

1 grudnia 2017

Raport Dzienny

mBank Research

www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/

[@mbank_research](https://twitter.com/mbank_research)

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

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
www.mbank.pl

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
27.11.2017 PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Sprzedż domów na r.pierwotnym (tys.)	paź		624	645 (r)	685
28.11.2017 WTOREK							
10:00	EUR	M3 r/r (%)	paź		5.1	5.2 (r)	5.0
16:00	USA	Koniunktura konsumencka CB (pkt.)	lis		124.0	126.2 (r)	129.5
29.11.2017 ŚRODA							
9:00	SPA	CPI r/r flash (%)	lis		1.7	1.6	1.6
11:00	EUR	ESI (pkt.)	lis		114.6	114.1 (r)	114.6
14:00	GER	CPI r/r flash (%)	lis		1.7	1.6	1.8
14:30	USA	PKB kw/kw drugi (%)	Q3		3.2	3.0	3.3
16:00	USA	Umowy na sprzedaż domów m/m (%)	lis		1.1	-0.4 (r)	3.5
30.11.2017 CZWARTEK							
2:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	lis		51.5	51.6	51.8
2:00	CHN	PMI w usługach (pkt.)	lis			54.3	54.8
8:45	FRA	CPI r/r flash (%)	lis		1.2	1.1	1.2
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	lis		5.6	5.6	5.6
10:00	POL	PKB r/r final (%)	Q3	4.7	4.7	4.7	4.9
11:00	EUR	CPI r/r flash (%)	lis		1.6	1.4	1.5
14:00	POL	CPI r/r flash (%)	lis	2.4	2.3	2.1	2.5
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	25.11		240	240 (r)	238
14:30	USA	Dochody gosp. domowych (%)	paź		0.3	0.4	0.4
14:30	USA	Wydatki gosp. domowych (%)	paź		0.3	0.9 (r)	0.3
14:30	USA	Inflacja PCE r/r (%)	paź		1.5	1.7 (r)	1.6
15:45	USA	Chicago PMI (pkt.)	lis		62.5	66.2	63.9
01.12.2017 PIĄTEK							
0:30	JAP	Stopa bezrobocia (%)	paź		2.8	2.8	2.8
0:30	JAP	CPI r/r (%)	paź		0.2	0.7	0.2
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	lis	55.2	53.8	53.4	
10:00	EUR	PMI w przemyśle final (pkt.)	lis		60.0	60.0	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	lis		58.3	58.7	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dziś zostanie opublikowany wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu – tu spodziewamy się dalszych wzrostów indeksu. Luka PMI w stosunku do indeksów niemieckich (kolejne wieloletnie maksimum w listopadzie) i wskaźników GUS (które wzrosły w listopadzie) przekracza obecnie 4 pkt. i spodziewamy się jej częściowego zasypania.

Gospodarka globalna: Dzień upływa pod znakiem publikacji danych o koniunkturze w przemyśle - w Europie będą to wskaźniki PMI, w Stanach Zjednoczonych indeks ISM.

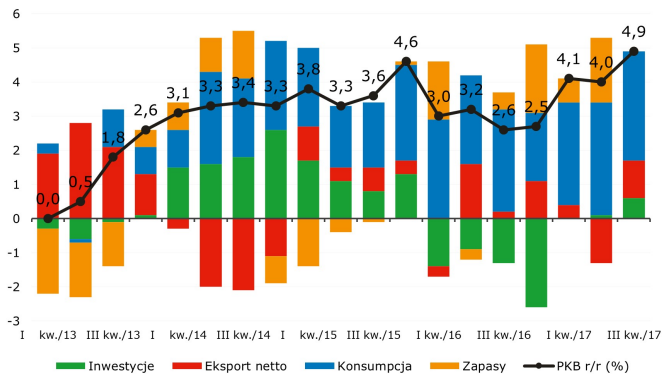
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w listopadzie wzrosły o 2,5 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,5 proc.
- GUS: Produkt Krajowy Brutto w III kwartale 2017 r. wzrósł o 4,9 proc. rdr w porównaniu ze wzrostem o 4,0 proc. rdr w II kwartale.
- Morawiecki: Eksport i inwestycje w IV kwartale 2017 r. oraz w 2018 roku zwiększą swój udział w tworzeniu PKB.
- USA: Deflator PCE w październiku wyniósł 1,6 proc. rdr, wobec 1,7 proc. we wrześniu, po korekcie z 1,6 proc.

Decyzja RPP (05.12.2017)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%	GERGB 10Y	0.379	0.000
stopy bez zmian		100%	USAGB 10Y	2.411	-0.007
obniżka 25 bps		0%	POLGB 10Y	3.361	0.002
PROGNOZA mBanku		bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

PKB przyspiesza jeszcze bardziej niż sugerował odczyt flash.

Zgodnie z finalnym szacunkiem, dynamika PKB w III kwartale wyniosła nie 4,7% a 4,9%. Oznacza to, że nasza oryginalna prognoza 4,8% była najlepsza na rynku. W ujęciu kw/kw po odsezonowaniu również zanotowano przyspieszenie, z 0,9 do 1,2%.



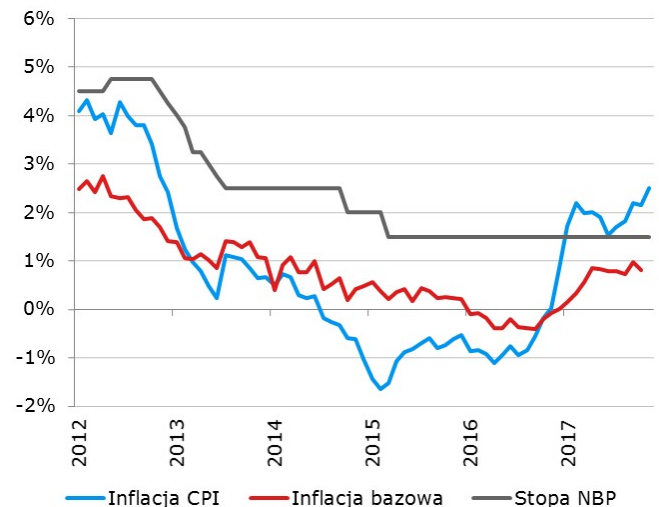
Po publikacjach dotyczących nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw niefinansowych, kompozycja PKB nie jest już tak zaskakująca. Szczególnie nie dziwi słaba dynamika inwestycji na poziomie 3,3%. Jest to pokłosie niskiej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw prywatnych oraz niskiego zaawansowania inwestycji współfinansowanych z UE (bardziej dotyczy to części centralnej niż lokalnej). Dynamika konsumpcji również okazała się nieco niższa od naszych przewidywań – 4,8% r/r jest wciąż jednak wynikiem bardzo dobrym. Tempo wzrostu wydatków konsumpcyjnych będzie stopniowo opadać w kolejnych kwartałach. Świetna sytuacja na rynku pracy oraz optymizm konsumentów gwarantują jednak, że opadanie to będzie łagodne i zostanie – na poziomie całych rachunków narodowych – skompensowane wyższą aktywnością inwestycyjną. Czarnym koniem odczytu – co sygnalizowaliśmy już wcześniej – okazał się eksport netto, który swoim potężnym, dodatnim wkładem (1,1 pkt. proc.) póki co łamie historyczne korelacje. Jest to tylko w niewielkiej mierze wynik słabej aktywności inwestycyjnej. Za gros dodatniej kontrybucji odpowiadają naszym zdaniem lepsze wyniki eksportu. Dane o wyższej częstotliwości sugerują, że wyższa dynamika eksportu utrzyma się również w IV kwartale. Korelacje z cyklem strefy euro pozostają w mocy, co skłania nas do rewizji (w górę) kontrybucji eksportu netto w kolejnych kwartałach. Problemy z pozycją konkurencyjną przedsiębiorstw przemysłowych kompensowane są z nadkładem przez potężną nadwyżkę na rachunku usług, która z kwartału na kwartał dostarcza 10-12 mld PLN eksportu netto.

Należy przyznać, że kompozycja wzrostu jest dobitnie proinflacyjna i w sytuacji coraz wyższego wykorzystania czynników produkcji stanie się coraz bardziej problematyczna w kontekście możliwości utrzymania wzrostu na tym poziomie bez istotnej zmiany produktywności czynników produkcji. Oczywiście nie jest to jeszcze problem na rok 2018, kiedy zastrzyk inwestycji z UE wygeneruje podobną (lub nawet nieco wyższą) dynamikę wzrostu PKB. O dziwo jednak, problem ewentualnie niższego wzrostu PKB w latach 2019+ został przez RPP lepiej rozpoznany niż możliwość znaczącego przyspieszenia wzrostu w okresie przejściowym. Wyniki III kwartału już na starcie falsyfikują wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej, a

rewizja danych za lata 2016-2017 powinna ceteris paribus zmniejszyć lukę popytową i nieznacznie podnieść oczekiwaną ścieżkę inflacji. Wyjście inflacji z dołka na początku 2018 roku może zapoczątkować w RPP jastrzębi skręt. Z tego powodu utrzymujemy prognozy podwyżki stóp w drugiej połowie 2018 roku.

Inflacja w celu, ale nie na długo.

Zgodnie z odczytem flash, inflacja w Polsce przyspieszyła w listopadzie do 2,5% r/r (nasza prognoza 2,4%, konsensus 2,3%). Jej wzrost względem października (2,1%) jest znaczący i wynika naszym zdaniem z dwóch efektów.



Po pierwsze, relatywnie duża dynamika cen żywności (szacujemy ją na +0,5-0,7% m/m) spotkała się z podwyżkami cen paliw (+2,7% m/m). Prawdopodobnie doszło także do podwyżek cen węgla opałowego, które podniosły ceny w kategorii mieszkanie. Po drugie, inflacja bazowa przyspieszyła do 0,9% z 0,8% przed miesiącem.

Oczywiście prawdziwą kompozycję inflacji poznamy dopiero w połowie miesiąca. W tym momencie można jednak stwierdzić fakt, że inflacja znalazła się dokładnie w celu inflacyjnym NBP. Z uwagi na specyficzny układ efektów bazowych oraz nasze przewidywania odnośnie cen paliw oraz cen żywności (obie kategorie obniżą wzrosty r/r na początku 2018), listopadowy odczyt wyznaczy szczyt inflacji na wiele miesięcy. W tle natomiast stopniowo rola będzie inflacja bazowa.

EURUSD fundamentalnie

EURUSD wzrósł, choć nie do końca z powodów, które nakreśliłmy we wczorajszym komentarzu: dane o inflacji w strefie euro zaskoczyły in minus (a nie in plus), inflacja w Stanach Zjednoczonych okazała się być praktycznie idealnie zgodna z oczekiwaniami. Dodatkowo, prace nad ustawą podatkową w Kongresie USA posuwają się do przodu. Dlaczego zatem EURUSD wzrósł? Zbiegło się to w czasie z korektą spadkową indeksów dolarowych i realizacją zysków, ale kluczową prawdopodobnie okazała się strukturalna siła euro, przed której rolą (nawiasem mówiąc) ostrzegaliśmy. Dziś, wraz z publikacją ISM, rozpoczyna się gra o dane z amerykańskiego rynku pracy, ale w związku z możliwym głosowaniem nad ustawą podatkową, dane makroekonomiczne powinny zejść na dalszy plan.

EURUSD technicznie

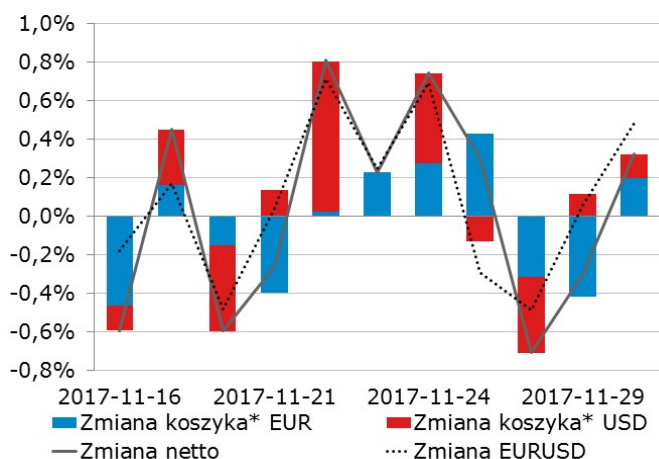
Pozycja: Brak.

Preferencja: Powrót do trendu wzrostowego.

Zainkasowanie profitu było dobrym i złym pomysłem jednocześnie. Dobrym, bo notowania wczoraj dotknęłyby niższego poziomu S/P. Złym, bo notowania później rosły i obecnie są 60 pipsów wyżej od zamknięcia pozycji. Tak czy owak, z ówczesnymi poziomami wejścia/wyjścia nie zarobiliśmy na tym ruchu. EURUSD ruszył na północ i sygnały są pozytywne. Powstrzymuje nas jednak póki co konieczność ustawienia niskiego S/L oraz bliskość lokalnych maksimów. Po ich pokonaniu (bądź nie) podejmiemy decyzję o dalszych pozycjach.

Wsparcie	Opór
1,1511	1,2092
1,1417	1,2000
1,1104	1,1961

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Polskie aktywa pozostawały wczoraj pod wpływem krajowych danych: pozytywna niespodzianka w danych o PKB i zaskoczenie inflacją spowodowały umocnienie złotego (o 1 grosz za każdym razem) i wzrost stóp procentowych (rentowności obligacji) w segmencie 1-5 lat. Ruchy te jednak nie wiążą się ze znaczącym przesunięciem oczekiwań dotyczących krajowej polityki pieniężnej i trudno oczekiwać, że bez werbalnego przyzwolenia ze strony prezesa NBP i zmiany konsensusu w Radzie Polityki Pieniężnej trudno oczekiwać głębszego dostosowania wycen rynkowych. Z tego względu w najbliższych dniach stery przejmą czynniki globalne, a konkretniej wzrost rynkowych stóp procentowych na świecie związany z postępami w pracach nad reformą podatkową w USA i podwyższaniem prognoz wzrostu gospodarki globalnej. Czy EURPLN ma w takich warunkach szansę na umocnienie? Jest to mało prawdopodobne - nad negatywnymi konsekwencjami zawężania się dysparytetów stóp procentowych musiałby przeważać optymizm co do wzrostu na świecie i efekty zwiększonych napływów kapitałowych na rynki EM (te jednak trwają już od wielu miesięcy).

EURPLN technicznie

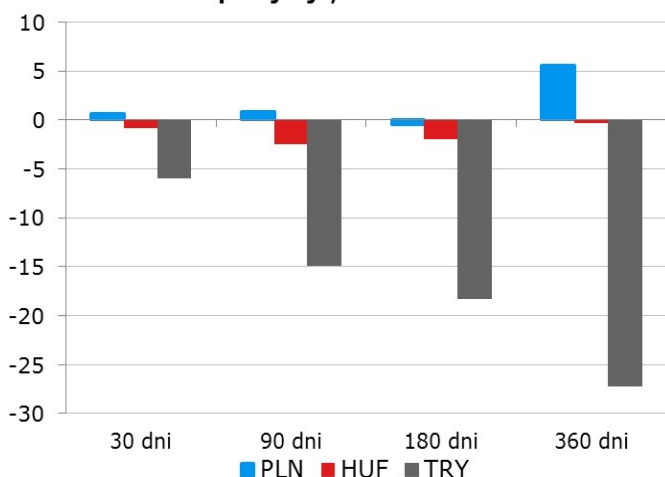
Pozycja: Long EURPLN po 4,2030, S/L 4,1850, T/P 4,2450.

Preferencja: Szerszy range (4,20-25).

Bez zmian. Notowania powoli rosną po wyznaczeniu nowych minimów lokalnych, które nie utrzymały się w ciągu dnia generując spory młotek. Liczymy na dojście notowań do górnej granicy range. Wcześniej kurs powalczy z MA30 z dziennego (4,23) oraz MA200 (4,2450) – tu właśnie ustawiamy T/P.

Wsparcie	Opór
4,2044	4,4345
4,1966	4,3738
4,1591	4,2527/2638

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.77	1.81
2Y	2.06	2.10
3Y	2.25	2.29
4Y	2.41	2.45
5Y	2.55	2.59
6Y	2.67	2.71
7Y	2.77	2.81
8Y	2.86	2.90
9Y	2.94	2.98
10Y	3.01	3.05

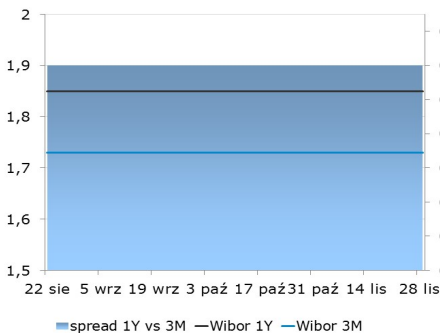
depo	BID	ASK
ON	1.25	1.65
1M	1.62	1.82
3M	1.57	1.77

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2055
USD/PLN	3.5543
CHF/PLN	3.6008

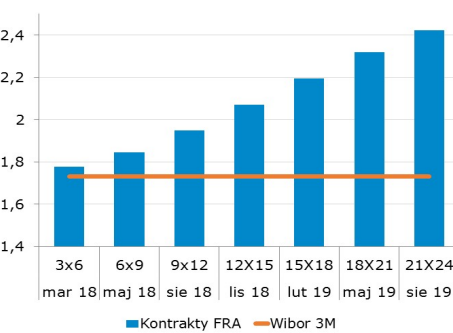
FRA	BID	ASK
1x2	1.65	1.69
1x4	1.72	1.75
3x6	1.75	1.78
6x9	1.82	1.85
9x12	1.92	1.95

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1902
EUR/JPY	133.94
EUR/PLN	4.2021
USD/PLN	3.5303
CHF/PLN	3.5830

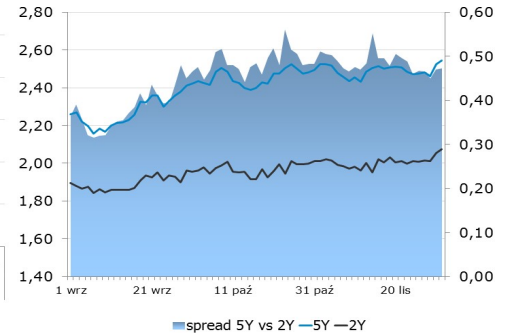
WIBOR 3M i 1Y



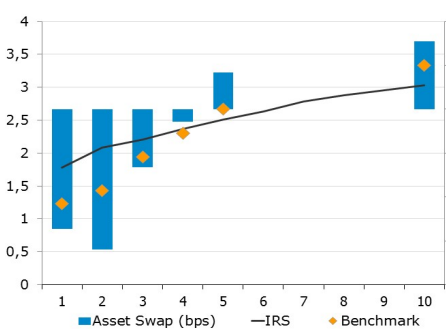
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



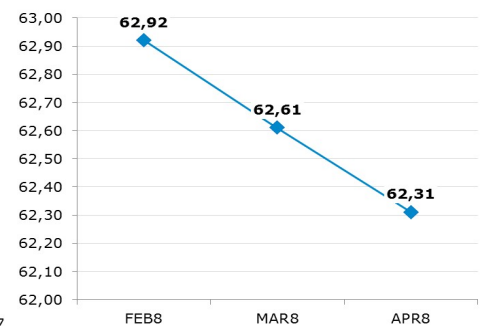
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



Uwaga!

Skrzynka pocztowa research@mbank.pl służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.

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 informacjami 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.