

16 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](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		
15.10.2018 PONIEDZIAŁEK							
10:00	POL	CPI r/r <i>final</i>	wrz	1.8	1.8	2.0	1.9
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	sie	-300	-357	-750 (r)	-549
14:00	POL	Ekspert (mln EUR)	sie	17100	17023	17228 (r)	17195
14:00	POL	Import (mln EUR)	sie	17300	17288	17572 (r)	17524
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	wrz		0.6	0.1	0.6
14:30	USA	Wskaźnik Empire State	paź		20.0	19.0	21.1
16.10.2018 WTOREK							
3:30	CHN	PPI r/r (%)	wrz		3.5	4.1	3.6
3:30	CHN	CPI r/r (%)	wrz		2.5	2.5	2.3
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	wrz	6.6	7.0	6.8	
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	wrz	3.4	3.4	3.4	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	wrz	0.9	0.8	0.9	
14:00	HUN	Decyzja Banku Węgier (%)	16.10		0.90	0.90	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		0.2	0.4	
17.10.2018 ŚRODA							
10:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	wrz	3.9	4.3	5.0	
10:00	POL	Produkcja budowlana r/r (%)	wrz	17.2	18.0	20.0	
10:00	POL	PPI r/r (%)	wrz	3.0	2.9	3.0	
10:30	GBR	CPI r/r (%)	wrz		2.6	2.7	
11:00	EUR	CPI bazowa r/r <i>final</i> (%)	wrz		0.9	0.9	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	wrz		1210	1282	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	wrz		1275	1229	
20:00	USA	Minutes FOMC	wrz				
18.10.2018 CZWARTEK							
14:30	USA	Wskaźnik Phily Fed (pkt.)	paź		20.0	22.9	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	06.10		210	214	
19.10.2018 PIĄTEK							
1:30	JAP	CPI r/r (%)	wrz		1.3	1.3	
4:00	CHN	PKB r/r (%)	3Q		6.6	6.7	
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	wrz		6.0	6.1	
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	wrz		9.0	9.0	
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna nominalnie r/r (%)	wrz	7.4	8.3	9.0	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dziś zostaną opublikowane miesięczne dane z rynku pracy. Spodziewamy się, że zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 3,4% r/r, podobnie jak w poprzednim miesiącu. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia najprawdopodobniej nieznacznie spadła, z 6,8 do 6,6% r/r, w ślad za niekorzystnym układem kalendarza (obniżającym ruchome składniki wynagrodzeń w przetwórstwie przemysłowym i budownictwie). O godzinie 14:00 z kolei NBP opublikuje oficjalne dane na temat inflacji bazowej we wrześniu. Na podstawie wczorajszych danych GUS można spodziewać się, że inflacja po wyłączeniu cen nośników energii i żywności utrzymała dynamikę z poprzedniego miesiąca (0,9% r/r).

Gospodarka globalna: Decyzja banku centralnego Węgier nie przyniesie zmian w polityce pieniężnej. Warto zwrócić za to uwagę na dane o produkcji przemysłowej w USA – konsensus wskazuje na minimalny wzrost produkcji.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Ancyparowicz: Nie jest wykluczone, że w II poł. 2019 r., być może w IV kw., RPP będzie musiała podwyższyć stopy procentowe - powiedziała członkini RPP w poniedziałkowym wywiadzie udzielonym agencji Bloomberg.
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych we wrześniu 2018 r. wzrosły rdr o 1,9 proc., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,2 proc. - podał w poniedziałek Główny Urząd Statystyczny.
- NBP: Deficyt w obrotach bieżących w sierpniu wyniósł 549 mln euro wobec konsensusu 395 mln EUR deficytu. Ekspert wzrósł o 7,4 proc. rdr wobec konsensusu wzrostu o 6,8 proc. rdr, natomiast import wzrósł o 11,2 proc. rdr wobec konsensusu wzrostu o 10,2 proc. rdr.
- USA: Sprzedaż detaliczna w USA we wrześniu 2018 r. wzrosła o 0,1 proc. w ujęciu miesiąc do miesiąca - podali statystycy Departamentu Handlu. Analitycy spodziewali się wzrostu wskaźnika o 0,6 proc. mdm.

Decyzja RPP (07.11.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.506	-0.003
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	3.158	0.006
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.235	0.000
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

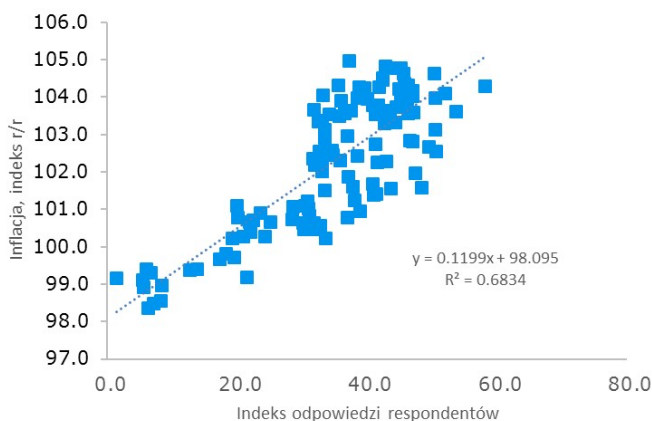
RPP zdestabilizowała oczekiwania inflacyjne?

Sporo dyskusji poświęcono ostatnio kwestii możliwości destabilizacji oczekiwań inflacyjnych w kontekście rzekomej zmiany sposobu traktowania celu inflacyjnego przez RPP. Zdaniem niektórych obserwatorów i analityków, bieżąca RPP porzuciła niedawno punktowy cel inflacyjny i zamiast niego skupiła się na przedziale wahań. Choć uważamy, że bieżąca RPP od samego początku elastycznie traktowała cel inflacyjny oraz dopuszczała szerokie wahania inflacji względem dopuszczalnego pasma wahań, co doskonale widać było podczas okresu przedłużającej się deflacji w 2016 roku, sama kwestia zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych jest ciekawa. Postanowiliśmy się jej przyjrzeć.

Zwróciliśmy się do badań ankietowych oczekiwań przez prowadzonych przez NBP i GUS. Kiedyś, obok odpowiedzi respondentów pojawiał się szacunek oczekiwanej inflacji w postaci odpowiadającej konwencji zapisu inflacji CPI (czyli w procentach, r/r). Obecnie już tego szacunku NBP nie publikuje. Pamiętamy, że tak skonstruowane oczekiwania miały naturę adaptacyjną i z pewnym poślizgiem czasowym śledziły ruchy bieżącej inflacji. Postanowiliśmy więc taką miarę oczekiwań stworzyć na nowo opierając się na saldzie odpowiedzi respondentów (kombinacja liniowa odsetków odpowiedzi względem oczekiwanego wzrostu inflacji: szybciej, w tym samym tempie, bez zmian, spadek), które to jest jedyną informacją publikowaną obecnie oficjalnie przez NBP w kontekście oczekiwań inflacyjnych. Najnowsze dane obejmują okres do czerwca 2018 roku.

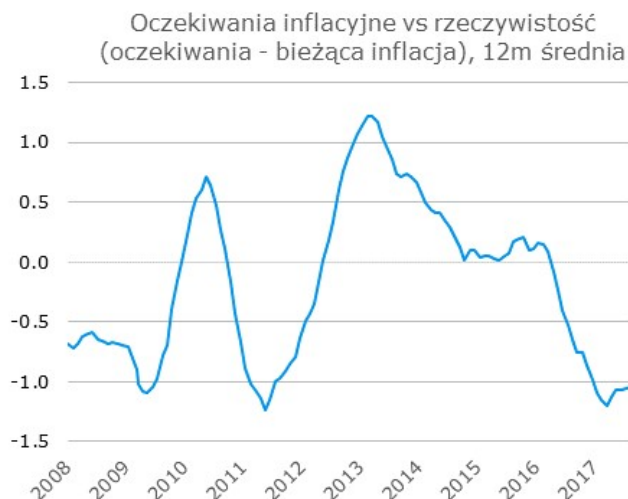
Zaatakowaliśmy problem najprościej jak się da – prowadząc linię regresji pomiędzy tak skonstruowanymi oczekiwaniami inflacyjnymi i bieżącym tempem wzrostu cen. Żeby nie mieszać do tego oczekiwań, które mogły narosnąć z uwagi na wynik wyborów 2015 i oczekiwaną zmianę RPP, postanowiliśmy policzyć parametry równania dla lat 2006-2015, przy czym ostatnią obserwację stanowi wrzesień 2015. W ten sposób otrzymaliśmy obraz oczekiwań inflacyjnych w postaci wspomnianego wcześniej salda odpowiedzi respondentów wyrażony w jednostkach bieżącej inflacji CPI. Z uwagi na dużą korelację obu szeregów, można uzyskać, bez dodatkowych zmiennych, całkiem precyzyjny szacunek. Tak skonstruowaną miarę oczekiwań można porównywać z bieżącą inflacją.

Próba 2006-2015 (wrzesień)



Aby sprawdzić, czy oczekiwania inflacyjne uległy zmianie po wrześniu 2015 wystarczy sprawdzić, czy opisana starymi parametrami transformacja salda odpowiedzi w oczekiwaną inflację

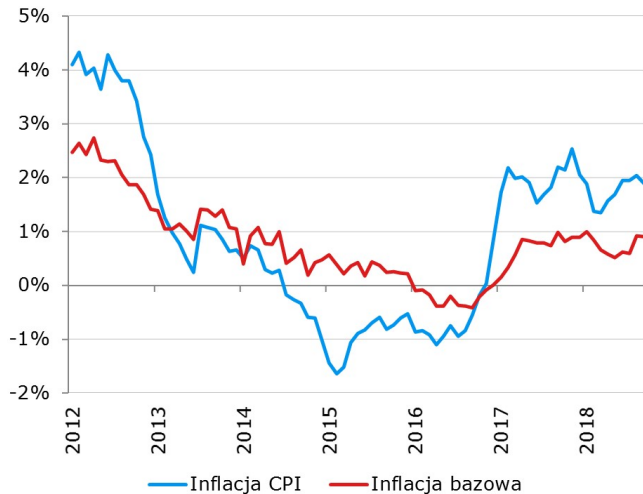
nadal precyzyjnie „działa” od października 2015. W tym celu – aby uniknąć szumu związanego z krótkoterminowymi błędami szacunku – przyglądamy się 12-miesięcznym średnim odchyleniom oczekiwań inflacyjnych i bieżącej inflacji. Odchylenie in plus oznacza, że oczekiwania plasowały się powyżej bieżącej inflacji. Odchylenie in minus – przeciwnie. Jak widać na załączonym wykresie, teza o destabilizacji oczekiwań inflacyjnych w związku z mniej aptekarskim traktowaniem celu inflacyjnego nie znajduje potwierdzenia w faktach, a przynajmniej nie w tej metodzie i nie w sposób, jaki część uczestników rynku chciałaby destabilizację zobaczyć (a więc oczekiwania wyższej inflacji). W szczególności, respondenci od przełomu 2013 i 2014 roku oczekują systematycznie coraz niższej realizacji inflacji mimo tego, że odczyty faktycznej inflacji są wyższe. Być może jest to związane z długim okresem spadku cen – punkt przełamania oczekiwań zbiega się z wystąpieniem ujemnej inflacji w Polsce. Nie widać jednak sytuacji, w której oczekiwania inflacyjne plasują się w coraz większym stopniu powyżej bieżącej inflacji, a takiego właśnie rezultatu należałoby się spodziewać, gdyby RPP faktycznie zdestabilizowała oczekiwania przy luźnej polityce pieniężnej – komentarz o tolerowaniu przestrzeleń inflacji w górę sugeruje, że właśnie taki wynik powinien być niepokojący.



Tymczasem nie ma dowodów na destabilizację oczekiwań inflacyjnych w Polsce w związku ze zmianą RPP. Konsumentom – prawdopodobnie po doświadczeniach deflacyjnych z lat 2014-2016 oczekują wolniejszego tempa wzrostu cen niż wcześniej i w tym kontekście łagodniejsza retoryka RPP de facto może być postrzegana jako istotna i potrzebna w celu zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych ponownie na wyższym poziomie.

Inflacja we wrześniu jednak 1,9% r/r

Choć zdarza się rzadko, to jednak się zdarza. GUS zrewidował w górę szacunek inflacji flash z 1,8% do 1,9% r/r. To szósty przypadek rewizji w ogóle w trzyletniej historii badania flash. Oznacza to, że nasza diagnoza procesów inflacyjnych okazała się ostatecznie trafna.



Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły o 0,6% m/m, paliw o 0,5% m/m, nośników energii dla gospodarstw domowych o 0,3% m/m. Domeną potężnych zmienności są jednak dopiero kategorie bazowe. We wrześniu aż 8 kategorii bazowych wykazało się dynamiką miesięczną przekraczającą $\pm 0,4\%$ m/m: napoje alkoholowe (+0,5%), wyroby tytoniowe (-0,6%), odzież (+2,6%), obuwie (+1,9%), łączność (-2,3%), rekreacja i kultura (-0,9%), edukacja (+1,4%), inne (+0,6%). W konsekwencji inflacja bazowa pozostała bez zmian na poziomie 0,9% i jest to skutkiem szeregu czynników mających charakter szokowy, których wzajemny wpływ się zniósł: usług telekomunikacyjnych, turystyki zorganizowanej, ubezpieczeń, sezonowego skoku cen w edukacji. Bardziej kompleksowe spojrzenie na bazie dynamik rocznych wskazuje, że wyraźne trendy wzrostowe dotyczą wyrobów alkoholowych, odzieży, rekreacji i kultury, edukacji oraz restauracji i hoteli (na siłę można tu zmieścić także kategorię „inne”, choć tu na razie widać tylko przełamanie silnego trendu spadkowego, który miał miejsce w ostatnich miesiącach).

Kolejny miesiąc przyniesie prawdopodobnie stabilizację inflacji oraz inflacji bazowej. Szczególnie w tym pierwszym przypadku spore znaczenie będzie miał wzrost cen paliw (na chwilę bieżącą szacujemy go na +2-3% m/m). Z uwagi na bardzo dużą zmienność, dane nie dostarczają żadnych nowych informacji o stanie procesów inflacyjnych w Polsce. Nasz scenariusz bazowy zakłada dalsze i z dużym prawdopodobieństwem przyspieszające w 2019 roku wzrosty inflacji bazowej. Nie widzimy czynników fałszyfikujących ten scenariusz.

EURUSD fundamentalnie

Dolar wczoraj tracił od początku dnia, a kolejny miesiąc słabszych danych o sprzedaży detalicznej w Stanach Zjednoczonych jeszcze dodał argumentów za jego osłabieniem. Lepszy odczyt wskaźnika Empire State pomógł nieco zatrzymać tę tendencję. Dzisiaj dostaniemy kolejną porcję danych ze strefy realnej w Stanach (produkcja przemysłowa), choć jak podkreślaliśmy wczoraj dla scenariusza podwyżek stóp powinny być one o mniejszym znaczeniu niż dane inflacyjne. W strefie euro opublikowane zostaną dane o handlu zagranicznym, natomiast w Niemczech dostaniemy indeks instytutu ZEW, który inwestorzy będą analizować pod kątem (oczekiwanego - wszak to prognozy analityków) stopnia spowalniania niemieckiej gospodarki.

EURUSD technicznie

Stara pozycja: Zamykamy pozycję long (72 pipsy zysku).

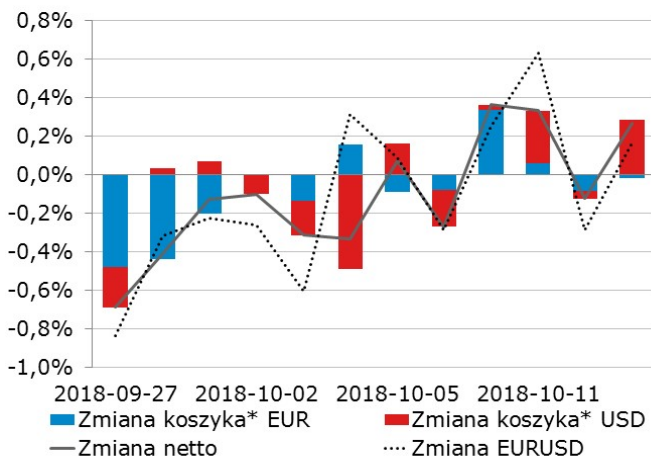
Nowa pozycja: Brak.

Preferencja: Range 1,15-1,18.

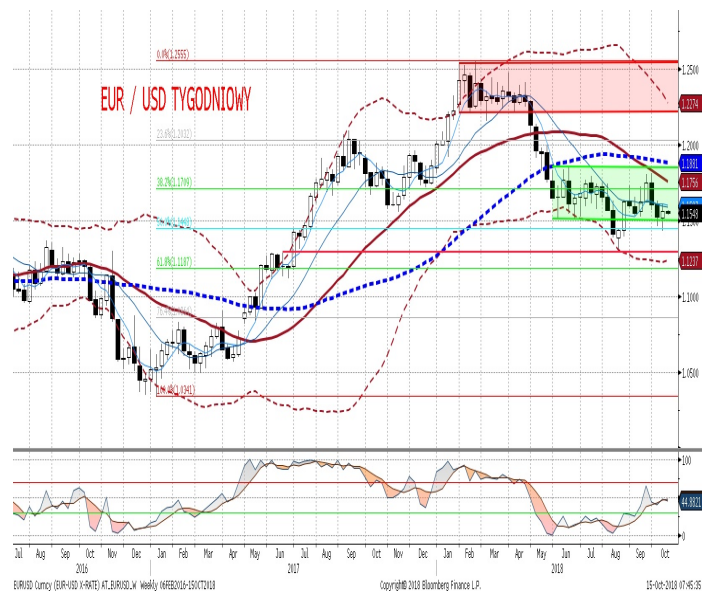
EURUSD kolejny dzień bez skutku walczy ze strefą 1,1600/26 (MA55D, a na 4H MA200 i Fibo 50%). Wygasanie momentum wzrostowego jest wyraźne i widoczne również na czterogodzinnym oscylatorze (nie jest to klasyczna dywergencja, ale jako symptom słabszego impetu służy dostatecznie dobrze). Znacząco zwiększa to nasz sceptycyzm co do możliwości ataku na górne ograniczenie zakresu wahań i skłania do zamknięcia naszej pozycji z niewielkim zyskiem (72 pipsy).

Wsparcie	Opór
1,1301	1,1996
1,1000	1,1851
1,0869	1,1733/47/91

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Niepewna sytuacja na rynku globalnym (nierozwiązany problem Brexitu, budżet Włoch) przeważała nad reakcją na podniesienie ratingu Polski przez S&P i po porannym umocnieniu złoty szybko oddał część zysków, ale wciąż jest na poziomie bliskim 4,29, a więc poniżej poziomów z ubiegłego tygodnia. Nieco wyższy od odczytu flash finalny odczyt inflacji pozostał bez wpływu na polską walutę. Dzisiaj EURPLN może reagować na odczyty z polskiego rynku pracy o 10:00 (spodziewamy się nieco wolniejszego od konsensusu wzrostu wynagrodzeń), choć potrzebne byłoby znaczące zaskoczenie i to raczej po stronie płac. Nie oczekujemy zaskoczeń przy publikacji danych o inflacji bazowej (14:00). Pomimo wielu polskich danych, złoty wciąż pozostanie mocno zależny od sytuacji globalnej.

EURPLN technicznie

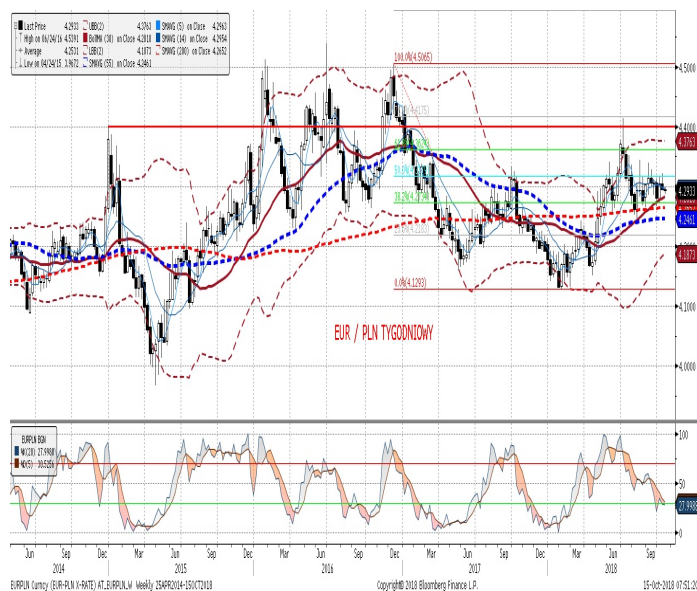
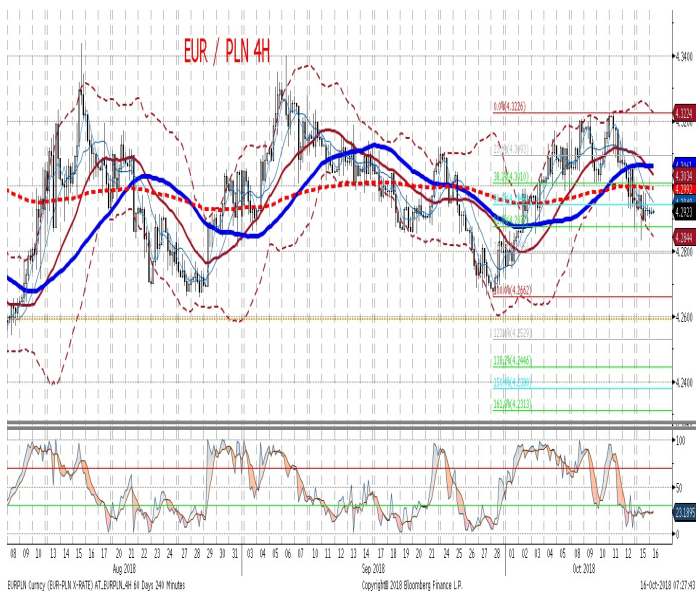
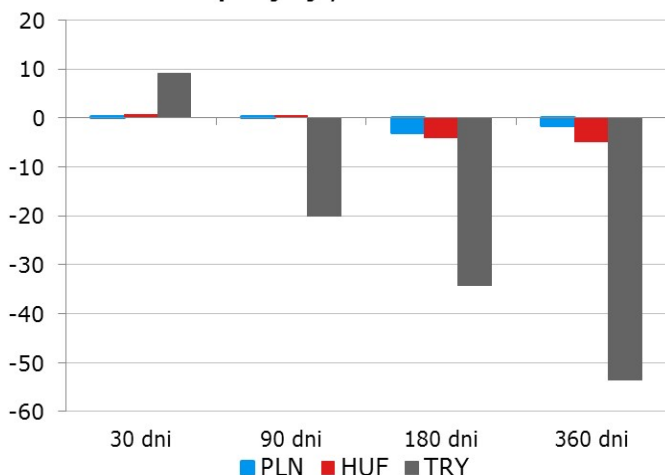
Pozycja: Brak.

Preferencja: Range 4,25-35

Szpilka poniżej MA55D, ale bez zamknięcia poniżej. Ten poziom wsparcia, znajdujący się jednocześnie bardzo blisko środka obowiązującego range, utrzymał się w dniu wczorajszym. Przy braku wyraźnych sygnałów kierunkowych możemy tylko powtórzyć, że sytuacja techniczna nie sprzyja zakładom kierunkowym na EURPLN i zajmowanie pozycji na dłużej niż dzień nie ma obecnie sensu. Pozostajemy poza rynkiem do czasu wyklarowania sytuacji.

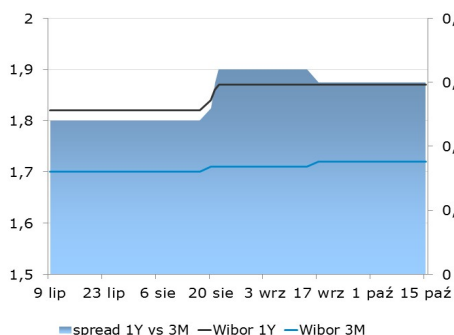
Wsparcie	Opór
4,2657	4,4142
4,2030	4,3570
4,1511	4,3401

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

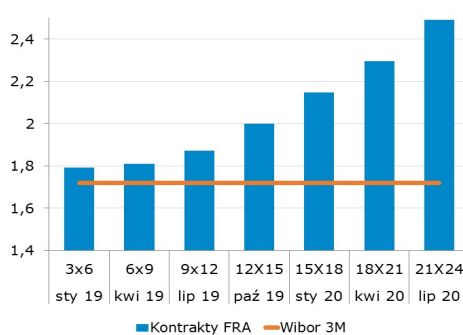


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.77	1.81	ON	1.27	1.97	EUR/PLN	4.2927
2Y	2.03	2.07	1M	1.53	1.73	USD/PLN	3.7091
3Y	2.27	2.31	3M	1.75	1.95	CHF/PLN	3.7502
4Y	2.44	2.48					
5Y	2.59	2.63	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.71	2.75	1x2	1.64	1.69	EUR/USD	1.1578
7Y	2.80	2.84	1x4	1.71	1.75	EUR/JPY	129.40
8Y	2.89	2.93	3x6	1.75	1.79	EUR/PLN	4.2903
9Y	2.96	3.00	6x9	1.77	1.81	USD/PLN	3.7070
10Y	3.04	3.08	9x12	1.83	1.87	CHF/PLN	3.7499

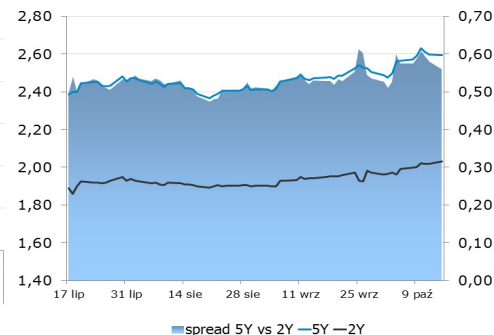
WIBOR 3M i 1Y



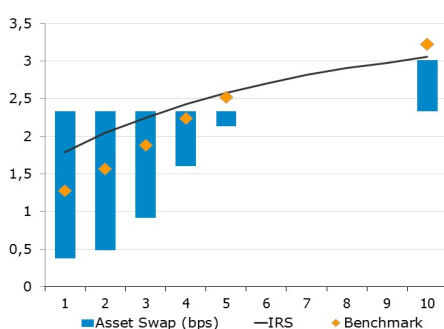
WIBOR 3M i stawki FRA



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.