

10 marca 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 zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
09.03.2019 PONIEDZIAŁEK							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		1.6	-2.2 (r)	3.0
9:00	POL	Raport o inflacji NBP	mar				
10.03.2019 WTOREK							
2:30	CHN	PPI r/r (%)	lut		-0.3	0.1	-0.4
2:30	CHN	CPI r/r (%)	lut		5.2	5.4	5.2
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		1.9	-2.8	
9:00	CZE	CPI r/r (%)	lut		3.7	3.6	
9:00	HUN	CPI r/r (%)	lut		4.3	4.7	
11.03.2020 ŚRODA							
10:30	GBR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		0.3	0.1	
13:30	USA	CPI r/r (%)	lut		2.2	2.5	
12.03.2020 CZWARTEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		1.2	-2.1	
13:30	USA	PPI r/r (%)	lut		1.8	2.1	
13:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	07.03			215	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	mar		-0.600	-0.500	
13.03.2020 PIĄTEK							
10:00	POL	CPI r/r (%)	lut	4.6	4.4	4.4	
15:00	USA	Koniunktura konsumencka U.Mich (pkt.)	mar		96.4	101.0	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna: Dziś zostaną opublikowane dane o inflacji CPI w Czechach i na Węgrzech za luty. Dostarczą one pewnych wskazówek co do zmian cen w Polsce i wskażą na ryzyka względem naszej obecnej prognozy lutowej inflacji. W strefie euro kontynuowana będzie seria odczytów produkcji przemysłowej za styczeń (dziś Francja i Włochy).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

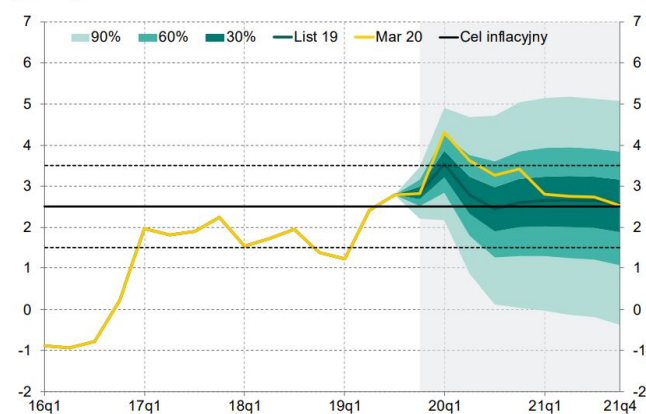
- NBP: Centralna ścieżka projekcji NBP zakłada, że inflacja CPI w 2020 r. wyniesie 3,7 proc., zaś inflacja bazowa ukształtuje się na poziomie 3,3 proc. – wynika z marcowej projekcji. Zgodnie z najnowszą projekcją, dynamika PKB w 2020 r. wyniesie 3,2 proc., w 2021 r. wyniesie 3,1 proc., a w 2022 r. spadnie do 3,0 proc.
- NBP: Ostrzejszy przebieg epidemii koronawirusa przełożyłby się na obniżenie - względem ścieżki centralnej - wzrostu gospodarczego w Polsce – wynika z najnowszego „Raportu o inflacji” NBP. Bilans ryzyka dla PKB, a w mniejszym stopniu dla CPI, według scenariusza z projekcji skierowany jest w dół.
- Kropiwnicki: Obniżki stóp i stymulacja fiskalna nie naprawią łańcucha dostaw – napisał na blogu członek RPP.

Decyzja RPP (8.04.2020)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	-0.733	0.085
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	0.617	0.168
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	1.570	0.001
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

NBP akcentuje ryzyka dla wzrostu

Przedstawiciele Departamentu Analiz Ekonomicznych NBP przedstawili wczoraj szczegóły najnowszej projekcji inflacyjnej. Dokumenty te („Raport o inflacji” i [prezentacja](#)) są w momencie publikacji nieaktualne i NBP doskonale sobie z tego zdaje sprawę. Problemem dla banku jest obecnie przelanie przekonania o istnieniu negatywnych ryzyk dla wzrostu na konkretne liczby. Bez znajomości choćby jednej danej pochodzącej z okresu, w którym polska gospodarka była objęta zaburzeniami związanymi z epidemią koronawirusa, NBP jest skazany na zgadywanie. I o ile prywatni progności mogą sobie pozwolić na większą odwagę (co sami uczyniliśmy wczoraj – [link do raportu](#)), o tyle DAE NBP woli poczekać. Póki co zakładane efekty epidemii (czyli te bezpośrednio uwzględnione w projekcji) są związane wyłącznie z wydarzeniami w Chinach. Nie przekraczają one 0,2-0,3% europejskiego PKB i z punktu widzenia Polski nie mają w projekcji żadnego znaczenia. W scenariuszu bazowym nic się złego nie dzieje, scenariusze alternatywne to całe spektrum niższych odczytów PKB. Asymetryczny wachlarz wokół ścieżki centralnej jest tymczasowym sposobem na uwzględnienie bardziej skrajnych scenariuszy.

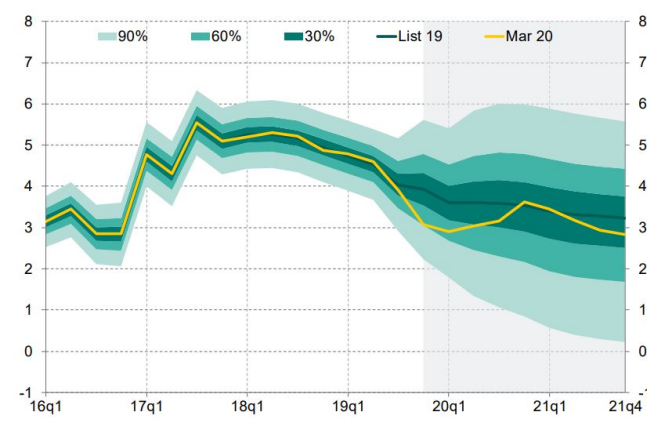
Wykres 4.27 Projekcja marcowa na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Ze względu na możliwość szybkiej i brutalnej dezaktualizacji projekcji, jest ona użyteczna bardziej jako opis sposobu myślenia NBP o procesach inflacyjnych. Tutaj nie ma większych zaskoczeń. Głównym źródłem niespodzianek w stosunku do ostatniej projekcji było zachowanie cen żywności i cen regulowanych (energia elektryczna, wywóz śmieci). Inflacja „popytowa” czy też „superbazowa” zachowała się z kolei zgodnie z oczekiwaniami NBP. W poprawnych przewidywaniach reakcji inflacji na wzrost presji popytowej NBP upatruje źródła swojej pewności co do tego, jak inflacja zareaguje na spadek tejże presji. W bazowym scenariuszu inflacja bazowa spadnie poniżej 2,5% w 2022 roku, a inflacja CPI wróci do celu pod koniec 2021 r. Jeśli wzrost gospodarczy okaże się niższy od przewidywań, ujemna luka popytowa pojawi się szybciej, a inflacja spadnie bardziej dynamicznie. W mechanizmy mogące to sprzężenie zwrotne zaburzyć (oczekiwania, efekty drugiej rundy) NBP nie wierzy.

Wykres 4.25 Projekcja marcowa na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Struktura prognozowanego wzrostu PKB pokazuje również, gdzie leżą ryzyka. Spożycie prywatne, które było największym źródłem rozczarowania wynikami gospodarki w końcu poprzedniego roku, w projekcji rośnie w równym tempie przez trzy kolejne lata. Takiego idealnego wygładzania konsumpcji nie widzieliśmy nigdy. Oszczędności przezroczyste miałyby nigdy nie być strukturalnie niższe, ale prawdopodobnie wzrosły w II połowie 2019 r. Nie jest jasne, dlaczego nie miałyby ponownie wzrosnąć, zwłaszcza w obecnych warunkach. Tradycyjnie już pojawia się element stabilizujący strumień dochodów gospodarstw domowych w postaci dochodów z działalności gospodarczej. Są to dochody objęte większym ryzykiem niż fundusz płac w razie wystąpienia bardziej negatywnego scenariusza.

Nasz pogląd odnośnie do ścieżki inwestycji publicznych jest nieco bardziej pesymistyczny, choć należy się zgodzić z jej ukształtnym przebiegiem w ciągu roku. Wkład inwestycji prywatnych w projekcji zbiega asymptotycznie do 2 pkt. proc. i próżno szukać tam jakiegokolwiek zmienności. Ponownie, w bardziej negatywnych scenariuszach również tam pojawia się cięcia popytu. Ciekawym probierzem mogą być tutaj oceny niepewności w I i II kwartale i NBP niewątpliwie się nimi pochwali.

Summa summarum, jeżeli projekcja NBP się nie zrealizuje, to raczej przez niedostrzeżenie kluczowych zmiennych. Innymi słowy, wzrost PKB i inflacja będą w krótkim okresie raczej niższe niż wyższe od prognoz. Mechanizm rewizji jest niejako wbudowany w projekcję i jej wyniki mogą być postrzegane jako wspierające cięcia stóp procentowych. Ewentualne dalsze rewizje prognoz wzrostu gospodarczego będą uzależnione od danych makro. Jeżeli mamy rację co do efektów szoku dotykającego Polski, to skala hamowania gospodarki będzie jasna już w momencie przygotowywania projekcji lipcowej. Rada Polityki Pieniężnej za cztery miesiące przystąpi do obrad mając pełniejszy zbiór informacyjny i projekcję uzasadniającą złagodzenie polityki pieniężnej. Czy RPP faktycznie zdecyduje się na taki krok? Naszym zdaniem zależy to trzech czynników. Po pierwsze, od szacunków negatywnych skutków cięć stóp procentowych dla stabilności finansowej. Po drugie, od postrzeganej efektywności takiego ruchu przez członków RPP (to wbrew pozorom mocno płynny szacunek). Po trzecie, od możliwości reakcji polityki fiskalnej. Ryzyka układają się w kierunku niższych stóp procentowych.

EURUSD fundamentalnie

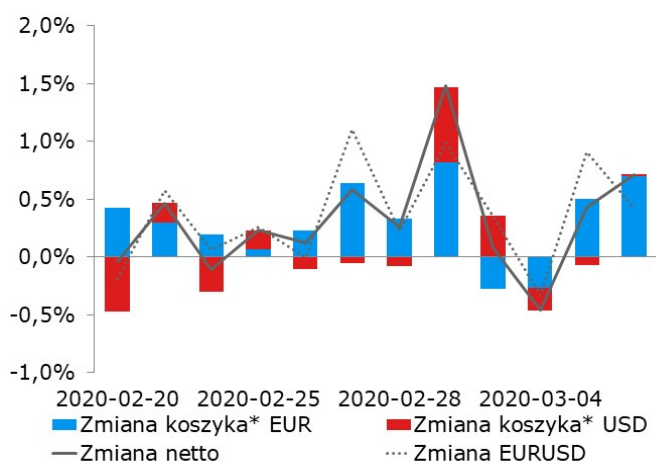
Wczoraj kolejny dzień giełdowe indeksy notowały spadki, co ponownie przełożyło się na słabszego dolara. Pesymistyczne nastroje podbiły decyzje z Włoch. Tamtejszy rząd rozszerzył obszar strefy z ograniczeniem poruszania się na cały kraj. Wprowadził zakaz zgromadzeń, zamknął szkoły i uniwersytety. Nastroje pod koniec dnia nieco się jednak poprawiły po zapowiedziach D. Trumpa. Ogłosił on wprowadzenie ulg podatkowych („znaczących ulg”) i podjęcie zdecydowanych działań mających wspierać gospodarkę. Więcej szczegółów poznamy dzisiaj. Jednak jeśli nie zatrzyma to spadku rynkowych nastrojów, to można wciąż obstawiać słabszego dolara – Fed będzie w stanie zejść ze stopami do zera, EBC raczej ma bardziej ograniczone pole manewru.

EURUSD technicznie

Pozycja: Warunkowa, mała pozycja long po 1,1250, S/L 1,1150.
Preferencja: Krótkoterminowy trend wzrostowy
Wczorajszy dzień przyniósł gwałtowne odwrócenie notowań. Wraz z dywergencją (na 4h) wspiera to póki co pozycję short. Tym niemniej zmienność rynku pozostaje istotnie podwyższona, a przesłanek do kontynuacji trendu wzrostowego nie brakuje. Spróbujemy warunkowej pozycji long na nieco niższych poziomach (wejście 1,1250, S/L 1,1150).

Wsparcie	Opór
1,0879	1,2555
1,0864	1,1815
1,0341	1,1500

Dekompozycja zmian EUR/USD



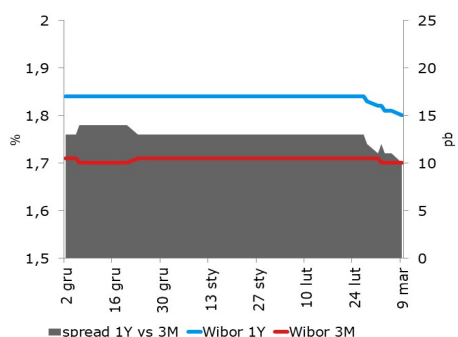
* Koszyki walutowe wyliczane są jako ważona średnia geometryczna notowań względem GBP, JPY, CAD, CHF.



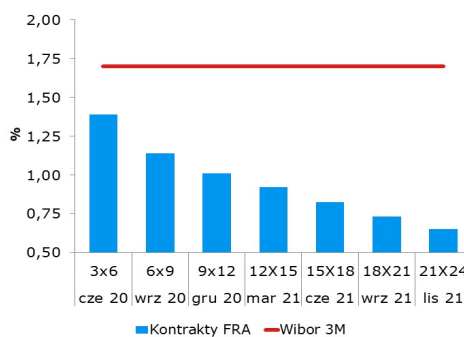
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.28	1.32	ON	1.25	1.55	EUR/PLN	4.3176
2Y	1.12	1.16	1M	1.75	1.95	USD/PLN	3.7899
3Y	1.04	1.08	3M	1.53	1.73	CHF/PLN	4.0799
4Y	1.02	1.06					
5Y	1.01	1.05					
6Y	1.01	1.05					
7Y	1.02	1.06					
8Y	1.03	1.07					
9Y	1.03	1.07					
10Y	1.04	1.08					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.61	1.66	EUR/USD	1.1445
1x4	1.53	1.59	EUR/JPY	117.03
3x6	1.35	1.39	EUR/PLN	4.3271
6x9	1.10	1.14	USD/PLN	3.7757
9x12	0.97	1.01	CHF/PLN	4.0718

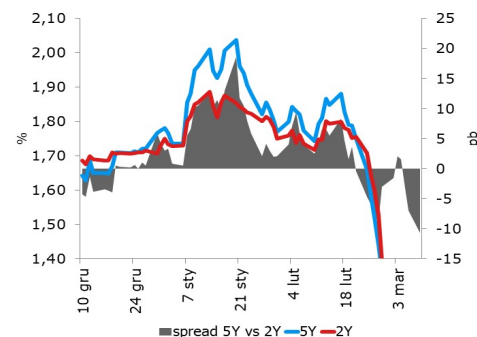
WIBOR 3M i 1Y



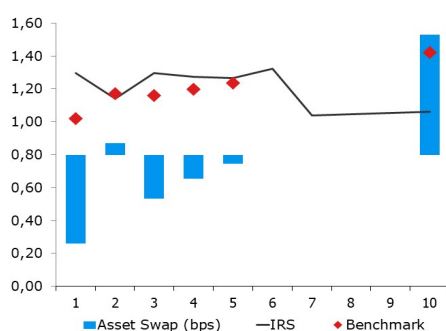
WIBOR 3M i stawki FRA



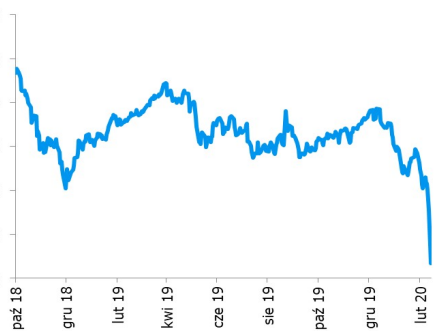
IRS 5Y i 2Y



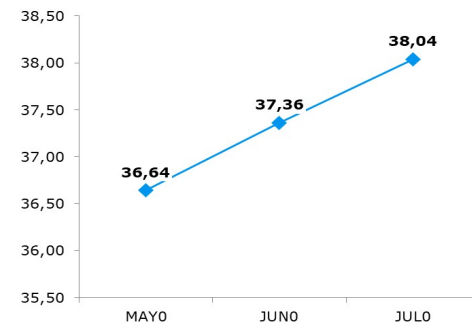
Asset swap i IRS



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.