

14 listopada 2017

Raport Dzienny

mBank Research

www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/

@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 zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
13.11.2017 PONIEDZIAŁEK							
9:00	POL	Raport o inflacji NBP	lis				
14:00	POL	CPI r/r <i>final</i> (%)	paź	2.1	2.1	2.2	2.1
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	wrz	313	-146	-80 (r)	-100.0
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	wrz	17100	17125	15661 (r)	17207
14:00	POL	Import (mln EUR)	wrz	16300	16684	15383 (r)	16686
14.11.2017 WTOREK							
3:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	paź		10.4	10.3	10.0
3:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	paź		6.3	6.6	6.2
8:00	GER	PKB kw/kw (%)	Q3		0.6	0.6	0.8
9:00	CZE	PKB r/r (%)	Q3		4.6	4.7	
9:00	HUN	PKB r/r (%)	Q3		3.7	3.2	
10:00	POL	PKB kw/kw (%)	Q3	1.1	0.8	1.1	
10:00	POL	PKB r/r (%)	Q3	4.8	4.5	3.9	
10:30	GBR	CPI r/r (%)	paź		3.1	3.0	
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		-0.6	1.4	
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	lis		88.0	87.0	
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	lis		19.5	17.6	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	paź	0.8	0.9	1.0	
14:30	USA	PPI m/m (%)	paź		0.1	0.4	
15.11.2017 ŚRODA							
0:50	JAP	PKB kw/kw (%)	Q3		0.4	0.6	
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	wrz		4.3	4.3	
14:30	USA	CPI r/r (%)	paź		2.0	2.2	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	lis		26.2	30.2	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		0.1	1.6	
16.11.2017 CZWARTEK							
14:30	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	lis		24.1	27.9	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	11.11		235	239	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.5	0.3	
17.11.2017 PIĄTEK							
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	paź	7.1	6.5	6.0	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	paź	4.4	4.5	4.5	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	paź		1183	1127	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	paź		1242	1225 (r)	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dziś światło dzienne ujrzą dane *flash* o wzroście PKB w III kwartale. Spodziewamy się mocniejszego od konsensusu przyspieszenia PKB (z 3,9 do 4,8% r/r), napędzanego przez silne wzrosty konsumpcji i inwestycji oraz dodatni wkład eksportu netto. W godzinach popołudniowych zobaczymy dane o inflacji bazowej - po wczorajszych danych GUS szacujemy ją na 0,8% r/r, a więc zgodnie z pierwotną prognozą i poniżej oczekiwań rynku.

Gospodarka globalna: Dzień upłynie pod znakiem publikacji danych o PKB - po danych niemieckich czekają nas jeszcze wstępne odczyty w Czechach (oczekiwana stabilizacja wzrostu) i na Węgrzech (prognozowane wyraźne przyspieszenie). W Europie warto też odnotować dane o produkcji przemysłowej, które pokażą delikatny spadek produkcji po dobrym sierpniu, a także indeks koniunktury ZEW, publikowany w tym samym czasie. W Stanach Zjednoczonych zostaną opublikowane dane o inflacji producenckiej - tu prognozowana dynamika (0,1% m/m) jest skromna i przekłada się na spadek dynamiki w ujęciu rocznym.

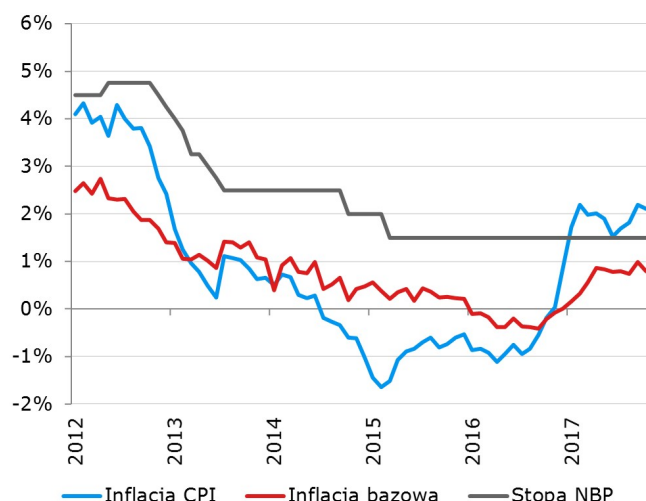
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Sura: Jeśli marcowa projekcja będzie wskazywać na inflację powyżej celu również w 2020 r., to dyskusja nad podwyżkami stóp procentowych może się rozpocząć w połowie 2018 r.
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w październiku wzrosły rdr o 2,1 proc., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,5 proc.
- NBP: Centralna ścieżka projekcji NBP zakłada, że inflacja CPI oraz bazowa w 2019 r. ukształtują się na poziomie 2,7 proc. Rosnące problemy przedsiębiorstw z pozyskaniem pracowników mogą doprowadzić do wzrostu wynagrodzeń wyższego od dynamiki wydajności pracy.

Decyzja RPP (05.12.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.417	0.003
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.402	0.002
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.372	-0.001
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

Inflacja w dalszym ciągu napędzana przez wysokie ceny żywności, silniejszy od oczekiwań spadek inflacji bazowej

Finalny odczyt inflacji w listopadzie potwierdził szacunek flash na poziomie 2,1% r/r. Szczegóły odczytu są jednak bardzo ciekawe, bowiem zgodnie z naszymi oczekiwaniami silniejszy spadek inflacji został powstrzymany przez wysokie ceny w kategoriach nie-bazowych. Wedle naszych szacunków inflacja bazowa obniżyła się do 0,8%.



Po pierwsze, doszło – tak jak się spodziewaliśmy – do bardzo wysokiej realizacji cen żywności (+0,9% m/m). Dodatkowo, podróżali po raz drugi już z kolei koszty opału (+2,4% m/m). Po drugie, wbrew naszym oczekiwaniam nie doszło do sezonowej korekty w cenach odzieży i obuwi – w obu przypadkach obserwujemy rozpędzanie się cen względem odczytów z poprzedniego roku. Jest to o tyle ciekawe, że w innych krajach UE październik przyniósł jednak korektę wysokich odczytów wrześniowych w tej kategorii. Czy jest to szum czy tendencja (trudno się jej w bieżących warunkach spodziewać właśnie w kategorii tradables), zobaczymy w listopadowej odsłonie inflacji. Po trzecie wreszcie, obraz innych kategorii bazowych pozostaje mieszany: ewidentnie w przypadku łączności, edukacji i restauracji i hoteli nie widać korekty poprzednio wysokich odczytów. W przypadku innych towarów i usług korekta jest widoczna (spadek cen usług finansowych oraz – zapewne – ubezpieczeń OC).

Biorąc pod uwagę trajektorię cen ropy naftowej oraz istniejące bazy statystyczne, listopad wyznaczy szczyt tegorocznej inflacji (2,2-2,3% r/r). Inflacja bazowa powinna pozostać w najbliższych miesiącach poniżej 1%, natomiast począwszy od wiosny przyszłego roku zacznie się systematycznie rozpędzać. Proces rozpędzania się inflacji bazowej powinien nakładać się na ogólne tendencje w inflacji CPI, którą spotka silne spowolnienie na przełomie roku (stawiamy na reakcję podaży ropy naftowej z łupków z uwagi na wyższe bieżące ceny surowca oraz korektę wysokich poziomów cen żywności), które obecnie może sięgnąć 1,5-1,6%. Układ baz statystycznych sprzyja kontynuacji łagodnej retoryki RPP opartej na braku przełożenia wyższych płac na inflację. Ostatnie przesunięcie oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp w przód wydaje się w takich warunkach przedwczesne. Dużo bardziej prawdopodobne jest, że na spadkowej trajektorii inflacji rynek w 2018 roku przesunie znów termin podwyżki stóp na początek 2019 roku.

Nowa, optymistyczna projekcja inflacyjna NBP

Wczoraj opublikowany i zaprezentowany został nowy „Raport o inflacji” NBP. Główne zarysy nowej projekcji znane już były z komunikatu po ostatnim posiedzeniu RPP i szczegóły raportu nie przynoszą tutaj żadnych zaskoczeń: inflacja będzie przyspieszać w kierunku 2,8-2,9% r/r na koniec 2019 r.; wzrost PKB ustanowił najprawdopodobniej lokalne maksimum w III kwartale b.r. i będzie w najbliższym czasie systematycznie spadać, stabilizując się w 2019 r. na poziomie 3,3% r/r; luka popytowa domknęła się w poprzednim kwartale, ale spadkowa trajektoria wzrostu PKB i stopniowy wzrost potencjalnego tempa wzrostu gwarantują utrzymanie jej na poziomie <1% w całym horyzoncie projekcji.

Spadkowa ścieżka wzrostu gospodarczego w projekcji jest wynikiem działania trzech czynników: stabilizacji konsumpcji prywatnej w przedziale 3,5-4% w horyzoncie prognozy, ujemnego wkładu eksportu netto (częściowo z uwagi na oczekiwane spowolnienie u głównych partnerów handlowych Polski) oraz umiarkowanego i malejącego w czasie wzrostu inwestycji. Temu ostatniemu warto poświęcić chwilę. NBP jest w kwestii inwestycji dość pesymistyczny, zakłada bowiem trajektorię znacznie mniej stromą niż w poprzednich cyklach wydatkowania środków UE – po 14% r/r spodziewanych w IV kwartale inwestycje będą spowalniać w całym horyzoncie prognozy. Odzwierciedla to w dużej mierze pesymizm co do inwestycji publicznych, związany z pogorszeniem kontraktowania środków UE (które jest gorsze niż w poprzednim cyklu) i obniżeniem oczekiwanego ich wykorzystania. Jest to spójne z dużą liczbą dowodów anegdotycznych dotyczących opóźnień i problemów z rozstrzygnięciem przetargów. Sugeruje to również pewne spłaszczenie ścieżki inwestycji publicznych i powinno raczej podbić dynamiki w przyszłym roku niż je obniżać.

O ile wzrost inflacji i inflacji bazowej w średnim okresie wydaje się niekontrowersyjny (z dokładnością do cen energii i żywności, które opierają się o strukturę terminową kontraktów surowcowych), o tyle przyszłoroczna ścieżka wydaje się zbyt optymistyczna. Rozwój sytuacji na rynku ropy naftowej, możliwość korekty wzrostowej cen ropy z uwagi na uruchomienie dodatkowej podaży (z tego mechanizmu NBP doskonale zdaje sobie sprawę, ale krzywa terminowa cen ropy z natury rzeczy nie uwzględnia takiej zawrotki), a także normalizacja cen żywności w kolejnych miesiącach sugerują, że dołek na inflacji w I kwartale przyszłego roku znajdzie się raczej w okolicy 1,5% niż 1,8-1,9%, jak pokazuje projekcja.

Najciekawszy i zarazem być może najsłabiej przebadany aspekt projekcji pojawił się dopiero na konferencji prasowej – chodzi o wpływ rosnących kosztów pracy na finanse przedsiębiorstw. Przedstawiciele NBP wyrażali daleko idące wątpliwości co do możliwości przerzucenia ich (w warunkach silnej konkurencji, także międzynarodowej) na klientów – gdyby taka możliwość była, to już takie przerzucanie zaobserwowalibyśmy. Z powodu braku pełnej możliwości kształtowania cen również brak pracowników nie miałby przełożyć się na wzrost płac, a częstszą reakcją przedsiębiorstw miałyby być w takich warunkach ograniczanie produkcji (nie jest to uwzględnione per se w modelu NECMOD, ale ex post można powiązać spadkową trajektorię wzrostu PKB z tym). Wreszcie, ta specyfika polskiej gospodarki, różniąca ją od Czech i Węgier, gdzie większa jest rola dużych przedsiębiorstw o większym polu manewru, miałyby być przy-



czyną niższej inflacji i niższego wzrostu płac w Polsce niż tamże. Sytuacja ta jest oczywiście bezprecedensowa i jej rozstrzygnięcie jest kwestią czasu i uważnej obserwacji procesów gospodarczych. Tym niemniej, nawet częściowe przerzucanie wyższych kosztów pracy jest dostateczny warunkiem do istotnego przyspieszenia inflacji i realizacji bazowego scenariusza, w którym inflacja przekracza cel na przełomie 2018 i 2019 roku – co do tego istotnych różnic między NBP i nami nie ma.

EURUSD fundamentalnie

Kolejny krok w górę (1,1670 w momencie pisania niniejszego tekstu) wraz z wyprzedzą na globalnych rynkach obligacji. Poza wymienionymi wczoraj czynnikami, wzrosty EURUSD mają szansę być napędzane przez odczyty danych z USA z uwagi na fakt, że w ostatnich tygodniach indeks zaskoczeń wykonał monotoniczny ruch w górę, a oczekiwania automatycznie dopasowują się też do zaskoczeń. Prognostycy stanowią system o adaptacyjnych oczekiwaniach, opierający się na trendach; dodatkowo dotychczasowe zaskoczenia wywołały spory ruch na krótkich stopach procentowych oraz pewne umocnienie dolara. Oba te fakty mogą przyczynić się do pewnego hamowania aktywności. Dziś publikacja cen producentów w USA (oczekiwana stabilizacja miary bazowej w ujęciu rocznym). Przemówią też najważniejsi bankierzy centralni. O 11:00 głos zabierze kwartet Carney, Draghi, Kuroda i Yellen. Trudno jednak spodziewać się zasadniczej zmiany tonu względem ostatnich wypowiedzi. Czy to szansa na cofnięcie się stóp procentowych?

EURUSD technicznie

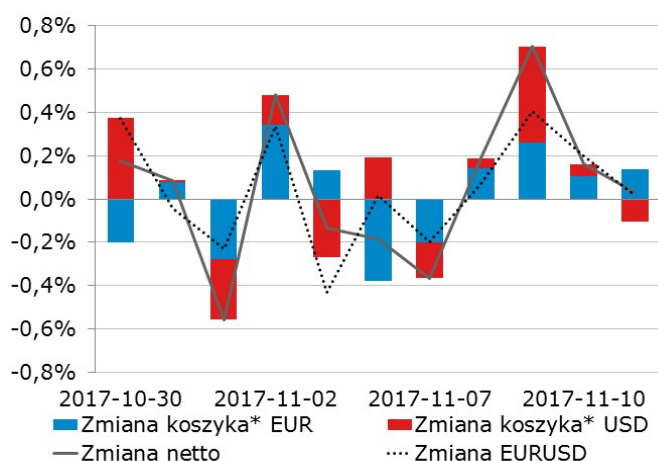
Pozycja: Long po 1,1587, S/L 1,1510.

Preferencja: Trend spadkowy.

Bez zmian. EURUSD zbliża się do górnego ograniczenia trendu / kanału spadkowego na wykresie tygodniowym (odnotujmy, że wyłamanie w górę będzie jednocześnie wyłamaniem w górę z flagi i mocnym sygnałem wzrostowym). Nim jednak to się stanie, EURUSD musi pokonać wsparcie związane z maksimum listopada (1,1687). Nasza pozycja znajduje się na umiarkowanym plusie (około 80 pipsów), nie widać jednak powodu, aby ruch na północ miał się zakończyć (na 4h nie ma dywergencji). Spokojnie czekamy i obserwujemy rozwój wydarzeń, licząc w pierwszej kolejności na dotarcie do i przebicie 1,17.

Wsparcie	Opór
1,1511	1,2092
1,1417	1,1938
1,1104	1,1730/57

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Kurs nieco wyżej, choć wahania są kosmetyczne. Od miesiąca złoty porusza się w range 4,22-25/26 przy czym górna granica była do tej pory odwiedzana nieco rzadziej. Odczyt inflacji nie zrobił absolutnie na złotym wrażenia. Również wczorajsza wyprzedaż na rynku obligacji pozostała bez wpływu na rynek walutowy. Dziś publikacja danych o PKB za III kwartał. Spodziewamy się solidnego odczytu na poziomie 4,8% r/r – plasuje się on powyżej oczekiwań rynkowych oraz oczekiwań NBP (obie wartości w okolicy 4,5-4,6%). Jeśli dojdzie do realizacji wyższego odczytu, oczekujemy umocnienia złotego. W drugą stronę kurs nie wydaje się aż tak wrażliwy.

EURPLN technicznie

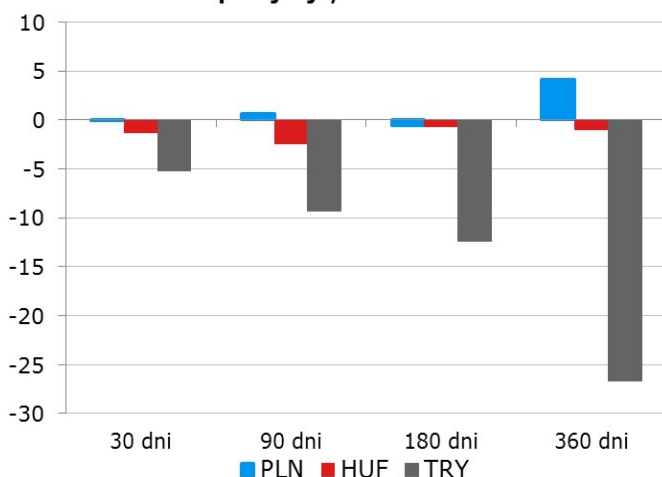
Pozycja: Long po 4,2262, z S/L 4,2140 i T/P 4,2460.

Preferencja: Wybiecie w dół z kanału wzrostowego.

Kontynuacja mikrozmienności. Dywergencja na 4h przyniosła spodziewane wzrosty i notowania wylądowały pomiędzy MA30 i MA55 z wykresu 4h. Nie ma dywergencji w drugą stronę, więc pozostawiamy pozycję long i czekamy na powrót do górnego ograniczenia zakresu wahań obserwowanego od miesiąca.

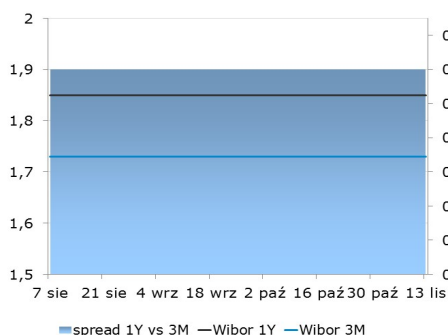
Wsparcie	Opór
4,2209	4,4345
4,1966	4,3738
4,1591	4,2527/2638

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

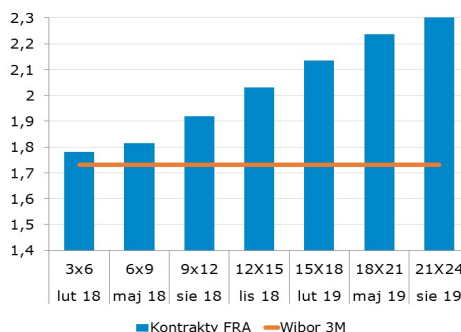


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.78	1.82	ON	1.35	1.75	EUR/PLN	4.2352
2Y	2.00	2.04	1M	1.44	1.64	USD/PLN	3.6382
3Y	2.18	2.22	3M	1.60	1.80	CHF/PLN	3.6468
4Y	2.34	2.38					
5Y	2.49	2.53					
6Y	2.63	2.67	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
7Y	2.73	2.77	1x2	1.65	1.70	EUR/USD	1.1665
8Y	2.82	2.86	1x4	1.72	1.75	EUR/JPY	132.55
9Y	2.90	2.94	3x6	1.72	1.78	EUR/PLN	4.2348
10Y	2.95	2.99	6x9	1.78	1.81	USD/PLN	3.6317
			9x12	1.89	1.92	CHF/PLN	3.6410

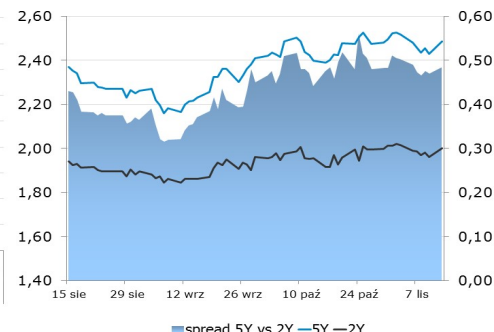
WIBOR 3M i 1Y



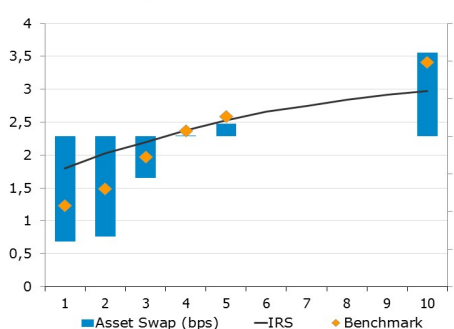
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



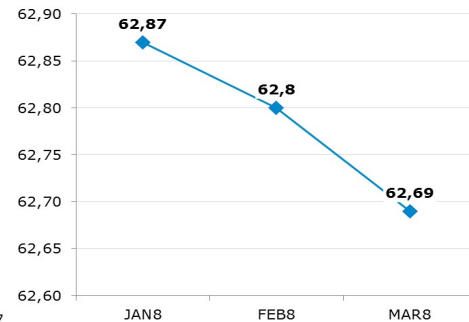
Asset swap i IRS



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 na informacjach 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. Jakkolwiek 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.