

15 lutego 2019

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

Maciej Zdrolik
analityk
tel. +48 22 829 02 56
maciej.zdrolik@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		
11.02.2019 PONIEDZIAŁEK							
10:30	GBR	PKB kw/kw (%)	Q4		0.3	0.6	0.2
10:30	GBR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		0.1	-0.3 (r)	-0.5
12.02.2019 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	sty		2.8	2.7	2.7
13.02.2019 ŚRODA							
9:00	CZE	CPI r/r (%)	sty		2.1	2.0	2.5
10:30	GBR	CPI r/r (%)	sty		1.9	2.1	1.8
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		-0.4	-1.7	-0.9
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	gru	-1066	-854	-240 (r)	-1400
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	gru	16426	16714	20058 (r)	16005
14:00	POL	Import (mln EUR)	gru	17528	17943	20280 (r)	17345
14:30	USA	CPI r/r (%)	sty		1.5	1.9	1.6
14.02.2019 CZWARTEK							
0:50	JAP	PKB kw/kw (%)	Q4		0.4	-0.7 (r)	0.3
8:00	GER	PKB kw/kw (%)	Q4		0.1	-0.2	0.0
9:00	HUN	PKB r/r (%)	Q4		4.6	4.9	5.0
10:00	POL	PKB r/r (%)	Q4	4.8	4.8	5.1	4.9
14:30	USA	PPI r/r (%)	sty		2.1	2.5	2.0
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	09.02		225	235 (r)	239
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	gru		0.1	0.1 (r)	-1.2
15.02.2019 PIĄTEK							
2:30	CHN	CPI r/r (%)	sty		1.9	1.9	1.7
2:30	CHN	PPI r/r (%)	sty		0.3	0.9	0.1
9:00	CZE	PKB r/r (%)	Q4		2.4	2.4	
10:00	POL	CPI r/r (%)	sty	1.0	1.0	1.1	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	lut		7.0	3.9	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		0.1	0.3	
16:00	USA	Wsk.koniunktury kons. Umich (pkt.)	lut		93.5	91.2	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dziś GUS opublikuje dane o inflacji w styczniu. Dostępne prognozy wskazują na jej minimalny spadek, z 1,1 do 1,0%. Wynik ten jest jednak obciążony dużą niepewnością z uwagi na sposób uwzględnienia zapisów ustawy o mrożeniu cen energii elektrycznej, zmiany cenników firm na przełomie roku oraz kształtowanie się niektórych cen administrowanych. Co więcej, bilans ryzyk jest rozłożony dość symetrycznie. My zakładamy brak zmian cen energii elektrycznej, duże wzrosty cen wywozu nieczystości, kolejny solidny miesięczny spadek cen paliw i nieco niższy niż rok wcześniej wzrost cen żywności. W konsekwencji, inflacja obniży się nieznacznie, z 1,1 do 1,0% r/r, przy wzroście inflacji bazowej do ok. 1% r/r.

Gospodarka globalna: W Europie można odnotować publikację danych o PKB w Czechach. Uwaga rynków będzie jednak skierowana przede wszystkim na dane z USA: dane o koniunkturze konsumenckiej Uniwersytetu Michigan i wskaźnik Empire State to pierwsze mierniki nastrojów w lutym; z kolei produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu najprawdopodobniej minimalnie w ujęciu miesięcznym.

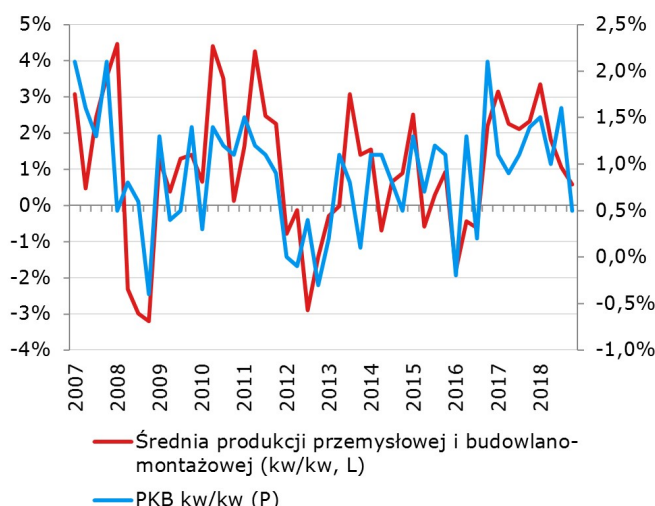
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Produkt Krajowy Brutto w IV kwartale 2018 roku wzrósł o 4,9 proc. rdr wobec wzrostu na poziomie 5,1 proc. rdr w III kw. – wynika z szacunku flash. Kdk PKB wzrósł o 0,5 proc.
- GER: Produkt Krajowy Brutto pozostał bez zmian w IV kwartale 2018 roku kdk, po uwzględnieniu czynników sezonowych – poinformował w komunikacie Federalny Urząd Statystyczny w Wiesbaden w I wyliczeniu.
- USA: Sprzedaż detaliczna w USA w grudniu 2018 r. spadła o 1,2 proc. w ujęciu miesiąc do miesiąca – podali statystycy Departamentu Handlu. Analitycy spodziewali się wzrostu wskaźnika o 0,1 proc. mdm.

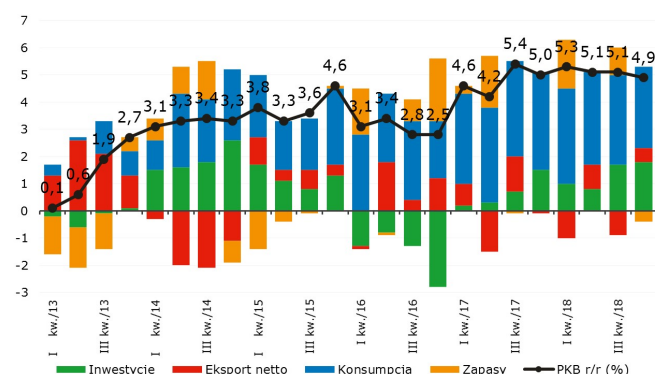
Decyzja RPP (06.03.2019)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.000	0.000
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.659	-0.004
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.709	0.021
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

PKB za IV kwartał poniżej 5% r/r, ale to nie koniec spowolnienia

Zgodnie z opublikowanym dziś odczytem flash PKB wzrósł w IV kwartale o 4,9% r/r, czyli bez większych odchyleń w stosunku do prognoz i blisko dolnego przedziału szacunków wzrostu PKB na podstawie danych rocznych opublikowanych dwa tygodnie temu. Wysoki, bliski 5% wzrost odzwierciedla jednak w dużej mierze solidną bazę wygenerowaną przez pierwsze trzy kwartały roku – sama końcówka roku była już słabsza i wynik ten (+0,5% kw/kw) jest zbliżony ze wskazaniami płynącymi z danych o większej częstotliwości.



Dane nie wnoszą nic nowego do naszych rozważań na temat struktury wzrostu PKB, które prezentowaliśmy w komentarzu do danych rocznych. Na ich podstawie szacujemy, że w ostatnich trzech miesiącach roku zawiodła zarówno konsumpcja prywatna (spowolnienie z 4,5 do ok. 4,0% r/r), jak i inwestycje (z 9,9 do 6,8% r/r). Większemu spowolnieniu zapobiegło zaskakujące (zwłaszcza w świetle danych o deficycie handlowym) pojawienie się dodatniego wkładu eksportu netto. Na potwierdzenie tych przypuszczeń poczekamy jednak jeszcze dwa tygodnie, kiedy to zostaną opublikowane szczegóły PKB w IV kwartale.



Ciekawsze są implikacje dzisiejszych danych dla kolejnych kwartałów. Po pierwsze, pokazują one, że polski wzrost PKB nie jest niewrażliwy na zmiany koniunktury zagranicą i obserwowane od początku 2018 r. spowolnienie w strefie euro znajduje odzwierciedlenie w danych dla Polski. Po drugie, słaby wynik IV kwartału zmniejsza nieco „nawis”, jaki dla statystyk w 2019 r. stanowią dane z końcówki 2018 r. Jednocześnie, jeśli prawdą jest że krótkoterminowe momentum polskiej gospodarki przesunęło się z przedziału 1-1,5% kw/kw do 0,5% kw/kw (a wskaźniki koniunktury dobitnie to potwierdzają), to wysokie odczyty z

początku 2018 r. generują potężną bazę dla PKB na początku b.r. W konsekwencji, uważamy, że konsensus rynkowy nie docenia potencjału do spowolnienia PKB w I kwartale. Ścieżka wzrostu gospodarczego w tym roku daleko będzie do gładkości, która wydaje się dominować w prognozach. Naszym zdaniem już w I kwartale PKB spowolni poniżej 4% r/r.

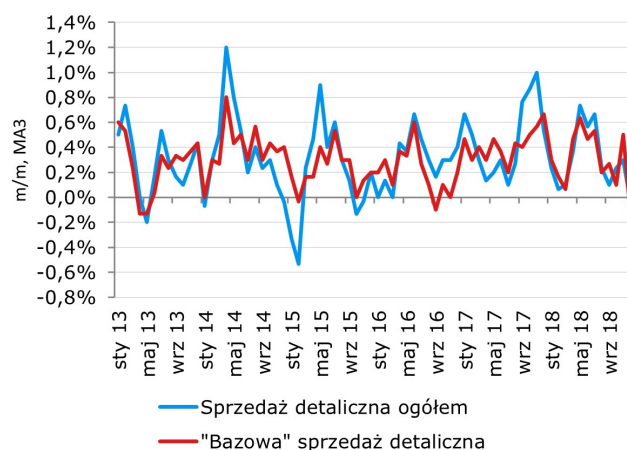
Z punktu widzenia RPP dane za I kwartał to wciąż daleka przyszłość i póki co wydzwięk danych za IV kwartał musi być dla RPP pozytywny. Scenariusz bazowy, w którym wzrost jednocześnie pozostaje „dobry” i ma nieco gorsze perspektywy, zostanie utrzymany i być może nawet potwierdzony wyższymi projekcjami NBP w marcu. Nasze postrzeganie polityki pieniężnej nie ulega zmianom – stopy procentowe pozostaną bez zmian w dającej się przewidzieć przyszłości, a wyceny rynkowe mogą w zależności od sytuacji na rynkach globalnych i wydzwięku bieżących danych oscylować między wycenianiem cięć, a oczekiwaniem podwyżek stóp proc.

Czarna seria danych z USA

Tak złych danych z USA nie widzieliśmy od dłuższego czasu – wczorajsza seria danych makroekonomicznych (sprzedaż detaliczna za grudzień, PPI za styczeń, tygodniowy raport na temat nowych wniosków o zasiłki) przyniosła same negatywne niespodzianki i wywołała dużą reakcję na rynkach finansowych (spadek rentowności obligacji, słabszy dolar). Tym samym, tendencja do poprawy nastrojów i konstruktywnego spoglądania na gospodarkę USA (przejściowo być może) załamała się.

Sprzedaż detaliczna spadła w grudniu o 1,2% m/m (oczekiwano +0,1% m/m), sprzedaż z wyłączeniem samochodów o 1,8% m/m (oczekiwano braku zmian), z wyłączeniem samochodów i paliw o 1,4% m/m (wobec prognoz +0,4%), a sprzedaż bazowa – o -1,7% m/m (tu również prognozy wynosiły +0,4% m/m). Są to największe jednorazowe zaskoczenia w danych o sprzedaży od 2008 roku i najsłabsze dynamiki miesięczne od 2001 lub 2008 r. (w zależności od wskaźnika). Przegląd szczegółów wskazuje na powszechną słabość – poza samochodami i materiałami budowlanymi każda z głównych kategorii zanotowała spadki. W przypadku sprzedaży nie sklepowej (ang. *nonstore retailers*) spadek wyniósł aż 4% m/m. W następstwie fatalnego grudnia cały IV kwartał w wydatkach konsumenckich kończy się najgorzej co najmniej od jesieni 2016 r.

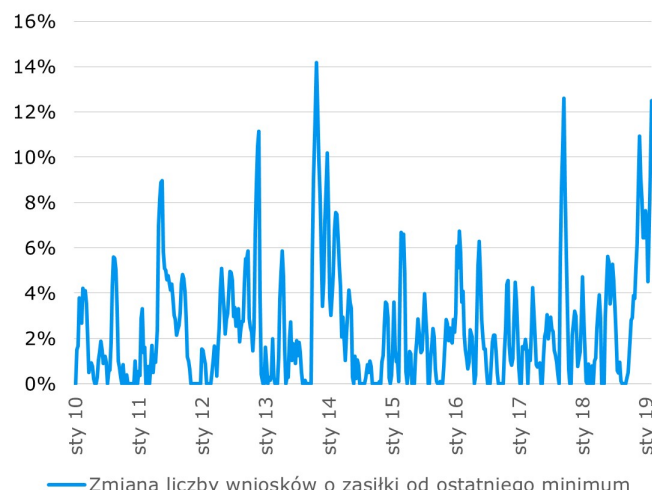
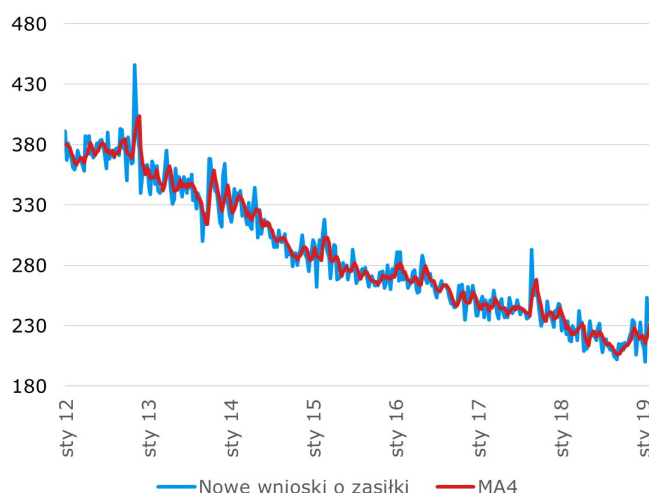
Momentum nominalnej sprzedaży detalicznej



Dane o sprzedaży są tym bardziej szokujące, jeśli uwzględnimy

się całą dostępną wiedzę na temat aktywności ekonomicznej na przełomie roku. Po pierwsze, rząd federalny został wyłączony dopiero w końcówce miesiąca i, jeśli zawieszenie jego funkcjonowania nie wpłynęło na proces zbierania danych, to czynnik ten raczej bezpośrednio nie wpłynął na dane. Po drugie, spadku sprzedaży nie zapowiadały zmiany w koniunkturze konsumenckiej – ta pogorszyła się dopiero w styczniu, w reakcji na *shutdown*. Po trzecie, dane te stoją w sprzeczności z sygnałami płynącymi ze spółek na temat wyników świątecznej sprzedaży oraz z dobrymi danymi o zatrudnieniu w handlu detalicznym w grudniu. Po czwarte, pewien wpływ na wyniki mógł mieć spadek cen surowców energetycznych i relatywnie dobra pogoda w grudniu – sprzedaż gwałtownie taniejącego w grudniu oleju opałowego jest zaliczana właśnie do *nonstore retailers*, razem ze sprzedażą internetową (sic!). Z drugiej strony, nie można wykluczyć negatywnego wpływu silnych spadków na giełdzie i atmosfery w mediach na wydatki konsumenckie (dlaczego nie znalazło to odzwierciedlenia w badaniach ankietowych konsumentów, pozostaje jednak zagadką). Osobiście jest również fakt, że sprzedaż detaliczna rozczarowała we wszystkich większych gospodarkach rozwiniętych (USA, Wielka Brytania, Niemcy, pozostałe państwa strefy euro), a nawet w Polsce. Wążąc wszystkie dostępne informacje, możemy zatem rozczarowanie w danych o sprzedaży przypisać częściowo czynnikom jednorazowym, a częściowo zaburzeniom na rynkach finansowych i w polityce w grudniu. Innymi słowy, w zwyczajowo zaszumionych danych o sprzedaży jest pesymistyczny sygnał.

Drugą daną, na którą warto zwrócić uwagę, są cotygodniowe odczyty nowych wniosków o zasiłki dla bezrobotnych. W ostatnich tygodniach dana ta rozczarowywała i nawet pobieżny rzut oka na szereg wskazuje, że lokalne dno zostało już osiągnięte. Oczywiście, zarówno dynamika, jak i poziomy tej dane są dalekie od ostrzegawczych, a epizody wzrostu liczby wniosków o zasiłki się zdarzały już wielokrotnie w obecnym cyklu, ale wskaźnik ten musi być monitorowany. Tutaj sygnały recesyjne zaczynają się przy wzroście o ok. 15-20% r/r (obecna wartość: 0,8% r/r).



Niezależnie od przyczyn stojących za wczorajszymi zaskoczeniami i roli czynników jednorazowych, niezrealizowany popyt jest niezrealizowanym popytem i oczekiwania dotyczące wzrostu PKB w IV kwartale dostosują się znacząco. Skala pogorszenia danych może być niespodzianką, ale kierunek już jednak nie – od dłuższego czasu spodziewaliśmy się, że wzrost w USA w 2019 roku spowolni (do ok. 2%) z uwagi na wygasanie efektów pakietu fiskalnego, mocnego dolara i zacieśnienie warunków finansowych pod koniec roku. Jakkolwiek perspektywy popytu konsumpcyjnego pozostają w USA dobre, tak wszelkie twarde dane na ten temat będą po wczorajszej publikacji obserwowane ze zdwojoną uwagą (w końcu to nie konsumpcja miała ostro spowalniać w 2019 r.). Poprawa sytuacji na rynkach w styczniu i lutym daje przynajmniej nadzieję, że wpływ grudniowych zaburzeń się odwróci. Z punktu widzenia Fed jest to jednak kolejny argument za utrzymywaniem neutralnego nastawienia i wstrzymaniem podwyżek przynajmniej do połowy b.r.

EURPLN fundamentalnie

Złoty wczoraj umocnił się pod koniec dnia o ok. 1 grosz, co można przypisywać zarówno technicznej korekcie ostatnich wzrostów EURPLN (patrz obok), jak i powiązaniom z globalnymi trendami (słabszy dolar – mocniejszy złoty). Odczyt PKB za 4 kwartał, bliski konsensusu rynkowemu (4,9 vs 4,8%), nie przełożył się na zachowanie złotego. Jak piszemy w sekcji analiz kolejny kwartał przyniesie już jednak niższy wzrost co powinno przekładać się na przejściowe osłabienie złotego. Dziś EURPLN powinien podążać w ślad za danymi o styczniowej inflacji, która może zaskoczyć ... w każdą stronę, głównie ze względu na ceny kontrolowane administracyjnie.

EURPLN technicznie

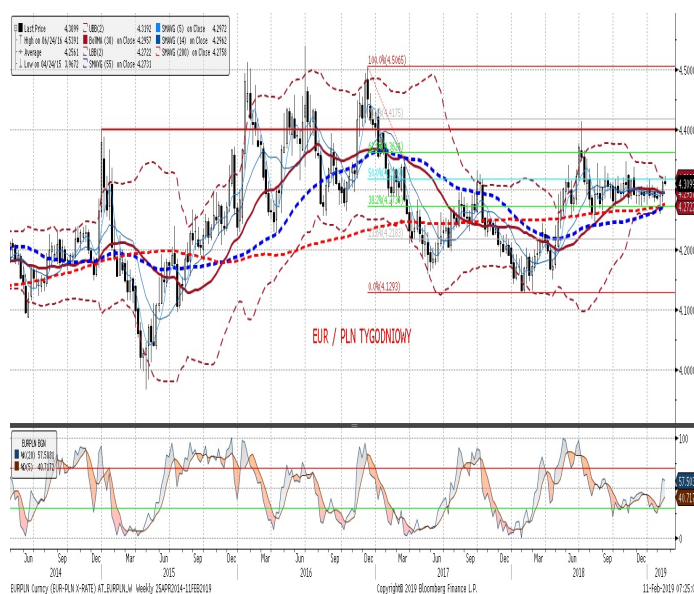
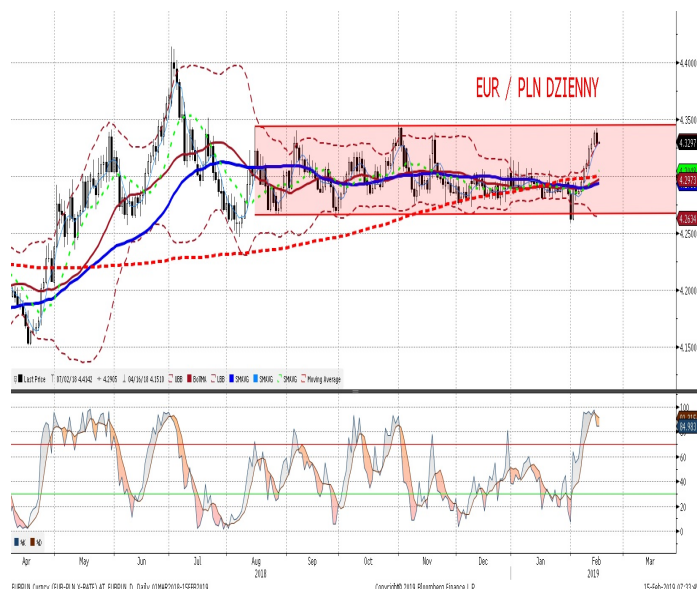
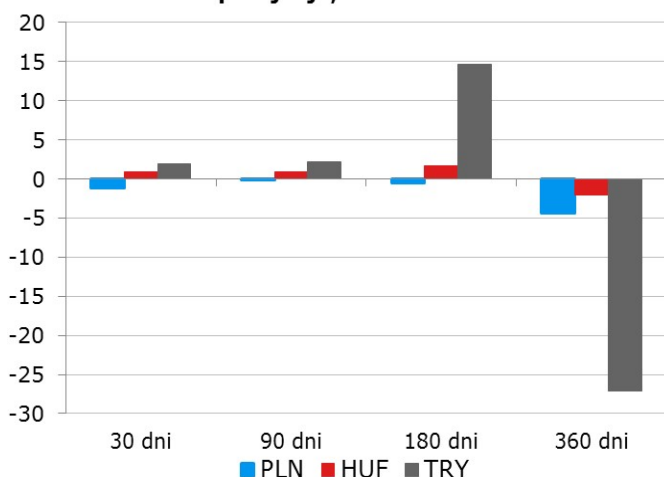
Nowa pozycja: Mała pozycja short po 4,3380, S/L 4,3530, T/P 4,31.

Preferencja: Range 4,25-35

Kurs ruszył w dół na poziomach spójnych z seria maksimów lokalnych sprzed ostatnich miesięcy. Po 7 sesjach wzrostowych nadeszła pora na korektę. Póki co nie jest ona jednak głęboka – notowania zatrzymały się na MA30 z wykresu 4h i najkrótszej średniej wykresu dziennego. Liczymy więc przynajmniej na dojdzie do bardziej neutralnych poziomów w okolicach MA55 na 4h (4,31).

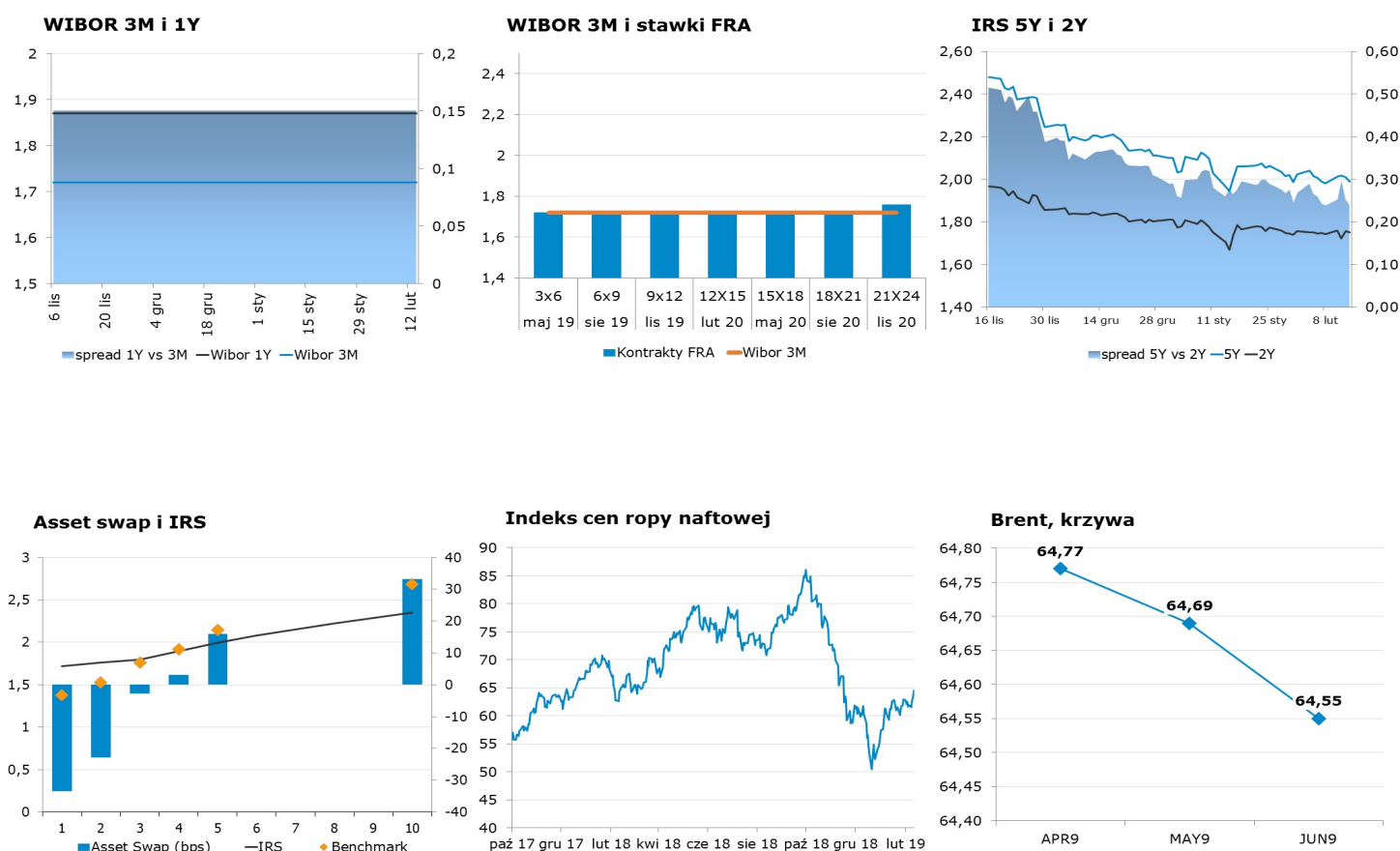
Wsparcie	Opór
4,2657	4,4142
4,2030	4,3570
4,1511	4,3401

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



IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.71	1.75	ON	1.15	1.90	EUR/PLN	4.3394
2Y	1.75	1.79	1M	1.41	1.81	USD/PLN	3.8516
3Y	1.80	1.84	3M	1.61	1.96	CHF/PLN	3.8182
4Y	1.89	1.93					
5Y	1.99	2.03					
6Y	2.07	2.11					
7Y	2.14	2.18					
8Y	2.21	2.25					
9Y	2.27	2.31					
10Y	2.33	2.37					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.61	1.67	EUR/USD	1.1293
1x4	1.69	1.73	EUR/JPY	124.78
3x6	1.69	1.72	EUR/PLN	4.3282
6x9	1.68	1.72	USD/PLN	3.8315
9x12	1.68	1.72	CHF/PLN	3.8144



Uwaga!

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z art. 83c Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o Obrocie Instrumentami Finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 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.