

14 listopada 2018

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		
12.11.2018 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
13.11.2018 WTOREK							
9:00	POL	Publikacja Raportu o inflacji NBP	lis				
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	wrz		4.0	4.0	4.1
11:00	GER	Indeks ZEW – sytuacja bieżąca (pkt.)	lis		65.0	70.1	58.2
11:00	GER	Indeks ZEW – oczekiwania (pkt.)	lis		-26.0	-24.7	-24.1
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	wrz	-285	-376	-549	-547
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	wrz	18200	18068	17195	17683
14:00	POL	Import (mln EUR)	wrz	18300	18029	17524	18132
14.11.2018 ŚRODA							
3:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	paź		9.2	9.2	8.6
3:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	paź		5.8	5.8	5.9
8:00	GER	PKB r/r wstępny (%)	3Q		-0.1	0.5	-0.2
9:00	SLO	PKB r/r wstępny (%)	3Q		3.9	4.2	
9:00	CZE	PKB r/r wstępny (%)	3Q		2.6	2.4	
9:00	HUN	PKB r/r wstępny (%)	3Q		4.4	4.8	
10:00	POL	PKB r/r wstępny (%)	3Q	4.6	4.7	5.1	
10:00	POL	CPI r/r final (%)	paź	1.7	1.7	1.7	
10:30	GBR	CPI r/r (%)	paź		2.5	2.4	
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		-0.4	1.0	
14:30	USA	CPI m/m (%)	paź		0.3	0.1	
15.11.2018 CZWARTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	paź	0.9	0.9	0.8	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State	lis		20.0	21.1	
14:30	USA	Wskaźnik Philly Fed (pkt.)	lis		20.0	22.2	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.11		213	214	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		0.5	0.1	
16.11.2018 PIĄTEK							
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.2	0.3	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dziś GUS przedstawi wstępny szacunek PKB za III kwartał. Wg naszych szacunków konsumpcja spowolniła do ok. 4,5% r/r, inwestycje wzrosły o ok. 6% r/r, a konsumpcja zbiorowa wzrosła w związku z wyborami samorządowymi, ale prawdopodobnie będzie to widoczne dopiero w zrewidowanych danych w przyszłym roku. Silnie ujemny wkład eksportu netto (-0,9 pkt. proc.) tylko częściowo zrównoważy oczekiwany przyrost zapasów. Wziąwszy powyższe pod uwagę, szacujemy PKB za III kwartał na 4,6% r/r, czyli blisko konsensusu rynkowego (4,7% wg ankiety „Parkietu”). Dziś poznamy tylko dynamikę PKB, jego rozbić pojawi się w odczycie finalnym publikowanym za dwa tygodnie. Dodatkowo, rachunki kwartalne zostaną zrewidowane zgodnie z kierunkiem wskazanym przez rewizję danych rocznych (konsumpcja i PKB w górę w latach 2016-2017). Finalny odczyt inflacji, również publikowany dziś, przyniesie najprawdopodobniej potwierdzenie wstępnego szacunku (1,7% r/r). Wydaje się, że przyczyną niespodzianki (prognozy przed odczytem *flash* wynosiły 1,8% r/r) jest mniejszy od prognozowanego przez nas wzrostu inflacji bazowej.

Gospodarka globalna: Dzień w Europie upłynie pod znakiem publikacji wstępnych danych o PKB za III kwartał – zobaczymy odczyty m.in. z Czech, Węgier i Słowacji oraz kolejny szacunek Eurostatu dla całej strefy euro. Wrześniowe dane o produkcji przemysłowej w strefie euro będą na tym tle tylko przystawką. W Stanach Zjednoczonych najważniejszym wydarzeniem będzie publikacja danych o inflacji CPI, w świetle których dynamika cen konsumpcyjnych przyspieszyła w ujęciu miesięcznym i rocznym. Kluczowe będzie jednak zachowanie inflacji bazowej, która ma w świetle prognoz pozostać stabilna.

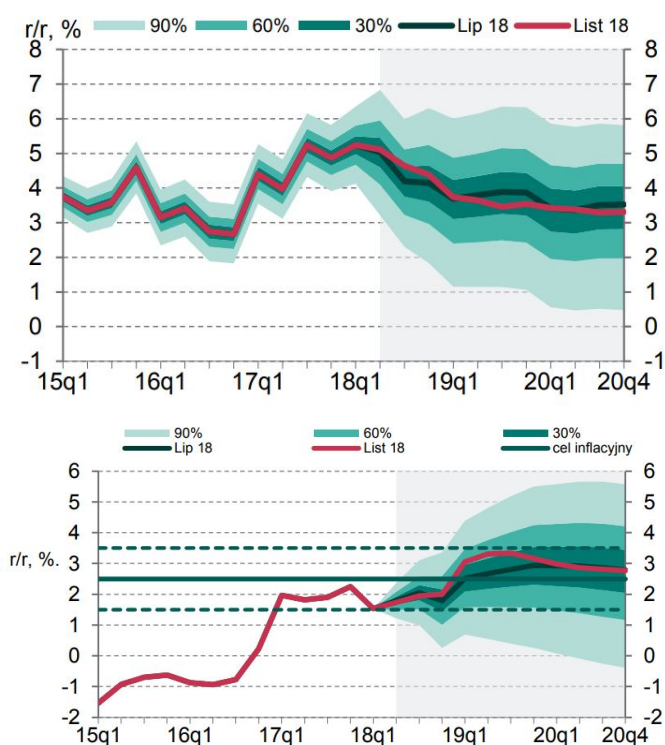
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- NBP: Centralna ścieżka projekcji NBP zakłada, że inflacja CPI w 2019 r. wyniesie 3,2 proc., zaś inflacja bazowa ukształtuje się na poziomie 2,1 proc. - wynika z najnowszej projekcji. W porównaniu do lipcowej projekcji, prognozowana ścieżka inflacji bazowej nie zmieniła się, podniesiono natomiast szacunki CPI na 2019 r. Dynamika PKB w 2018 r. wyniesie 4,8 proc.
- GUS: Przeciętne wynagrodzenie w III kwartale 2018 r. wyniosło 4.580,20 zł, co oznacza wzrost w ujęciu rocznym o 7,6 proc.

Decyzja RPP (05.12.2018)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%	GERGB 10Y	0.000	0.000
stopy bez zmian		100%	USAGB 10Y	3.145	0.002
obniżka 25 bps		0%	POLGB 10Y	3.240	0.000
PROGNOZA mBanku		bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Nowa projekcja inflacyjna NBP bez większych niespodzianek

Prezentacja pełnych wyników nowej projekcji nie przyniosła radykalnie nowych wniosków w stosunku do jej zrębów znanych z posiedzenia i konferencji prasowej RPP w zeszłym tygodniu. Prognoza PKB (pierwszy z poniższych wykresów) została nieznacznie podwyższona za sprawą lepszych wyników konsumpcji w I połowie roku, szacunki PKB w kolejnych latach obniżyła głównie niższa prognoza dynamiki inwestycji. Zbliżona do górnej granicy pasma dopuszczalnych odchyłeń inflacja (drugi wykres) to zasługa przejściowego wzrostu cen energii. Przedstawiciele NBP z godną podziwu konsekwencją odmówili wskazania, jakie dokładnie założenia poczyniono w tym zakresie, ale wysoki wzrost cen elektryczności dla gospodarstw domowych jest jedynym założeniem, które może spiąć prezentowaną ścieżkę surowców energetycznych i cen energii ogółem. Inflacja bazowa kończy projekcję w okolicy 3% r/r, podobnie jak poprzednio. Ciekawsze od samych wyników projekcji jest to, co ujawniła ona na temat sposobu rozumowania i stanu wiedzy NBP.



Po pierwsze, wzrost cen energii jest traktowany jako negatywny szok podaży, skutkujący nawet w najprostszym modelu AD-AS, ceteris paribus, wzrostem inflacji i spadkiem produktu. Dodatkowo, w warunkach spowolnienia gospodarczego przełożenie wzrostu cen energii na ceny dóbr finalnych powinno zdaniem NBP być relatywnie niewielkie. Wypada również w tym miejscu zauważyć, że wzrost cen energii w takiej skali pozycjonuje RPP bardzo dobrze – jego realizacja nie wiąże się z trwałymi konsekwencjami dla inflacji, a jeśli ten scenariusz się nie zrealizuje – tym lepiej.

Po drugie, ścieżka PKB jest podtrzymywana przez optymistyczną prognozę inwestycji prywatnych, za którymi w dalszym ciągu przemawia cały katalog argumentów. To, dlaczego nie zadziałały do tej pory, pozostaje kwestią nierozstrzygniętą. Ryzyka dla trajektorii inwestycji prywatnych należy naszym zdaniem postrzegać jako negatywne. Inwestycje publiczne z

kolei, choć będą w kolejnych latach rosnąć, będą miały z roku na rok coraz mniejszy wkład do dynamiki PKB. To również jest zbieżne z konsensusem rynkowym i z naszym własnym przekonaniem co do tej kategorii.

Po trzecie, za interesujące należy uznać rozważania na temat konsumpcji. Zgodnie z zaprezentowaną przez NBP modelową dekompozycją, wzrost konsumpcji w ostatnich dwóch latach jedynie w połowie można przypisać identyfikowalnym czynnikom (dochód rozporządzalny, dochód permanentny, stopy procentowe). Pozostała część, nazywana krótkookresową skłonnością do konsumpcji to wartość resztowa – być może to wynik wysokich nastrojów konsumentów, być może dystrybucyjne i sygnałne efekty programu 500+. Można mieć wątpliwości co do trwałości oddziaływania tych czynników i projekcja NBP zakłada systematyczne hamowanie konsumpcji prywatnej w horyzoncie prognozy – jest to również niekontrowersyjne.

Wreszcie, w rozważaniach na temat rynku pracy NBP (podobnie, jak my) odnotowuje w różnych źródłach danych symptomy słabnięcia popytu na pracę, które sprzęgły się z istniejącymi już (aczkolwiek nie narastającymi – tutaj korzystniejszym dla scenariusza bazowego RPP badaniom NBP nadaje się większą wagę niż nieco alarmistycznym wynikom analogicznych badań GUS) ograniczeniami podażyowymi. W konsekwencji, dynamika wynagrodzeń w projekcji NBP pozostaje wysoka i – via jednostkowe koszty pracy – przekłada się na inflację bazową przyspieszającą do poziomów rzadko notowanych w ostatnich dwóch dekadach. Warto również odnotować przyspieszenie wynagrodzeń w budżetówce (wzrost kwoty bazowej, jednorazowe podwyżki dla nauczycieli, służb mundurowych, etc.).

Reasumując, listopadową projekcję NBP trudno określić jako przełomową. Pokazując „samoregulującą” się gospodarkę, wspiera bazowy scenariusz RPP i bieżącą linię w polityce pieniężnej. Po raz kolejny można się przekonać, że tolerancja RPP dla inflacji i inflacji bazowej jest znacząca.

EURUSD fundamentalnie

Wczoraj euro odrobiło wobec dolara część strat z poniedziałku, w czym pomagało polepszenie się globalnych nastrojów po optymistycznych doniesieniach o rozwoju negocjacji brexitowych, które jednak wciąż się nie zakończyły (pakiet musi przejść przez brytyjski parlament). Informacje, że Włochy utrzymają swoje założenia budżetowe w odpowiedzi do KE nie przełożyły się na osłabienie euro – to było oczekiwane; teraz znów piłka po stronie KE. Ze strefy euro napłynęły dziś rano słabe dane o PKB, jednak po serii negatywnych zaskoczeń scenariusz hamowania strefy euro jest całkiem nieźle wyceniony – póki co przestrzeń do zmiany konsensusu występuje jedynie po stronie reakcji EBC (póki co wciąż jest dość jastrzębio). Dziś poznamy dane o inflacji CPI w USA, ale rynki z większą uwagą będą śledzić wieczorne wystąpienie Powella. Zmiana scenariusza bazowego jest mało prawdopodobna. Mimo niskich poziomów EURUSD wciąż wydaje się, że bardziej prawdopodobne są spadki niż wzrosty.

EURUSD technicznie

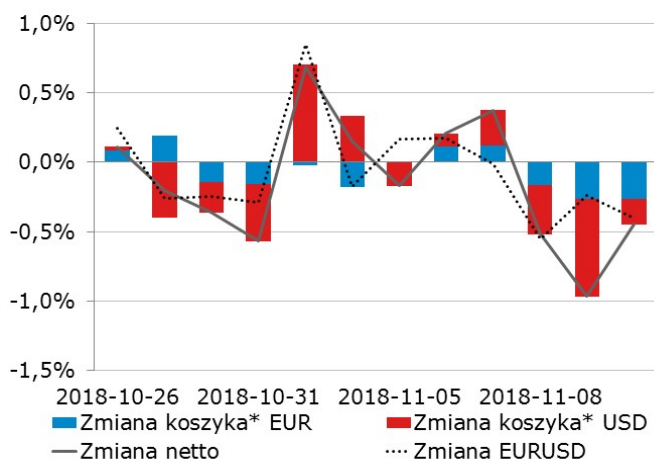
Pozycja: Brak. S/L na małej pozycja short zajętej po 1,1251. 59 ticki straty.

Preferencja: Range 1,13-1,18.

Wczorajsze odbicie EURUSD, wspomagane czynnikami fundamentalnymi (Brexit) wyniosło notowania powyżej naszego poziomu S/L, który został aktywowany, a my odnotowaliśmy stratę w wysokości 59 ticków. Notowania nie powróciły jeszcze trwale powyżej 1,13 (brak zamknięcia na bazie dziennej), jednak sam poziom oporu został wielokrotnie nadgryziony intraday. Dopóki notowania się od niego nie oddalą, pozostajemy poza rynkiem. W obecnej sytuacji bardziej prawdopodobne – aczkolwiek nie przesądzone – jest wykreślenie fałszywego wybicia w dół przez kurs i powrót do wzrostów (ewentualnie do poprzedniego range).

Wsparcie	Opór
1,1187	1,1996
1,0906	1,1851
	1,0341

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Wczoraj złoty zyskiwał głównie za sprawą polepszających się czynników globalnych, nie przeszkodziły mu zawirowania w polskim otoczeniu instytucjonalnym. Dzisiaj EURPLN powinien pozostać pod wpływem publikacji PKB za 3 kwartał i finalnego odczytu inflacji. Bez solidnej niespodzianki w tej drugiej publikacji (co historycznie jest bardzo mało prawdopodobne) rynki skupią się na tym pierwszym. Spodziewamy się PKB niższego od konsensusu (nasza prognoza 4,6 vs konsensus 4,7), co powinno osłabiać złotego. Niestety kompozycja PKB na tym etapie pozostanie nadal nieznana, a GUS ujawni ją dopiero pod koniec miesiąca.

EURPLN technicznie

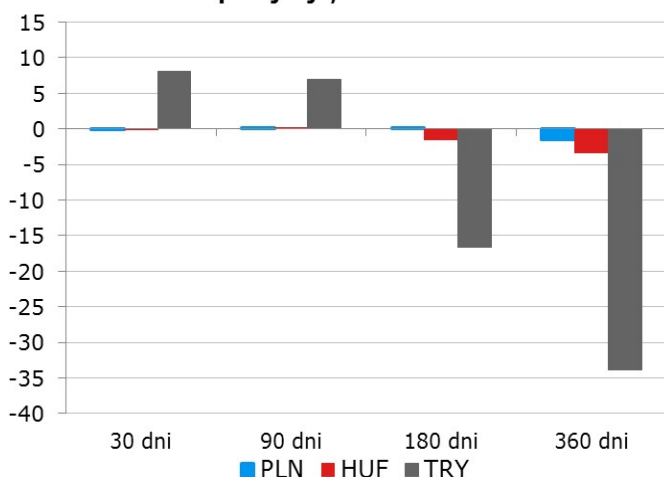
Pozycja: Mała pozycja short po 4,3010, S/L 4,3150, T/P 4,27.

Preferencja: Range 4,25-35

Notowania odbiły się od średnich na wykresie dziennym i wykresie 4h i kierują się w dół. Pozostawiamy pozycję – obecnie na niewielkim plusie – bez zmian parametrów licząc na dalszy spadek notowań.

Wsparcie	Opór
4,2657	4,4142
4,2030	4,3570
4,1511	4,3401

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.78	1.82
2Y	2.00	2.04
3Y	2.20	2.24
4Y	2.37	2.41
5Y	2.51	2.55
6Y	2.62	2.66
7Y	2.70	2.74
8Y	2.78	2.82
9Y	2.85	2.89
10Y	2.93	2.97

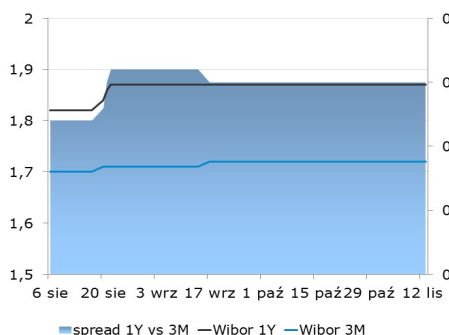
depo	BID	ASK
ON	1.24	1.74
1M	1.52	1.72
3M	1.92	2.12

FRA	BID	ASK
1x2	1.62	1.66
1x4	1.70	1.74
3x6	1.72	1.76
6x9	1.77	1.81
9x12	1.85	1.89

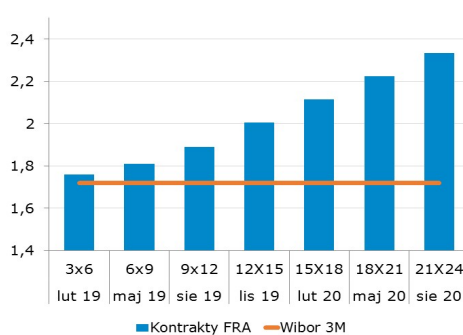
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2994
USD/PLN	3.8268
CHF/PLN	3.7862

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1288
EUR/JPY	128.47
EUR/PLN	4.2913
USD/PLN	3.8018
CHF/PLN	3.7746

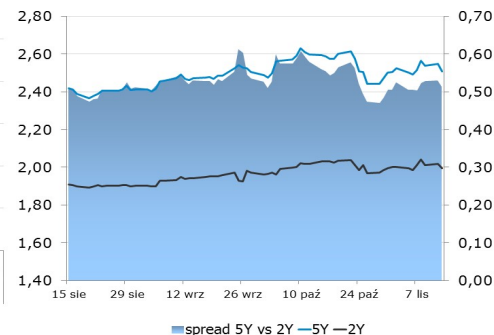
WIBOR 3M i 1Y



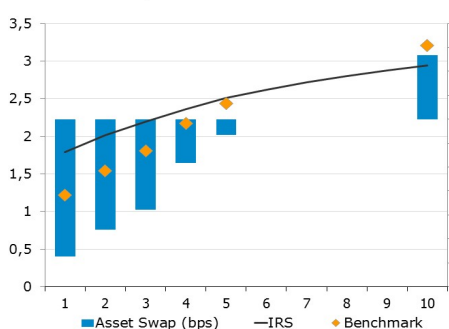
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



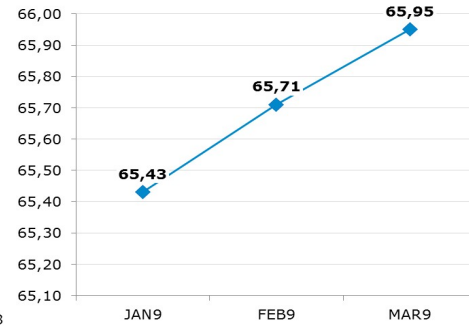
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



Uwaga!

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z § 9 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. 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 (Dz. U. z 2015 r. poz. 878 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. Kwantowania 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.