

1 grudnia 2016

Raport Dzienny

Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 86
ernest.pytlarczyk@mbank.pl

Marcin Mazurek
starszy analityk
tel. +48 22 829 01 83
marcin.mazurek@mbank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Karol Klimas
analityk
tel. +48 22 829 02 56
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		
28.11.2016 PONIEDZIAŁEK							
10:00	EUR	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	paź		5.0	5.1 (r)	4.4
29.11.2016 WTOREK							
11:00	EUR	Koniunktura kons. KE (pkt.) <i>finalny</i>	lis		-6.1	-6.1	-6.1
14:00	GER	Inflacja CPI r/r (%) <i>wstępny</i>	lis		0.8	0.8	0.8
14:30	USA	PKB r/r (%) <i>drugi</i> SAAR	Q3		3.0	2.9	3.2
16:00	USA	Koniunktura konsumencka CB (pkt.)	lis		101.2	100.8 (r)	107.1
30.11.2016 ŚRODA							
10:00	POL	PKB r/r (%) <i>finalny</i>	Q3	2.5	2.5	3.1	2.5
14:00	POL	CPI r/r (%) <i>wstępny</i>	lis	0.1	0.0	-0.2	0.0
14:15	USA	Zatrudnieni ADP (tys.)	lis		160	119 (r)	216
14:30	USA	Dochody g. domowych m/m (%)	paź		0.4	0.4 (r)	0.6
14:30	USA	Wydatki g. domowych m/m (%)	paź		0.5	0.7 (r)	0.3
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	lis		52.0	50.6	57.6
01.12.2016 CZWARTEK							
2:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	lis		51.0	51.2	51.7
2:45	CHN	PMI w przemyśle – Caixin (pkt.)	lis		50.8	51.2	50.9
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	lis	51.2	51.0	50.2	
9:50	FRA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	lis		51.6	51.5	
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	lis		54.4	54.4	
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	lis		53.7	53.7	
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	paź		10.0	10.0	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	26.11		253	251	
15:45	USA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	lis		53.9	53.9	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	lis		52.1	51.9	
02.12.2016 PIĄTEK							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	lis		180	161	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lis		4.9	4.9	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Dziś zostanie opublikowany indeks PMI dla polskiego przemysłu (dane listopadowe). Spodziewamy się nieznacznego wzrostu indeksu, głównie z uwagi na solidny popyt u głównych partnerów handlowych Polski w Europie Zach. Utrzymująca się słabość popytu krajowego nie pozwoli na mocniejsze odbicie PMI.

Gospodarka globalna. Dzień upłynie pod znakiem publikacji wskaźników koniunktury - w Europie będą to finalne odczyty wskaźników PMI, z kolei w USA zostaną opublikowane dane ISM. Ogólny obraz koniunktury w krajach rozwiniętych jest pozytywny i dzisiejsze publikacje potwierdzą ten stan rzeczy.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

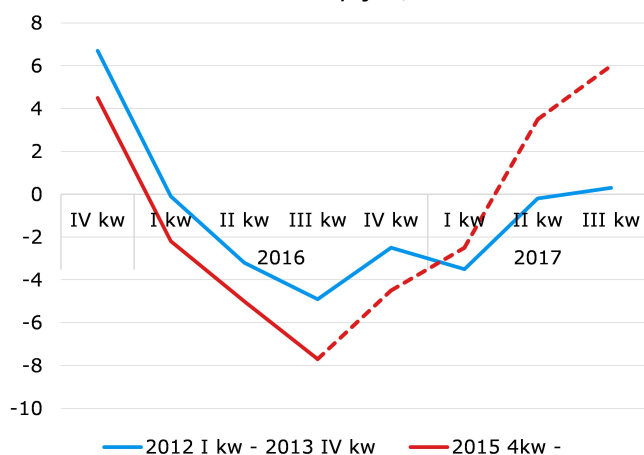
- GUS: Produkt Krajowy Brutto w III kwartale 2016 r. wzrósł o 2,5 proc. rdr w porównaniu ze wzrostem o 3,1 proc. rdr w II kwartale - wynika z komunikatu GUS.
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w listopadzie pozostały bez zmian rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,1 proc.
- GER: Sprzedaż detaliczna w Niemczech w październiku wzrosła o 2,4 proc. mdm, podczas gdy miesiąc wcześniej spadła o 1,5 proc., po korekcie z -1,4 proc. - poinformował w komunikacie Federalny Urząd Statystyczny w Wiesbaden.
- USA: Wydatki amerykańskich konsumentów w październiku wzrosły o 0,3 proc. mdm; we wrześniu wzrosły o 0,7 proc. mdm po korekcie, wobec wzrostu o 0,5 proc. mdm przed korektą - poinformował Departament Handlu USA.

Decyzja RPP (09.11.2016)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.206	-0.003
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.397	0.014
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.584	0.057
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Odczyt PKB za III kw. potwierdzony na 2,5%. W IV kw. spodziewamy się wzrostu PKB o 1,7% r/r.

Wstępny odczyt potwierdził wcześniejsze obliczenia z odczytu flash. Gospodarka urosła w III kwartale tylko o 2,5% r/r. Kompozycja wskazuje na niższy od oczekiwań wpływ programu 500+ na konsumpcję (wzrost przyspieszył tylko z 3,1% na początku roku do 3,9% w III kwartale mimo faktu, że program wsparcia odpowiada za 40% wzrostu realnych dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych) oraz silniejszy spadek inwestycji (-7,7% r/r). Co ciekawe, w przypadku nakładów brutto na środki trwałe niemal idealnie powtarza się schemat znany z 2012 i 2013 roku (patrz rysunek, faktyczna realizacja i nasza prognoza od IV kw 2016). Spowolnienie jest jednak nie tylko głębsze, ale różnica pomiędzy szeregami inwestycji pogłębia się na niekorzyść obecnego cyklu. IV kwartał będzie pod tym względem tylko nieznacznie lepszy.

Inwestycje r/r



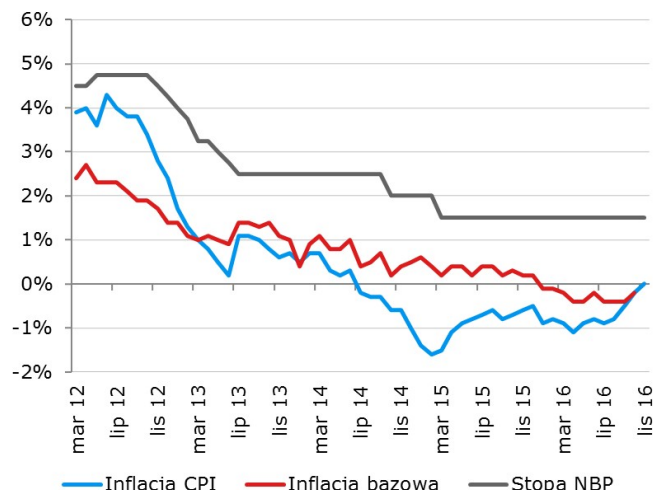
Potężnym wsparciem dla dynamiki PKB była kontrybucja zmian zapasów (+1,1pp) oraz relatywnie mało ujemny wkład eksportu netto (-0,3pp.). Ten pierwszy element implikuje, że generalnie proc-cykliczna ścieżka zmian zapasów już została złamana w III kwartale, a więc de facto nastąpiło już prawdopodobnie największe dostosowanie stanów magazynowych do nieoczekiwane go załamania produkcji. Kolejne kwartały powinny już sprowadzać zmiany zapasów do normalnej zmienności. Drugi element z kolei i jego znaczące przeszacowanie względem innych miar handlu międzynarodowego (produkcja, dane NBP) oznacza możliwość nagłej zmiany w kolejnych kwartałach, a przynajmniej wygenerowania silnych efektów bazy na końcówkę 2017 roku. Pamiętajmy, że kolejne kwartały powinny przynieść podbicie konsumpcji (naszym zdaniem IV, świąteczny kwartał, może wyznaczyć cykliczne maksimum tempa wzrostu tego agregatu), ale i odreagowanie inwestycji. Wzrosty obu kategorii mogą być temperowane słabszym eksportem i niskimi kontrybucjami eksportu netto. Niskiej realizacji PKB w końcówce roku sprzyjać będzie rewizja rachunków narodowych GUS (IV kwartał ub. r. podbity do 4,6%) oraz potężna baza na konsumpcji publicznej. Uważamy, że dynamika PKB w IV kwartale obniży się do 1,7%.

Spowolnienie realizuje się w skali większej niż przewidywania analityków. Naszym zdaniem odbudowa inwestycji unijnych może i będzie wystarczająca do wydzwignięcia dynamiki PKB powyżej 3% w przyszłym roku, jednak tendencje deflacyjne w

Europie (+wciąż słaby wzrost i import z Polski) oraz możliwa eskalacja problemów EM w związku z wyższym kosztem finansowania w dolarze (gorsze perspektywy szybkiej dywersyfikacji polskiego eksportu poza UE) nie pozwolą na wygenerowanie inflacji w średnim terminie, a więc myślenie o podwyżkach stóp można włożyć między bajki (a krzywa wciąż je wycenia). Skala zaskoczenia hamowaniem gospodarki oraz możliwy negatywny wydzźwięk tego faktu i wpływ na sentyment firm, a przede wszystkim dość mocno optymistycznych członków RPP mogą skutkować komentarzami w kierunku możliwości łagodzenia kursu polityki pieniężnej. Z niecierpliwością czekamy na kolejne komentarze. A jest o czym rozmawiać – projekcja NBP chybiła spadek inwestycji o połowę.

Koniec deflacji!

W listopadzie roczny wskaźnik inflacji wzrósł z -0,2% do 0,0%. Tym samym, po 28 miesiącach zakończyła się w Polsce (statystyczna) deflacja. W ujęciu miesięcznym nastąpił 0,1% wzrost cen konsumenckich.



Przechodząc do dynamiki poszczególnych kategorii (szczegóło, jak zwykle, poznamy dopiero w połowie miesiąca), widzimy ryzyko wyższego wzrostu cen żywności (0,4% m/m) oraz stabilizację cen paliw. W pozostałych kategoriach ceny nie powinny się wiele zmienić. Inflacja bazowa według naszych szacunków wyniosła -0,1% r/r wobec -0,2% r/r zanotowanych w październiku. Presja cenowa w Polsce, podobnie jak w Europie, jest zatem ciągle bardzo mizerna, a wzrosty wskaźnika CPI wynikają głównie z efektów bazy na energii.

W kolejnych miesiącach będziemy obserwowali stopniowe wzrosty wskaźnika inflacji. Na przełomie I/II kw. 2017 powinien on zbliżyć się do 1,5% r/r. Ten trend (zresztą globalny) oczywiście szachuje oczekiwania rynkowe na obniżki stóp. Dopiero za kilka miesięcy będzie można stwierdzić, czy ten statystyczny wzrost inflacji się wyczerpie i przyzwyczymy się do stabilnego (już dodatniego) wskaźnika inflacji, który jednak będzie grubo poniżej celu NBP (czyli nic w obrazie świata się diametralnie nie zmieni).

RPP nie zmieni stóp na posiedzeniu 7 grudnia. Ciężko jednak oczekiwać, że nie zmieni retoryki. Prognozy Rady mocno roz-



minęły się z rzeczywistością (a w IV kw. czeka nas pogłębienie spadku dynamiki PKB). W takiej sytuacji Rada powinna przynajmniej dopuszczać teoretyczną możliwość obniżki stóp, szczególnie w sytuacji, gdy prognozy NBP sugerują inflację poniżej celu NBP w całym horyzoncie projekcji. Polska ze względu na strukturę bilansu nie reagowała i nie musi reagować na osłabienie waluty, czy niższy wzrost, podwyższając stopy (tak, jak Turcja). Stąd obecne wyceny rynkowe na krótkim końcu widzimy jako aberrację rynkową, a nie jako zakład o konkretny scenariusz makroekonomiczny. Niższe stopy i słabsza waluta to naturalne mechanizmy równoważenia gospodarki w sytuacji osłabienia wzrostu.

EURUSD fundamentalnie

Dobre dane z USA — dobry dzień dla dolara i EURUSD zameldował się poniżej 1,06. Jakkolwiek pisaliśmy wczoraj, że trend na dolarze jest nie tylko dojrzały, ale widać pewne symptomy jego wyczerpania, odnosi się to przede wszystkim do siły dolara w związku z oczekiwaniami na pakiet fiskalny i podwyżki stóp procentowych. Stały napływ lepszych danych makro będzie w stanie nadal wspierać dolara nie tylko na zasadzie ciekawej hipotezy (jak przyszły pakiet fiskalny), lecz normalnej reakcji na poprawiającą się koniunkturę (fakt). Nawet i w tym przypadku należy mieć na względzie fakt, że dobry rzut danych trwa już pewien czas i można go powiązać z naturalną sezonowością pod koniec roku (odesezonowowanie nie czyści wszystkiego). Co więcej, pewne symptomy wyczerpania zaczyna wykazywać giełda (wysokie stopy szkodzą). O ile więc lepsze dane pozwoliły na spadki EURUSD poniżej 1,06, zasłabnięcie giełdy wywindowało kurs na powrót powyżej 1,06. W dalszym ciągu uważamy, że reakcje zwrotne pomiędzy siłą dolara, giełdą i stopą procentową (kształtem krzywej) pozwolą obecnie na uformowanie range 1,05-1,07.

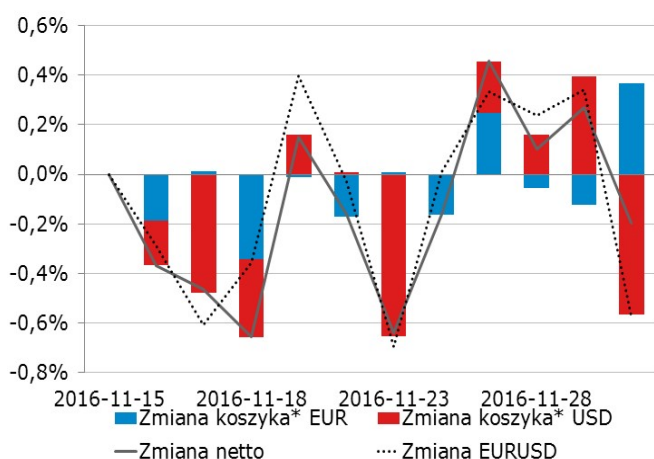
EURUSD technicznie

Pozycja: Brak.

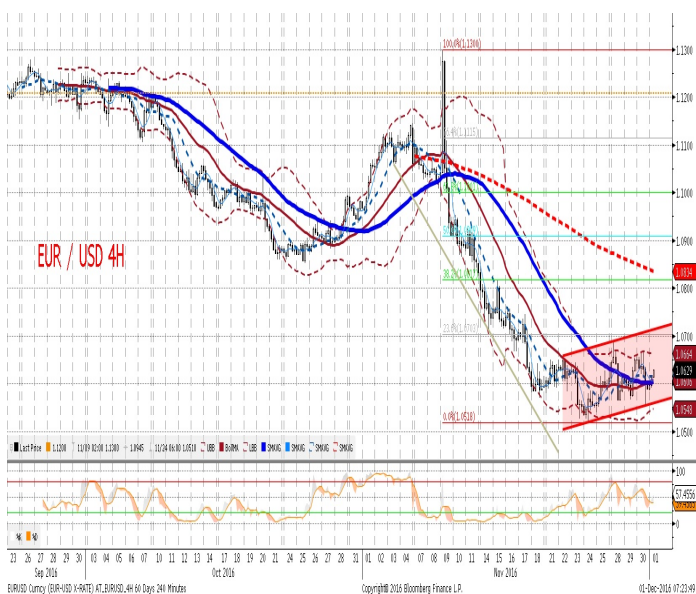
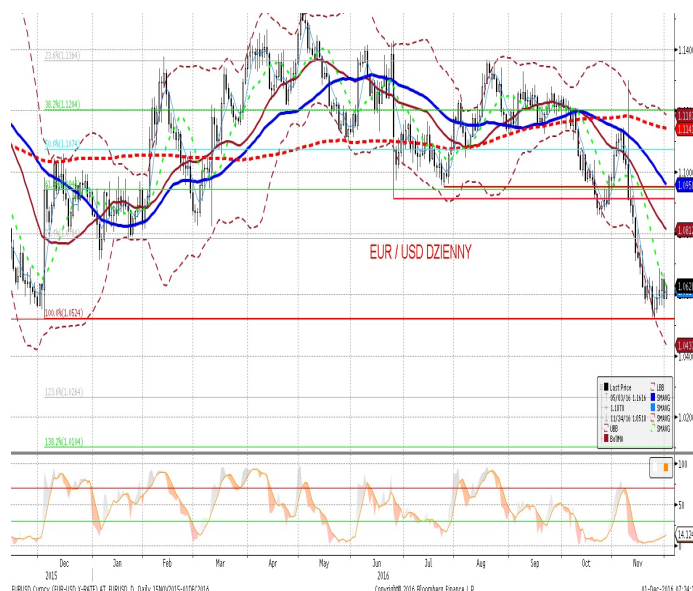
EURUSD w dalszym ciągu konsoliduje się wokół poziomu 1,06 i krótkich średnich ruchomych. Ruchy te wyznaczają jednocześnie łagodny kanał wzrostowy - w połączeniu z wcześniejszym silnym trendem spadkowym tworzy to flagę. Dla chcących zajmować pozycje obecne poziomy są jednak wysoce nieatrakcyjne (środek kanału, niekorzystny stosunek zysku do ryzyka), brakuje również sygnałów do zajęcia pozycji. Pozostajemy poza rynkiem i czekamy, aż notowania nabrają większego impetu i dojdzie do wyłamania z formacji flagi.

Wsparcie	Opór
1,0500/0518	1,1300
1,0458	1,0988
1,0000	1,0895

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN słabszy. Zadziałała naturalna korelacja pomiędzy EURUSD (napędzanym w dół przez USD) i złotym. Nie pomogły też wzrosty cen ropy naftowej w związku z decyzją OPEC – Polska jest importers netto ropy i choć nie odgrywa on tak dużego znaczenia dla bilansu płatniczego jak w Turcji, pewnej negatywnej reakcji koszykowej nie można wykluczyć. Krajowe dane pozostały bez wpływu na kurs (można nawet stwierdzić, że powrót inflacji z poziomów ujemnych będzie utrudniał grę uczestników rynku na płaszczynie krzywej forwardowej – jest to jednak argument za nieco mocniejszym, a nie słabym złotym). Dziś nadal złotym miotać będą czynniki globalne, a czynniki krajowe pozostają bez zmian (lekko negatywne). Publikacja PMI (9:00) powinna przejść bez echa.

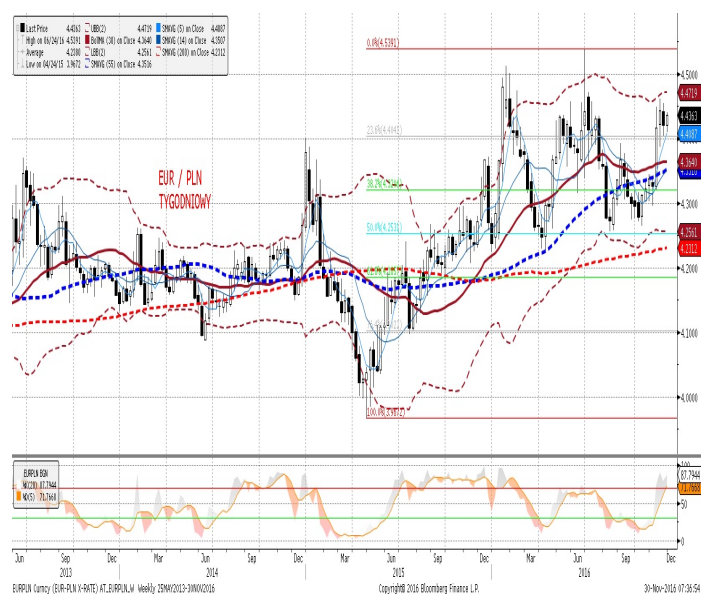
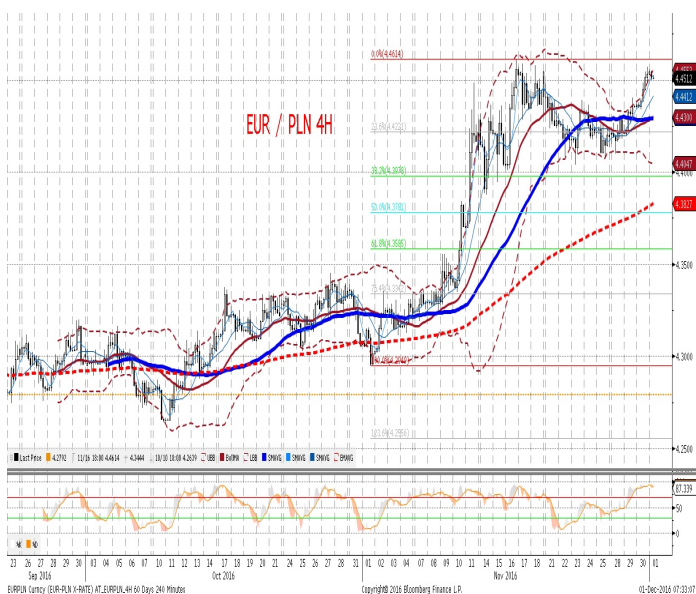
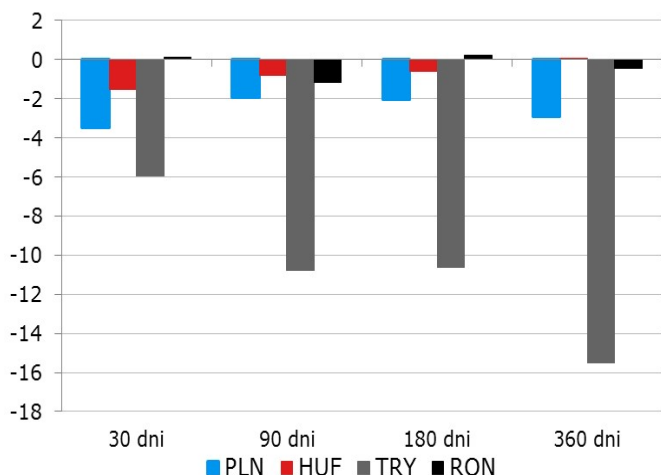
EURPLN technicznie

Pozycja: Brak

EURPLN zbliża się do lokalnych maksimum (wczoraj padło 4,45), wykazując silne momentum. Oscylatory są dociśnięte do sufitów, nie widać sygnałów odwrócenia trendu wzrostowego. Jeśli wspomniane lokalne maksimum (4,4614) padnie, otworzy to kursowi drogę do 4,50 (strefa tegorocznych maksimum). Na razie jednak nie uprzedzamy faktów i obserwujemy rynek. Z uwagi na bliskość oporów zajmowanie pozycji long (ponownie) nie ma sensu - spróbujemy dotrzeć się do ruchu po kolejnym wyłamaniu lub zagrać kontrariańsko przy atrakcyjnym układzie technicznym.

Wsparcie	Opór
4,3978	4,5391
4,3630	4,5120
4,2949	4,4614

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.75	1.78
2Y	1.91	1.96
3Y	2.00	2.04
4Y	2.16	2.20
5Y	2.32	2.36
6Y	2.46	2.50
7Y	2.57	2.60
8Y	2.66	2.69
9Y	2.75	2.78
10Y	2.84	2.87

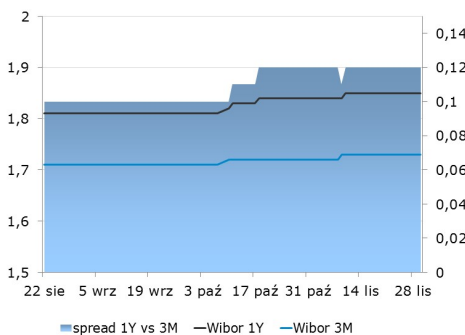
depo	BID	ASK
ON	1.35	1.75
1M	1.40	1.80
3M	1.86	2.06

FRA	BID	ASK
1x2	1.64	1.69
1x4	1.71	1.77
3x6	1.72	1.78
6x9	1.73	1.79
9x12	1.76	1.82

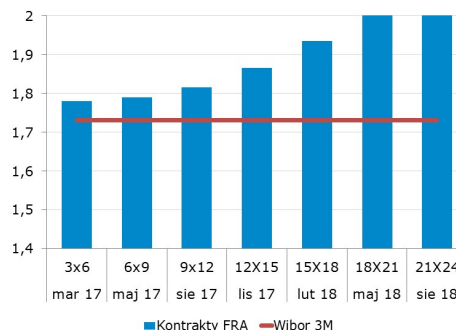
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.4384
USD/PLN	4.1721
CHF/PLN	4.1159

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.0588
EUR/JPY	121.17
EUR/PLN	4.4507
USD/PLN	4.2010
CHF/PLN	4.1310

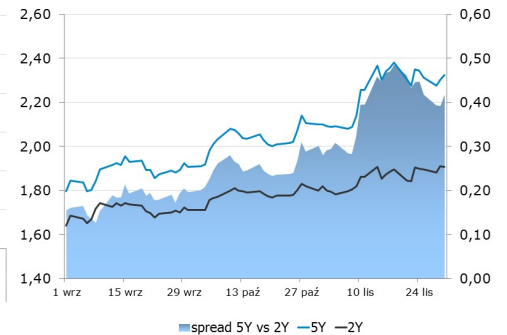
WIBOR 3M i 1Y



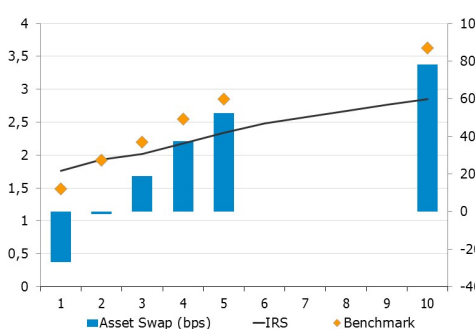
WIBOR 3M i stawki FRA



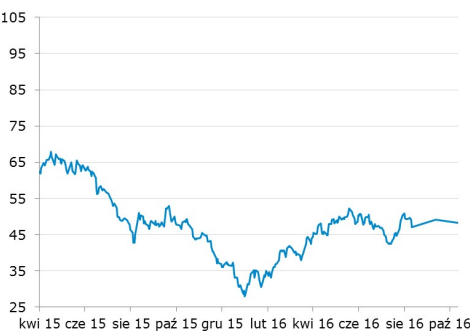
IRS 5Y i 2Y



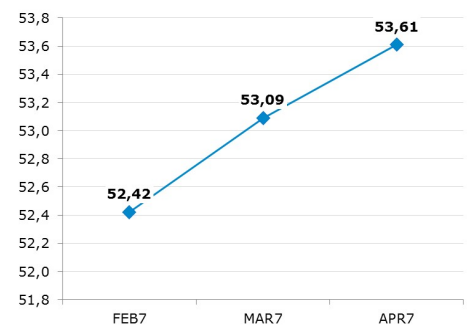
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



Uwaga!

Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów opartej na danych z kompetentnych rynkowych źródeł, jednakże nie możemy gwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydania raportu i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Informacje, na które powołują się w niniejszym opracowaniu autorzy niekoniecznie pozostają w zgodzie z opiniami mBanku S.A. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego i mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie są zatem poradą, rekomendacją, ofertą dotyczącą kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych i nie należy ich tak traktować. Prognozy wskazane w niniejszym dokumencie nie gwarantują osiągnięcia zysków przez inwestora działającego na ich podstawie. mBank S.A. (lub jego pracownicy) może posiadać na rachunku własnym lub może zawierać transakcje kupna/sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszej publikacji. Autorzy oświadczają, że inwestor nie powinien działać wyłącznie na podstawie niniejszego opracowania, bez zasięgnięcia niezależnej profesjonalnej porady inwestycyjnej. Jakakolwiek odpowiedzialność mBanku S.A., jego zarządu, pracowników, współpracowników, kooperantów, agentów z tytułu podjęcia przez jakąkolwiek osobę działań lub zaniechań w związku z niniejszym opracowaniem jest wyłączona. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.