki pieniężnej. Instytucja ta analizuje gospodarkę w znacznie szerszym horyzoncie i ma za sobą lata niedostrzelenia celu inflacyjnego. W tym kontekście dyskusja, która toczy się odnośnie zmiany celu inflacyjnego na poziom cen może mieć znaczenie i wpływać na skalę cierpliwość tej instytucji, przynajmniej w najbliższym czasie. W średnim terminie doskonała koniunktura w USA generowana na granicy możliwości wytwórczych powinna sprzyjać narastaniu presji inflacyjnej i kolejnym, stopniowym podwyżkom stóp procentowych. Inflacja bazowa powinna jednak w sposób trwały i znaczący generować zaskoczenia w górę, aby w ciągu 2-3 miesięcy Fed zrewidował swoje plany odnośnie stóp procentowych.

Reakcja na dane była bardzo ciekawa. Na początku umocnił się dolar i spadły indeksy giełdowe. Później wszystko się odwróciło. Naszym zdaniem przy dużych ruchach czynniki stricte rynkowe (a więc popyt i podaż) są decydujące dla zachowania instrumentów finansowych i przysłaniają myślenie ekonomiczne. W średnim terminie wyższa inflacja powinna implikować jednak mocniejszego dolara, mocniejszą giełdę (kanał podwyżek stóp procentowych jest ważny, ale wyższa inflacja oznacza także, że

EURUSD fundamentalnie

Reakcja na dane o inflacji w USA była bardzo ciekawa. Dolar najpierw książkowo się umocnił, później gwałtownie osłabił. Naszym zdaniem w reakcji tej absolutnie nie było żadnych zależności przyczynowo-skutkowych, które można byłoby wiązać z zasadami ekonomii. Umocnienie dolara tuż po publikacji było wyrazem paniki inwestorów po wzroście stóp procentowych i tąpnięciu na giełdzie. Później inwestorzy giełdowi zorientowali się, że inflacja jest przecież dla nich dobra (wyższe ceny, wyższe zyski) i tym samym dolar utracił wcześniejsze zdobycze jako bezpiecznej przystani. Naszym zdaniem taka reakcja w średnim terminie nie ma sensu. Być może i gospodarka amerykańska niczym się obecnie nie wyróżnia, ale efekty słabego dolara oraz wyższej inflacji w postaci wyższych stóp procentowych niż wcześniej sądzono oraz lepszych wyników gospodarczych powinny prowadzić do umocnienia tej waluty, zwłaszcza że jest ona obecnie wyjątkowo słaba. Uważamy, że EURUSD nie pokona wcześniej wyznaczonych szczytów i wróci do korekty spadkowej.

EURUSD technicznie

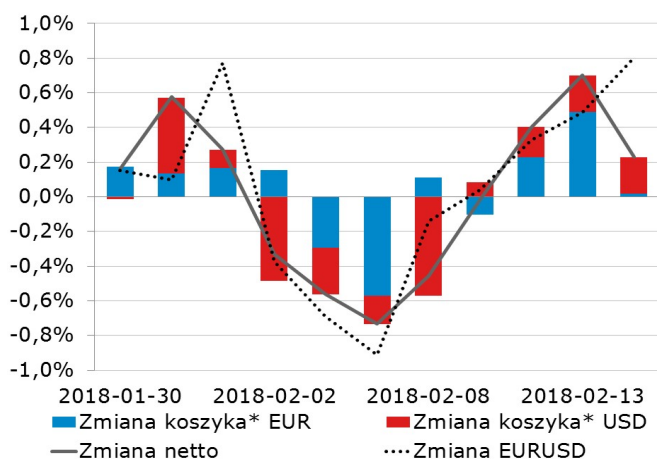
Pozycja: Otwieramy małe warunkowe zlecenie short po 1,2500 z S/L 1,2550.

Preferencja: Range (1,2220 – 1,2537).

Początkowy spadek kursu ostatecznie odbił się od MA30, a notowania kontynuowały przez resztę sesji wzrost. Realizuje się ruch w range (1,22-1,25). Szersze ujęcie wciąż nie sprzyja ruchowi w górę (dywergencja na wykresie 4h). Sądzymy, że momentum jest aktualnie niewystarczające do przebicia maksimum lokalnego 1,2537, a nowych impulsów wzrostowych na razie nie widać. Powoli szukamy okazji do zajęcia pozycji short, na razie ustawiamy jedynie małe zlecenie warunkowe, na razie bez zlecenia T/P.

Wsparcie	Opór
1,2216/39	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

Nasze przewidywania odnośnie reakcji złotego na inflację w USA potwierdziły się w 100%. Niestety elementem, który sprawił dużą niespodziankę była reakcja samego dolara. I tak najpierw złoty prawidłowo się osłabił za mocniejszym dolarem, ale później gwałtownie się umocnił za dolarem słabszym. W ujęciu koszyka (50% EUR, 50% USD) krajowej walucie niewiele już brakuje do ostatnich szczytów. Oczekujemy, że EURUSD będzie miał trudności w przekroczeniu ostatnich szczytów, co da asumpt do powrotu do korekty. Z tego względu spodziewamy się także, że siła złotego się nie utrzyma. Nie ma to też większego sensu ekonomicznego – dobre wyniki polskiej gospodarki są już faktem od dłuższego czasu, ale konkurencja po stronie stóp procentowych robi się w gospodarce światowej coraz bardziej intensywna. W tej sytuacji bez reakcji RPP złoty powinien się osłabić i warto w okolicy 4,15-4,16 szukać okazji do kupowania EURPLN.

EURPLN technicznie

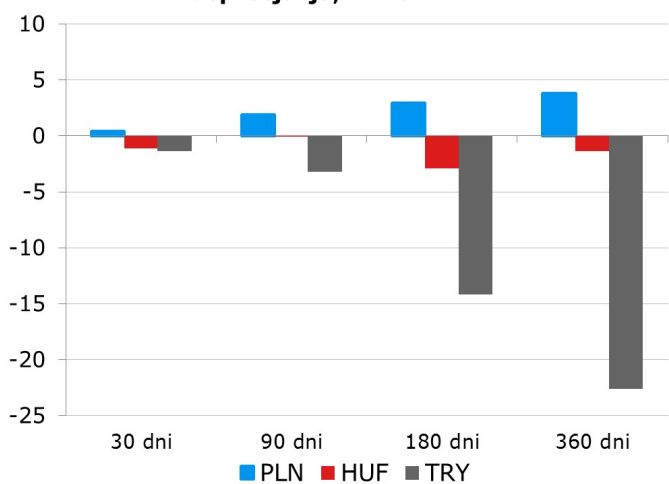
Pozycja: Złapane zlecenie S/L po 4,1600 na małej pozycji long po 4,1674 (74 pipsy straty).

Preferencja: Korekta w trendzie wzrostowym?

Wczorajszy poranny wzrost kursu EURPLN ostatecznie nie poradził sobie z MA30 na wykresie 4h. W drugiej części sesji silny spadek sprowadził notowania aż w okolice 4,1550, przebijając przy tym pas wsparcia w okolicy 4,16/4,17 na wykresie 4h (załapaliśmy przez to zlecenie S/L). Po przełamaniu poziomu Fibo 61,8% sądzimy, że wzrost z ostatnich tygodni ostatecznie załamał się, jednak nie mamy pewności czy notowania powrócą teraz do trendu spadkowego, czy będą poruszać się w range. Charakter fundamentalny wczorajszego spadku (czytaj więcej obok) pozostawia także wątpliwości w kwestii kontynuacji spadku w najbliższych dniach (nawet jeżeli przed minimum lokalnym 4,1293 nie ma ważniejszych wsparć). Zmienność intraday powinna pozostać wysoka, pozostajemy poza rynkiem.

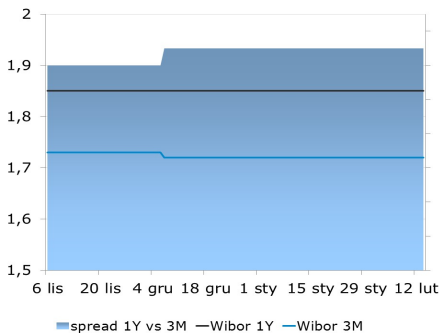
Wsparcie	Opór
4,1293	4,2505
4,0344	4,2255
3,9672	4,2033

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

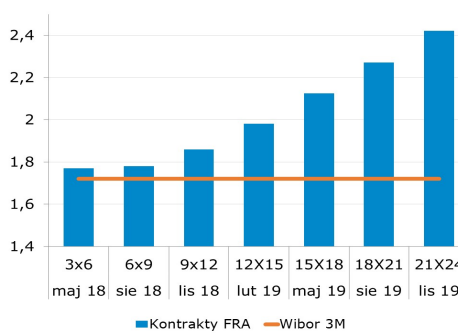


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.77	1.81	ON	1.45	1.55	EUR/PLN	4.1716
2Y	2.01	2.05	1M	1.46	1.66	USD/PLN	3.3769
3Y	2.26	2.30	3M	1.56	1.76	CHF/PLN	3.6110
4Y	2.46	2.50					
5Y	2.63	2.67	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.76	2.80	1x2	1.64	1.70	EUR/USD	1.2448
7Y	2.87	2.91	1x4	1.69	1.75	EUR/JPY	133.21
8Y	2.96	3.00	3x6	1.71	1.77	EUR/PLN	4.1529
9Y	3.04	3.08	6x9	1.73	1.78	USD/PLN	3.3367
10Y	3.11	3.15	9x12	1.80	1.86	CHF/PLN	3.5919

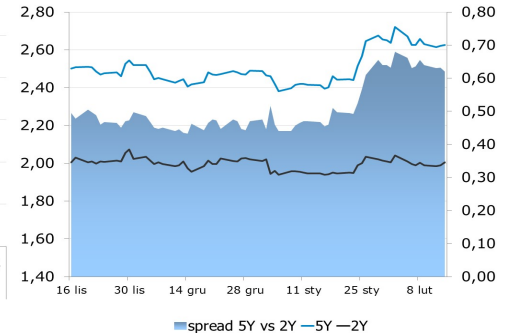
WIBOR 3M i 1Y



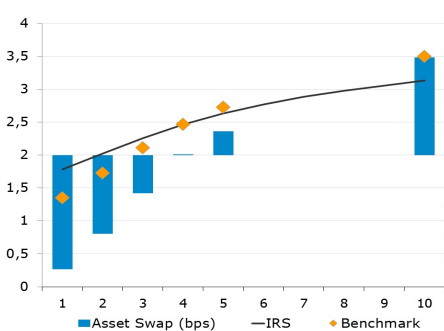
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



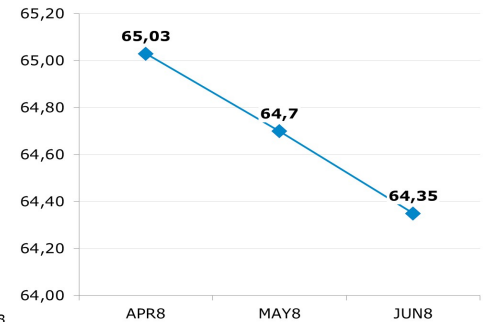
Asset swap i IRS



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.