mBank.pl

3 grudnia 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

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
03.12.2018 PONIEDZIAŁEK							
2:45	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	lis		50.1	50.1	50.2
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	lis	51.6	50.3	50.4	
10:00	EUR	PMI w przemyśle *final* (pkt.)	lis		51.5	51.5	
10:30	GBR	PMI w przemyśle (pkt.)	lis		51.7	51.1	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	lis		57.5	57.7	
04.12.2018 WTOREK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
05.12.2018 ŚRODA							
2:45	CHN	PMI w usługach (pkt.)	lis		50.8	50.8	
10:00	EUR	PMI w usługach *final* (pkt.)	lis		53.1	53.1	
10:30	GBR	PMI w usługach (pkt.)	lis		52.5	52.2	
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		0.2	0.0	
	POL	Decyzja RPP (%)	gru	1.50	1.50	1.50	
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	lis		195	227	
16:00	USA	ISM poza przemysłem (pkt.)	lis		59.0	60.3	
06.12.2018 CZWARTEK							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	paź		-0.4	0.3	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	01.12		225	234	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	paź		-2.0	0.7	
07.12.2018 PIĄTEK							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.3	0.2	
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.7	-1.8	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	lis		199	250	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lis		3.7	3.7	
14:30	USA	Przeciętne wynagrodzenie godzinowe m/m (%)	lis		0.3	0.2	
16:00	USA	Koniunktura kons. UMich (pkt.)	gru		97.0	97.5	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska: Wskaźnik PMI najprawdopodobniej wzrósł w listopadzie – nasza kontrariańska prognoza (konsensus rynkowy wskazuje na stabilizację indeksu na poziomie z poprzedniego miesiąca, my prognozujemy jego wzrost) zakłada, że PMI zachowa się tak, jak wskaźniki koniunktury w przemyśle publikowane przez GUS. We wtorek rozpocznie się dwudniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Nie spodziewamy się, aby RPP miała zareagować (choćby zmianą retoryki) na nowe dane o PKB – brak przełożenia na inflację (spadającą zresztą dużo silniej niż prognozowano) stanowi dostatecznie dobry zwornik bieżącego konsensusu. Można oczekiwać, że zapowiedzi utrzymywania stóp procentowych na niezmienionym poziomie w najbliższym czasie zostaną podtrzymane, również w kontekście wniosku o podwyżkę stóp procentowych, który pojawił się na ostatnim posiedzeniu.

Gospodarka globalna: Pierwszy tydzień miesiąca przynosi w strefie euro przede wszystkim finalne dane o koniunkturze w listopadzie (poniedziałek – przemysł, środa – usługi), a także twarde dane z niemieckiego przemysłu za październik (zamówienia w czwartek, produkcja w piątek). W Stanach Zjednoczonych również zobaczymy dane o koniunkturze, tym razem ISM (poniedziałek – przemysł, środa – pozostałe sektory), które powinny pokazać nieznaczne pogorszenie nastrojów w amerykańskiej gospodarce. Dane te, w połączeniu z miernikiem zatrudnienia wg ADP, będą stanowiły przygrywkę do piątkowych publikacji. Tydzień zakończy się publikacją danych z amerykańskiego rynku pracy. Spadek tempa kreacji miejsc pracy do zgodnego ze średnią z ostatnich miesięcy (+200 tys. etatów) będzie towarzyszył stabilizacji stopy bezrobocia na niezmienionym poziomie i nieznacznemu przyspieszeniu po stronie płac (z 0,2% m/m do 0,3% m/m).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w listopadzie 2018 r. wzrosły o 1,2 proc. rdr.
- GUS: Produkt Krajowy Brutto w III kwartale 2018 r. wzrósł o 5,1 proc. rdr w porównaniu ze wzrostem o 5,1 proc. rdr w II kwartale.
- Rząd zamierza wydać z budżetu zaoszczędzone 7,98 mld zł na różne przedsięwzięcia m.in. na zwiększenie dotacji do NFZ, przekazanie środków na Fundusz Reprywatyzacyjny, zwiększenie udziałów Skarbu Państwa w PKP PLK – wynika z projektu ustawy.
- Chiny i USA zgodziły się na wstrzymanie wprowadzania nowych ceł, ponieważ oba kraje biorą udział w rozmowach handlowych w celu osiągnięcia porozumienia w ciągu 90 dni – poinformował Biały Dom.

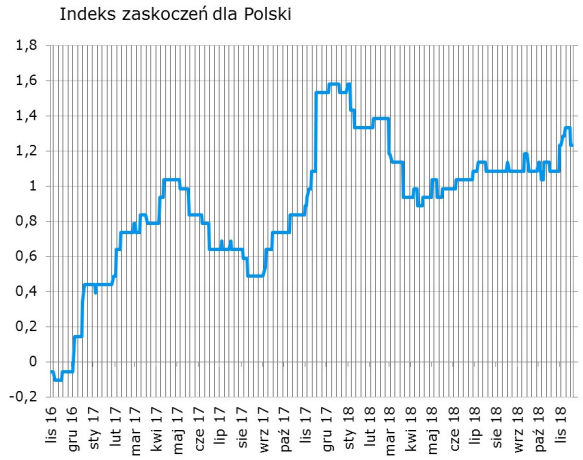
Decyzja RPP (05.12.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA mBanku	**bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	0.323	0.013
USAGB 10Y	3.037	0.033
POLGB 10Y	3.107	0.000

Dotyczy benchmarków Reuters

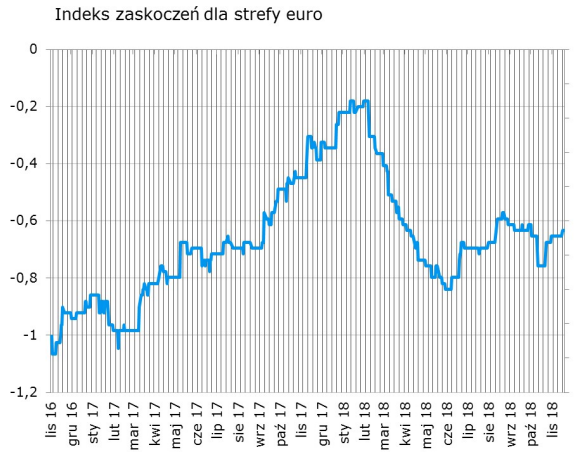
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA



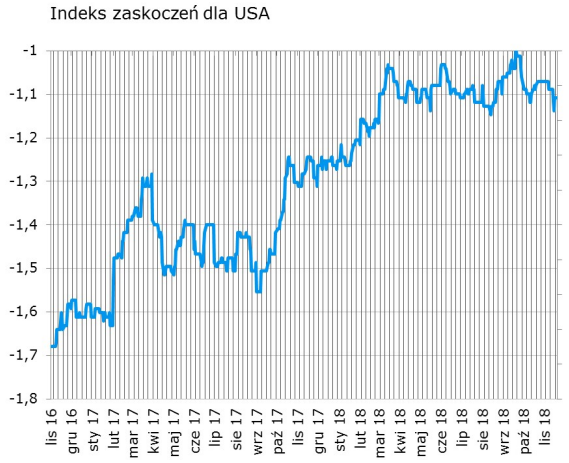
O ile finalny odczyt PKB okazał się zgodny z oczekiwaniami, o tyle dane o inflacji przyniosły dużą negatywną niespodziankę. W konsekwencji, polski indeks zaskoczeń stracił istotną część zysków z poprzednich tygodni. W najbliższych dniach jedyną okazją do poruszenia indeksem zaskoczeń dla Polski są dzisiejsze dane PMI.

STREFA EURO



Nieznacznie w górę po danych o cenach dóbr importowanych w Niemczech, nieznacznie w dół po danych o sprzedaży detalicznej. Kolejne dni, podczas których zobaczymy m.in. finalne odczyty PMI oraz twarde dane z europejskiego przemysłu, mogą przełamać złą passę europejskiego indeksu zaskoczeń.

USA

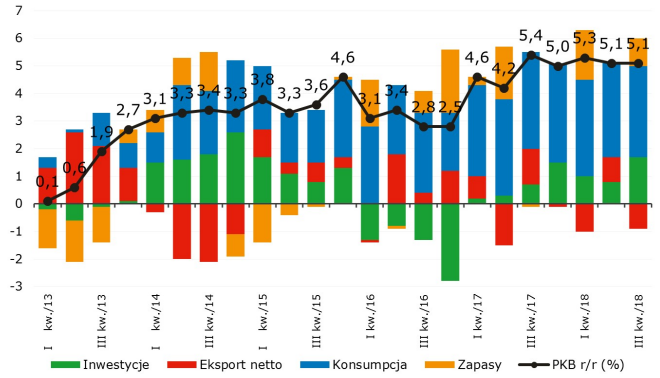


Mnóstwo zaskoczeń (ich wypadkowa to spadek indeksu): na minus rewizja PKB, tygodniowe dane z rynku pracy, konsumpcja prywatna i podpisane umowy na sprzedaż domów; na plus konsumpcja w październiku i Chicago PMI. W najbliższych dniach można liczyć na dane o koniunkturze i odczyty z rynku pracy jako na te, które mogą przyczynić się do wzrostów indeksu zaskoczeń dla USA.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

PKB w III kwartale urósł na zapasach i inwestycjach publicznych

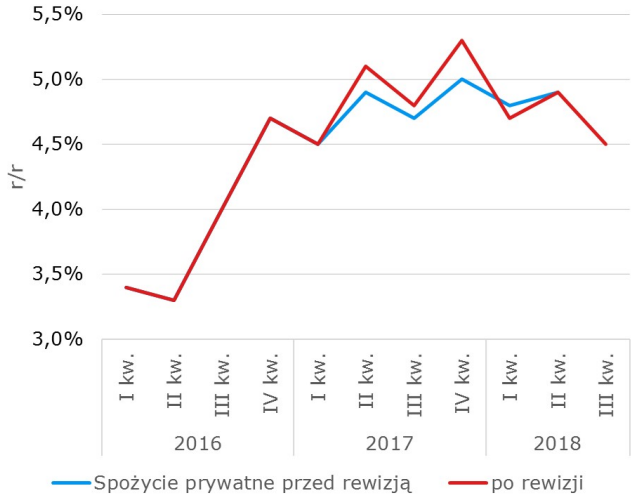
Zaskakująco wysoki wzrost PKB w III kwartale (5,1% r/r) został potwierdzony finalnymi danymi GUS. Szczegóły odczytu rozwiewają przy tym cały szereg wątpliwości i falsyfikują część hipotez, które formułowaliśmy dwa tygodnie temu.



Po pierwsze, jak przypuszczaliśmy, konsumpcja po raz pierwszy od dłuższego czasu wyraźnie spowolniła, rosnąc o 4,5% r/r i zachowując się spójnie ze wskazaniami płynącymi z danych miesięcznych (sprzedaż detaliczna, ruch turystyczny). Nie oznacza to zakończenia boomu konsumpcyjnego, ale raczej łagodne przejście do równowagi z nieco niższym tempem wydatków konsumpcyjnych. Fundamenty wzrostu konsumpcji pozostają póki co nienaruszone - w szczególności, w nastrojach konsumenckich próżno obecnie szukać efektów wyższych oczekiwań inflacyjnych (to li tylko twór medialny) czy spadku presji płacowej raportowanego w badaniach koniunktury NBP.

Po drugie, pozytywnie zaskoczyły inwestycje. Wzrost o 9,9% r/r (konsensus i nasza prognoza ok. 6% r/r) jest najlepszym dla tej kategorii wynikiem od I kwartału 2015 r. Przypuszczamy, że za wzrost inwestycji odpowiadał tym razem komponent publiczny, tj. finisz inwestycji samorządowych w przededniu wyborów, a także działalność przedsiębiorstw z sektora publicznego. Dane dotyczące przedsiębiorstw niefinansowych jednoznacznie bowiem wskazują na spadek wkładu przedsiębiorstw prywatnych z kapitałem krajowym i zagranicznym.

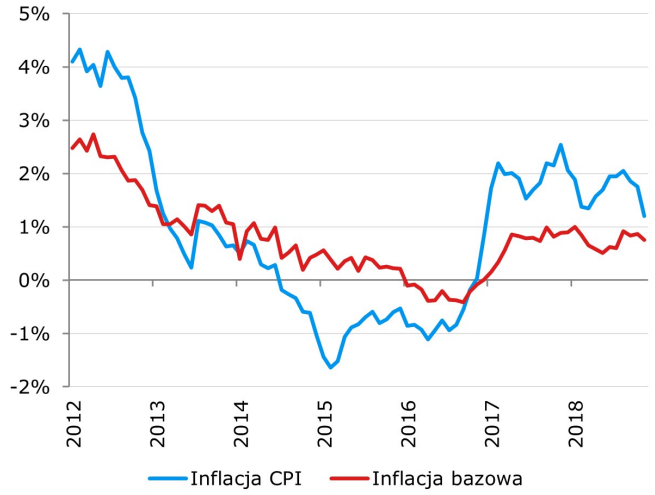
Po trzecie, zmiana zapasów okazała się być solidnym wsparciem dla wzrostu gospodarczego. We wkładzie zmiany zapasów wynoszącym +1 pkt. proc. mieszczą się naszym zdaniem zarówno zakupy samochodów przez dealerów przed wprowadzeniem nowych norm emisyjności (szacowaliśmy ten efekt na ok. 1 mld zł, a więc 0,3 pkt. proc.), jak i efekty negatywnego, nieantycypowanego szoku popytowego z zagranicy. Wreszcie, dane o eksporcie netto (wkład wynoszący -0,9 pkt. proc.) i spożyciu publicznym (stabilizacja dynamiki na poziomie ok. 3,5% r/r) okazały się zbieżne z naszymi oczekiwaniami. Rewizja kwartalnych rachunków narodowych, o której wspominaliśmy dwa tygodnie temu, została uwzględniona w danych. Tak, jak wskazywały na to dane roczne, wyższy szacunek wzrostu PKB wynika przede wszystkim z wyższych szacunków konsumpcji prywatnej w 2017 r. (por. wykres poniżej).



Struktura wzrostu PKB w III kwartale jest z naszego punktu widzenia nagrodą pocieszenia - zaskoczenie wprawdzie zostało utrzymane, ale jeśli mamy rację co do nietrwałego charakteru czynników, które podbiły wzrost w tym okresie, to prognozy spowolnienia w kolejnych kwartałach są w dalszym ciągu aktualne. Polska gospodarka nie będzie w nieskończoność opierać się grawitacji (poza Polską i Węgrami wszystkie gospodarki powiązane ze strefą euro ostro spowalniają) i w IV kwartale wzrost powinien wynieść ok. 4,6-4,7% r/r, a w całym 2019 r. będzie zbliżony do 4%. Dla RPP, oznacza to dobre uzasadnienie dla braku pośpiechu, ale również może być interpretowane jako dezinflacyjne z uwagi na wyższy wkład inwestycji.

Inflacja: szykuje się zaskakująco niska końcówka roku

Według odczytu flash inflacja zaskakująco i solidnie spadła w listopadzie, z 1,8% w październiku do 1,2% r/r. Po części wynika to z cen paliw (baza z poprzedniego roku, w listopadzie b.r.+0,7% m/m - tu możemy zobaczyć jeszcze lekką korektę w dół w finalnym odczycie i już solidny minus w grudniu), relatywnie niskich cen nośników energii (+0,1% m/m - spadające ceny ropy naftowej mogą generować dalsze korekty cen paliw stałych pod koniec roku) i po części z bardzo niskiej dynamiki cen żywności (-0,1% m/m). Tak niska realizacja cen żywności specjalnie nas nie dziwi, gdyż tania pozostaje przede wszystkim wysoce zmienna cenowo żywność nieprzetworzona i tam raczej należy szukać źródła zaskoczenia. Warto jednak mieć na uwadze, że końcem listopada - wraz z nadejściem niższych temperatur - żywność tego typu już nieco silniej drożała i wyższe ceny zapewne przeniosą się na grudzień. Składowe nie-bazowe to jednak tylko połowa zaskoczenia inflacją względem naszej prognozy 1,5%. Druga połowa to ceny w kategoriach bazowych. Szacujemy, że inflacja bazowa mogła spowolnić do 0,7% r/r a więc skok był dość gwałtowny z październikowego 0,9%. Obstawiamy, że w grę wchodzi czynnik jednorazowy - najprawdopodobniej w kategorii zdrowie (nowa lista leków refundowanych) lub łączność.



Ze względu na wspomniane powyżej trendy/zależności, inflacja pod koniec roku utrzyma się prawdopodobnie w okolicach 1,2%, co będzie silnym argumentem dla RPP do utrzymania status quo. Co więcej, bardzo niska inflacja bazowa sprawia, że po raz kolejny możemy mieć do czynienia z rewizją ścieżki inflacji w dół: przy wyższej od oczekiwań dynamice PKB inflacja bazowa zaskakuje w dół. Będzie to argument do dyskusji na temat wielkości luki popytowej oraz/lub przełożenia jej na inflację. Oczywiście, kluczowe dla inflacji w 2019 roku będą zmiany cen energii. Bez tej wiedzy możemy jednak zaryzykować, że inflacja bazowa będzie się prawdopodobnie rozpędzać zbyt wolno, aby RPP rozważyła podwyżki stóp w 2019 roku. Dynamikę cen prawdopodobnie zmieniłoby osłabienie złotego. Musiałoby być ono jednak koszykowe (do dolara i euro) oraz względnie trwałe. Przy hamującej gospodarce globalnej i rozluźnieniu zakładów na podwyżki stóp poza Polską ciężko sobie wyobrazić nieoczekiwane osłabienie polskiej waluty.

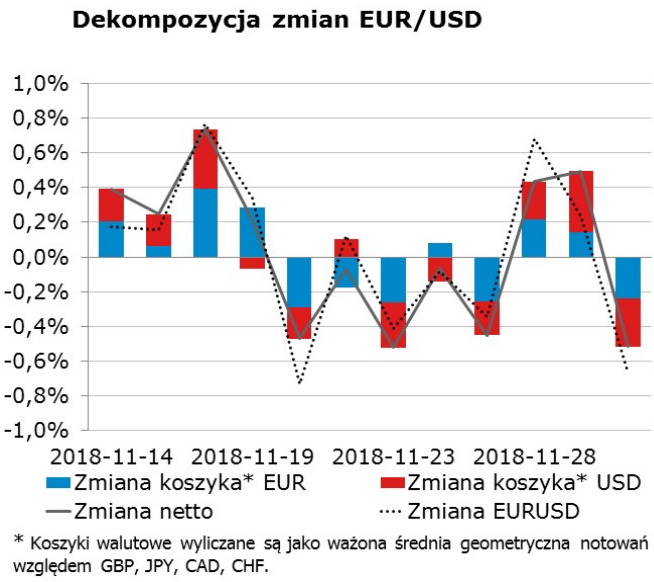
EURUSD fundamentalnie

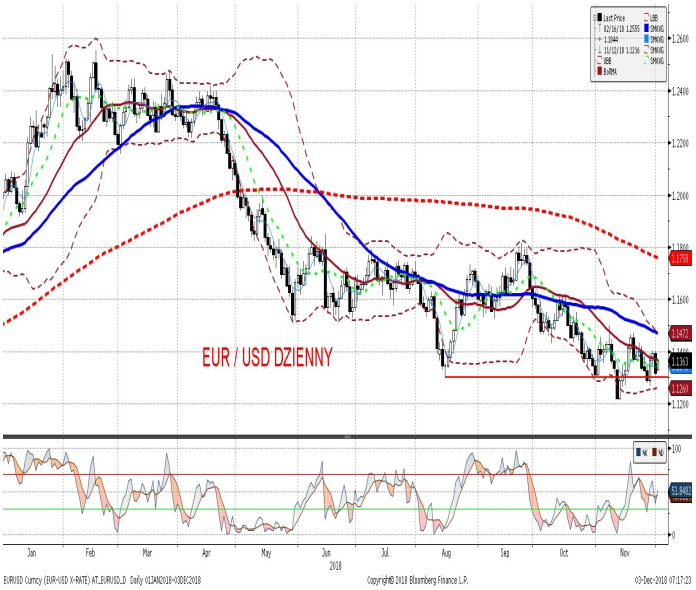
Piątek przyniósł solidne osłabienie euro w stosunku do dolara, napędzane i słabszym euro, i mocniejszym dolarem. Częściowo można je zatem wiązać z negatywnymi zaskoczeniami w danych o inflacji w strefie euro, częściowo zaś – z obawami o wzrost gospodarki światowej. Informacje ze szczytu G-20 dotyczące rozejmu w wojnie handlowej USA-Chiny przyniosły istotny wzrost apetytu na ryzyko na rynkach (surowce, indeksy giełdowe, waluty regionu Azja-Pacyfik i rynków wschodzących w ogólności), ale na notowania dolara wpłynęły jedynie nieznacznie. W naszej opinii należy zachować w tej kwestii daleko idącą ostrożność (kluczowe dla niewprowadzania dalszych ceł będą szczegółowe wyniki negocjacji), natomiast reakcja rynków przynajmniej częściowo odzwierciedla niskie oczekiwania. W rozpoczynającym się tygodniu uwaga rynków powinna być skupiona z powrotem na danych makroekonomicznych – będą to dane z amerykańskiego rynku pracy (w piątek), poprzedzone jak zawsze odczytami koniunktury ISM (w poniedziałek i w środę).

EURUSD technicznie

Pozycja: Mały long po 1,1362, S/L 1,1200, T/P 1,18.
Preferencja: Range 1,13-1,18.
Notowania mają wyraźny problem z rozpędzeniem się w górę. Dwie białe świece skończyły się w ciągu ostatnich trzech dni czarną. Nie sprowadziła ona jednak notowań poniżej minimów lokalnych, a dzisiejsze otwarcie jest pozytywne. Na wykresie 4h kurs znajduje się wciąż pod MA200. Akcja cenowa z nocy i podparcie notowań na MA30 daje jednak powody do myślenia, że ponowny atak na dłuższą średnią się uda i dryf w dół zakończy się. Gramy long z szerokim zleceniem S/L.

Wsparcie	Opór
1,1216	1,1815
1,0906	1,1651
1,0341	1,1500/15





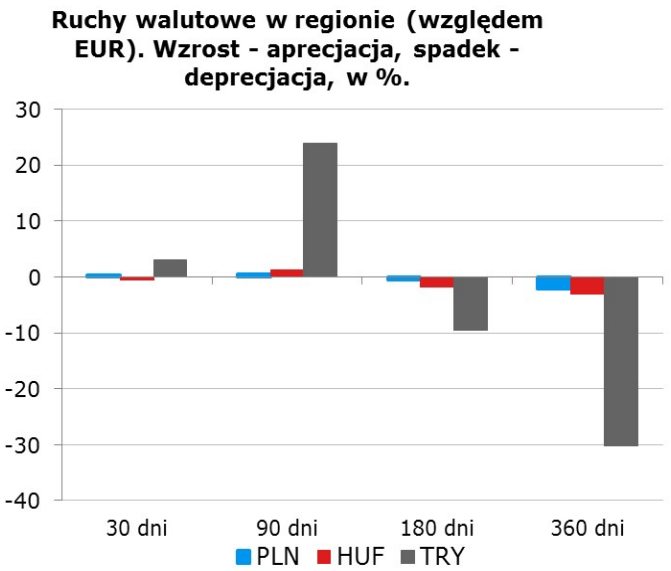
EURPLN fundamentalnie

W piątek bez większych zmian, a nieznaczne osłabienie kursu w godzinach przedpołudniowych można wiązać z publikacją istotnie niższej od oczekiwań inflacji za listopad. Powinna ona jednocześnie obniżać dysparytet stóp realnych (czynnik korzystny dla złotego) i przesuwać ścieżkę oczekiwanych stóp procentowych (czynnik negatywny z punktu widzenia PLN). Efekt łączny tym razem okazał się być lekko negatywny dla złotego. Dziś dano EURPLN otworzył się niżej o ok. pół grosza po informacjach o zawieszeniu broni w wojnie handlowej USA-Chiny. Jakkolwiek nie uważamy tego za trwały czynnik, pozytywne nagłówki i większe prawdopodobieństwo rozwiązania sporu przyczyniły się do wzrost apetytu na ryzyko na rynkach globalnych. W tym tygodniu czynniki krajowe (PMI, RPP) raczej nie przełożą się na notowania złotego i kluczowy pozostanie apetyt na ryzyko na rynkach (pod koniec tygodnia mogą na niego wpłynąć dane z amerykańskiego rynku pracy...). Tym niemniej, przy bieżącej zmienności jego efekty pozostają dość skromne.

EURPLN technicznie

Pozycja: Warunkowa, mała long po 4,2700, S/L 4,2550, T/P 4,34.
Preferencja: Range 4,25-35
EURPLN spoczął na linii trendu wzrostowego na wykresie dziennym. Jest to jednak ledwie pierwsze ze wsparć, które kurs powinien pokonać, by dotrzeć do dolnego ograniczenia range (następny przystanek to MA200D na 4,2765 oraz minima sierpnia i września (4,2660). Obecnie brakuje jakichkolwiek przesłanek, że kurs w sposób trwały skręca w jedną ze stron. Dominuje raczej dryf w ramach range. Ten fakt skłania nas do wprowadzenia warunkowej pozycji long po 4,2700.

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.74	1.78
2Y	1.85	1.89
3Y	1.99	2.03
4Y	2.12	2.16
5Y	2.24	2.28
6Y	2.33	2.37
7Y	2.41	2.45
8Y	2.48	2.52
9Y	2.55	2.59
10Y	2.62	2.66

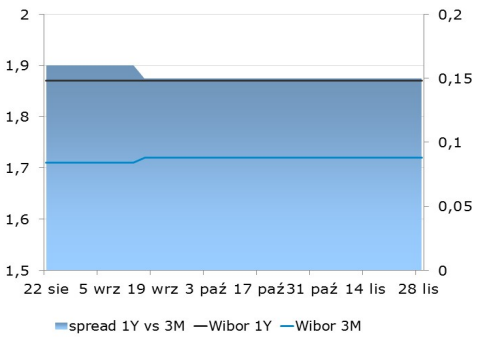
depo	BID	ASK
ON	1.25	1.55
1M	2.10	2.90
3M	1.53	2.18

FRA	BID	ASK
1x2	1.64	1.69
1x4	1.70	1.74
3x6	1.72	1.76
6x9	1.74	1.78
9x12	1.77	1.81

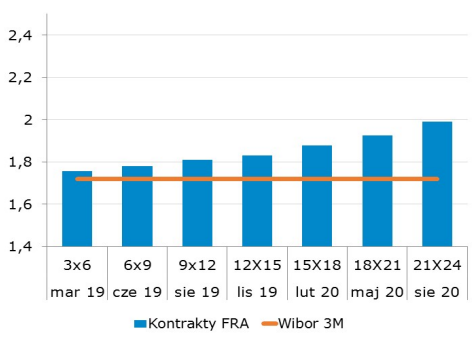
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2904
USD/PLN	3.7731
CHF/PLN	3.7873

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1313
EUR/JPY	129.28
EUR/PLN	4.2864
USD/PLN	3.7897
CHF/PLN	3.7816

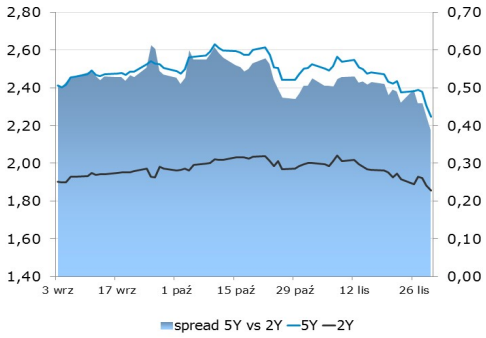
WIBOR 3M i 1Y



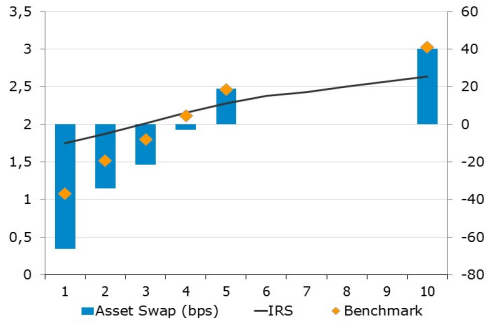
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y

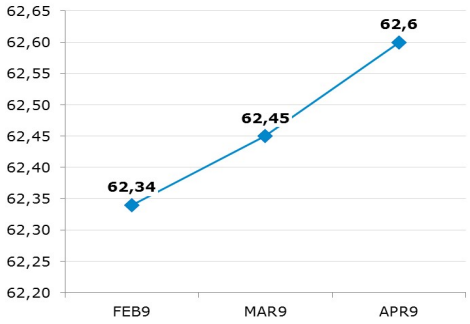


Asset swap i IRS



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 art. 83c Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o Obrocie Instrumentami Finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 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. Kwotowania 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.