

15 listopada 2016

## Raport Dzienny

### Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 86  
[ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Marcin Mazurek  
starszy analityk  
tel. +48 22 829 01 83  
[marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
[piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

Karol Klimas  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[karol.klimas@mbank.pl](mailto:karol.klimas@mbank.pl)

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
tel. +48 22 829 00 00  
fax. +48 22 829 00 33  
<http://www.mbank.pl>

## Kalendarium danych

### Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
<b>14.11.2016 PONIEDZIAŁEK</b>							
0:50	JAP	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q3		0.2	0.2	0.5
3:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	paź		6.2	6.1	6.1
14:00	POL	CPI r/r (%) <i>finalny</i>	paź	-0.2	-0.3	-0.5	-0.2
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	paź	8.7	9.0	9.4 (r)	8.7
14:00	POL	Rachunek bieżący (mln EUR)	wrz	-644	-605	-1007 (r)	-999
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	wrz	15300	15680	13816 (r)	15312
14:00	POL	Import (mln EUR)	wrz	15400	15531	14294 (r)	15512
<b>15.11.2016 WTOREK</b>							
8:00	GER	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q3		0.3	0.4	0.2
10:00	POL	PKB r/r (%) <i>flash</i>	Q3	2.7	2.9	3.1	
11:00	GER	Indeks ZEW bieżąca sytuacja (pkt.)	lis			59.5	
11:00	GER	Indeks ZEW oczekiwania (pkt.)	lis			6.2	
11:00	EUR	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q3		0.3	0.3	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	paź	-0.2	-0.3	-0.4	
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	lis		-2.0	-6.8	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		0.6	0.6	
<b>16.11.2016 ŚRODA</b>							
14:30	USA	PPI m/m (%)	paź		0.3	0.3	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.2	0.1	
<b>17.11.2016 CZWARTEK</b>							
11:00	EUR	CPI r/r (%) <i>finalny</i>	paź			0.8	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	paź		1160	1147	
14:30	USA	CPI m/m (%)	paź		0.4	0.3	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.11		260	265	
<b>18.11.2016 PIĄTEK</b>							
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	paź	3.7	4.2	3.9	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	paź	3.1	3.1	3.2	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska.** Dzisiaj o godzinie 10:00 poznamy odczyt flash PKB za trzeci kwartał. Solidna konsumpcja przy wciąż bardzo słabej (ujemnej) dynamice inwestycji wskazują na wzrost 2,7% r/r. Parę godzin później NBP publikuje dane o inflacji bazowej.

**Gospodarka globalna.** O 11:00 zostaną opublikowane pierwsze indeksy koniunktury z Niemiec za listopad – ZEW. O tej samej godzinie poznamy wstępny PKB ze strefy euro za trzeci kwartał. Pomimo gorszego odczytu z Niemiec, konsensus analityków wciąż wskazuje na powtórzenie odczytu z poprzedniego kwartału. Po południu do gry wchodzi publikacje z USA, dane o sprzedaży detalicznej oraz kolejny indeks koniunktury (Empire State).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

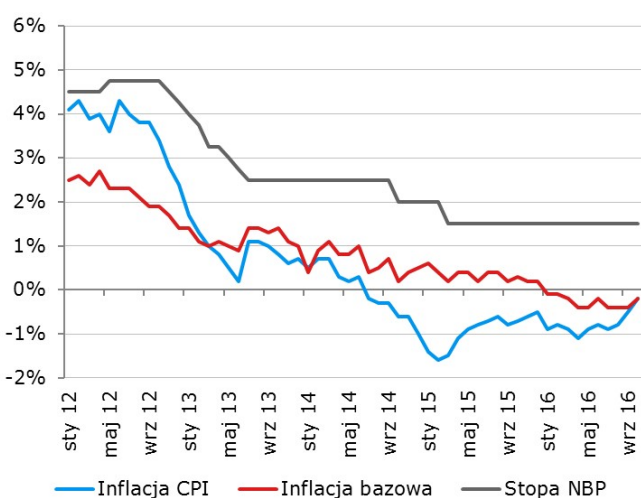
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w październiku spadły o 0,2 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,5 proc. (więcej w sekcji analiz).
- NBP: Podaż pieniądza (M3) w październiku 2016 r. wzrosła o 8 418,3 mln zł, czyli o 0,7 proc. mdm i wyniosła 1 218 478,0 mln zł. W porównaniu z analogicznym miesiącem ubiegłego roku podaż pieniądza wzrosła o 8,7 proc.
- Skiba (MF): Deficyt sektora finansów publicznych może być w 2016 roku poniżej prognozowanego przez Ministerstwo Finansów poziomu 2,6 proc. PKB.

Decyzja RPP (09.11.2016)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.349	-0.012
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.251	-0.015
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.467	0.161
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Deflacja coraz płytsza

W październiku, zgodnie z naszą prognozą, roczny wskaźnik inflacji (deflacji) wzrósł do  $-0,2\%$  z  $-0,5\%$  zanotowanych we wrześniu. Konsensus prognoz wynosił  $-0,3\%$  r/r.

Przechodząc do dynamiki poszczególnych kategorii, ceny żywności wzrosły o  $0,5\%$  m/m, ceny paliw wzrosły o  $2,3\%$  m/m. W pozostałych kategoriach ceny praktycznie się nie zmieniły (poza kosztami eksploatacji mieszkań i pozostałymi kosztami transportu). Inflacja bazowa według naszych szacunków wyniosła  $-0,2\%$  r/r wobec  $-0,4\%$  r/r zanotowanych we wrześniu. Presja cenowa w Polsce, podobnie jak w Europie, jest zatem ciągle bardzo mizerna, a wzrosty wskaźnika CPI wynikają głównie z efektów bazy na energii oraz pewnego przyspieszenia procesów cenowych na żywności (patrz wzrosty wskaźnika cen FAO).



Kiedy inflacja będzie dodatnia? Za miesiąc albo dwa i znów głównie za sprawą bazy. Ciekawsza jest odpowiedź na pytanie kiedy wzrośnie inflacja bazowa. Co do tej ostatniej myślimy, że wzrost może być bardzo powolny. Odpowiedź na to pytanie może przypieczerować losy polityki pieniężnej w Polsce i Europie (Stany po zwycięstwie Trumpa to już odmienna historia). Utrzymanie niskiej inflacji bazowej oznaczać będzie zakończenie rozwijających się obecnie pomysłów tzw. strategii reflacyjnych. Strategie te bazują głównie na odbiciu cen ropy, inflacji CPI i lepszych odczytach ze sfery realnej. Dodatkowo podsyca je obawa przed zmianami parametrów polityki pieniężnej ECB, BoJ, Fed. W obawach tych może być dużo racji, gdyż zarówno rewizja instrumentów wykorzystywanych przez ECB i BoJ, jak i podwyżka stóp Fed są bardzo prawdopodobne.

Co do polskiej RPP, ta obstawać będzie przy braku konieczności zmiany stóp (tym bardziej, że przed NBP otwiera się nowy front walki – stabilność sektora banków spółdzielczych). Softpatch w polskim PKB to jednak okoliczności, w których mogą generować się oczekiwania na gołębie komentarze ze strony RPP. I tyle na teraz. Trend na stopie wolnej od ryzyka od zwycięstwa Trumpa w wyborach prezydenckich nie sprzyja luzowaniu polityki monetarnej w krajach EM. Za wcześniej również na różnicowanie między Europą i USA.

## Projekcja NBP: tendencje globalne przykryją czynniki lokalne

Najnowsza projekcja inflacyjna to starcie tego, co lokalne, z czynnikami globalnymi.

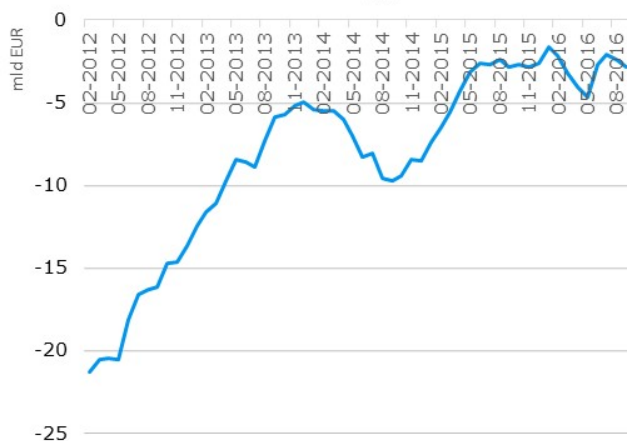
W wersji lokalnej mamy przede wszystkim (przejściowe) spowolnienie dynamiki PKB, które naszym zdaniem będzie głębsze, oraz rosnąca presję płacową ze (wspieraną demografią) stopą bezrobocia odtąd już trwale poniżej NAWRU. Lokalnie mamy również nikłe perspektywy przyspieszenia inflacji bazowej (brak czynników ryzyka powodujących silniejszy wzrost cen bazowych w samej projekcji, a obecna (surowcowa) reflacja raczej nie będzie sprzyjać narastaniu popytowych presji w gospodarkach, zwłaszcza EM). W konsekwencji tylko dzięki czynnikom globalnym (żywność, energia) dynamika cen łąduje do tych poziomów dopiero w 2018 roku. Dzięki czynnikom globalnym projekcja przeczy także tezę ferowaną przez RPP jakoby eksport mógł radzić sobie już tylko lepiej (wyraźne czynniki ryzyka w dół w związku ze światowym handlem i to przygotowane jeszcze przed zmianą prezydenta w USA). To wyraźne i naszym zdaniem obecnie niedoceniane ryzyko dla wzrostu w dłuższej perspektywie.

Budowanie perspektyw dla polityki pieniężnej na czynnikach lokalnych jest w obecnym czasie płonne. Z tego też względu uważamy, że jakkolwiek lokalne presje płacowe będą wysuwane jako koronny argument za tym, że ewentualnie stopy procentowe może być trzeba podnieść, to gospodarka globalna i brak presji inflacyjnej zdecyduje o tym, że faktyczny proces będzie odsuwany w czasie. Głębokość spowolnienia w drugiej połowie roku zdecyduje natomiast o tym, czy powróci temat obniżek stóp procentowych. Z dzisiejszej perspektywy i silnej zmienności na rynkach może się to wydawać scenariusz odległy, ale proces różnicowania pomiędzy USA i strefą euro – jesteśmy pewni, że wkrótce do niego dojdzie – pozwoli na zmianę myślenia inwestorów w tym zakresie.

## Rachunek bieżący w sporym deficycie

Deficyt na rachunku bieżącym wyniósł 999 mln EUR i był wyższy od naszej prognozy. Odmiennie jednak niż w poprzednich 2 miesiącach, przyczyną wyższej realizacji deficytu nie był rachunek handlowy (tu odnotowano niewielką poprawę z -478 mln EUR do -200 mln EUR) lecz saldo dochodów pierwotnych i wtórnych (zaważył i słabszy transfer z UE i czynniki trzecie, które w tych kategoriach bilansu płatniczego można traktować jako jednorazowe). Saldo usług powróciło do solidnych nadwyżek (1009 mln EUR).

Skumulowany, 12 miesięczny deficyt na rachunku bieżącym



Nie ulega wątpliwości, że skumulowany deficyt na rachunku bieżącym przestał się w ostatnich miesiącach poprawiać. Na razie niewielka w tym rola rachunku handlowego, jednak należy pamiętać że obecnie gospodarka operuje przy wysokiej konsumpcji i ujemnych dynamikach inwestycji. W miarę normalizacji tych drugich deficyt handlowy będzie narastał (zwroty z UE będą księgowane na rachunku kapitałowym, ale też nie pokryją one całości kosztów kwalifikowanych). Presję na deficyt handlowy będzie tworzyć także „górką”, którą wkrótce zobaczymy na dynamice konsumpcji. Od wielu miesięcy potarzamy, że problemem może stać się eksport, który nie osiąga spektakularnych wyników mimo słabego złotego. Ostatnia projekcja NBP wskazuje, że „utrzymanie wysokiej dynamiki eksportu w kolejnych latach będzie trudne do osiągnięcia”. Obecna reflacja na pewno pomoże gospodarkom surowcowym, jednak pozostałe EM z wysokimi deficytami bieżącymi oraz wysoką skalą finansowania długiem ewidentnie ucierpią. Dodając do tego możliwe zmiany w traktatach handlowych (np. wycofanie się USA z animacji TPP) otrzymujemy mieszankę czynników ryzyka w dłuższym terminie, które będą rodzić presję na rachunek bieżący w Polsce (abstrahując od wykonalności przedstawienia polskiej gospodarki na eksport proces ten na pewno będzie rozciągnięty w czasie). Tymczasem obecny poziom deficytu można uznać za bezpieczny w porównaniu do innych EM (np. Turcji, Kolumbii) i dodatkowo chronią go wysokie stopy realne.

## EURUSD fundamentalnie

Dzień na EURUSD zaczął się dynamicznie i dynamicznie zakończył. EURUSD nieco pogłębił minima z początku roku (1,0706), a później odnotował niewielką korektę w górę (dziś start 1,0750). Cały proces odbył się oczywiście bez danych, ale za to przy akompaniamencie nowych maksimów w rentownościach w USA (w tym samym czasie rentowności bundów poruszały się zdecydowanie wolniej, co spowodowało presję na kurs walutowy). Dziś opublikowany zostanie indeks ZEW (z perspektywy ostatnich wydarzeń jego znaczenie jest wybitnie historyczne) oraz sprzedaż detaliczna w USA – wartości w tej publikacji należy głównie upatrywać po stronie niższego odczytu (rynek jest ustawiony wybitnie pod wysokie stopy procentowe). Jeśli sprzedaż dopisze zobaczymy prawdopodobnie nowe minima na EURUSD; zaskoczenie w dół powinno podsycać bieżącą, na razie nieśmiałą korektę w górę (profil wypłaty jest naszym zdaniem asymetryczny).

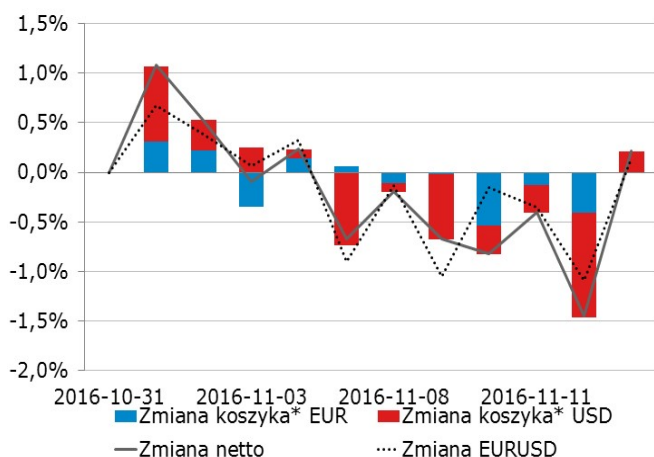
## EURUSD technicznie

**Pozycja:** Otwieramy warunkowe zlecenie, wchodzimy short, gdy notowania sięgną 1,0830 z S/L 1,0885.

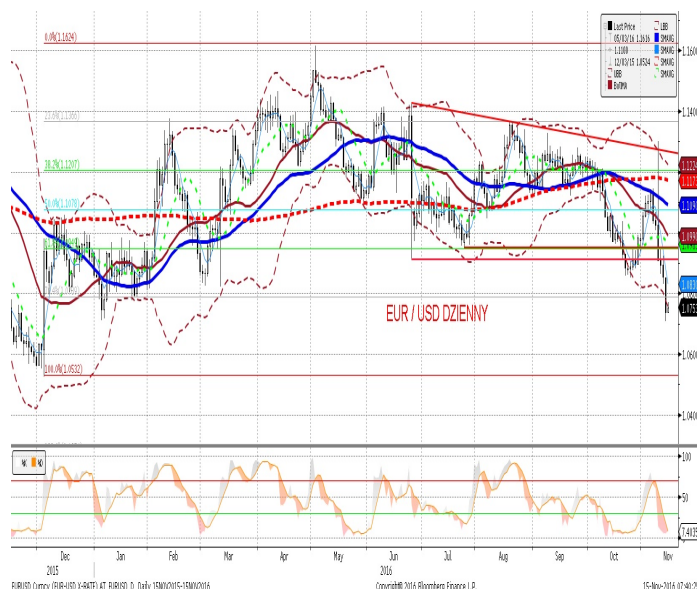
Kolejny dzień kontynuacji ruchu w dół, przez większą część dnia kurs oscylował wokół linii trendu na wykresie 4h. Ostatecznie notowania odbyły się w górę od tego poziomu, co zapowiada długi wyczekiwana korektę wzrostową. Sygnałów przełamania trendu spadkowego jeszcze nie widzimy, dlatego zamierzamy wykorzystać korektę do wejścia short. Ustawiamy warunkowe zlecenie, chcemy wejść powyżej 1,08. W szerszej perspektywie ruch w dół może sięgnąć 1,0550 (minimum lokalne z 2015), dlatego na razie nie ustawiamy zlecenia T/P.

Wsparcie	Opór
1,0709	1,1366
1,0532	1,1176
	1,0913

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

EURPLN zdołał wczoraj skorygować się do 4,39 w bardzo frenetycznym handlu. Dalsza część dnia upłynęła już pod znakiem sprzedawania PLN i poziomów EURPLN powyżej 4,40. Podtrzymujemy nasz pogląd, że złoty powinien pozostać słabszy, natomiast przed nadmiernym osłabieniem chroni go przede wszystkim nadal niski deficyt na rachunku bieżącym i wysokie stopy realne. Lokalnie spowolnienie wzrostu PKB (publikacja odczytu flash o 10:00) powinno negatywnie rzutować na walutę, podobnie jak słabość GPW. Ten czynnik może spowodować dziś przetestowanie maksimów kursowych z piątku.

## EURPLN technicznie

**Pozycja:** Złapane zlecenie S/P po 4,4250 na pozycji short po 4,4158 (92 ticki straty).

Otwieramy ponownie pozycję short, po 4,4196 z S/L 4,4370 oraz T/P 4,3840.

Korekta spadkowa na kursie EURPLN okazała się krótsza niż się tego spodziewaliśmy. Notowania szybko powróciły w okolice 4,43, a my złapaliśmy zlecenie S/L. Wcześniej zasięg korekty sięgnął pierwszego ważniejszego wsparcia – Fibo 38,2% (4,39). Nowe maksimum lokalne znalazło się już poniżej 4,44, właśnie rozpoczyna się kolejna korekta. Jej zasięg oceniamy na co najmniej 4 figury (liczymy na pokonanie tym razem wspomnianego Fibo), co daje sporą okazję do zarobku grając short. Ponownie otwieramy pozycję short, tym razem ustawiamy szersze zlecenie S/L.

Wsparcie	Opór
4,3900	4,5391
4,3630	4,4483
4,2949	

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

