

30 stycznia 2020

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		
27.01.2019 PONIEDZIAŁEK							
10:00	GER	Indeks Ifo - oczekiwania (pkt.)	sty		97.0	96.3	95.9
10:00	GER	Indeks Ifo - sytuacja bieżąca (pkt.)	sty		94.8	93.8	92.9
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	gru	5.2	5.2	5.1	5.2
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.pierwotnym (tys.)	gru		730	719	694
28.01.2019 WTOREK							
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego (%)	sty		0.90	0.90	0.90
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	gru		0.3	-3.1 (r)	2.4
16:00	USA	Koniunktura konsumencka CB (pkt.)	sty		128.0	128.2 (r)	131.6
29.01.2020 ŚRODA							
10:00	POL	PKB r/r (%)	2019	4.1	4.2	5.1	4.0
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	sty		1.75	1.75	1.75
30.01.2020 CZWARTEK							
11:00	EUR	ESI (pkt.)	sty		101.8	101.5	
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	gru		7.5	7.5	
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	sty		0.75	0.75	
14:00	GER	HICP r/r <i>flash</i> (%)	sty		1.7	1.5	
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR <i>wstępny</i> (%)	Q4		2.2	2.1	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	25.01		215	211	
31.01.2020 PIĄTEK							
2:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	sty		50.0	52.0	
2:00	CHN	PMI w usługach (pkt.)	sty		53.0	53.5	
8:45	FRA	HICP r/r <i>flash</i> (%)	sty		1.7	1.6	
9:00	SPA	HICP r/r <i>flash</i> (%)	sty		1.1	0.8	
9:00	SPA	PKB kw/kw <i>wstępny</i> (%)	Q4		0.4	0.4	
11:00	EUR	HICP r/r <i>flash</i> (%)	sty		1.4	1.3	
11:00	EUR	PKB kw/kw <i>wstępny</i> (%)	Q4		0.2	0.2	
14:30	USA	Wydatki gosp. domowych m/m (%)	gru		0.3	0.4	
14:30	USA	Inflacja PCE r/r (%)	gru		1.6	1.5	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt.)	sty		48.9	48.2 (r)	
16:00	USA	Koniunktura konsumencka U.Mich (pkt.)	sty		99.0	99.1	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna: W Europie dzień upłynie pod znakiem publikacji danych o bezrobociu (w Niemczech za styczeń, szacunek dla całej strefy euro za grudzień) oraz indeksów koniunktury ESI. Ponadto, dziś zobaczymy pierwsze dane o inflacji w styczniu - ceny konsumenckie najprawdopodobniej przyspieszyły w kończącym się miesiącu. Z kolei decyzja Banku Anglii nie przyniesie zmian w polityce pieniężnej, natomiast możliwe są sygnały dotyczące kolejnych ruchów (duże prawdopodobieństwo cięcia stóp w kolejnych miesiącach). W Stanach Zjednoczonych zobaczymy dziś pierwszy odczyt PKB za IV kwartał i prawdopodobna jest stabilizacja tempa wzrostu gospodarczego.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

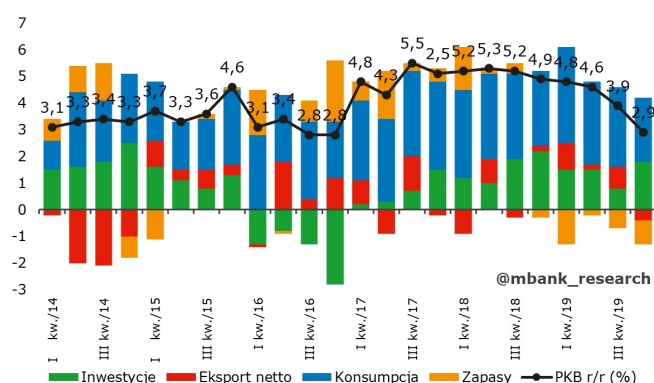
- GUS: Produkt Krajowy Brutto wzrósł w 2019 roku o 4,0 proc., po wzroście o 5,1 proc. w 2018 roku - podał w szacunku GUS.
- MF: W 2020 r. wzrost PKB wyniesie przynajmniej 3,7 proc. - powiedział minister finansów Tadeusz Kościński.
- USA: Amerykańska Rezerwa Federalna utrzymała główną stopę procentową w przedziale 1,50-1,75 proc. - podano w komunikacie po posiedzeniu.
- USA: Niepewności dla perspektyw wzrostu PKB w USA utrzymują się, wliczając w to zagrożenia związane z koronawirusem - ocenił prezes Fed Jerome Powell na konferencji po śródowym posiedzeniu amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Dodał, że obecne nastawienie do polityki monetarnej jest odpowiednie.

Decyzja RPP (5.02.2020)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	-0.395	-0.024
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.587	-0.032
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.251	0.001
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Wzrost PKB prawdopodobnie w okolicy 3% w IV kwartale

PKB w 2019 roku wzrósł o 4,0% w cenach stałych. To wartość niższa od mediany oczekiwań (4,2%) i naszej prognozy (4,1%). Szokujący jest jednak wynik IV kwartału i jego kompozycja, bo można zaryzykować stwierdzenie, że takiego biegu wydarzeń nie przewidział nikt.

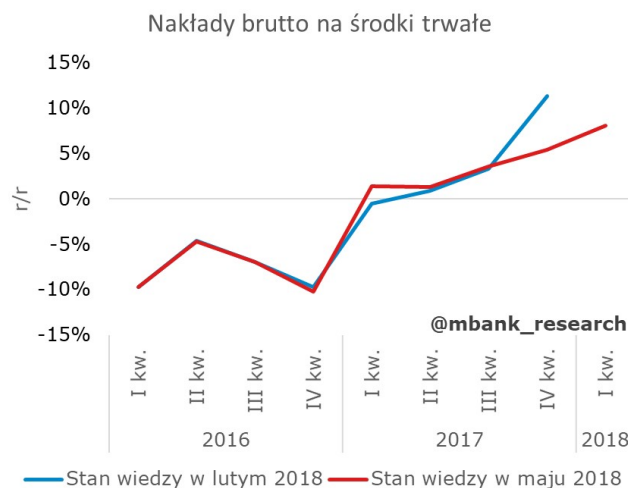
Po pierwsze, przedział dla najbardziej prawdopodobnych prognoz dla IV kwartału wyglądają następująco: PKB 2,8-3,1% r/r; konsumpcja prywatna 3,5-3,8% r/r; inwestycje 7,2-7,3% r/r; wkład eksportu netto minus 0,5-0,3 pkt. proc.



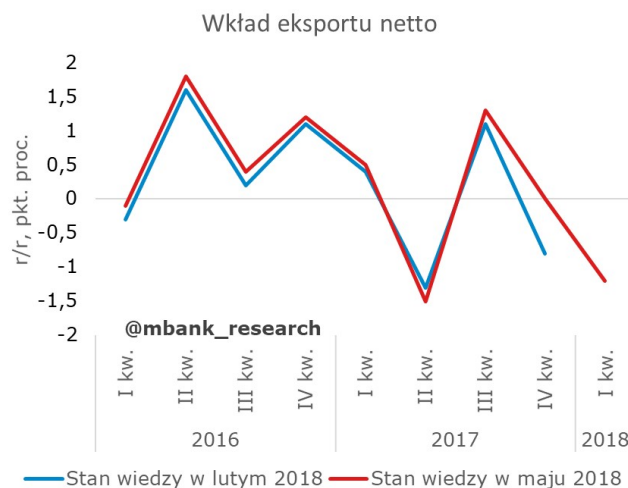
Po drugie, taka kompozycja jest jak już wspomniano zaskakująca. Odczyt z IV kwartału plasuje dynamikę konsumpcji prywatnej na wyjątkowo niskim poziomie. Automatycznie rzutuje to także na I kwartał. Już w tym momencie można bezpiecznie powiedzieć, że stymulacja fiskalna nie zdołała przeważać tendencji cyklicznych. Ratunek nie przyszedł również ze strony usług konsumenckich. Trudno wskazać jeden czynnik odpowiadający za kontynuację spowalniania konsumpcji pod koniec roku, ale w tym momencie konsumpcja dostosowuje się szybko do tempa zmian realnych dochodów rozporządzalnych. To oczywiście także źródło ryzyka dla drugiej połowy roku, kiedy na tych ostatnich można spodziewać się ostrego hamowania. Jeśli jest to efekt cenowy i zadziałały skutki percepcji „drożyzny”, I kwartał wydaje się najbardziej narażony na zaskoczenie w dół. Cały rok mniej, choć według naszych prognoz inflacja pozostanie podwyższona (kwestia powrotu inflacji do celu to bardziej historia dla rynków finansowych niż konsumentów – ci ostatni mają adaptacyjne oczekiwania).

Po trzecie, takiego wyniku inwestycji nie dało się „złożyć” z danych szczegółowych na temat budownictwa i konserwatywnych (dynamiki r/r bez zmian) założeń co do pozostałych klas środków trwałych. Być może IV kwartał to kwestia wydatków MON, które często księgują się pod koniec roku. Co ciekawe, przypadek IV kwartału 2019 r. jest bardzo podobny do analogicznego kwartału 2017 roku. Wówczas również inwestycje solidnie zaskoczyły, wg wstępnego szacunku rosnąc o 11,3% r/r tylko po to, by w najbliższej rewizji kwartalnych rachunków narodowych zostać zrewidowanymi o 6 pkt. proc. w dół, czyli do wartości zgodnej z ówczesnymi tendencjami cyklicznymi i naszą oryginalną prognozą (por. wykres poniżej). Nie jest zatem jasne, na ile odczyt z IV kwartału powinien być brany pod uwagę przy prognozowaniu ścieżki na 2020 r. Cykl UE oraz minusy na wydatkach majątkowych samorządów same w sobie implikują spadki r/r w 2020. Ewentualna baza statystyczna IV kwartału dokłada swoje i może splaszczać ewentualne odbicie

w drugiej połowie roku. Trudno też spodziewać się, że przy zaskakujących negatywnie danych makro nagle do lotu poderwie się prywatna aktywność inwestycyjna. Problemy strukturalne (takie jak transformacja energetyczna, którą Polska ma przed sobą) i długookresowe potrzeby inwestycyjne pozostają bez zmian. Stwierdzenie to nie ma jednak przełożenia na implikacje cykliczne i kwestie kształtu ścieżki inwestycji w najbliższych kwartałach.



Eksport netto odnotowuje w całym roku tylko niewielką nadwyżkę, co implikuje ujemny wkład w IV kwartale, wbrew szacunkom opartym o dane handlowe z października i listopada (w świetle których kroilo się na dodatni wkład). Zagadka wkładu eksportu netto w IV kwartale łączy się z zagadką inwestycji: (1) jeśli za niespodziankę w tych drugich odpowiadały duże inwestycje maszynowe, to najprawdopodobniej pochodziły one z importu; (2) wstępne dane za wspomniany wcześniej IV kwartał 2017 r. również pokazały zaskakująco niski, ujemny wkład eksportu netto, który później zrewidowano w górę (por. wykres poniżej). Niemniej jednak, zachowanie eksportu netto jest obecnie regularne i, w połączeniu z oczekiwanymi w najbliższym czasie słabymi dynamikami eksportu (importochłonność!) oraz ryzykami dla ścieżki konsumpcji implikuje silną, anty-cykliczną kontrę ze strony eksportu netto w 2020 roku. Spowolnienie będzie więc miało bardzo standardowy przebieg. Popyt wewnętrzny będzie znacząco kompensowany saldem wymiany z zagranicą. Górka tego efektu przypadnie na I połowę roku.



Wynik IV kwartału nie poprawia perspektyw wzrostu polskiej

gospodarki w przyszłym roku. Prognozowane przez nas 2,8% średniorocznie obecnie obciążone jest symetrycznym ryzykiem, a konsensus analityków prywatnych i instytucji będzie jeszcze zbiegał w kierunku naszej prognozy. Dotyczy to również projekcji NBP. Hamowanie polskiej gospodarki pozostanie dla RPP rozstrzygającym argumentem w debacie na temat reakcji na wystrzał inflacji i wzmocni tylko przekonanie, że kolejnym ruchem ze strony RPP może być obniżka. Kombinacja uwarunkowań krajowych i globalnych (piętrzące się ryzyka ze strony nieopanowanej wciąż epidemii koronawirusa w Chinach) sprawia, że uczestnicy rynku odłożą zakłady o podwyżki stóp w Polsce na półkę na dłuższy czas.

USA: Fed pozostaje gołębi

Zgodnie z przewidywaniami, na styczniowym posiedzeniu FOMC nie zmieniono stóp procentowych i przedział docelowy dla stopy funduszy federalnych wynosi w dalszym ciągu 1,50-1,75%. Zmiany w retoryce banku były kosmetyczne, choć trzeba je ocenić jako gołębie. W komunikacie cel obecnie prowadzonej polityki został określony jako wspieranie „powrotu inflacji do symetrycznego celu inflacyjnego” (wcześniej była mowa o inflacji „w pobliżu” celu). Na konferencji prasowej zaś prezes Powell optymizm co do koniunktury w USA okraszał dużą ostrożnością w odniesieniu do perspektyw wzrostu na świecie. Co ważniejsze, deklarował również „dyskomfort” z powodu nierealizowania celu inflacyjnego. Dużo miejsca zajęły mocno techniczne kwestie stabilizacji stóp procentowych na początku krzywej – dość powiedzieć, że Fed planuje w II kwartale zakończyć skup bonów skarbowych.

Fed jest gołębi i w najbliższym czasie taki pozostanie. O ile bowiem poprzeczka do obniżki stóp procentowych jest zawieszona dość wysoko i sporo negatywnych czynników musiałoby się odłożyć w warunkach finansowania oraz w samych danych makro, o tyle podwyżka stóp procentowych jest w najbliższych kwartałach niewyobrażalna. Fed, z banku centralnego wierzącego w krzywą Philipsa i działającego z wyprzedzeniem, stał się bowiem bankiem, który musi inflację najpierw długo oglądać na własne oczy, by w nią uwierzyć. Co więcej, jest gotów łagodną polityką pieniężną do tego doprowadzić. Z tego względu nie należy w najbliższym czasie spodziewać się podwyżek stóp procentowych, a rynki będą automatycznie wyceniać cięcia w reakcji na silne negatywne szoki.

EURUSD fundamentalnie

Wczoraj kolejny dzień bez większych zmian na EURUSD. Gołębi wydźwięk konferencji J. Powella (więcej piszemy o niej w sekcji analiz) nie znalazł większego przełożenia na zachowanie dolara. I nie ma się co dziwić, konferencja nie niosła za sobą nic zaskakującego, a Fed wciąż ocenia swoją politykę monetarną jako odpowiednią. Dziś w pierwszej części dnia eurodolar powinien zależeć od odczytu niemieckiej inflacji i danych z europejskiego rynku pracy, potem uwaga przeniesie się na odczyt amerykańskiego PKB za 4 kwartał. Wciąż też tematem pozostaje rozwój epidemii koronawirusa – dzisiejsze posiedzenie komitetu WHO w tej sprawie może rzucić nieco światła na dalszy rozwój sytuacji. Przy braku większych niespodzianek, eurodolar kolejny dzień powinien pozostawać relatywnie stabilny.

EURUSD technicznie

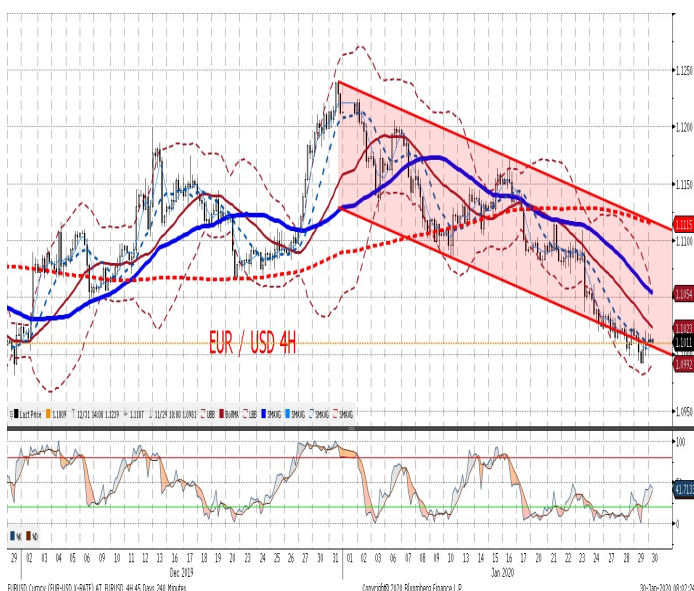
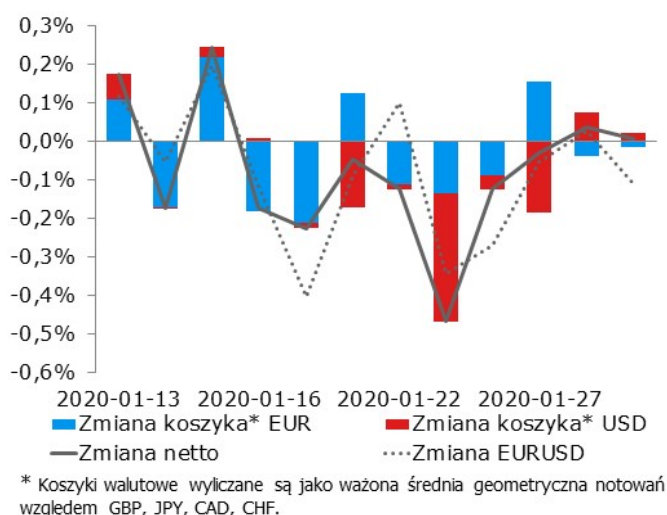
Pozycja: Mały long po 1,1019, S/L 1,0970.

Preferencja: Łapanie dołków...

Bez zmian. EURUSD przewartościował się znacząco w ostatnich dniach (biorąc poprawkę na zmienność) i złamał szereg ważnych wsparć. Tym niemniej wygląda na to, że kurs gubi dynamikę spadkową, o czym świadczy dywergencja na 4h. Co ciekawe, pojawia się ona na dolnym ograniczeniu kanału spadkowego. Ostatnie minimum lokalne zbiegło się z psychologiczną barierą 1,10. Zagrałiśmy taktyczną pozycją long, póki co zysk na niej wynosi niemal zero.

Wsparcie	Opór
1,0879	1,1651
1,0864	1,1570
1,0341	1,1412

Dekompozycja zmian EUR/USD



EURPLN fundamentalnie

Złoty lekko osłabił się wczoraj wobec euro. Przyczyn można szukać we wczorajszym odczycie PKB za 2019 rok. Ten zaskoczył negatywnie – szacunek GUS na poziomie 4% r/r był poniżej całego zestawu prognoz analityków (więcej o wczorajszym odczycie i wynikających z niego szacunków danych na 4 kwartał w sekcji analiz). Słabszy 4 kwartał, i nadchodzące w najbliższych kwartałach niższe dynamiki PKB są słabym sygnałem dla złotego. W takich warunkach oczekiwania na podwyżki stóp w Polsce są płonne, co przy rosnącej inflacji również w dłuższej perspektywie powinno osłabiać złotego. Dzisiejszy dzień jest pusty pod względem kalendarza danych. Złoty więc powinien zależeć od nastrojów na rynkach globalnych.

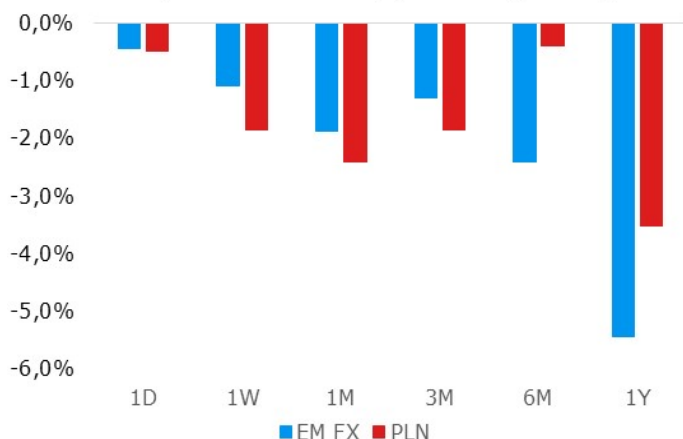
EURPLN technicznie

Pozycja: Brak.

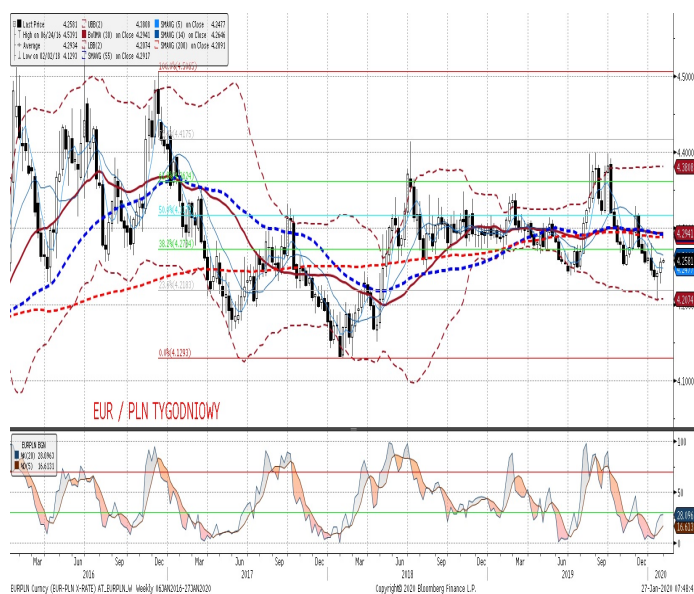
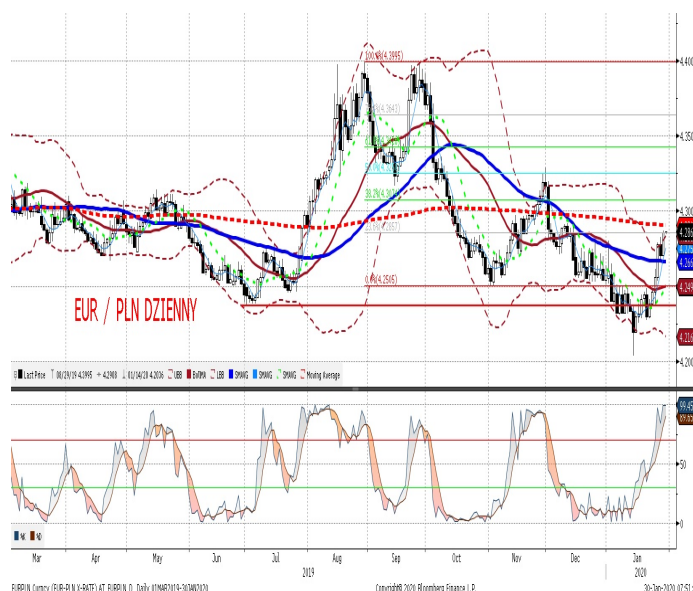
Bez zmian. Ani na wykresie dziennym, ani na czterogodzinowym nie pojawiły się żadne sygnały odwrócenia trendu. Podtrzymujemy opinię, że kluczowym poziomem oporu jest spłot średnich na dziennym w okolicy 4,2950. Tam będziemy szukać okazji do zagrania pozycją short.

Wsparcie	Opór
4,2374	4,3995
4,1293	4,3460
3,9672	4,2950

Zmiana kursu PLN na tle indeksu walut rynków wschodzących JPM (EM FX)



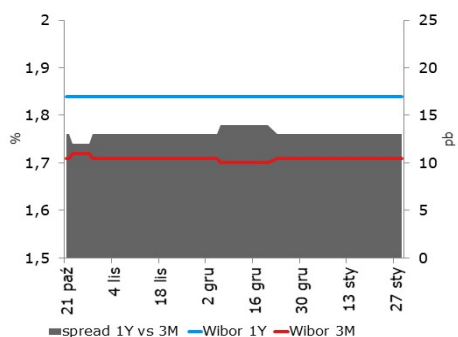
Uwaga: Wzrost = aprecjacja do dolara, spadek = deprecjacja do dolara



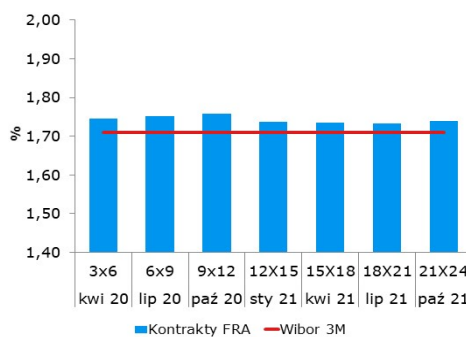
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.72	1.76	ON	0.80	1.10	EUR/PLN	4.2766
2Y	1.80	1.84	1M	1.46	1.66	USD/PLN	3.8871
3Y	1.81	1.85	3M	1.55	1.75	CHF/PLN	3.9873
4Y	1.82	1.86					
5Y	1.84	1.88					
6Y	1.85	1.89					
7Y	1.87	1.91					
8Y	1.88	1.92					
9Y	1.89	1.93					
10Y	1.91	1.95					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.62	1.66	EUR/USD	1.1008
1x4	1.69	1.74	EUR/JPY	120.01
3x6	1.70	1.75	EUR/PLN	4.2846
6x9	1.70	1.75	USD/PLN	3.8917
9x12	1.71	1.76	CHF/PLN	4.0017

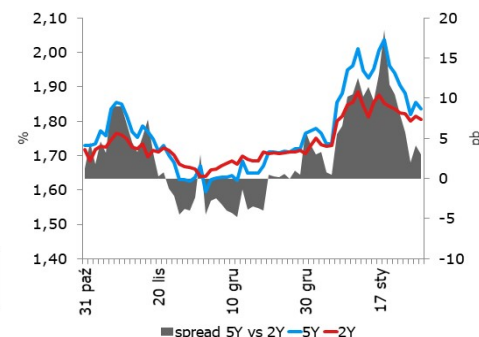
WIBOR 3M i 1Y



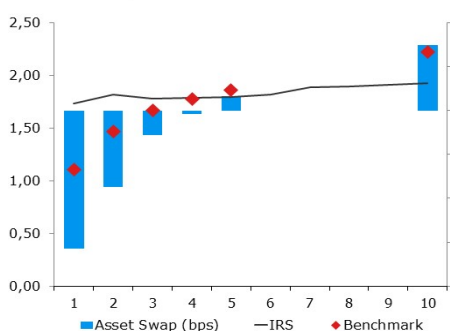
WIBOR 3M i stawki FRA



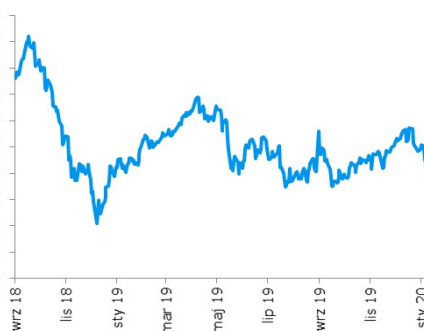
IRS 5Y i 2Y



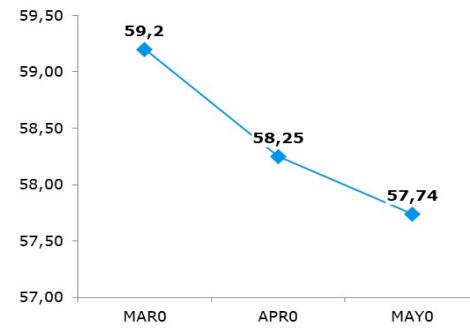
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Ropa 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.