

22 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 zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
18.02.2019 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
19.02.2019 WTOREK							
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	sty	7.1	6.9	6.1	7.5
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sty	2.0	2.0	2.8	2.9
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	gru		4.0	4.0	4.0
11:00	GER	Indeks ZEW – sytuacja bieżąca (pkt.)	lut		21.0	27.6	15.0
11:00	GER	Indeks ZEW – oczekiwania (pkt.)	lut		-13.7	-15.0	-13.4
20.02.2019 ŚRODA							
10:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	sty	3.1	3.8	2.8	6.1
10:00	POL	PPI r/r (%)	sty	2.5	2.1	2.2	2.2
10:00	POL	Koniunktura konsumencka	lut				
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka (pkt.)	lut		-7.7	-7.9	-7.4
20:00	USA	Minutes FOMC	sty				
21.02.2019 CZWARTEK							
9:15	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	lut		51.0	51.2	51.4
9:15	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	lut		48.5	47.8	49.8
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	lut		49.9	49.7	47.6
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	lut		52.9	53.0	55.1
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	lut		50.3	50.5	49.2
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	lut		51.3	51.2	52.3
10:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	sty	2.0	7.5	12.2	3.2
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	sty	4.4	5.5	3.9	5.2
14:00	POL	Minutes RPP	lut				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	16.02		230	239	216
14:30	USA	Wskaźnik Philly Fed (pkt.)	lut		14.7	17.0	-4.1
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	gru		1.8	1.0	1.2
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	lut		55.0	54.9	53.7
15:45	USA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	lut		54.3	54.2	56.2
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.wtórny (mln)	sty		5.00	5.00	4.94
22.02.2019 PIĄTEK							
10:00	GER	Indeks Ifo – sytuacja bieżąca (pkt.)	lut		103.9	104.3	
10:00	GER	Indeks Ifo – oczekiwania (pkt.)	lut		94.2	94.2	
10:00	POL	Koniunktura w przedsiębiorstwach	lut				
14:00	POL	M3 r/r (%)	stv	9.0	9.4	9.2	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dane o M3 powinny pokazać nieznaczny spadek dynamiki rocznej podaży pieniądza. Ciekawsze od nich będą dane o koniunkturze w przemyśle, handlu i usługach za luty (publikacja o 10:00).

Gospodarka globalna: Pogorszenie koniunktury w niemieckim przemyśle i poprawa w usługach powinny znaleźć odzwierciedlenie we wskaźnikach Ifo za luty. W Stanach Zjednoczonych bez publikacji, za to z dużą liczbą wystąpień przedstawicieli Fed (Bostic, Williams, Clarida, Quarles, Bullard).

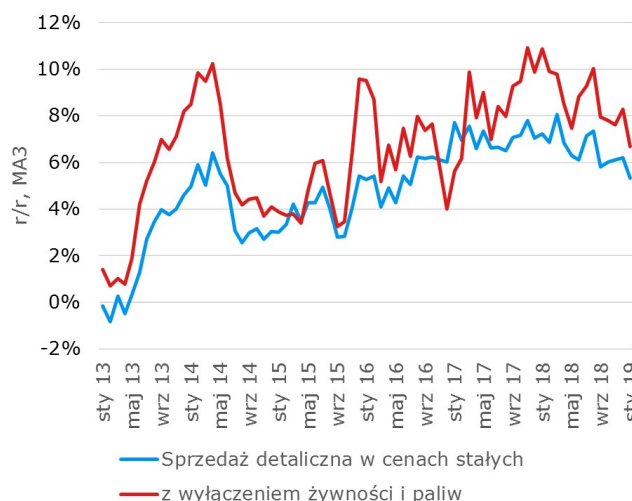
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Produkcja budowlano-montażowa w styczniu 2019 r. wzrosła o 3,2 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem spadła o 61,2 proc. Sprzedaż detaliczna w styczniu 2019 r. wzrosła o 6,6 proc. w ujęciu rocznym.
- Zubelewicz: Przy inflacji przekraczającej 2,5 proc. w horyzoncie projekcji lub ryzyku jej przyspieszenia w ciągu 18-24 mies. można myśleć o podwyżce stóp.
- GER: Indeks PMI w przemyśle wyniósł w lutym 47,6 pkt. wobec 49,7 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca - podano wstępne wyliczenia. Natomiast w usługach indeks wyniósł w lutym 55,1 pkt. wobec 53,0 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca

Decyzja RPP (06.03.2019)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	0.125	-0.009
stopy bez zmian		100%		USAGB 10Y	2.688	-0.007
obniżka 25 bps		0%		POLGB 10Y	2.728	0.014
PROGNOZA mBanku		bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

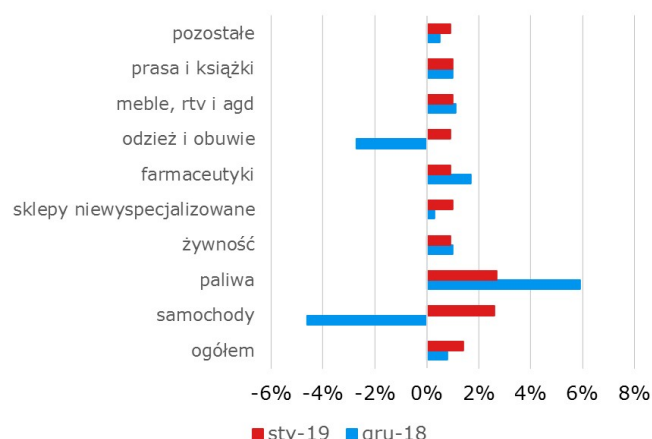
Kolejne dane za styczeń już nie tak optymistyczne

Sprzedaż detaliczna w styczniu wzrosła o 5,2% r/r w cenach stałych, zgodnie z konsensusem rynkowym, ale powyżej naszej prognozy (4,4% r/r). Przegląd szczegółów publikacji ujawnia jedno źródło pomyłki: sprzedaż żywności odbiła po słabym grudniu w sposób znacznie bardziej zdecydowany niż pierwotnie szacowaliśmy (z -1,4 do 6,1% r/r, ceny bieżące). Zachowanie pozostałych kategorii nie przynosi już znaczących niespodzianek: (1) sprzedaż paliw spowolniła za sprawą efektu cenowego, częściowo zrównoważonego przez wyższy wolumen sprzedaży; (2) sprzedaż dóbr trwałych i półtrwałych przyspieszyła minimalnie, o maks. 2 pkt. proc; (3) stabilizacja dynamiki sprzedaży w pozostałych sklepach niewyspecjalizowanych to zapewne wypadkowa mniejszej liczby dni handlowych i odbicia po relatywnie słabym grudniu; (4) zdominowana przez materiały budowlane kategoria Pozostałe spowolniła z 10,9 do 4,9% r/r, co można przypisać mniejszej aktywności mieszkaniowej. W konsekwencji, miary „bazowej” sprzedaży detalicznej spowolniły. Przytoczymy tylko jedną z nich – dynamika sprzedaży realnej po wyłączeniu żywności i paliw spadła z 6,5 do 5,0% r/r. Trend spadkowy w sprzedaży detalicznej jest zatem utrzymany (por. wykres poniżej).

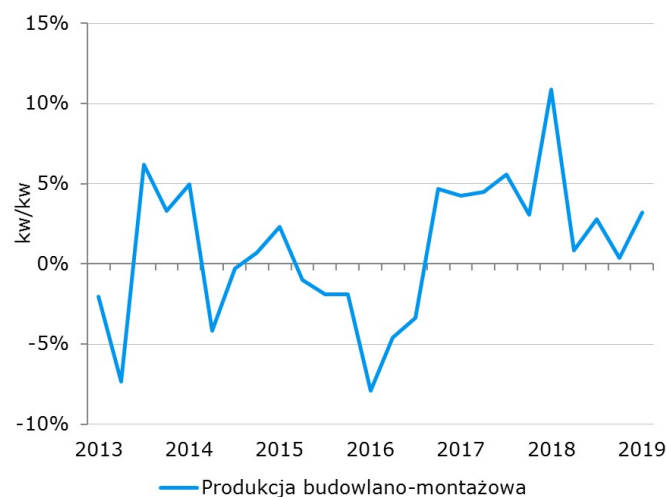


Za ciekawostkę należy uznać zachowanie deflatorów sprzedaży detalicznej, które – zamiast spowalniać – wyraźnie przyspieszyły w styczniu. W przypadku cen bazowych (z wyłączeniem żywności i paliw) przyspieszenie jest szczególnie imponujące – z -0,6% do 1,3% r/r. Jest to fenomenalnie spójne z wstępnymi danymi o inflacji, które zaskoczyły w dużej mierze wystrzałem inflacji bazowej. Które kategorie cen sprzedaży najbardziej zatem przyspieszyły względem grudnia? Samochody, motocykle i części (z -4,6 do +2,6% r/r) oraz odzież i obuwie (z -2,6% do +0,9% r/r). Oznacza to (warto przy tym jednak pamiętać o innym przeważeniu koszyka konsumpcyjnego względem struktury sprzedaży detalicznej), że najprawdopodobniej nie w usługach, tylko w dobrach konsumpcyjnych należy szukać głównego źródła inflacyjnej niespodzianki.

Dynamika cen sprzedaży detalicznej



Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w styczniu o 3,2% r/r, znacznie poniżej konsensusu (ok. 8% r/r), ale blisko naszej prognozy wynoszącej 2%. Głównym czynnikiem przemawiającym za spowolnieniem w budownictwie był silny efekt bazy, który szacujemy na ponad 8 pkt. proc. (cały I kwartał 2018 r. był rekordowy pod względem przyrostu produkcji w budownictwie). W samym styczniu produkcja wzrosła o 3,2% m/m po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych, co należy uznać za dobry wynik zważywszy na niekorzystne warunki atmosferyczne panujące w tym miesiącu – ich efekt jest widoczny najprawdopodobniej tylko w dwucyfrowym spadku produkcji w sekcji robót specjalistycznych. Perspektywy dla sektora budowlanego w rozpoczynającym się roku wyznacza trajektoria inwestycji publicznych. Według naszych szacunków opartych o kontraktację środków UE, plany budżetowe samorządów i stan przetargów, przyrost inwestycji publicznych w tym roku będzie niewielki (choć dodatni), co znajdzie odzwierciedlenie w spowolnieniu produkcji budowlanej.

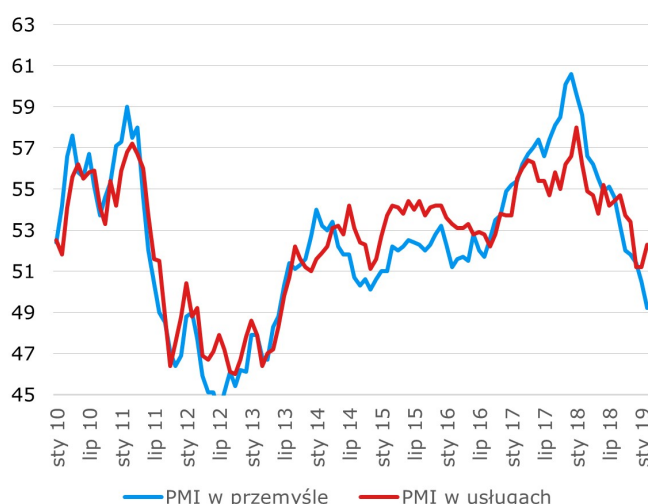


Po jednym miesiącu szacunki PKB są obciążone dużym błędem. Na podstawie danych styczniowych możemy ostrożnie szacować wzrost PKB na ok. 4% r/r, nasz scenariusz skokowego spowolnienia na początku roku jest wciąż w grze, pomimo niespodzianki w produkcji przemysłowej. Jego mechanika (konsumpcja, inwestycje publiczne) również wygląda w świetle tych danych dobrze. Z punktu widzenia RPP dane bez większego znaczenia – zostaną odebrane jako potwierdzenie preferowanego przez to gremium scenariusza gospodarczego. Stopy procentowe zostaną utrzymane bez zmian w kolejnych kwartałach, a

ryzyka rozkładają się równomiernie, o czym świadczy wczorajsza wypowiedź A. Glapińskiego.

Bez przełomu we wskaźnikach koniunktury dla strefy euro

Koniunktura w strefie euro poprawiła się w lutym po raz pierwszy od sierpnia 2018 r. – wskaźnik PMI wzrósł bowiem z 51,1 do 51,4 pkt. Wynik ten nie jest jednak efektem zsynchronizowanej geograficznie i sektorowo poprawy sentymentu, a raczej wypadkową rozbieżnych tendencji. Poprawa w usługach (z 51,2 do 52,3) z nawiązką zrównoważyła katastrofalny wynik przemysłu (spadek z 50,5 do 49,2 – najgorzej od czerwca 2013 r.). W ujęciu geograficznym widać przede wszystkim poprawę we Francji (w obydwu sektorach) i w Niemczech – tutaj solidnego wyniku usług (55,1) towarzyszył ostry spadek sentymentu w przemyśle (do 47,6). Na peryferiach koniunktura pogorszyła się w lutym, co sugeruje, że siła sektora usługowego była w tym miesiącu fenomenem ograniczonym do Niemiec i Francji.



Przegląd subindeksów PMI wskazuje na to, że podłoże, natura i mechanika spowolnienia nie zmieniły się ani o jotę. Popyt zewnętrzny wciąż spada (wskaźnik zamówień w przemyśle na najniższym poziomie od wiosny 2013 r., zamówienia eksportowe wciąż na solidnych minusach), a w raportach wymieniona jest wprost słabość popytu z Azji Wsch. i Chin w szczególności. W przypadku popytu wewnętrznego skala spowolnienia jest mniejsza, o czym świadczy utrzymująca się przewaga usług nad przemysłem. Czynnikiem stabilizującym koniunkturę w strefie euro są również plany przedsiębiorstw w zakresie zatrudnienia – pozostają one na relatywnie wysokim poziomie, nawet na peryferiach. Spowolnienie oznacza mniejsze wykorzystanie mocy wytwórczych i mniejszą presję na kontrahentów i łańcuchy dostaw, a w konsekwencji – mniejszą presję kosztową i skalę wzrostów cen własnych. Pod tym względem raporty są więc niepokojąco spójne.

Prosty model ekonometryczny wskazuje na to, że gospodarka strefy euro wzrosła w I kwartale o 0,1% kw/kw. Ważniejsze pytanie dotyczy jednak przyszłości i tego, czy dywergencja między usługami i przemysłem ma szansę się utrzymać na dłużej. Bieżąca różnica między indeksami koniunktury dla usług i przemysłu (3,1 pkt.) jest największą od czasu zakończenia globalnej recesji w 2009 r. W przeszłości tej skali rozjazdu między sektorami nie utrzymywały się długo, a im większy rozjazd, tym większa szansa na to, że oceny koniunktury w

przemysle i usługach zbliżą się w kolejnych miesiącach do siebie. Co więcej, po okresach dużej dywergencji między przemysłem i handlem częściej następowały spadki niż wzrosty ogólnego indeksu PMI. Innymi słowy, duża przewaga usług nad przemysłem w strefie euro koryguje się raczej przez pogorszenie nastrojów w usługach niż poprawę w przemyśle. Jest to być może najbardziej niepokojący wniosek płynący z analizy lutowej koniunktury.

Jak wskazywaliśmy wielokrotnie, strukturalna przewaga oszczędności nad inwestycjami w strefie euro i niedostatek popytu wewnętrznego (wyjaśniając – jego bieżąca dynamika jest w normie, ale poziom jest za niski) oznaczają, że munchausenowskie wyciągnięcie samej siebie ze spowolnienia nie jest w przypadku tej gospodarki możliwe bez zmiany paradygmatu w polityce fiskalnej (co jest wciąż pieśnią przyszłości). Oznacza to, że odbicie koniunktury w europejskim przemyśle jest warunkowane poprawą popytu zewnętrznego, konkretniej, azjatyckiego i to tam należy szukać sygnałów wyprzedzających. Z punktu widzenia EBC obecny stan koniunktury oznacza, że na drodze do realizacji celu inflacyjnego gospodarka strefy euro wrzuciła bieg wsteczny i konieczność złagodzenia polityki pieniężnej jest jeszcze bardziej paląca. Spodziewamy się, że stanie się to na marcowym posiedzeniu i nowy pakiet stymulacyjny będzie w pierwszym kroku obejmować znaczące przesunięcie płynnościowych (TLTRO), a jego skala będzie obliczona na zaskoczenie rynków na gołębią modłę i rozluźnienie warunków finansowych.

EURUSD fundamentalnie

EURUSD wczoraj podążał w ślad za wskaźnikami koniunktury po obu stronach oceanu, na koniec dnia skutkując nieco słabszym euro w stosunku do dolara. Europejskie PMI wskazują na dalsze pogarszanie nastrojów w przemyśle i ich poprawę w usługach (więcej w sekcji analiz). Analogicznie zachowują się amerykańskie PMI (te pozostają jednak na wyższych poziomach), do których doszedł wczoraj jeszcze słaby odczyt indeksu koniunktury Fed z Filadelfii. Nieco lepsze dane spłynęły natomiast z amerykańskiego rynku pracy. Dzisiaj zostaną opublikowane kolejne wskaźniki koniunktury (Ifo), które mogą dalej wpływać na EURUSD. Ponadto kończy się kolejna runda rozmów Chiny – USA, tutaj na razie brak konkretniejszych informacji ale każda pozytywna wiadomość może skutkować wzrostem EURUSD. Dodatkowo, dzień upłynie pod znakiem wystąpień przedstawicieli Fed – najprawdopodobniej będą one ostrożnie optymistyczne w kwestii perspektyw gospodarki USA.

EURUSD technicznie

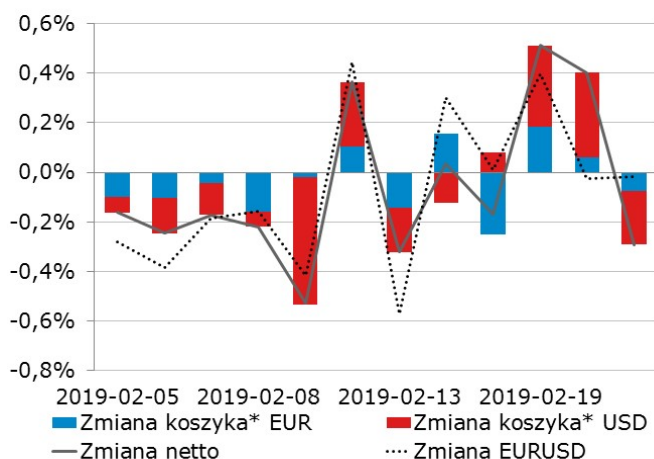
Pozycja: Brak.

Preferencja: Range 1,13-1,18.

BolMA30/MA55 na razie ogranicza wzrosty EURUSD. Ani tam, ani na wykresie 4H nie widać oznak odwrócenia trendu, a układ kresek na 4H to raczej ruch w ramach kanału wzrostowego niż zapowiedź głębszych spadków. Podtrzymujemy wczorajszą opinię, że przyjdzie nam poczekać na wyczerpanie momentum wzrostowego na EURUSD lub pojawienie się innego wyraźnego sygnału do zajęcia pozycji. Póki co pozostajemy poza rynkiem, stosunek potencjalnego zysku i potencjalnej straty nie jest na tych poziomach zbyt atrakcyjny.

Wsparcie	Opór
1,1300	1,1815
1,1201	1,1651
1,0906	1,1570

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Złoty wczoraj nieznacznie osłabiał się wobec euro, cały czas są to jednak zmiany w zakresie grosza. Lekki ruch EURPLN w górę mógł być wspierany słabszymi informacjami o produkcji budowlanej (dane te mogą przełożyć się później na słabsze odczyty PKB w 1 kwartale i wyraźniejsze osłabienie złotego). Do tego doszły kolejne sygnały o spowolnieniu w europejskim przemyśle co również nie pomagało złotemu. *Minutes* RPP tradycyjnie nie wniosły nowych informacji, nie przełożyły się więc też na zachowanie EURPLN. Dzisiaj można spodziewać się kolejnego stabilnego dnia na EURPLN, szansę na zmianę mogą przynieść czynniki zewnętrzne jak negocjacje handlowe USA-Chiny, czy ewentualne nowe wiadomości dot. Brexitu.

EURPLN technicznie

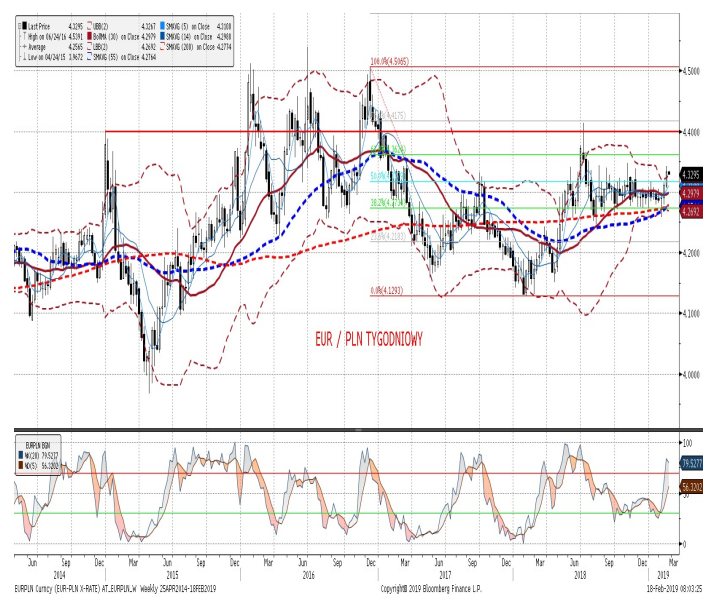
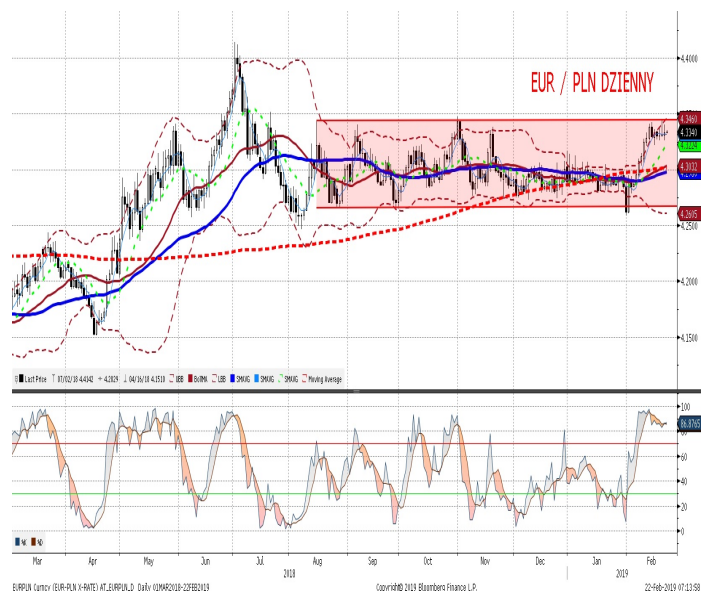
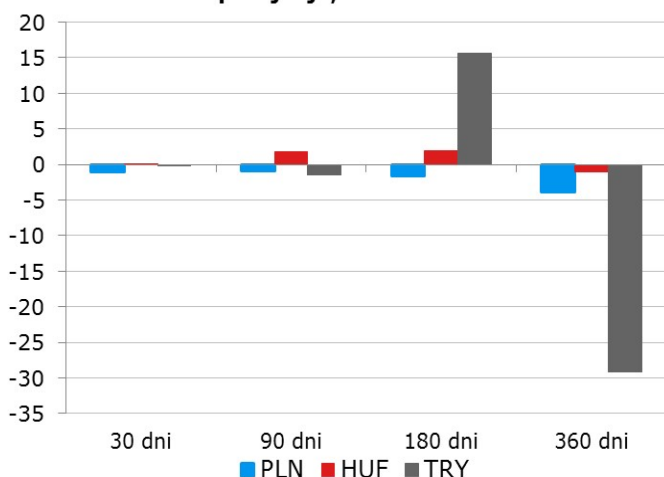
Pozycja: Mała pozycja short po 4,3380, S/L 4,3530, T/P 4,31.

Preferencja: Range 4,25-35

Nasze oczekiwania korekty spadkowej na EURPLN nie realizują się, a notowania pozostają blisko górnego ograniczenia szerszego zakresu wahań (okolice 4,34). Krótkookresowy range przesunął się do 4,32-3450, ale może nie stanowić to trwałej równowagi. Póki co najlepszym argumentem za spadkami EURPLN jest solidna dywergencja na wykresie czterogodzinnym. Ze względu na nią decydujemy się na pozostawienie pozycji bez zmian.

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

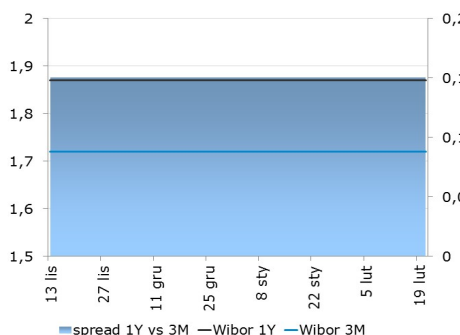
Ruchy walutowe w regionie (względem EUR). Wzrost - aprecjacja, spadek - deprecjacja, w %.



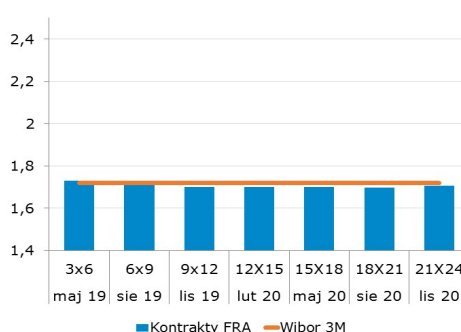
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.69	1.73	ON	1.35	1.50	EUR/PLN	4.3322
2Y	1.74	1.78	1M	1.42	1.62	USD/PLN	3.8247
3Y	1.78	1.82	3M	1.51	1.71	CHF/PLN	3.8171
4Y	1.85	1.89					
5Y	1.94	1.98					
6Y	2.02	2.06					
7Y	2.09	2.13					
8Y	2.15	2.19					
9Y	2.21	2.25					
10Y	2.27	2.31					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.62	1.66	EUR/USD	1.1334
1x4	1.70	1.73	EUR/JPY	125.48
3x6	1.69	1.73	EUR/PLN	4.3322
6x9	1.67	1.71	USD/PLN	3.8230
9x12	1.66	1.70	CHF/PLN	3.8173

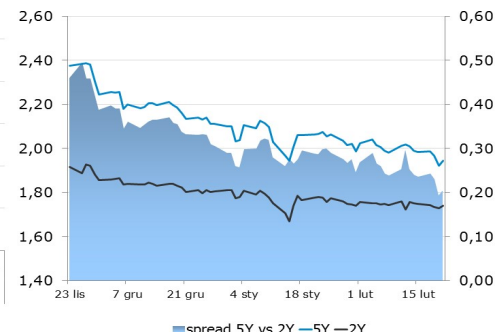
WIBOR 3M i 1Y



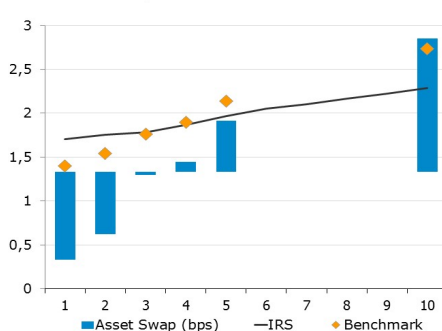
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



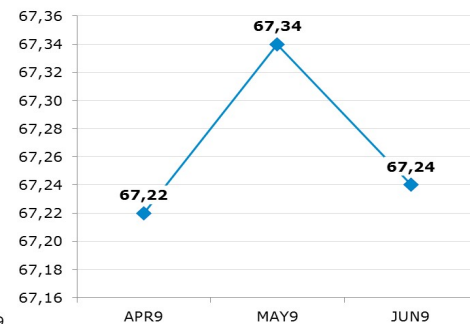
Asset swap i IRS



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 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.