mBank.pl

2 października 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		
01.10.2018 PONIEDZIAŁEK							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	wrz	52.1	51.3	51.4	50.5
9:50	FRA	PMI w przemyśle (pkt.) *finalny*	wrz		52.5	52.5	52.5
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt.) *finalny*	wrz		53.7	53.7	53.7
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt.) *finalny*	wrz		53.3	53.3	53.2
10:00	POL	CPI *flash* r/r (%)	wrz	1.9	1.9	2.0	1.8
15:45	USA	PMI w przemyśle (pkt.) *finalny*	wrz		55.6	55.6	55.6
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	wrz		60.0	61.3	59.8
02.10.2018 WTOREK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
03.10.2018 ŚRODA							
9:50	FRA	PMI w usługach (pkt.) *finalny*	wrz		54.3	54.3	
9:55	GER	PMI w usługach (pkt.) *finalny*	wrz		56.5	56.5	
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt.) *finalny*	wrz		54.7	54.7	
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)			1.6	1.1	
	POL	Decyzja RPP (%)		1.5	1.5	1.5	
14:15	USA	Zatrudnienie wg ADP (tys.)	wrz		185.0	163.0	
14:45	USA	PMI w usługach (pkt.) *finalny*	wrz		52.9	52.9	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	wrz		58.0	58.5	
04.10.2018 CZWARTEK							
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	08.09		215	214	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sie		1.0	-0.8	
05.10.2018 PIĄTEK							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.)	wrz		188	201	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	wrz		3.8	3.9	
14:30	USA	Przeciętne zarobki godzinowe m/m (%)	wrz		0.3	0.4	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Brak istotnych danych.

Gospodarka globalna: Brak istotnych danych.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych we wrześniu 2018 r. wzrosły o 1,8 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,2 proc. - podano w szacunku flash.
- POL: Wskaźnik PMI dla Polski we wrześniu wyniósł 50,5 pkt. wobec 51,4 pkt. w sierpniu i wobec prognozy 51,5 pkt. - podał Markit.
- USA: Wskaźnik aktywności w przemyśle wg ISM we wrześniu spadł do 59,8 pkt., z 61,3 pkt. w poprzednim miesiącu - podał Instytut Zarządzania Podażą.

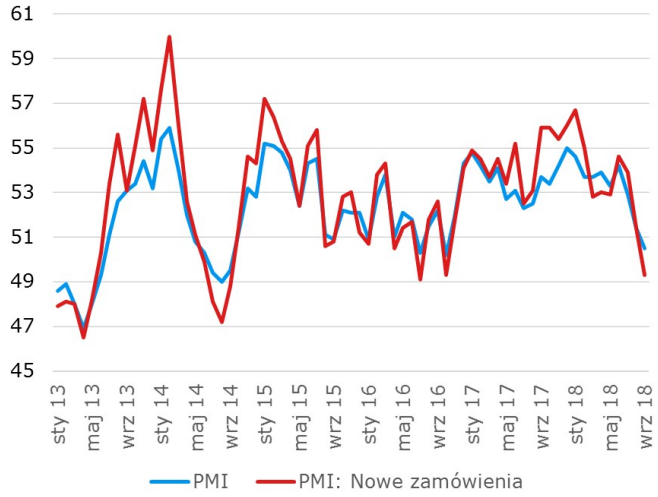
Decyzja RPP (03.10.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA mBanku	**bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	0.472	-0.021
USAGB 10Y	3.087	-0.011
POLGB 10Y	3.267	0.000

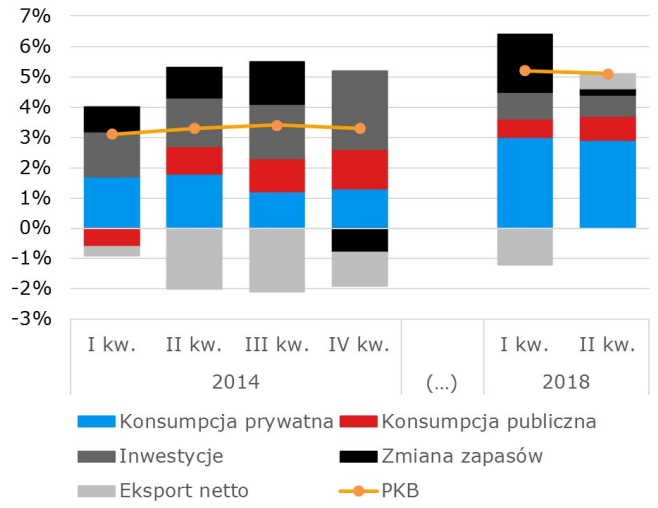
Dotyczy benchmarków Reuters

Polski przemysł kontynuuje spowolnienie

We wrześniu koniunktura w polskim przemyśle ponownie zaskoczyła negatywnie – wskaźnik PMI spadł z 51,1 do 50,5 (prognozy wskazywały na jego stabilizację, my zakładaliśmy mały, korekcyjny wzrost wskaźnika). Jest to trzeci miesięczny spadek indeksu z rzędu, a ta sekwencja niepokojąco przypomina ostatni epizod głębokiego i szybkiego spowolnienia w polskim przemyśle, w 2014 r.



Na tym podobieństwa się nie kończą. Podobnie, jak wówczas, czynnikiem negatywnie wpływającym na zachowanie polskiego przemysłu było spowolnienie w polskim przemyśle – w 2014 r. kluczowe były kłopoty gospodarcze Ukrainy i Rosji oraz zadyszka w strefie euro, obecnie za spadek popytu zewnętrznego w największym stopniu odpowiada wciąż spowalniający przemysł strefy euro. Podobnie, jak cztery lata temu, również obecny epizod zjazdu PMI wiąże się i ze spadkiem zamówień ogółem (z 51,4 d0 49,3) i z silną kontrakcją zamówień eksportowych (w okolice 46-47 pkt). Wreszcie, szczegóły odczytu pozostają niepokojąco spójne (wskazywaliśmy na ten fakt również miesiąc temu): niższej ocenie produkcji i nowych zamówień towarzyszy pogorszenie popytu na pracę oraz zmniejszanie zaległości produkcyjnych i presji na poddostawców i łańcuchy dystrybucji. W konsekwencji, również presja cenowa wydaje się spadać w świetle ostatniego raportu PMI.

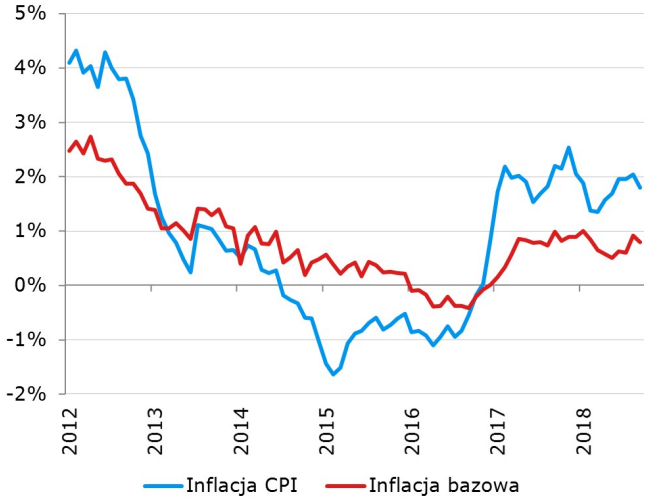


Wypada powtórzyć, że przemysł to nie cała gospodarka i wahania jego aktywności nie są dobrym predyktorem wahań aktywności w całej gospodarce. Nie oznacza to, że PMI niczego o gospodarce nie mówi. Analogia z 2014 rokiem ponownie jest użyteczna, również z uwagi na cykl wyborczy i jego implikacje dla inwestycji i konsumpcji publicznej. Załamanie sentymentu w przemyśle w 2014 roku nie przełożyło się, jak pamiętamy, na jakiekolwiek mierzalne spowolnienie PKB – wg wstępnych i zrewidowanych danych dynamika roczna PKB pozostawała przez cały rok praktycznie stała. Zmieniła się znacząco za to struktura wzrostu – spadek popytu zewnętrznego przy utrzymaniu solidnego wzrostu konsumpcji i inwestycji (również prywatnych) przełożył się na gwałtowny spadek wkładu eksportu netto, z -0,3 do -2 pkt. proc. w połowie roku. Poprawa wkładu zapasów (kolejne deja vu) zrekompensowała to tylko w niewielkim stopniu. W tej sytuacji rycerzem na białym koniu okazała się być konsumpcja publiczna, której wkład do wzrostu wzrósł z -0,6 pkt. proc. na początku roku do 1,1-1,3 pkt. proc. w II połowie 2014 roku. Na temat natury tego ostatniego wzrostu (czy była związana z wyborami samorządowymi i wyborami do europarlamentu) nie jesteśmy w stanie się oczywiście wypowiedzieć. 2014 rok pokazuje jednak, że silny, negatywny szok zewnętrzny dla przemysłu może się wiązać z wyraźnymi zmianami struktury PKB, ale niekoniecznie spowodować spowolnienie.

Czy taki rycerz, biorąc pod uwagę cykl wyborczy, ma szansę się pojawić i tym razem? Porównania 2018 i 2014 roku muszą uwzględniać zupełnie inną pozycję cykliczną polskiej gospodarki. Wówczas ledwie wyłaniała się ona z głębokiego i długotrwałego spowolnienia w 2012 i w I połowie 2013 roku, niewykorzystanie czynników produkcji było znaczące (przykładowo, stopa bezrobocia prawie dwukrotnie wyższa niż obecnie), a skłonność sektora przedsiębiorstw do inwestowania – większa. Dziś gospodarka boryka się z ograniczeniami podażowymi i wszelkie proste rezerwy pracy i kapitału zostały już najprawdopodobniej wykorzystane. Nawet, gdyby rycerz na białym koniu miał się pojawić, dodatkowy popyt nie zostałby zaabsorbowany przez podaż. W operującej powyżej potencjału gospodarce otwartej, jaką jest Polska, dodatkowy popyt z tytułu konsumpcji publicznej najprawdopodobniej by „wyciekł" przez rachunek handlowy, silniej niż w 2014 r. obniżając wkład eksportu netto. W konsekwencji, naszym zdaniem, niższy wzrost w II połowie roku jest nie do uniknięcia i PMI jest potwierdzeniem takiego scenariusza. To nie jest jednak kontrowersyjny wniosek. Znacznie ciekawsze pytanie dotyczy 2019 roku i tego, czy wzrost będzie bliższy 3% czy 4% r/r. Ta kwestia jest otwarta, a konsensus optymistyczny.

Inflacja spowalnia, także w ujęciu bazowym

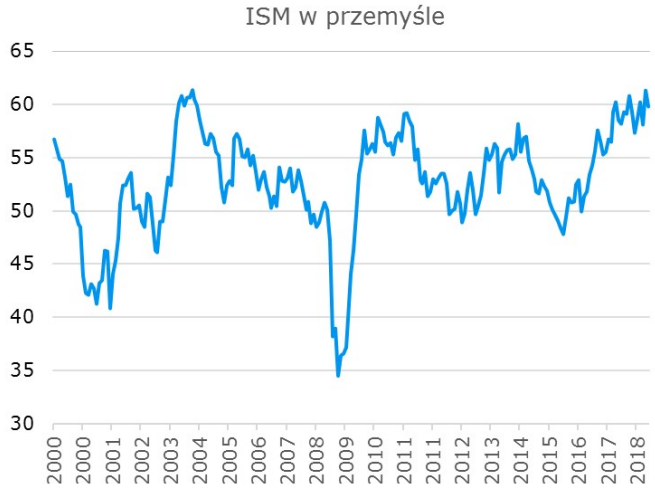
Według wstępnych danych inflacja CPI spowolniła do 1,8% r/r we wrześniu (z 2,045% r/r miesiąc wcześniej i wobec 1,9% r/r konsensusu i naszej prognozy). Ceny żywności wzrosły zgodnie z naszymi oczekiwaniami o 0,6% m/m, podobnie zresztą jak i ceny paliw (+0,4% m/m). Ceny energii przyrosły o całkiem spore 0,4% m/m, co wygląda jak echo podwyżek cen gazu z poprzedniego miesiąca. Przy wzroście cen o 0,2% m/m oznacza to, że inflacja bazowa spadła do 0,8% r/r z 1,0% r/r w poprzednim miesiącu.



O ile kierunek zmian inflacji jest zgodny z oczekiwaniami, a spadek jest nieco większy niż się spodziewaliśmy, o tyle największym zaskoczeniem jest inflacja bazowa. W dalszym ciągu kierunek w średnim terminie jest tylko jeden – w górę. Tym niemniej, wrześniowy spadek inflacji bazowej potęguje wrażenie spowalniania inflacji na mocy efektów bazowych. Utwierdza nas to w przekonaniu, że rynek nie będzie w stanie przejść nad spadkami inflacji do porządku dziennego i skupić się na średnim terminie. To negatywna informacja dla złotego, która stawia pod poważnym znakiem zapytania ostatnie przesunięcie się oczekiwań na podwyżki stóp procentowych wprzód na przełom III i IV kwartału. Środowe posiedzenie RPP powinno potwierdzić, że inwestorzy nazbyt pospieszyli się z przeszacowaniem ścieżki podwyżek stóp. Spadek inflacji bazowej sugeruje także, że sierpniowe wzrosty RPP po prostu zignoruje i tu znów część inwestorów będzie zapewne zawiedziona.

USA: koniunktura koryguje się zgodnie z oczekiwaniami

ISM w przemyśle spadł we wrześniu do 59,8 pkt. z 61,3 pkt. – zgodnie z konsensusem rynkowym. O spadku przesądziły nowe zamówienia (-3,3 pkt.) i czasy dostaw (-3,4 pkt.). Pozostałe komponenty wskaźnika nieznacznie wzrosły: produkcja (+0,6 pkt.), zatrudnienie (+0,3 pkt.). Indeks opisujący ceny obniżył się o 5,2 pkt., co póki co słabo odpowiada narracji o podnoszeniu cen w związku z nałożonymi cłami – tym razem komentarze do raportu sugerują ograniczenie marż. Nawet po korekcie wskaźniki utrzymują się na poziomach grubo powyżej 50 pkt., a więc ograniczenie tempa ekspansji przemysłu jest kosmetyczne, co doskonale widać na wykresie. Tym niemniej, struktura wskaźnika sugeruje raczej dalsze ograniczenie wzrostów w przyszłości. Takich samych wniosków dostarcza analiza na podstawie opóźnionej korelacji ze stopami procentowymi.



Warstwa opisowa raportu to studium ograniczeń podażowych. Pojawiają się one zarówno po stronie dostawców (ograniczenie podaży albo wydłużenie czasu dostawy), jak i środków produkcji (utyskiwania na brak wykwalifikowanych pracowników i trudności w rekrutacji). Patrząc z perspektywy ostatnich miesięcy, nic to nowego. Na dość dobrze rozpędzoną gospodarkę spadł pakiet fiskalny i dzieje się dokładnie to, co miało się dziać – gospodarka miała się zacząć przegrzewać. Powoli jednak koniunktura powinna zacząć się schładzać zarówno pod wpływem wyższych cen, wyższych stóp procentowych i dalszego komplikowania łańcuchów dostaw. Na tym etapie oznacza to jednak wciąż podwyżki stóp procentowych ze strony FOMC. Przy wciąż stabilnej inflacji bazowej rynek będzie dostosowywał tempo oczekiwanych podwyżek do stanu rynku pracy, w szczególności do tempa wzrostu płac i skali aktywizacji zawodowej. Najbliższy sprawdzian już w piątek. Oczekiwania są ustawione dość ambitnie, na +0,3% wzrost płac w stosunku do poprzedniego miesiąca. Historycznie to dużo, ale dynamika rynku pracy w stanie praktycznie pełnego zatrudnienia też szybko może się zmieniać. Kluczowym stabilizatorem jest stopa aktywności zawodowej, której tylko część spadków po 2007 roku można tłumaczyć demografią. Reszta jest do odwrócenia (dodatkowy napływ od nieaktywnych do aktywnych zawodowo) i pozostaje kwestią płacy (ceny).

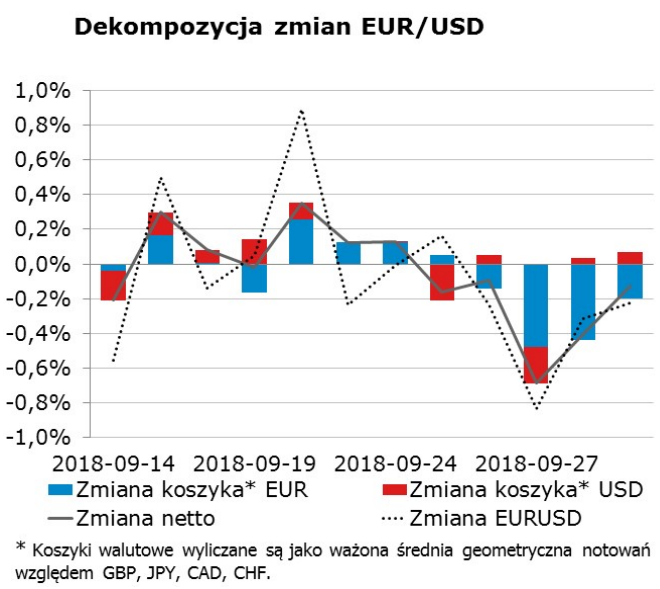
EURUSD fundamentalnie

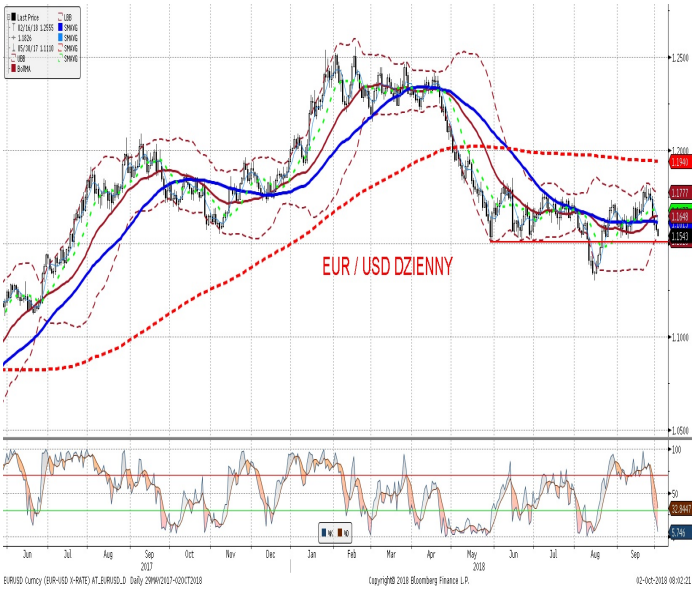
Informacje o porozumieniu między Stanami, Kanadą i Meksykiem dot. nowej NAFTA, nieco większy optymizm inwestorów dot. przyszłej recesji w USA (później, mniejsze prawdopodobieństwo) oraz brak zmian na froncie UE-Włochy spowodowały wczoraj dalszą wyprzedaż EURUSD, choć przejściowo kurs podnosił się w trakcie dnia. Nie zaburzyły tego także gorsze wskaźniki ISM z amerykańskiej gospodarki (więcej w sekcji analiz), czy optymistyczne doniesienia o kolejnych propozycjach brexitowych porozumień. Dzisiaj dzień bez istotniejszych danych, EURUSD czeka więc na informacje z następnych dni, np. na doniesienia o ustaleniach Włochów z KE dot. budżetu, czy piątkowe informacje o amerykańskim rynku pracy.

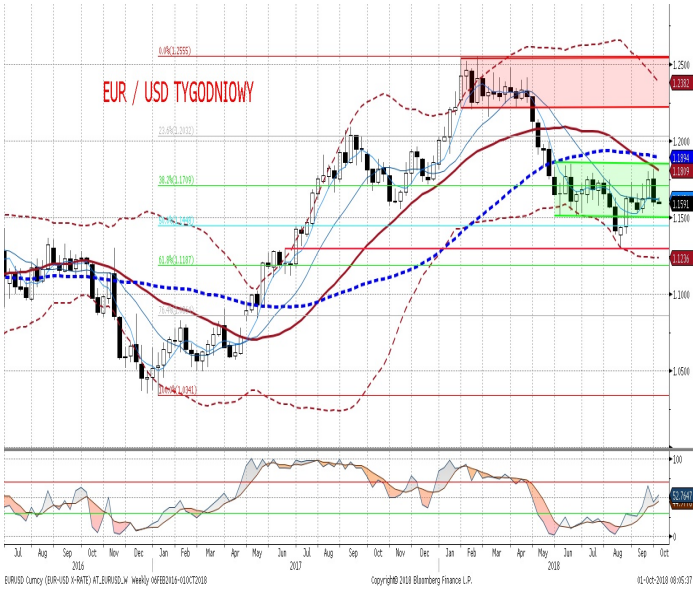
EURUSD technicznie

Pozycja: S/L na małej pozycji long (87 pipsów straty).
Preferencja: Powrót do range.
Co się odwlecze, to nie uciecze. Pozostawienie pozycji bez zmian dało nam nieco mniej niż dobę oddechu, ale dziś nad ranem zlecenie S/L zostało już uruchomione (87 pipsów straty). Sytuacja techniczna nie zmieniła się od wczoraj – notowania charakteryzuje silne momentum (również na 4H, gdzie próżno szukać dywergencji), najbliższe potencjalne wsparcie dla EURUSD to minima w ramach „starego" range, czyli grupa dołków w okolicy 1,15. Trwałość „starego" range pozostaje jednak wątpliwa (raz został złamany w podobnych okolicznościach), co pogarsza stosunek risk / reward na obecnych poziomach.

Wsparcie	Opór
1,1510	1,1996
1,1301	1,1851
1,0869	1,1733/47/91







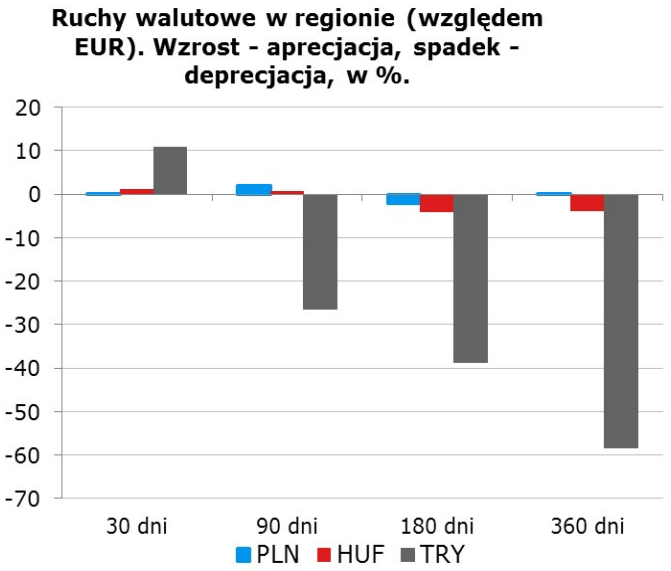
EURPLN fundamentalnie

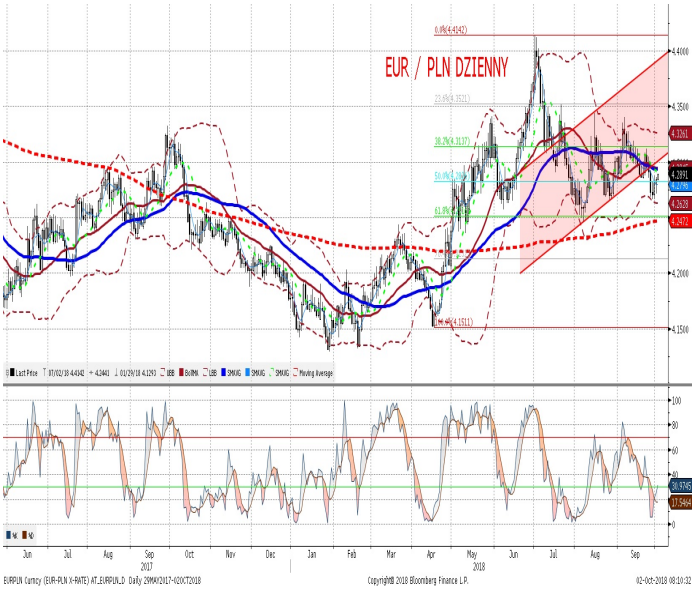
EURPLN pozostawał wczoraj w okolicach 4,28 będąc mało wrażliwym na spływające dane makreokonomiczne. Zarówno nieco niższa inflacja jak i znów słabszy niż poprzednio odczyt PMI (więcej w sekcji analiz) nie odbiły się znacząco na zachowaniu złotego. Te dwie dane utwierdzą RPP w przekonaniu o słuszności polityki monetarnej, toteż jutro nie spodziewamy się większych niespodzianek na konferencji. Mamy wrażenie jednak, że ostatnio uformowały się nieco bardziej jastrzębie oczekiwania na komunikację RPP. Okażą się zapewne płonne, co może prowadzić do osłabienia złotego w i tak dość wymagającym otoczeniu globalnym.

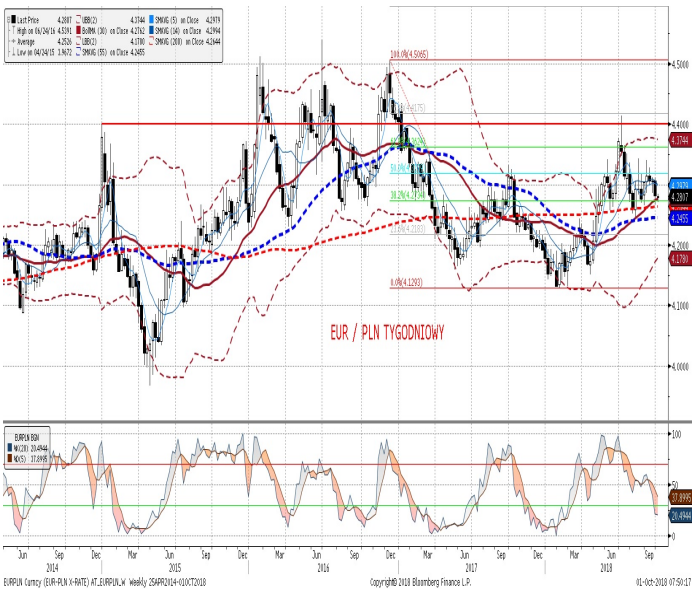
EURPLN technicznie

Pozycja: Brak.
Preferencja: Range 4,25-35
Kolejna (choć mniejsza) biała świeca na wykresie dziennym sugeruje, że nieco pospieszyliśmy się ze składaniem wspomnianej wczoraj dywergencji do grobu i że preferowany przez nas poziom wejścia w pozycję long nie zostanie w najbliższym czasie osiągnięty. W tej sytuacji pozostajemy poza rynkiem i czekamy na dogodny moment – być może wystarczy jedna solidna czarna świeca...

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







IRS	BID	ASK
1Y	1.76	1.80
2Y	1.96	2.00
3Y	2.10	2.14
4Y	2.28	2.32
5Y	2.49	2.53
6Y	2.61	2.65
7Y	2.71	2.75
8Y	2.81	2.85
9Y	2.89	2.93
10Y	2.97	3.01

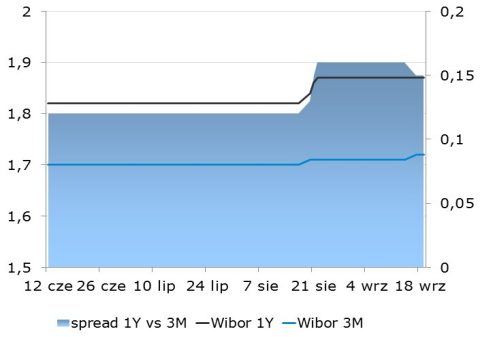
depo	BID	ASK
ON	1.20	1.80
1M	1.45	1.85
3M	1.73	1.93

FRA	BID	ASK
1x2	1.62	1.66
1x4	1.71	1.75
3x6	1.73	1.77
6x9	1.76	1.80
9x12	1.82	1.86

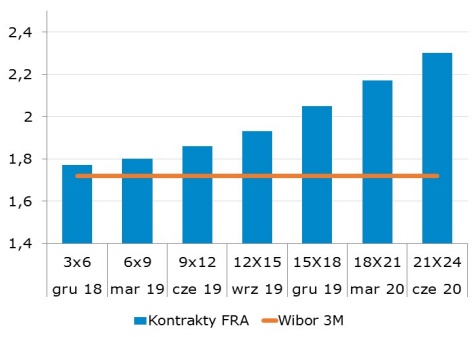
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2795
USD/PLN	3.6867
CHF/PLN	3.7452

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1576
EUR/JPY	131.89
EUR/PLN	4.2830
USD/PLN	3.7010
CHF/PLN	3.7616

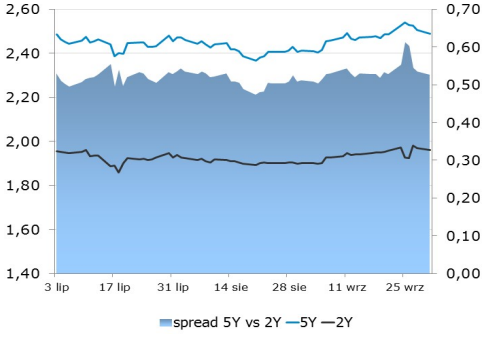
WIBOR 3M i 1Y



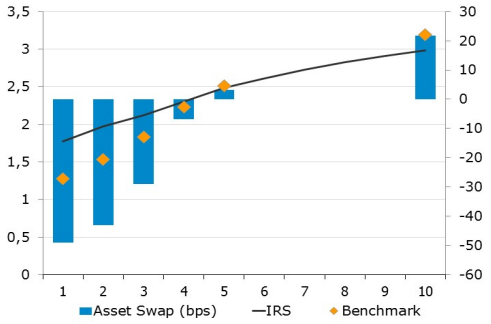
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y

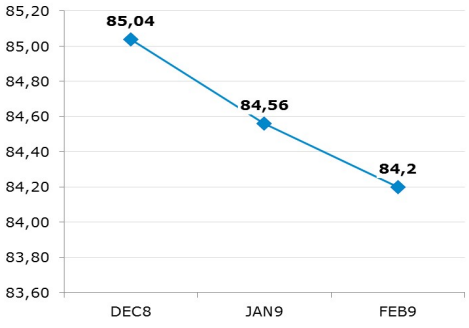


Asset swap i IRS



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. 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.