

8 marca 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 zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
05.03.2018 PONIEDZIAŁEK							
9:50	FRA	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	lut		57.9	57.9	57.4
9:55	GER	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	lut		55.3	55.3	55.3
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	lut		56.7	56.7	56.2
10:30	GBR	PMI w usługach (pkt.)	lut		53.3	53.0	54.5
15:45	USA	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	lut		55.9	55.9	55.9
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	lut		59.0	59.9	59.5
06.03.2018 WTOREK							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sty		-1.4	1.8 (r)	-1.4
16:00	USA	Zamówienia na d. trwale m/m (%) <i>finalny</i>	sty		-3.6	-3.7	-3.6
07.03.2018 ŚRODA							
11:00	EUR	PKB kw/kw (%) <i>finalny</i>	Q4		0.6	0.6	0.6
	POL	Decyzja RPP (%)	07.03	1.50	1.50	1.50	1.50
14:15	USA	Zatrudnienie ADP (tys.)	lut		200	244 (r)	235
14:30	USA	Biland handlowy (mld USD)	sty		-55.0	-53.9 (r)	-57
08.03.2018 CZWARTEK							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sty		-1.8	3.0 (r)	-3.9
9:00	HUN	CPI r/r (%)	lut		2.0	2.1	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	08.03		0.000	0.000	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	03.03		220	210	
09.03.2018 PIĄTEK							
2:30	CHN	PPI r/r (%)	lut		3.8	4.3	
2:30	CHN	CPI r/r (%)	lut		2.3	1.5	
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		-0.2	0.5	
9:00	CZE	CPI r/r (%)	lut		1.9	2.2	
10:30	GBR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		1.5	-1.3	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.)	lut		195	200	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lut		4.0	4.1	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna: Głównym wydarzeniem dnia będzie decyzja EBC (więcej na ten temat można przeczytać w sekcji analiz). Na Starym Kontynencie warto wspomnieć jeszcze o publikacji inflacji CPI na Węgrzech, która może pomóc w doprecyzowaniu prognoz tego wskaźnika dla Polski. Za Oceanem jedyną publikacją będzie cotygodniowy raport o bezrobociu.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- RPP na śródownym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, referencyjna stopa procentowa NBP wynosić będzie nadal 1,50 proc. w skali rocznej.
- Departament Analiz Ekonomicznych NBP: Inflacja z 50-proc. prawdopodobieństwem ukształtuje się w 2018 r. w przedziale 1,6-2,5 proc., w 2019 r. w przedziale 1,7-3,6 proc., a w 2020 r. w przedziale 1,9-4,1 proc. Wzrost PKB z 50-proc. prawdopodobieństwem wyniesie 3,5-5,0 proc. w 2018 r., 2,8-4,8 proc. w 2019 r. i 2,6-4,6 proc. w 2020 r.
- Glapiński: Według nowej projekcji do końca 2020 roku nie widać powodów do podnoszenia stóp procentowych.
- MRPiPS: Stopa bezrobocia w lutym wyniosła 6,8 proc. vs 6,9 proc. w styczniu.
- USA: W firmach przybyło w lutym 235 tys. miejsc pracy (ADP Employer Services).

Decyzja RPP (11.04.2018)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%	GERGB 10Y	0.661	0.004
stopy bez zmian		100%	USAGB 10Y	2.885	-0.004
obniżka 25 bps		0%	POLGB 10Y	3.330	-0.048
PROGNOZA mBanku		bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Dziś decyzja EBC

Tradycyjnie już decyzja zostanie ogłoszona o 13:45, zaś konferencja prasowa rozpocznie się o 14:30. Nie spodziewamy się ani zmian stóp procentowych, ani ogłoszenia konkretnych planów w sprawie zakupów aktywów – to prawdopodobnie poczeka do czerwca. Zgodnie jednak z preferencją niektórych członków Rady Gubernatorów wyrażoną w „Minutes”, dziś można się spodziewać usunięcia tzw. „easing bias” z komunikacji. Zostało ono wprowadzone w grudniu 2016 roku, kiedy rozpoczęła się też dyskusja o ograniczeniu QE. Był to wówczas konieczny słodzik dla rynków.

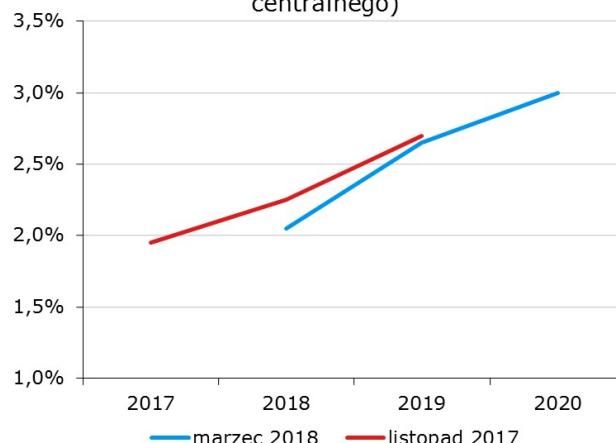
Świetne wyniki koniunktury, przesunięcie w oczekiwaniach rynkowych i ogólny wzrost akceptacji dla bardziej jastrzębiego stanowiska banku centralnego sprawiają, że dołączanie do komunikacji frazy o tym, że zakupy aktywów mogą zostać zwiększone w sytuacji, gdy sytuacja w gospodarce się pogorszy, jest już zupełnie niepotrzebne, zwłaszcza że EBC znajduje się na stopniowej ścieżce normalizacji polityki pieniężnej. Taka argumentacja ze strony Dragiego gwarantuje, że ta drobna zmiana komunikacji nie powinna mieć istotnego wpływu na rynek. Przedstawione na posiedzeniu projekcje również nie powinny dawać amunicji zwolennikom szybszego zacieśnienia monetarnego. Należy spodziewać się przedłużenia dotychczasowych trendów, gdyż inflacja – szczególnie bazowa – w ogóle się nie rozpęda, potwierdzając płaskość krzywej Philipsa na tym etapie domykania luki popytowej.

Tak gołębia RPP nie była jeszcze nigdy

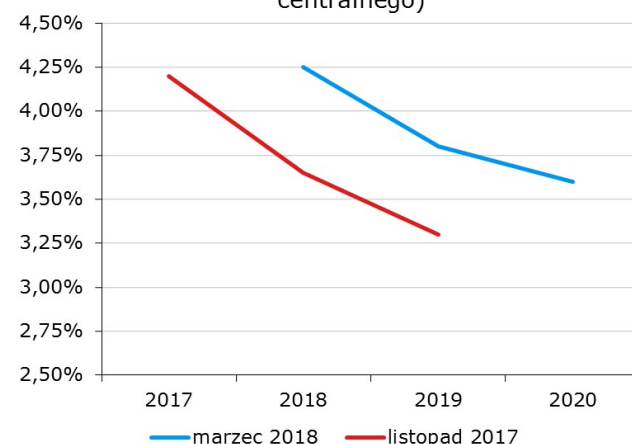
Wynik marcowego posiedzenia RPP okazał się zgodny z oczekiwaniami – stopy procentowe zostały utrzymane bez zmian. Również komunikat po posiedzeniu Rady został poddany tylko kosmetycznym zmianom, związanym z dostosowaniem do danych napływających w ostatnich tygodniach – w szczególności, odnotowany został prawdopodobny wzrost inwestycji prywatnych w IV kwartale.

Nowym elementem jest oczywiście marcowa projekcja inflacyjna, której zręby poznaliśmy w dniu wczorajszym. Zgodnie z przewidywaniami, prognozy wzrostu PKB zostały podwyższone (tzn. dostosowane do rzeczywistości malowanej przez dane o PKB za IV kwartał i aktywność ekonomiczną na przełomie roku), choć spadkowa ścieżka wzrostu PKB została utrzymana. Prognozy inflacji nieznacznie obniżono z uwagi na niższy punkt startowy i (jak wnioskujemy na podstawie słów prezesa Głapińskiego) rewizję oczekiwań co do inflacji bazowej, która na przełomie roku zaskoczyła wyraźnie in minus w stosunku do poprzedniej projekcji NBP. W 2020 roku środek przedziału centralnego projekcji inflacji wypada na 3% r/r – i na to uwagę zwrócili bodaj wszyscy obserwatorzy RPP – ale należy to póki co postrzegać jako przedłużenie trendów już wcześniej istniejących w wynikach modelu NECMOD.

Projekcja inflacji (środek przedziału centralnego)

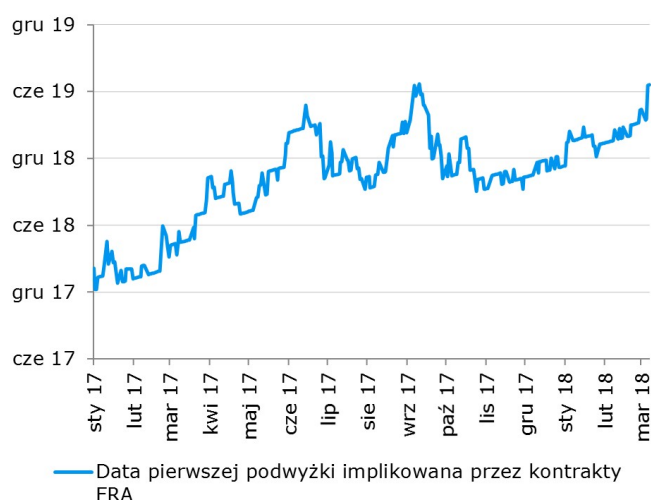


Projekcja PKB (środek przedziału centralnego)



Jeżeli ktoś spodziewał się, że jeszcze wyraźniejsze przebicie celu NBP w horyzoncie projekcji wywoła zmianę nastawienia RPP lub skłoni to gremium do bardziej jastrzębich komentarzy, to konferencja prasowa po posiedzeniu rozwiała te złudzenia. W istocie rzeczy, biorąc pod uwagę kontekst komentarzy prezesa Głapińskiego (tj. aktualny i prognozowany stan gospodarki i procesów inflacyjnych), była to jedna z najbardziej gołębih konferencji RPP w historii. Prezes NBP nie tylko powtórzył zapowiedź utrzymywania stóp procentowych bez zmian w tym roku, ale de facto przedłużył ten okres o kolejne dwa lata – twierdząc, że w świetle wyników ostatniej projekcji stopy mogą pozostać bez zmian nawet do 2020 roku. Dodatkowym gołębi smaczkiem była również sugestia, że pierwszym ruchem obecnej RPP może być obniżka stóp procentowych. Takie stanowisko uzasadniano znanymi już argumentami: prognozowanym na świecie i w Polsce spowolnieniem gospodarczym, powrotem inwestycji, podnoszącymi produktywność i produkt potencjalny w Polsce, efektami kompozycyjnymi zawyżającymi wzrost wynagrodzeń (to nowość, absolutnie bez potwierdzenia w danych), zerwaniem związków między wzrostem i inflacją na całym świecie czy wreszcie strukturalnym spadkiem inflacji z uwagi na procesy globalizacyjne. W istocie rzeczy, scenariuszem bazowym dla RPP wydaje się być cały czas taki, w którym gospodarka sama z siebie spowalnia, a to (łagodne wszakże) spowolnienie nie do końca jasnymi dla nas kanałami zdejmując presję wzrostową z płac i cen, prowadząc do samoistnego ustabilizowania się inflacji w okolicy celu.

Gołębie przesłanie prezesa Glapińskiego okazało się być zaskoczeniem dla rynków – w reakcji na jego słowa obniżyły się rentowności obligacji wzdłuż całej krzywej, oczekiwania rynku co do pierwszej podwyżki stóp procentowych przesunęły się z kwietnia na lipiec 2019 r. (por. wykres poniżej) i osłabił się złoty. W dalszym ciągu uważamy, że stopy procentowe zostaną podniesione w 2019 roku. Oczywiście z dzisiejszej perspektywy oraz przy bieżącej retoryce RPP wydaje się to mało prawdopodobne, ale należy pamiętać, że przy solidnym domknięciu luki popytowej i w warunkach silnego wzrostu płac, procesy inflacyjne przebiegają zwykle w dość gwałtowny sposób, a funkcja reakcji inflacji bazowej na zmienne makro jest nieliniowa. Jest naszym zdaniem za wcześnie, aby już teraz wykluczyć scenariusz szybszych wzrostów inflacji bazowej: sama relacja cen w usługach i kosztów pracy jest na tyle mocna, że może sprowadzić inflację bazową do 2% pod koniec roku. Obecnie wyjątkowo gołębie stanowisko RPP sprawia, że gremium to staje się podatne na zaskoczenia. Tym samym gra na dalsze przesuwanie oczekiwań na podwyżkę stóp nie ma już aktualnie sensu. Odnowić mogą ją tylko bardzo słabe dane inflacyjne.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD w okolicach 1,24 przy niewielkiej zmienności. Inwestorzy czekają przede wszystkim na ogłoszenie decyzji z Białego Domu ws. cel. Odnosimy jednak wrażenie, że decyzja jest już w dużej mierze zdyskontowana (dotyczy to także części działań odwetowych ze strony innych krajów). Tym samym sam fakt ogłoszenia decyzji nie powinien mieć istotnego wpływu na kurs. Wczorajsze dobre dane o ADP zostały praktycznie zignorowane, choć w tej fazie cyklu wzrosty rzędu 200+ to wynik nie tyle dobry, co rewelacyjny. Nie jest to oczywiście pierwszy taki przypadek, więc tym bardziej inwestorzy czekają, kiedy kondycja rynku pracy przełoży się na płace (kolejny sprawdzian w piątek wraz z publikacją NFP). Bez potwierdzenia z tej strony dolar nie będzie w stanie rosnąć. Dziś decyzja EBC wraz z zestawem nowych projekcji. Sam upływ czasu powoduje, że ten bank centralny powinien wykonywać kolejne kroki w celu zmniejszenia akomodacji monetarnej. Tak powinno być też dzisiaj (patrz komentarz w sekcji analiz), ale ostatnie wzrosty stóp procentowych sugerują, że reakcja stóp procentowych nie powinna być duża.

EURUSD technicznie

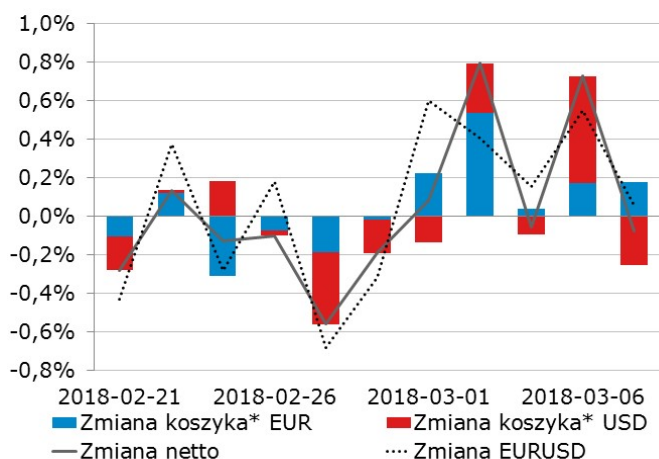
Pozycja: Brak.

Preferencja: Range (1,2160 – 1,2550).

Wczorajszy dzień upłynął bez większych zmian, dzisiaj powinno być nieco ciekawiej ze względu na czynniki fundamentalne (czytaj więcej obok). Na razie kurs zatrzymał się w swojej wędrówce do górnej granicy range, jest za wcześnie żeby grać tę formację od strony short. Z drugiej strony, dalsza przestrzeń do dalszego wzrostu w ramach range jest zbyt mała, aby grać long. Wciąż czekamy na zamknięcie świecy na wykresie tygodniowym, aby stwierdzić, czy wygasła dywergencja, która miała spowodować wybiecie w dół z range. Dzisiaj pozostajemy poza rynkiem.

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

EURPLN wybił się ponad 4,20, jednak ruch był mało dynamiczny. Zachętą do wybicia w górę i jego bezpośrednią przyczyną było bardzo gołębnie posiedzenie RPP, po którym oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych przesunęły się na lipiec 2019 (więcej czytaj w sekcji analiz). Realizuje się scenariusz, o którym pisaliśmy od dłuższego czasu. Po wzrostach stóp procentowych na świecie, pogłębienie łagodnej retoryki RPP wpływa negatywnie na PLN przez kanał dysparytetu stóp procentowych. Osłabienie nie powinno być gwałtowne i głębokie. Tym niemniej obecnie taktyka inwestorów wobec PLN zmieni się i momenty korekcyjnego umocnienia złotego będą traktowali jako okazję do sprzedaży krajowej waluty. Jeśli piątkowe dane z USA oraz dzisiejsze posiedzenie EBC zaskoczą jastrzębio, deprecjacja może przejściowo nabrać tempa.

EURPLN technicznie

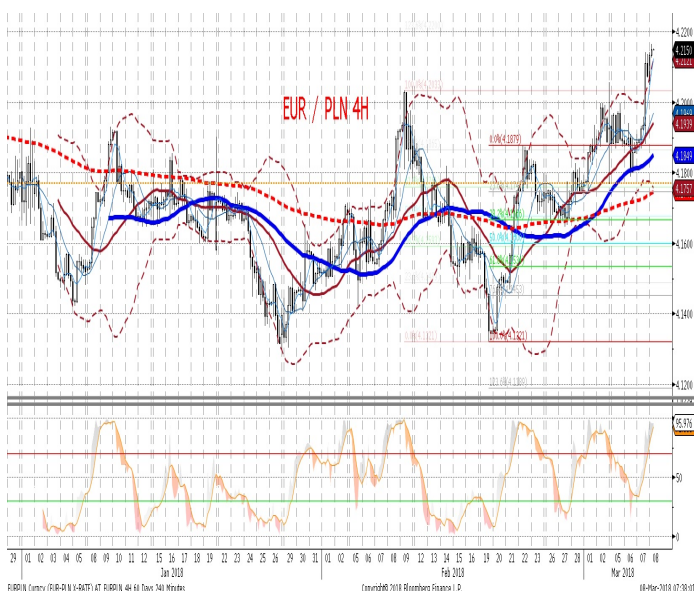
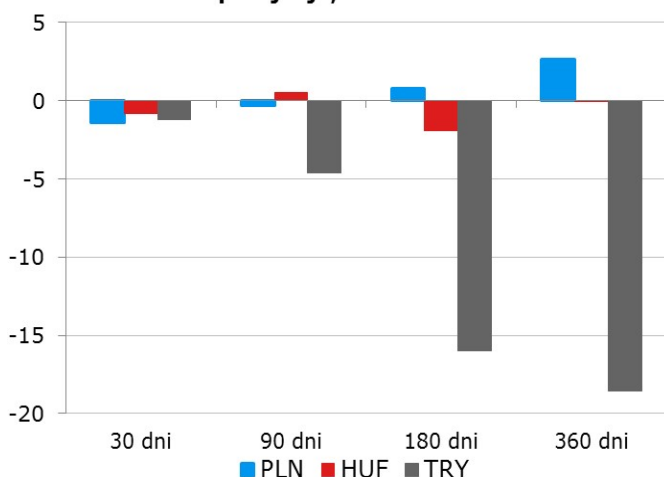
Pozycja: Złapane zlecenie S/L po 4,2060 na pozycji short zajętej po 4,1892 (168 ticków straty).

Preferencja: Wybicie w górę z range (4,13–4,18/20).

Wczoraj kurs EURPLN wzrósł o około dwie figury, przez co wybił się z formacji range, a my złapaliśmy zlecenie S/L. Przyczyną tego ruchu należy szukać w czynnikach fundamentalnych (czytaj więcej obok). Wybicie powinno być impulsem dla dalszego wzrostu, jednak przestrzeń do ruchu w górę nie jest wolna od oporów. Pomiędzy 4,22, a 4,26 znajdują się liczne opory na wykresach dziennym i tygodniowym (wraz z linią długiego trendu spadkowego). Nie jesteśmy przekonani, czy momentum wzrostowe będzie wystarczające aby przebić te poziomy. Z tego powodu w najbliższych dniach spodziewamy się konsolidacji w obszarze 4,20/4,23. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
4,1293	4,3206
4,0344	4,2500
3,9672	4,2225

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.74	1.78
2Y	1.91	1.95
3Y	2.11	2.15
4Y	2.30	2.34
5Y	2.44	2.48
6Y	2.57	2.61
7Y	2.67	2.71
8Y	2.76	2.80
9Y	2.85	2.89
10Y	2.90	2.94

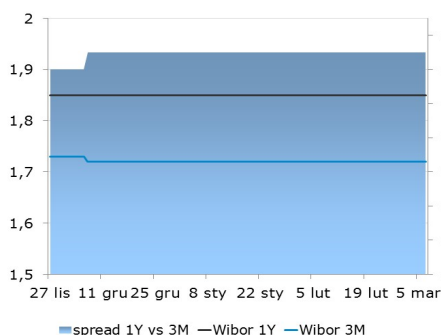
depo	BID	ASK
ON	1.35	1.55
1M	1.49	1.69
3M	1.40	1.60

FRA	BID	ASK
1x2	1.65	1.70
1x4	1.70	1.73
3x6	1.71	1.76
6x9	1.72	1.77
9x12	1.78	1.83

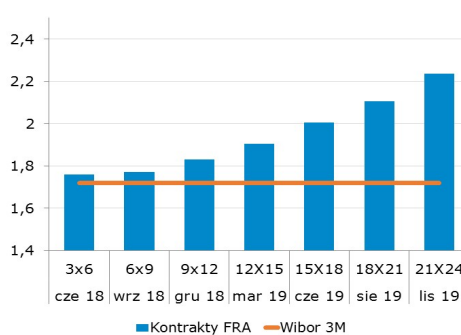
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1922
USD/PLN	3.3744
CHF/PLN	3.5992

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2409
EUR/JPY	131.64
EUR/PLN	4.2045
USD/PLN	3.3901
CHF/PLN	3.5933

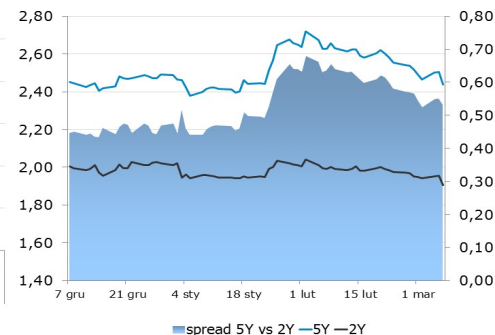
WIBOR 3M i 1Y



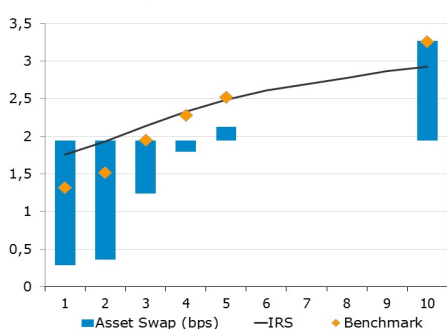
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



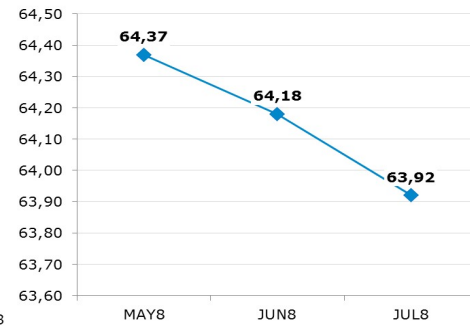
Asset swap i IRS



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. Kwantowania 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.