

22 października 2018  
**Raport Dzienny**

**Autorzy:**

Ernest Pytlarczyk  
 główny ekonomista  
 tel. +48 22 829 01 66  
[ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)


Marcin Mazurek  
 analityk  
 tel. +48 22 829 01 83  
[marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Piotr Bartkiewicz  
 analityk  
 tel. +48 22 526 70 34  
[piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

Maciej Zdrolik  
 analityk  
 tel. +48 22 829 02 56  
[maciej.zdrolik@mbank.pl](mailto: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](http://www.mbank.pl)

Nasze wszystkie publikacje  
 dostępne są na stronie  
 internetowej pod adresem:  
[www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/](http://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		
<b>22.10.2018 PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	POL	Koniunktura w przedsiębiorstwach GUS	paź				
14:00	POL	M3 r/r (%)	wrz	7.2	7.5	7.5	
<b>23.10.2018 WTOREK</b>							
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	wrz	5.7	5.7	5.8	
16:00	USA	Koniunktura konsumencka KE (pkt.)	paź				-2.9
<b>24.10.2018 ŚRODA</b>							
9:15	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	paź				52.5
9:15	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	paź				54.8
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	paź				53.2
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	paź				55.9
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	paź				53.2
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	paź				54.1
10:00	EUR	M3 r/r (%)	paź				3.5
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	paź		55.5		55.6
15:45	USA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	paź		54.0		53.5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	wrz		628		629
<b>25.10.2018 CZWARTEK</b>							
10:00	GER	Indeks Ifo – oczekiwania (pkt.)	paź				101.0
10:00	GER	Indeks Ifo – sytuacja bieżąca (pkt.)	paź				106.4
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	paź		0.000		0.000
14:00	POL	Minutes RPP	paź				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	20.10				
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	wrz		-0.8		4.4
<b>26.10.2018 PIĄTEK</b>							
14:30	USA	PKB kw/kw <i>pierwszy</i> (%)	wrz		3.2		4.2
16:00	USA	Koniunktura konsumencka UMich (pkt.)	paź		98.6		99.0

## W tym tygodniu...

**Gospodarka polska:** Z polskiej gospodarki we wtorek-środe zobaczymy oficjalne wyniki wyborów ogłoszone przez PKW. Z danych makro do publikacji pozostają dane o podaży pieniądza M3 (oczekujemy nieco niższych dynamik) oraz dane o stopie bezrobocia (wtorek). MRPiPS zaprognozował stabilizację wskaźnika na poziomie 5,8%. W czwartek poznamy „Minutes” RPP.

**Gospodarka globalna:** W tym tygodniu kluczowe będą dane o koniunkturze ze strefy euro obrazowanej wskaźnikiem PMI (środa). Konsensus zakłada stabilizację, jednak praktycznie wszyscy progności wskazują, że wzrosty byłyby bardzo dużym zaskoczeniem, co stanowi ważną wskazówkę dla rynków finansowych w kontekście pozycjonowania. W czwartek decyzję podejmie EBC. Kluczową jest kwestia definitywnego bądź nie ogłoszenia wygaszenia zakupów papierów do zera. Jeśli EBC pójdzie w tą stronę i ogłosi zerowe zakupy od 2019 roku (należy to traktować raczej jako scenariusz bazowy, choć sposobów komunikacji można sobie wyobrazić wiele), spotka się to także z bardziej agresywnym podkreśleniem stopniowego podejścia do podwyżek stóp procentowych. W przeciwnym wypadku obecnie dość strome ścieżki przyszyłych stóp wystromią się jeszcze bardziej. Po drugiej stronie Oceanu również w środę ogłoszone zostaną pierwsze mierniki koniunktury PMI oraz Beżowa Księga. W piątek poznamy też pierwszy szacunek PKB za III kwartał.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Sprzedaż detaliczna we wrześniu 2018 r. wzrosła o 5,6 proc. w ujęciu rocznym, a w ujęciu miesięcznym spadła o 3,4 proc.
- MF: Dochody podatkowe w 2018 roku znacząco przekroczą kwotę zaplanowaną w budżecie, a deficyt budżetu wyniesie 40-50 proc. zakładanego - poinformował wiceminister finansów Leszek Skiba w odpowiedzi na interpelację poselską.

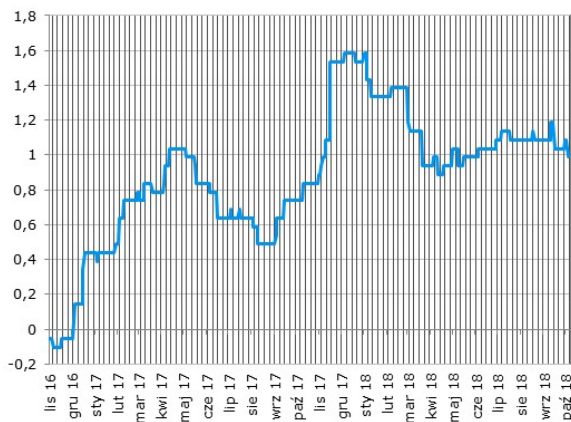
Decyzja RPP (07.11.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.417	0.010
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	3.192	-0.006
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.230	-0.008
<b>PROGNOZA mBanku</b>		<b>Dotyczy benchmarków Reuters</b>		

**bez zmian**

## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

### POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



W dół po negatywnych zaskoczeniach ze strony sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej.

### STREFA EURO

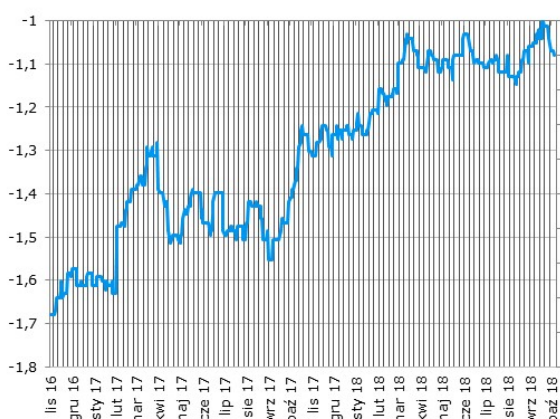
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



W dół po zaskoczeniu indeksem ZEW. W tym tygodniu czekamy przede wszystkim na indeksy PMI.

### USA

Indeks zaskoczeń dla USA



Zaskoczenia in minus w sprzedaży detalicznej i sprzedaży domów na rynku wtórnym. Okazją do poruszenia indeksu w tym tygodniu będzie przede wszystkim pierwszy szacunek PKB.

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.

## Wynik wyborów mniej więcej zgodny z przewidywaniami. Bardzo dobry wynik PSL.

W niedzielę odbyły się wybory samorządowe – do rad gmin, miast, powiatów i do sejmików wojewódzkich oraz pierwsza tura wyborów wójtów i prezydentów miast. Mogą być one postrzegane jako prognostyk przed następnymi wyborami do europarlamentu oraz wyborami parlamentarnymi w 2019 roku.

Według sondażu IPSOS, przeprowadzonego dla stacji telewizyjnych, w wyborach do sejmików wojewódzkich, które są najlepszą wskazówką dla wyborów ogólnokrajowych, wygrało Prawo i Sprawiedliwość, z wynikiem 32,3%, przed Koalicją Obywatelską (koalicja Platformy Obywatelskiej i Nowoczesnej), która osiągnęła 24,7%, i Polskim Stronnictwem Ludowym (16,6). Na dalszych miejscach znalazły się komitety Kukiz '15 (6,3%), Bezpartyjni Samorządowcy (6,3%) i SLD Lewica Razem (5,7%). Wyniki te są zbliżone do szacunków sondażowych przed wyborami, poza rezultatem PSL, który tradycyjnie był niedoszacowany.

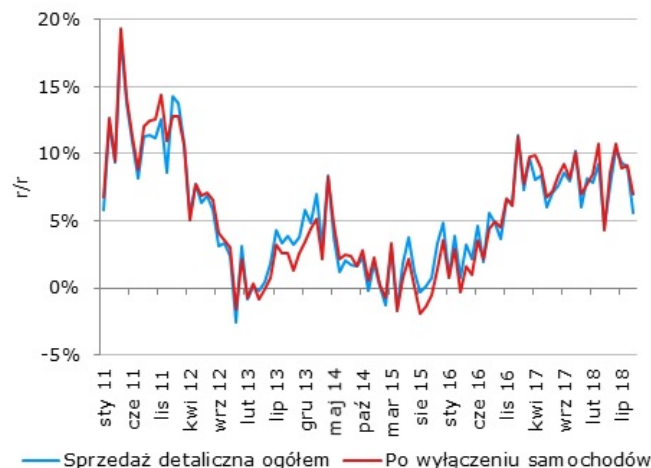
W porównaniu do wyborów samorządowych sprzed 4 lat, PiS zyskało ok 5,5% głosów, PO straciła 1,5%, a PSL straciło 7% głosów. PiS wygrało w 9 na 16 sejmików wojewódzkich (w 2014 roku w 5), Koalicja Obywatelska natomiast w pozostałych 7 (wynik PO sprzed 4 lat to również 7 sejmików, w pozostałych wówczas wygrał PSL). Najważniejsze będzie jednak zawiązywanie koalicji w poszczególnych sejmikach, które są o tyle istotne, że to tam decydują się o wydatkowaniu dużej części środków europejskich. Wysoki wynik PSL, przy jego dobrej zdolności koalicyjnej, może oznaczać, że duża część dotychczasowego układu sił pozostanie niezmieniona (po poprzednich wyborach PiS rządził tylko w jednym sejmiku, pomimo wygranej w 5, w pozostałych rządziły koalicje PO i PSL).

Zgodnie z wynikami sondażowymi, w najbardziej prestiżowy wyścig o prezydenturę Warszawy rozstrzygnął się w pierwszej turze wygraną Rafała Trzaskowskiego (54%), przed Patrykiem Jakim (30%). Rozstrzygnięcia w pierwszej turze zapadły też w większości pozostałych większych miast, na najciekawsze rozstrzygnięcia w drugiej turze czekamy w Krakowie i Gdańsku.

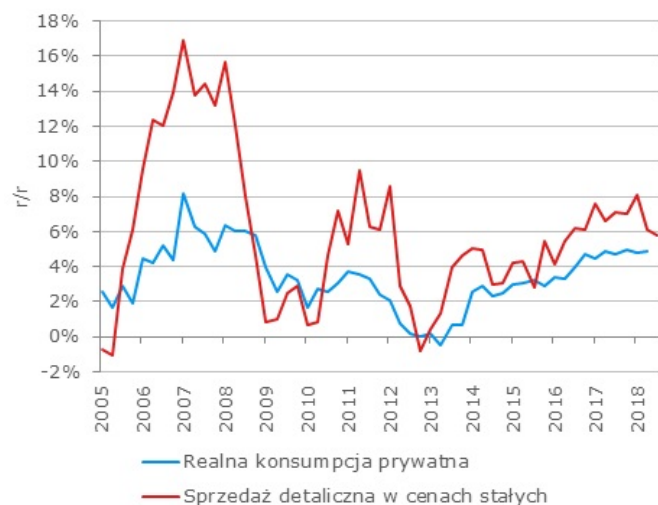
Należy jednak pamiętać, że są to wyłącznie wyniki sondażowe, które szczególnie po doświadczeniach sprzed 4 lat mogą odbiegać od finalnych wyników, które PKW ogłosi w środę i czwartek. Na rozstrzygnięcia co do zawiązywanych koalicji w sejmikach przyjdzie czekać jeszcze dłużej.

## Słabe wyniki sprzedaży, ewidentnie zaniżone przez niską sprzedaż samochodów.

Sprzedaż detaliczna wzrosła we wrześniu o 5,6% r/r w ujęciu nominalnym (3,6% w ujęciu realnym). To wynik dużo gorszy od konsensusu rynkowego (7,6%) i naszej prognozy (7,3%). Silniejsze wyhamowanie sprzedaży to przede wszystkim wynik niskiej sprzedaży samochodów (to definitywnie najgorszy wrzesień w historii), która w zasadzie odpowiada na odchylenie w wysokości 2 pkt. proc. od naszej prognozy. Tempo wzrostu tej kategorii obniżyło się z 7% w sierpniu do -7% we wrześniu. Kropkę nad „i” postawiła dużo niższa dynamika w kategorii „meble, RTV i AGD”, jednak to już sprawa marginalna z uwagi na mniejszą wagę w całości sprzedaży. Po wyłączeniu sprzedaży aut, sprzedaż wzrosła o 7% (patrz wykres). Nie zmienia to jednak faktu, że podobnie jak w innych agregatach popytowych – punkt przełama został osiągnięty.



Na wyniku sprzedaży ewidentnie zaważyła kategoria sprzedaży aut. Gwałtowność hamowania każe wątpić, że w grę wchodzi dostosowanie makroekonomiczne spowodowane zmianą oczekiwań konsumentów, firm, czy zmianą finansowania. Klóci się to także z potężnym wzrostem rejestracji aut z sierpnia, który powinien zostać „rozsmarowany” w kolejnych miesiącach przez dealerów. Do realizacji tego scenariusza potrzeba naszym zdaniem jednak prawdopodobnie silniejszych bodźców cenowych, a w sierpniu rozbieżność nominalnej i realnej sprzedaży aut wskazuje na średnio ledwie 3% ustępstwo cenowe. W tym samym czasie występują problemy z dostępnością pewnych modeli całkiem nowych aut spełniających nową normę (nie chodzi o skalę emisyjności, lecz sposób jej pomiaru i adekwatność do późniejszych realnych warunków drogowych). To powinno sprzyjać wyprzedzeniu zapasów i być może efekt ten rozciągnie się na kolejne miesiące. Pod koniec roku może jednak być widoczny kolejny efekt, tym razem związany ze zmianą sposobu amortyzacji dla samochodów użytkowanych w działalności gospodarczej. Otóż nowe limity sugerują, że opłacalny będzie szybszy zakup aut droższych (powyżej 150 tys. PLN) i odsunięcie zakupu na nowy rok aut tańszych (do 150 tys. PLN). Biorąc pod uwagę dysproporcje w udziałach rynkowych, efekt powinien być raczej negatywny dla sprzedaży tej kategorii w kolejnych miesiącach roku.



Powyższe rozważania sugerują ryzyka w dół dla prognoz konsumpcji (i być może także inwestycji) w końcu 2018 roku. Nie oznacza to jednak, że należy ekstrapolować ścieżkę konsumpcji na 2019 rok z bieżącego tempa jej szacowanego spowalniania. Warunki makroekonomiczne, w tym silny rynek pracy



i wciąż silne wzrosty funduszu płac, wspierają zaledwie marginalne hamowanie spożycia w 2019 roku, zwłaszcza że rolę wygładzającą w cyklu konsumpcji zaczyna w coraz większym stopniu spełniać kredyt konsumpcyjny.

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD zaczyna tydzień w okolicach 1,15. Kluczowe będą środowe dane o koniunkturze PMI oraz decyzja EBC. Nastroje rynkowe są raczej minorowe, więc niespodzianka in plus we wskaźnikach koniunktury mogłaby być katapultą dla notowań EURUSD. Nie jest też wykluczone, że dane o PMI zadecydują w dużym stopniu o rozłożeniu akcentów w komunikacji EBC dzień później po ich publikacji. Mocniejszy odczyt dałby bankowi centralnemu więcej odwagi do definitywnego zakończenia programu skupu aktywów. W przeciwnym wypadku decyzja może zostać podana jako prawie pewna od 2019 roku bądź odłożona do grudnia. Dodajmy, że konsensus rynkowy obstawia stabilizację indeksów koniunktury. Pozytywna dla Włoch decyzja Moody's (rating ucięty ale powyżej śmieciowego, perspektywa stabilna) powinna zdjąć z EUR presję związaną z tym wątkiem, choć dalsze epizody tłumaczenia się Włoch przed KE z deficytu dopiero przed nami.

## EURUSD technicznie

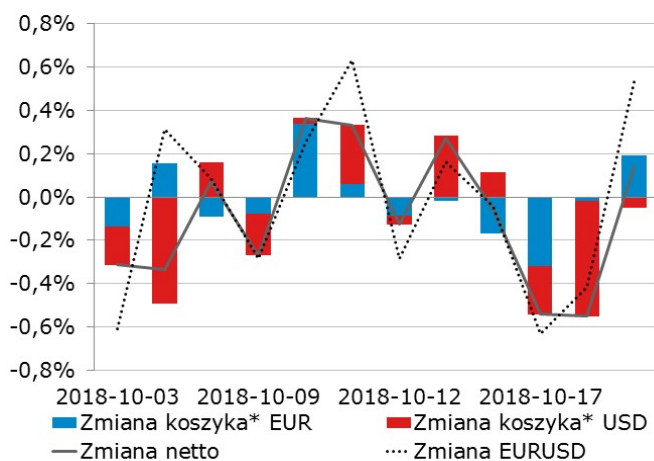
**Pozycja:** Brak.

**Preferencja:** Range 1,15-1,18.

Decyzja o zamknięciu pozycji short okazała się ex post słuszną. Notowania ubijają dno. Obecnie trwa walka tuż pod średnią MA55 na wykresie 4h. Zajmowanie pozycji long wymagałoby w obecnym momencie zaakceptowania dość szerokiego zlecenia stop-loss. Dodatkowo, ruch w górę związany jest z chwilowym ociepleniem nastrojów wobec Włoch (patrz obok), a sygnały tego typu były w tym roku zgubne. Poczekamy na ustabilizowanie momentum lub lepszy punkt startowy.

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

Złoty zaczyna tydzień na poziomie 4,29. Mniej więcej zgodny z wcześniejszymi sondażami póki co sondażowy wynik wyborów nie spowodował nadmiernych ruchów na walucie. Piątkowa decyzja TSUE o wstrzymaniu wykonywania postanowień ustawy o SN również w zasadzie pozostała dla kursu neutralna. Oznacza to, że wciąż brakuje wyrazistej narracji dla polskiej gospodarki, która burzyłaby przeświadczenie o stabilności, wysokim wzroście i niskiej inflacji. Naszym zdaniem trudno będzie na razie taką narrację zbudować. Wydarzenia natury politycznej i gospodarczej plasują się blisko wcześniej formułowanych oczekiwań, a więc nie niosą nowej informacji. W tej sytuacji złoty będzie wystawiony na czynniki globalne. Bez wspomnianej już zmiany narracji bardzo trudno będzie złamać range 4,26-34.

## EURPLN technicznie

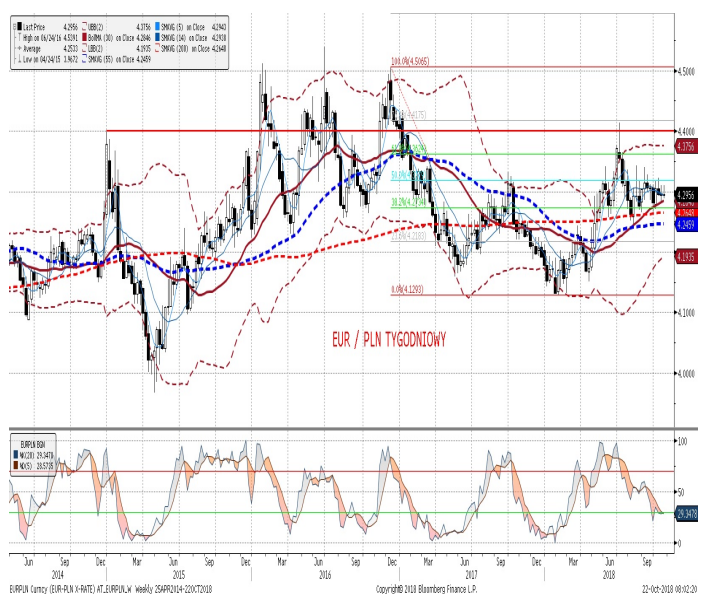
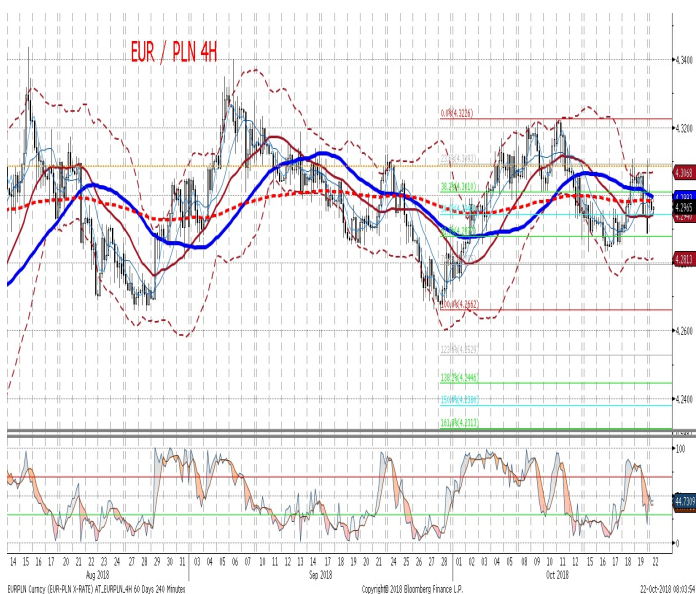
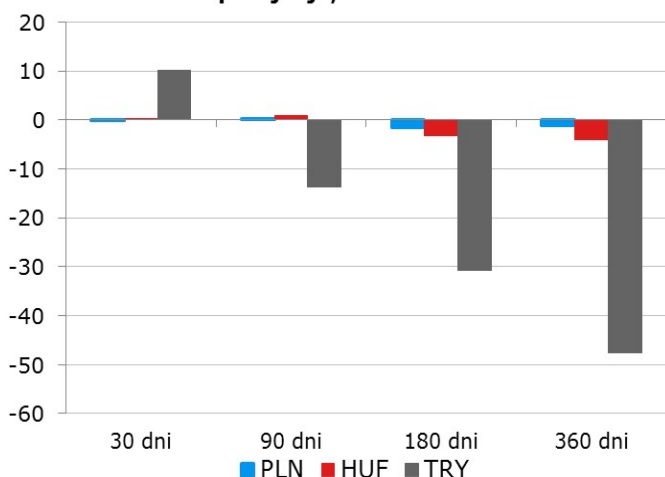
**Pozycja:** Brak.

**Preferencja:** Range 4,25-35

Be zmian. W dalszym ciągu pozostajemy w samym środku przedziału wahań (4,25-35), bez wskazania kierunku, w którym EURPLN może w najbliższym czasie z większym prawdopodobieństwem podążać. To oraz niewielka mimo wszystko zmienność sprawiają, że zajmowanie pozycji innych niż intraday nie ma naszym zdaniem obecnie sensu. Cierpliwie czekamy na wyklarowanie sytuacji, utrzymując preferencję grania wspomnianego range.

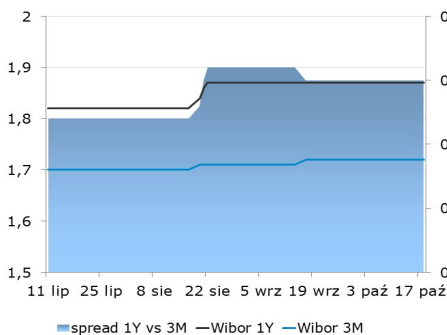
Wsparcie	Opór
4,2657	4,4142
4,2030	4,3570
4,1511	4,3401

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

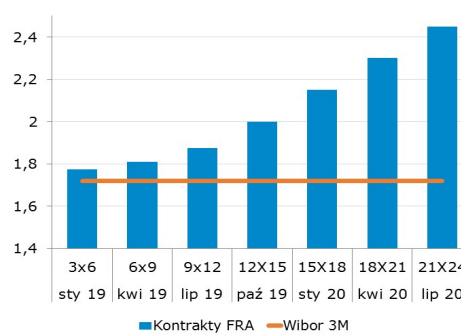


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.77	1.81	ON	1.25	1.55	EUR/PLN	4.3049
2Y	2.04	2.08	1M	1.46	1.66	USD/PLN	3.7601
3Y	2.27	2.31	3M	1.53	1.73	CHF/PLN	3.7746
4Y	2.46	2.50					
5Y	2.60	2.64	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.71	2.75	1x2	1.63	1.68	EUR/USD	1.1505
7Y	2.81	2.85	1x4	1.71	1.75	EUR/JPY	129.54
8Y	2.89	2.93	3x6	1.74	1.78	EUR/PLN	4.2955
9Y	2.96	3.00	6x9	1.77	1.81	USD/PLN	3.7308
10Y	3.03	3.07	9x12	1.84	1.88	CHF/PLN	3.7453

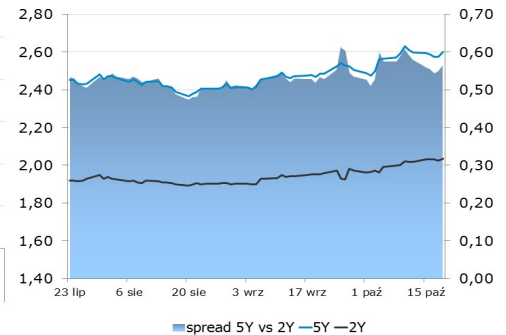
### WIBOR 3M i 1Y



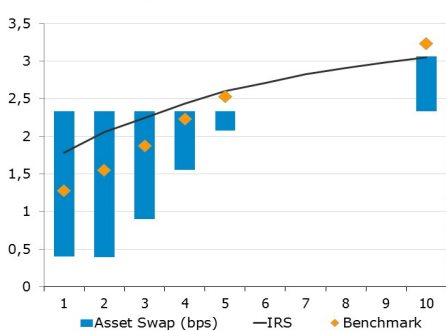
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



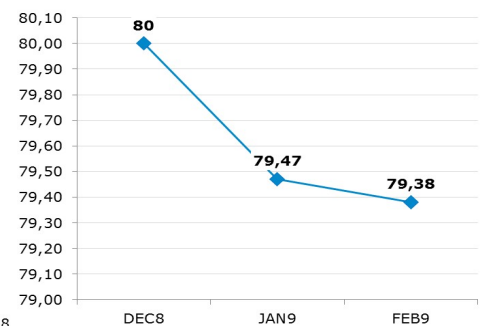
### Asset swap i IRS



### 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](mailto:research@mbank.pl) służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.