

15 listopada 2018

# Raport Dzienny

## Autorzy:

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 66  
[ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Marcin Mazurek  
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)

Maciej Zdrolik  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[maciej.zdrolik@mbank.pl](mailto: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](http://www.mbank.pl)

Nasze wszystkie publikacje  
dostępne są na stronie  
internetowej pod adresem:  
[www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/](http://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        | 4.6    |
| 9:00                    | CZE  | PKB r/r wstępny (%)                   | 3Q    |          | 2.6       | 2.4        | 2.3    |
| 9:00                    | HUN  | PKB r/r wstępny (%)                   | 3Q    |          | 4.4       | 4.8        | 4.8    |
| 10:00                   | POL  | PKB r/r wstępny (%)                   | 3Q    | 4.6      | 4.7       | 5.1        | 5.1    |
| 10:00                   | POL  | CPI r/r final (%)                     | paź   | 1.7      | 1.7       | 1.7        | 1.8    |
| 10:30                   | GBR  | CPI r/r (%)                           | paź   |          | 2.5       | 2.4        | 2.4    |
| 11:00                   | EUR  | Produkcja przemysłowa m/m (%)         | wrz   |          | -0.4      | 1.0        | -0.3   |
| 14:30                   | USA  | CPI m/m (%)                           | paź   |          | 0.3       | 0.1        | 0.3    |
| 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:** Inflacja bazowa, jak można szacować na podstawie danych GUS, wyniosła 0,9% r/r.

**Gospodarka globalna:** Dziś w Stanach Zjednoczonych zobaczymy pierwsze indeksy koniunktury biznesowej za listopad – będą to dane z okręgu filadelfijskiego i nowojorskiego – można w ich przypadku spodziewać się nieznacznie pogorszenia sentymentu przedsiębiorstw. Równocześnie zostaną również opublikowane dane o sprzedaży detalicznej (efekt cenowy podbije sprzedaż paliw) oraz cotygodniowy raport z rynku pracy.

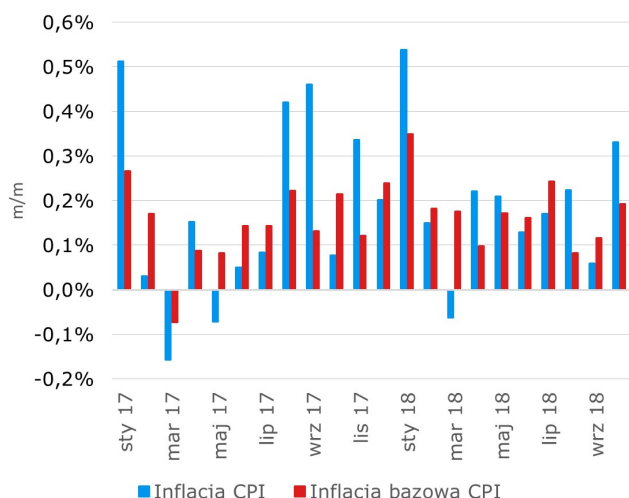
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Produkt Krajowy Brutto w III kwartale 2018 roku wzrósł o 5,1 proc. rdr oraz wzrósł o 1,7 proc. kdk wobec wzrostu w II kw. na poziomie 5,1 proc. rdr - wynika z szacunku flash.
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w październiku 2018 r. wzrosły rdr o 1,8 proc., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,4 proc.
- Łon: Stabilizacja stóp procentowych w Polsce byłaby bardzo dobrą strategią dla RPP m.in. w obliczu nadchodzącego spowolnienia gospodarczego w Europie czy w USA – ocenił członek RPP. Ekonomista „mocno odrzuca” możliwość podwyżek stóp proc.

| Decyzja RPP (05.12.2018) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. | Obligacje                          | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|--------------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps          | 0%                                                               | GERGB 10Y                          | 0.402        | 0.004        |
| stopy bez zmian          | 100%                                                             | USAGB 10Y                          | 3.123        | 0.014        |
| obniżka 25 bps           | 0%                                                               | POLGB 10Y                          | 3.224        | 0.001        |
| <b>PROGNOZA mBanku</b>   |                                                                  | <b>Dotyczy benchmarków Reuters</b> |              |              |
| <b>bez zmian</b>         |                                                                  |                                    |              |              |

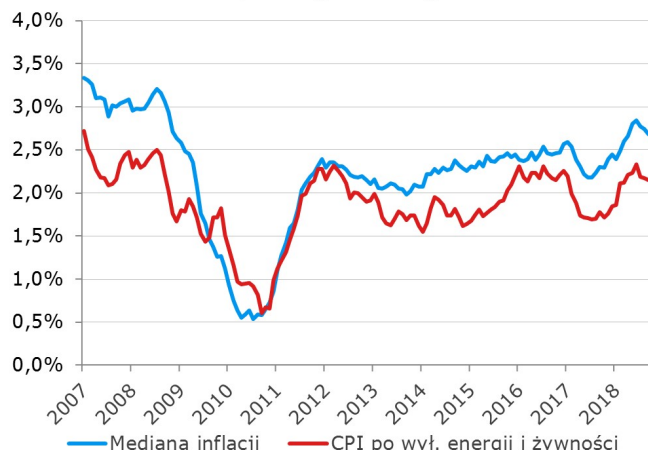
## USA: Ostatnie uderzenie cen ropy w inflacji, kategorie bazowe bez momentum

Zgodnie z przewidywaniami, ceny konsumpcyjne w Stanach Zjednoczonych wzrosły o 0,3% m/m i 2,5% r/r (przyspieszenie z 2,3% r/r we wrześniu). Główną przyczyną wzrostu inflacji CPI były wyższe ceny nośników energii, ze szczególnym uwzględnieniem paliw płynnych. Można to postrzegać jako echo wzrostów cen ropy naftowej z września i początku października. W Stanach Zjednoczonych reakcja cen detalicznych jest bardzo szybka i dane o większej częstotliwości wskazują na to, że już w listopadzie paliwa będą czynnikiem hamującym inflację.



Niewielkie zaskoczenie (tysięczne części na indeksie jednopodstawowym) przyniosły dane o inflacji bazowej – ze względu na zaokrąglenia, dynamika roczna inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła nie 2,2, a 2,1% r/r. Sam październik w kategoriach bazowych nie odchylił się znacząco od średniej z tego roku. Przegląd poszczególnych elementów koszyka pokazuje, że większość trendów z ostatnich miesięcy jest w dalszym ciągu w grze: ceny samochodów, które zaważyły na wrześniowym odczycie, odrobiły w październiku straty; w usługach i wyrobach medycznych wzrosty są umiarkowane; hamują ceny w kategoriach charakteryzujących się dużą inercją i odpornością na krótkoterminowe szoki, takich jak usługi restauracyjne i mieszkanie. Taka kompozycja inflacji bazowej skutkuje przesunięciami alternatywnych jej miar – inflacja medianowa spada trzeci miesiąc z rzędu, choć pozostaje zdecydowanie powyżej swojej pokryzysowej średniej.

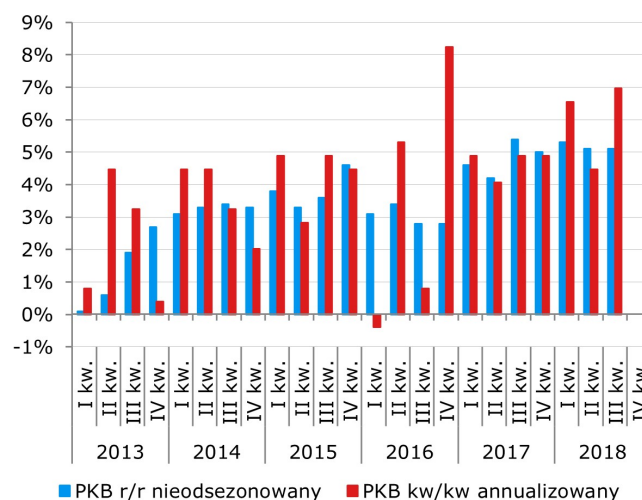
Miary inflacji bazowej w USA



Październikowe dane na temat inflacji nie powinny budzić w Fed niepokoju, pokazują bowiem procesy cenowe trzymane w ryzach i dobrze zakotwiczone w pobliżu celu inflacyjnego. Ewentualne przestrzelenie celu nie wydaje się obecnie znaczące, a efekty ekspansywnej polityki fiskalnej i wzrostu cel są ograniczone w skali całego koszyka. Mając inflację bieżącą zasadniczo pod kontrolą, bank centralny może swoją uwagę kierować na perspektywę wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach i przełożenie ich na przyszłą inflację. Te pierwsze w ostatnich miesiącach pogorszyły się z uwagi na sytuację w gospodarce światowej i główne banki centralne zaczynają to zauważać (ostrożność widoczna w wystąpieniu Powella dziś w nocy jest naszym zdaniem odzwierciedleniem tego). Z punktu widzenia Fed i rynków nie jest to temat, który zmieniłby szanse grudniowej podwyżki, ale czyni zakłady o skalę zacieśnienia w 2019 r. bardziej interesującymi.

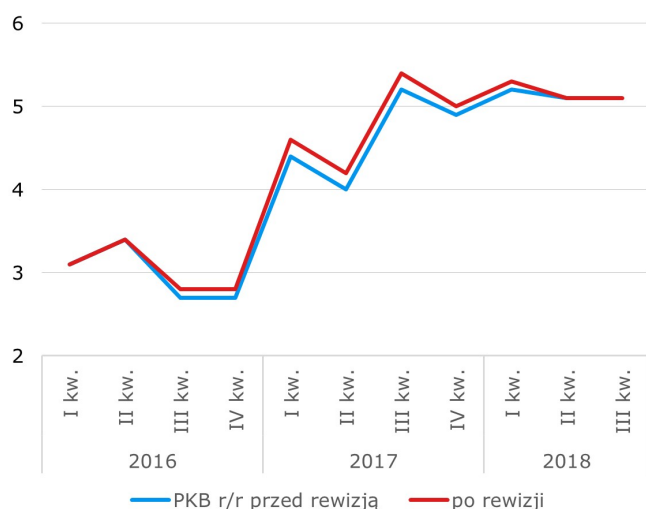
## Polski PKB nie zwalnia.

W III kwartale PKB wzrósł o 5,1% r/r, bijąc na głowę oczekiwania rynku (4,6-4,7% r/r) i naszą prognozę (4,6% r/r). W ujęciu kw/kw również zanotowano solidny wynik +1,7%. Tym samym, Polska dołączyła do Węgier, Rumunii i Słowacji jako krajów, w których zanotowano pozytywne niespodzianki w gospodarczych wynikach III kwartału.



Jak zwykle, nie znamy szczegółów odczytu i będziemy musieli na nie poczekać do końca miesiąca, aż do publikacji wstępnego szacunku PKB. Obstawianie źródeł niespodzianki jest oczywiście w tej chwili zadaniem karkołomnym. Może ona wynikać z większej od zakładanej odporności konsumpcji (my zakładaliśmy dynamikę na poziomie 4,5%) – być może lepszy wynik usług zrównoważył spowolnienie nakładów gospodarstw domowych na towary, dobitnie widoczne w danych o sprzedaży detalicznej. Jest to jednak mało prawdopodobne, zważywszy na systematyczne spowolnienie w wartości dodanej w usługach w poprzednich kwartałach oraz spadki dynamik sprzedaży w turystyce i telekomunikacji. Drugi kandydat to inwestycje przedsiębiorstw, co do których (zwłaszcza w komponencie maszynowym) zawsze istnieje duża niepewność. Trzecia i najbardziej prawdopodobna możliwość to wysoki wkład zmiany zapasów, przynajmniej częściowo napędzany zachowaniem dealerów samochodowych uciekających przed wprowadzeniem nowych norm emisyjności od 1 września. Tym niemniej, zakładaliśmy, że ten efekt (ok. 1 mld zł wg naszych szacunków) zrównoważy większy import, czyniąc go neutralnym dla wzrostu PKB. Być może było to nadmierne uproszczenie, możliwe

jest również, że inne kategorie zapasów zdecydowały o takim wyniku. Wreszcie, wzrost spożycia publicznego, tradycyjnie trudny do oszacowania na podstawie danych o wyższej częstotliwości mógłby wyjaśniać taki wynik PKB. Ten efekt z kolei był mało prawdopodobny z uwagi na tradycyjne niedoszacowywanie przez GUS wydatków przedwyborczych w pierwszych obliczeniach PKB. Wraz z szacunkami za III kwartał GUS pozwolił obserwatorom polskiej gospodarki na pierwszy wgląd w zrewidowane kwartalne rachunki narodowe. Rewizja ta podniosła ścieżkę PKB w 2016 i zwłaszcza w 2017 roku. Cykliczny szczyt dynamiki to 5,4% r/r w III kwartale ubiegłego roku (dla porównania, pierwszy szacunek dla tego okresu wyniósł jedynie 4,7% r/r). Porównanie wcześniejszej i zrewidowanej ścieżki PKB zawiera wykres poniżej.



Pozytywna niespodzianka podnosi prognozy tegorocznego PKB i sypie piach w tryby rozkręcającej się maszyny obniżek prognoz. Nie znając szczegółowego rozbięcia, nie jesteśmy w stanie ocenić wpływu tej niespodzianki na ścieżkę PKB w średnim terminie. Powinno być jednak jasne, że jest to wiadomość pozytywna dla oceny ryzyka kredytowego Polski i asumptu do kolejnych rewizji projekcji NBP. Powinno to również kotwiczyć oczekiwania rynkowe dotyczące początku zacieśnienia monetarnego w Polsce na IV kwartale 2019 roku.

## Inflacja w październiku jednak 1,8% r/r

Inflacja po raz kolejny okazała się wyższa od oczekiwań i wyniosła w październiku 1,8% r/r, a nie 1,7% podane wstępnie przez GUS. Pisaliśmy podczas komentarza do odczytu flash, że finalny odczyt będzie pod dużym wpływem zaokrągleń – i faktycznie był.



Po stronie kategorii nie-bazowych obyło się bez zaskoczeń: niewielkie wzrosty cen żywności, mały wzrost cen paliw i drobna podwyżka cen nośników energii. Po stronie komponentów bazowych jest ciekawiej. Szacujemy, że inflacja bazowa wzrosła do 0,9%, lecz jej wzrosty zostały przyhamowane przez kategorie, w których ceny kształtowane są skokowo (łącznie) czy przy dużym udziale polityki fiskalnej (wyroby tytoniowe). Scenariusz dalszego wzrostu inflacji bazowej pozostaje bez zmian. Uważamy, że sięgnie ona 2,4% r/r pod koniec 2019 roku. Warto zaznaczyć, że ścieżka inflacji bazowej z projekcji inflacyjnej jest obecnie bardziej agresywna, a pomyłka w szacunkach PKB może implikować dalsze jej podniesienie przez prognostów z NBP. Można sobie jednak również wyobrazić sytuację odwrotną. Jeśli inflacja bazowa pozostaje niska przy wyższym tempie wzrostu PKB, oznacza to, że przełożenie luki popytowej jest mniejsze na procesy inflacyjne albo jest ona niższa. W takim wypadku można sobie wyobrazić nawet cięcie prognoz, bo bieżąca dynamika PKB w zasadzie nie implikuje drastycznych zmian w ścieżce na 2020 i 2021 rok (znajdą się w projekcji w przyszłym roku).

Kolejny miesiąc powinien przynieść spadek inflacji, którego skala zależy w dużej mierze od cen paliw. Ceny ropy naftowej obniżyły się od tegorocznych szczytów o kilkanaście procent (licząc w PLN). Powinno to – z odpowiednim opóźnieniem – przełożyć się na spadki cen paliw na stacjach rzędu kilku procent. Kumulacja spadków powinna nadejść w grudniu, jednak już w listopadzie dynamika cen w tej kategorii powinna być lekko ujemna. To będzie sprowadzać inflację w okolice 1,4-1,5% pod koniec bieżącego roku.



## EURUSD fundamentalnie

W pierwszej części dnia euro traciło wobec dolara czego przyczyny należy upatrywać w słabszym od oczekiwań odczycie PKB dla niemieckiej gospodarki. Po południu natomiast risk off, dolar osłabiał się wobec euro, pomagać mogły w tym też nieco lepsze dane o produkcji przemysłowej w strefie euro. Noc to już reakcja na wieczorne wystąpienie Powella, który otwarcie przyznał stopniowo rosnące ryzyko dla gospodarki globalnej (co jest w obecnym stanie coraz ważniejsze dla Fed, zwłaszcza że impet fiskalny będzie wygasał), co doprowadziło do dalszej deprecjacji dolara. Dziś sprzedaż detaliczna z USA, a jutro produkcja przemysłowa. Bez solidnych niespodzianek w górę dolar raczej nie zyska na tych danych.

## EURUSD technicznie

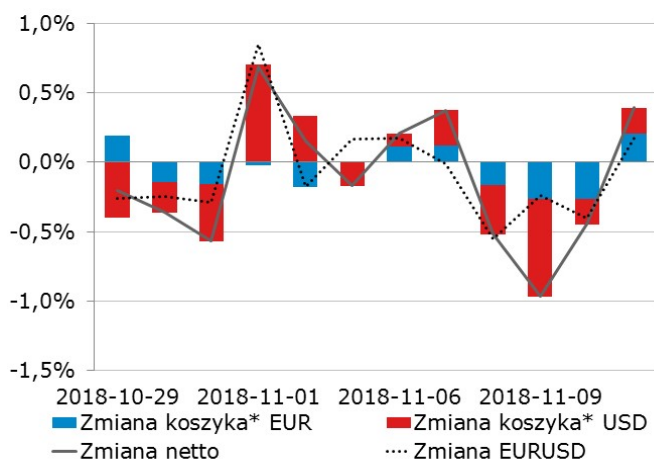
**Pozycja:** Mała pozycja long po 1,1336, S/L 1,12, T/P 1,18.

**Preferencja:** Range 1,13-1,18.

Notowania EURUSD zamknęły się powyżej wsparcia 1,13, jednak dalsze sygnały nie są jednoznaczne. Niepokoi przede wszystkim bliskość oporów na wykresie 4h w postaci MA55 (bardzo skuteczna w ostatnich 16 godzinach) oraz MA200 nieco tylko wyżej (1,1440). O ile mogą one stanowić przeszkodę w najbliższym czasie, o tyle kluczowa powinna być dywergencja na wykresie dziennym (wolny Stochastic). Ze względu na bliskość wsparcia 1,13 i jego obecnie wątpliwą siłę gramy szerszym S/L, ale i z bardziej oddalonym zleceniem T/P, ustawionym na domknięcie range.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,1216   | 1,1815 |
| 1,0906   | 1,1651 |
| 1,0341   | 1,1500 |

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Wczoraj w pierwszej części dnia mogliśmy obserwować umacnianie złotego, który reagował na optymistyczne informacje z polskiej gospodarki. Spadkom EURPLN pomagał zarówno PKB, który okazał się wyższy od prognoz, jak również wyższa niż w odczycie flash inflacja. Po południu złoty jednak oddał swoje zyski i na koniec dnia był słabszy wobec euro. Dzisiaj w polskim kalendarzu tylko inflacja bazowa, która nie powinna zaskoczyć, pozostając bez wpływu na EURPLN.

## EURPLN technicznie

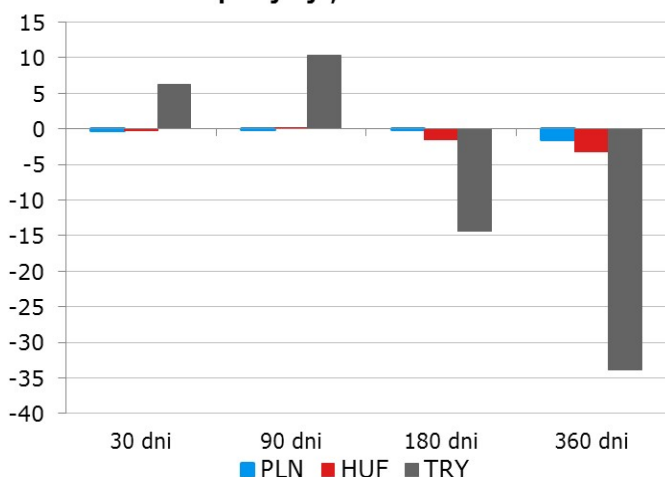
**Pozycja:** Mała pozycja short po 4,3010, S/L 4,3150, T/P 4,27.

**Preferencja:** Range 4,25-35

Notowania spływają w dół po średniej MA55 z wykresu 4h. Stosunkowo silne wsparcie stanowi jednak wciąż 4,2877 (Fibo 61,8% z interwału 4h). Na dziennym silny opór stawia spłot MA30 i MA55. Nie ma dywergencji i brakuje sygnałów do odwrócenia pozycji. Pozostawiamy ją bez zmian.

| 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 %.**

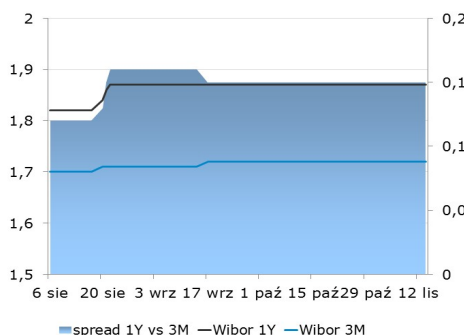


| IRS | BID  | ASK  | depo | BID  | ASK  | Fixing NBP |        |
|-----|------|------|------|------|------|------------|--------|
| 1Y  | 1.78 | 1.82 | ON   | 1.30 | 1.50 | EUR/PLN    | 4.2954 |
| 2Y  | 2.00 | 2.04 | 1M   | 1.54 | 1.74 | USD/PLN    | 3.8114 |
| 3Y  | 2.20 | 2.24 | 3M   | 1.89 | 2.09 | CHF/PLN    | 3.7747 |
| 4Y  | 2.37 | 2.41 |      |      |      |            |        |
| 5Y  | 2.50 | 2.54 |      |      |      |            |        |
| 6Y  | 2.61 | 2.65 |      |      |      |            |        |
| 7Y  | 2.70 | 2.74 |      |      |      |            |        |
| 8Y  | 2.77 | 2.81 |      |      |      |            |        |
| 9Y  | 2.84 | 2.88 |      |      |      |            |        |
| 10Y | 2.92 | 2.96 |      |      |      |            |        |

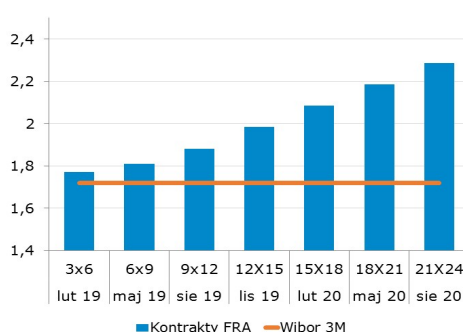
  

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 1.62 | 1.66 | EUR/USD          | 1.1307 |
| 1x4  | 1.69 | 1.75 | EUR/JPY          | 128.48 |
| 3x6  | 1.71 | 1.77 | EUR/PLN          | 4.2953 |
| 6x9  | 1.77 | 1.81 | USD/PLN          | 3.7987 |
| 9x12 | 1.84 | 1.88 | CHF/PLN          | 3.7665 |

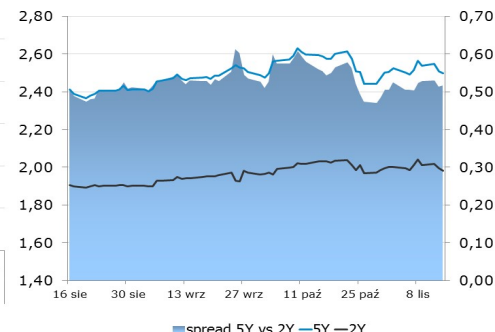
WIBOR 3M i 1Y



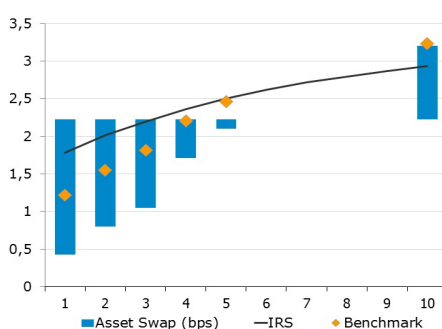
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



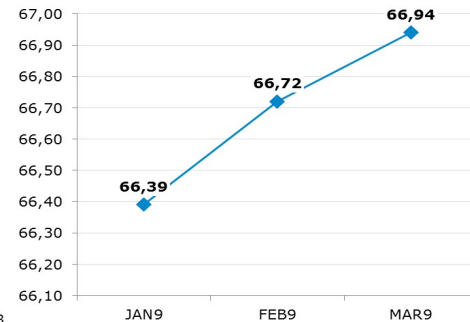
Asset swap i IRS



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](mailto:research@mbank.pl) służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.