

15 listopada 2019

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 zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
11.11.2019 PONIEDZIAŁEK							
9:00	CZE	Inflacja r/r (%)	paź	2.7	2.7	2.7	2.7
10:30	GBR	PKB (wstępny) r/r (%)	3Q		1.1	1.3	1.0
12.11.2019 WTOREK							
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	lis		-22.3	-25.3	-24.7
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - oczekiwania (pkt.)	lis		-13.0	-22.8	-2.1
13.11.2019 ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		-0.2	0.4	0.1
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln)	wrz	160	-302	-606	171
14:00	POL	Eksport	wrz	19800	19437	17646	19279
14:00	POL	Import	wrz	19600	19355	17701	18811
14:30	USA	CPI r/r (%)	paź		1.7	1.7	1.8
14.11.2019 CZWARTEK							
3:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	paź		5.4	5.8	4.7
3:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	paź		7.8	7.8	7.2
8:00	GER	PKB (wstępny) kw/kw (%)	3Q		-0.1	-0.1	0.1
9:00	CZE	PKB (wstępny) r/r (%)	3Q		2.6	2.8	2.5
9:00	SVK	PKB (wstępny) r/r (%)	3Q		2.1	2.2 (r)	1.3
9:00	HUN	PKB (wstępny) r/r (%)	3Q		4.4	4.9	5.0
10:00	POL	PKB (wstępny) r/r (%)	3Q	4.3	4.1	4.6 (r)	3.9
10:00	POL	Inflacja finalna r/r (%)	paź	2.5	2.5	2.5	2.5
14:30	USA	PPI m/m (%)	paź		0.3	-0.3	0.4
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	02.11		215	211	225
15.11.2019 PIĄTEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP finalna (%)	paź		0.7	0.7	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	paź	2.5	2.5	2.4	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	lis		6.0	4.0	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		0.2	-0.3	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		-0.4	-0.4	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Na podstawie opublikowanych wczoraj danych GUS można szacować inflację bazową (z wyłączeniem cen żywności i nośników energii) na poziomie 2,5% r/r.

Gospodarka globalna: W Stanach Zjednoczonych kalendarz obejmuje pierwszy odczyt koniunktury w przemyśle w listopadzie (wskaźnik Empire State) oraz twarde dane dotyczące aktywności ekonomicznej w październiku. Po niewielkim spadku sprzedaży detalicznej we wrześniu, w kolejnym miesiącu można spodziewać się jej delikatnego wzrostu. Z kolei produkcja przemysłowa będzie pod wpływem strajku w General Motors, należy więc spodziewać się miesięcznego spadku produkcji.

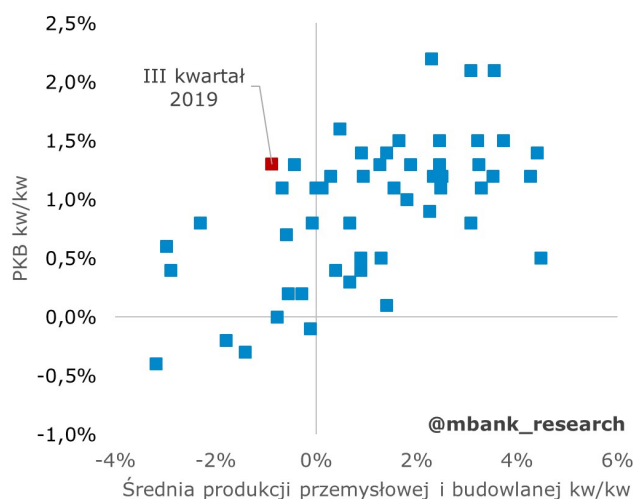
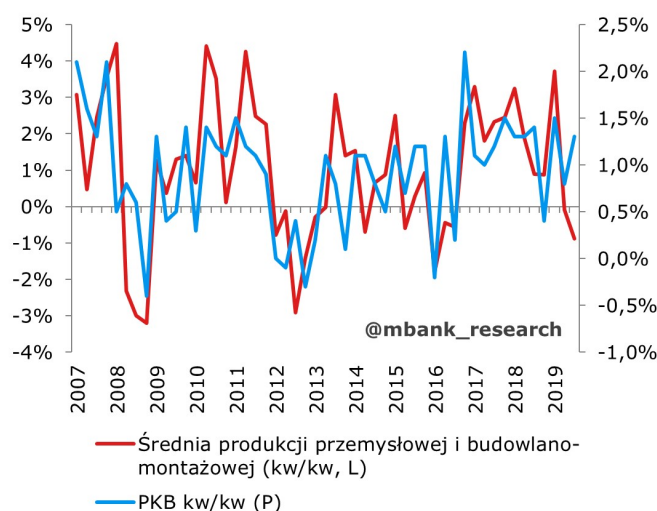
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Produkt Krajowy Brutto w III kwartale 2019 roku wzrósł o 3,9 proc. rdr wobec wzrostu na poziomie 4,6 proc. rdr w II kw. 2019 r., po korekcie z 4,5 proc. - wynika z szacunku flash. Kdk PKB wzrósł o 1,3 proc.
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w październiku 2019 r. wzrosły rdr o 2,5 proc., a w porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosły o 0,2 proc.
- POL: Rząd przyjął w czwartek nowelę ustawy akcyzowej zakładającą wzrost stawek o 10 proc. na alkohole i tytoń. Zakładane dodatkowe wpływy z tego tytułu w 2020 roku wyniosą 1,7 mld zł - podano na stronie Kancelarii Prezesa Rady Ministrów.
- GER: Produkt Krajowy Brutto Niemiec wzrósł w III kwartale o 0,1 proc. kdk, po uwzględnieniu czynników sezonowych - poinformował Federalny Urząd Statystyczny w Wiesbaden w I wyliczeniu.

Decyzja RPP (4.12.2019)	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	1.831	0.035
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.087	-0.006
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

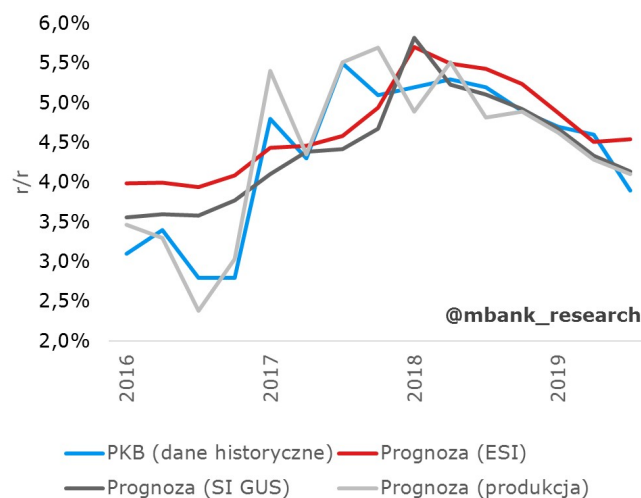
PKB solidnie rozczarowuje w III kwartale

W III kwartale PKB Polski wzrósł o 3,9% r/r, poniżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy (odpowiednio, 4,1 i 4,3% r/r). Tym samym, Polska dołączyła do serii negatywnych zaskoczeń w danych o PKB w regionie, obejmującej Rumunię, Słowację, Czechy (w Niemczech i na Węgrzech zaskoczenia były na plus). W ujęciu kw/kw PKB wzrósł o 1,3% i jest to wynik dość osobliwy, zważywszy na spadek produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w tym okresie (por. wykresy poniżej), ale mieszczący się w granicach historycznych rozbieżności między wynikami tych dwóch sektorów, a wynikiem całej gospodarki. Obraz płynący z danych po odsezonowaniu wygląda przynajmniej na nieco lepszy niż z danych bez poprawki.



Wynik trzeciego kwartału definitywnie kończy okres pozytywnych zaskoczeń w danych o polskim PKB – dotychczas przebieg spowolnienia był w rachunkach narodowych łagodny i zgodny praktycznie co do dziesiątych części pkt. proc. ze wskazaniem modeli. Na temat przyczyn zaskoczenia będziemy mogli się wypowiedzieć za dwa tygodnie, wraz z publikacją szczegółów PKB, ale nie będziemy zdziwieni ani słabszym wynikiem konsumpcji prywatnej (zakładaliśmy wzrost o 4,2% r/r), ani szybszym hamowaniem inwestycji (wg naszych prognoz do 7% r/r). Co ciekawe, GUS delikatnie zrewidował wzrost PKB w I połowie roku (o +0,1 pkt. proc.), co zbliża dynamiki z tego okresu do naszych oryginalnych prognoz (z tych samych modeli, które w III kwartale poniosły porażkę). Jeśli chodzi o rewizję rachunków narodowych, nie jest to więc prawdopodobnie ostatnie słowo i być może na-

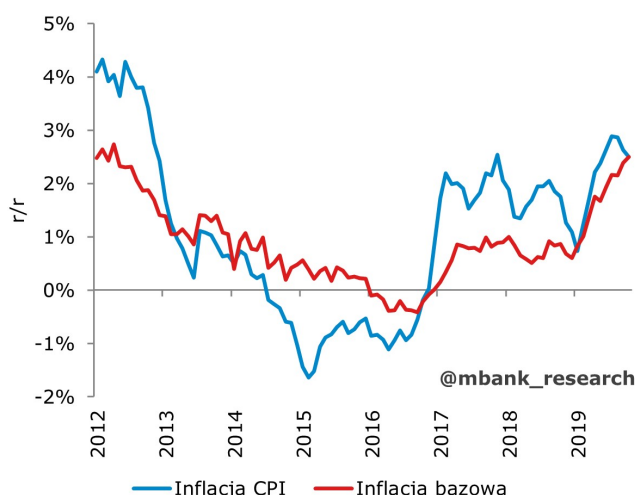
leży się otworzyć znów na rewizję w kierunku właśnie modelu (a więc jednak powyżej 4%). Zostawmy jednak na razie szczegóły techniczne na boku.



Szczątkowe dane za IV kwartał każą zakładać wzrost zbliżony do dzisiaj opublikowanej dynamiki (ok. 4%), a wynik średnioroczny uplasuje się zapewne w przedziale 4,3-4,4%. Znacznie większe znaczenie ma trajektoria PKB w 2020 i naszym zdaniem potencjał do rewizji prognoz jest wciąż znaczący. Po pierwsze, założenia o strukturalnie niższej stopie oszczędności i silnym wygładzaniu konsumpcji przez gospodarstwa domowe mogą okazać się błędne w tej fazie cyklu. Warto zatem obserwować nastroje gospodarstw domowych. Po drugie, o ile słabość inwestycji w 2020 r. powoli staje się elementem konsensusu, o tyle jest to składnik PKB o wysokiej zmienności i ich hamowanie wcale nie musi być tak łagodne, jak się to powszechnie prognozuje. Historia tutaj sprzyja odważnym, a nie zachowawczym prognozom. Po trzecie, wprowadźmy perspektywę gospodarki światowej na 2020 można ostrożnie oceniać jako lepsze, ale ich przełożenie na Polskę może być zerowe, jeśli źródłem dodatkowego popytu na świecie okażą się dalekie Stany Zjednoczone, a nie bliska Polska strefa euro. Oznak poprawy koniunktury w strefie euro póki co jest bardzo mało.

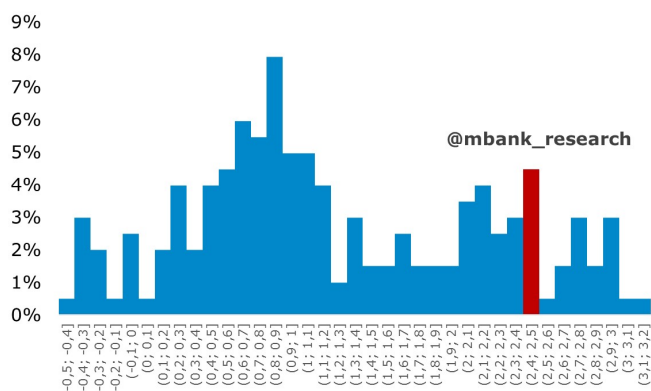
Inflacja w celu NBP

Odczyt finalny GUS potwierdził inflację w październiku poziomie 2,5% r/r, czyli zgodną z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Dostępne informacje sugerują, że ceny żywności wzrosły o 0,3% m/m (dokładnie tyle szacowaliśmy), ceny paliw spadły o 1,0% m/m (szacowaliśmy spadek o 0,9% m/m), a ceny energii podniosły się o 0,1% m/m (szacowaliśmy +0,1% m/m). Inflacja bazowa wzrosła także o 2,5% r/r (w szczegółowych kategoriach nie było większych niespodzianek), choć nadal wynik jest na ostrzu noża i będzie zależał od zaokrągleń.



Październik wyznacza dółek na inflacji. Kolejne miesiące powinny przynieść już wzrosty. Losy poziomu inflacji w I kwartale przypieczętuje decyzja o sposobie mrożenia cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych (póki co zakładamy, że cena energii elektrycznej dla gospodarstwa domowego nie ulegnie zmianie m/m) oraz oczekiwana obniżka cen gazu (URE nie informował jeszcze o złożonych wnioskach taryfowych, ale pewnie dojdzie do tego w grudniu). Jakkolwiek dziwnie to zabrzmiało, z dzisiejszego punktu widzenia nie ma większego znaczenia, czy inflacja na początku roku uplasuje się bliżej 3% czy 4% r/r. Kluczowa jest dalsza trajektoria tego wskaźnika, a naszą prognozą są dość szybkie spadki. Żaden model NBP nie pokaże trwałych efektów szoku inflacyjnego wygenerowanego cenami mediów, czy cenami żywności. Przekonaliśmy się o tym zresztą przy okazji najnowszej, listopadowej.

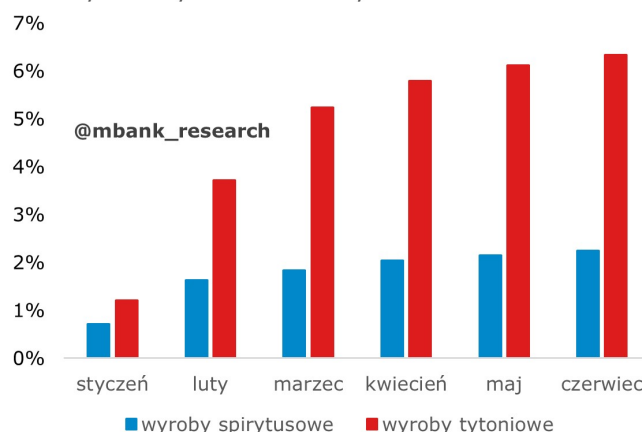
Ostatni odczyt inflacji bazowej na tle rozkładu z lat 2003-2019



A co z inflacją bazową? Pozostaje ona dość wysoka jak na standardy rozkładu po 2003 roku (por. wykres powyżej). Trzeba jednak pamiętać, że: 1) wreszcie normuje się ona po dłuższym

okresie przebywania na niskich poziomach; 2) wcześniej była ona utrzymywana dość nisko dzięki dość restrykcyjnej polityce banku centralnego, który reagował na negatywne szoki podaży; 3) 0,3 pkt. proc. z jej dotychczasowych wzrostów można śmiało przypisać podwyżkom cen kontrolowanych, wśród których prym wiodą ceny śmieci. Ten ostatni czynnik, jeśli wierzyć doniesieniom prasowym, będzie oddziaływał również w kolejnych miesiącach. Nowością w inflacji bazowej (informacja pojawiła się wczoraj we wczesnych godzinach popołudniowych) jest podwyżka stawek akcyzy na wyroby tytoniowe i spirytusowe o 10% każda. Jest to pierwsza duża podwyżka akcyzy od 2014 r. – wówczas stawki wzrosły, odpowiednio, o 5 i 15% - i tamten epizod stanowi dobry punkt odniesienia co do wpływu podwyżki akcyzy na inflację (por. wykres). Zakładając rozłożenie jej efektów w czasie w związku ze stopniowym wprowadzaniem do sprzedaży wyrobów objętych wyższą akcyzą, można szacować, że planowana na 2020 r. podwyżka akcyzy podniesie inflację o 0,1 pkt. proc. w samym styczniu i łącznie o 0,3 pkt. proc. do kwietnia.

Skumulowany wzrost cen wyrobów tytoniowych i alkoholowych w 2014 r.



Struktura polskiej gospodarki (bardziej stabilny kurs, większe zrównoważenie zewnętrzne przy każdym wzroście PKB, struktura zadłużenia w walutach obcych, struktura inwestorów w zadłużeniu denominowanym w PLN), a także jej percepcja wśród inwestorów zagranicznych (już nie klasyczny EM, ale jakaś forma przejściowa w drodze do DM) sprawia, że relatywnie luźna polityka pieniężna (względem przeszłych standardów) będzie mogła się utrzymać. RPP do tej pory dobrze rozpoznała te zmiany, a w sukurs stabilnej polityce pieniężnej idą niskie, globalne stopy procentowe, które sprawiają, że relatywnie polska polityka pieniężna i tak jawi się jako dość restrykcyjna (szczególnie w odniesieniu do strefy euro).

EURUSD fundamentalnie

Eurodolar wciąż podąża w ślad za kolejnymi doniesieniami z negocjacji Chiny - USA. Wczoraj Kudlow (doradca ekonomiczny Białego Domu) poinformował, że negocjacje pierwszej fazy porozumienia są na ostatniej prostej, co ponownie wlało nieco optymizmu na rynki i poskutkowało umocnieniem euro. Otwartym pytaniem pozostaje to jak stan negocjacji widzi D. Trump (wcześniejsze wypowiedzi amerykańskiego prezydenta tonowały optymistyczne sygnały płynące od obserwatorów) i to jego wypowiedzi mogą w najbliższych dniach kształtować zachowanie EURUSD. Poza handlowymi doniesieniami, dziś uwaga skupiona będzie na sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w Stanach Zjednoczonych.

EURUSD technicznie

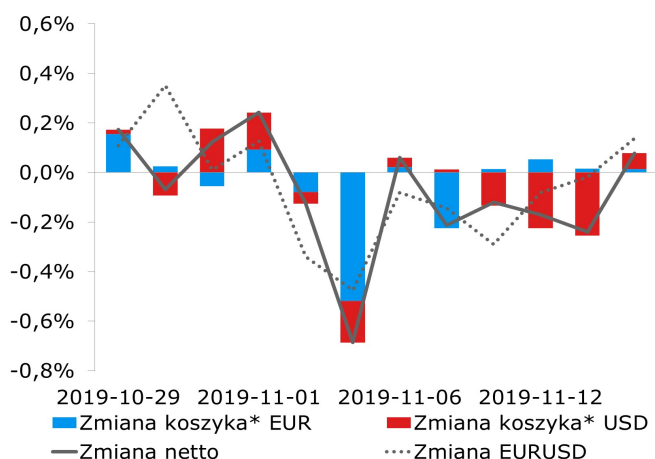
Pozycja: Mały short po 1,0996, T/P 1,09, S/L 1,1040.

Preferencja: Range/fałszywe wybiecie w dół.

Przebite wcześniej średnie na wykresie dziennym są teraz skutecznym oporem. Między poziomem psychologicznym (1,10), a lokalnymi minimami (1,0879) w zasadzie nie ma już żadnych wsparć (nie licząc 61,8% fibo z H4 oraz minimów z połowy października). Dywergencja na H4 powoli odchodzi w niepamięć (ale może wróci). Atak na minima z przełomu września i października wydaje się nieunikniony i dlatego zajęliśmy adekwatną do przewidywanego kierunku kursu pozycję.

Wsparcie	Opór
1,0879	1,1651
1,0864	1,1570
1,0341	1,1412

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN jest niewzruszony na krajowe dane. Wczorajszy, słabszy od oczekiwań odczyt polskiego PKB za 3 kwartał (3,9 vs konsensusowy szacunek 4,1% r/r - więcej w sekcji analiz) nie miał większego przełożenia na zachowanie złotego. Ten wciąż zależy od wydarzeń globalnych. Wczorajsza poprawa globalnego sentymentu po optymistycznych sygnałach płynących z negocjacji handlowych (Kudlow – patrz komentarz do EURUSD) pozwoliła na lekkie umocnienie złotego. Dziś nie spodziewamy się większych zmian – ewentualne ruchy EURPLN wciąż będą mało istotne i wynikać będą głównie z rozwoju sytuacji na linii Chiny – USA.

EURPLN technicznie

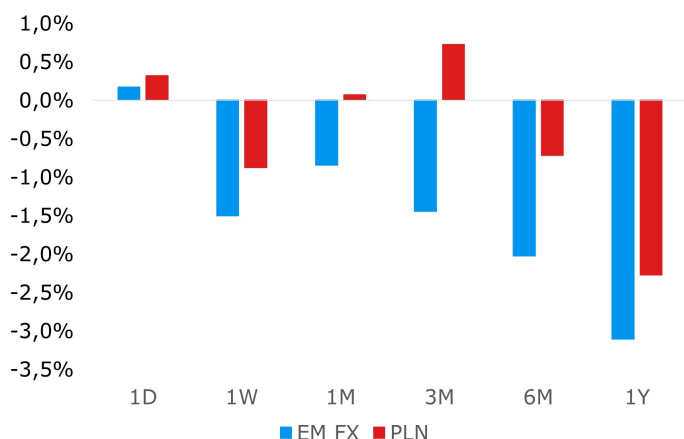
Pozycja: Mały long po 4,2690, S/L 4,2350.

Preferencja: Stary range (4,24-4,34).

Notowania dotarły wczoraj do 4,30 (tam jest też MA200D), ale odbiły się od tego poziomu i wróciły do splotu krótkich średnich, gdzie znajdują się obecnie. Nie wiąże się to jednak z żadnym sygnałem odwrócenia trendu, dlatego nie wpływa to na parametry naszej pozycji. Widzimy wciąż szansę na kolejny (tym razem skuteczny) atak na MA200D.

Wsparcie	Opór
4,2374	4,4142
4,1293	4,3995
3,9672	4,3460

Zmiana kursu PLN na tle indeksu walut rynków wschodzących JPM (EM FX)



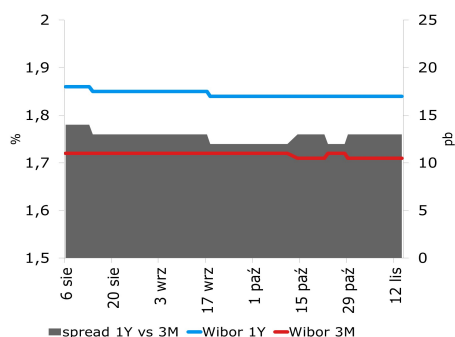
Uwaga: Wzrost = aprecjacja do dolara, spadek = deprecjacja do dolara



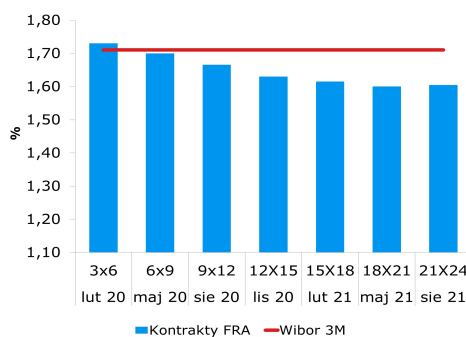
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.68	1.72	ON	1.34	1.52	EUR/PLN	4.2916
2Y	1.72	1.76	1M	1.62	1.82	USD/PLN	3.9011
3Y	1.72	1.76	3M	1.82	2.02	CHF/PLN	3.9501
4Y	1.74	1.78					
5Y	1.76	1.80					
6Y	1.79	1.83					
7Y	1.80	1.84					
8Y	1.81	1.85					
9Y	1.82	1.86					
10Y	1.84	1.88					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.62	1.66	EUR/USD	1.1020
1x4	1.69	1.72	EUR/JPY	119.46
3x6	1.69	1.73	EUR/PLN	4.2820
6x9	1.67	1.70	USD/PLN	3.8875
9x12	1.64	1.67	CHF/PLN	3.9274

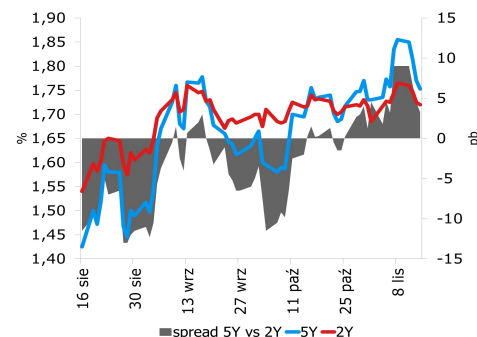
WIBOR 3M i 1Y



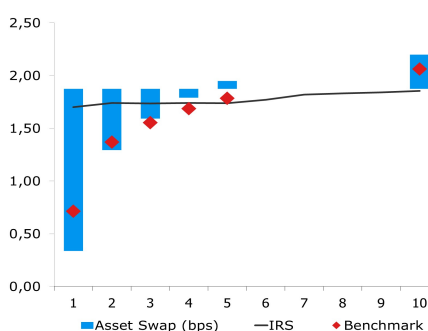
WIBOR 3M i stawki FRA



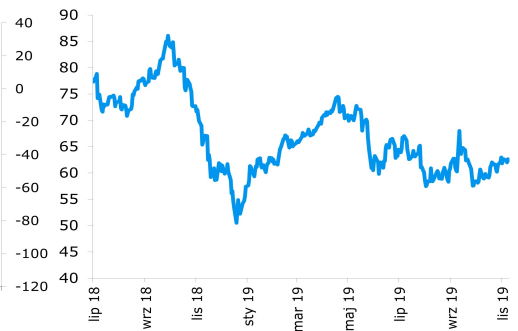
IRS 5Y i 2Y



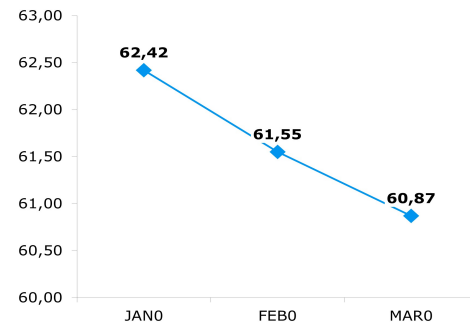
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Ropa 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.