

26 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	7.9
<b>23.10.2018 WTOREK</b>							
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	wrz	5.7	5.7	5.8	5.7
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka KE (pkt.)	paź			-2.9	-2.7
<b>24.10.2018 ŚRODA</b>							
9:15	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	paź		52.4	52.5	51.2
9:15	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	paź		54.7	54.8	55.6
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	paź		53.4	53.7	52.3
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	paź		55.5	55.9	53.6
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	paź		53.0	53.2	52.1
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	paź		54.5	54.1	53.3
10:00	EUR	M3 r/r (%)	paź		3.5	3.5	3.5
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	paź		55.3	55.6	55.9
15:45	USA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	paź		54.0	53.5	54.7
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	wrz		625	629	553
<b>25.10.2018 CZWARTEK</b>							
10:00	GER	Indeks Ifo – oczekiwania (pkt.)	paź		100.4	100.9 ( r )	99.8
10:00	GER	Indeks Ifo – sytuacja bieżąca (pkt.)	paź		106.0	106.6 ( r )	105.9
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	paź		0.000	0.000	0.000
14:00	POL	Minutes RPP	paź				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	20.10			210	215
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	wrz		-0.8	4.6 ( r )	0.8
<b>26.10.2018 PIĄTEK</b>							
14:30	USA	PKB kw/kw <i>pierwszy</i> (%)	wrz		3.3	4.2	
16:00	USA	Koniunktura konsumencka UMich (pkt.)	paź		98.6	99.0	

**Dziś zostaną opublikowane...**

**Gospodarka globalna:** Pierwszy odczyt PKB w III kwartale w USA powinien pokazać umiarkowane spowolnienie, z 4,1 do 3,3% kw/kw SAAR. Na solidny wynik konsumpcji prywatnej nałoży się najprawdopodobniej ujemny wkład eksportu netto i silny wzrost zapasów (ok. 2 pkt. proc. wkładu do PKB), przy umiarkowanym wzroście inwestycji prywatnych, mieszkaniowych i niemieszkaniowych. Na koniec dnia zostanie opublikowany wskaźnik koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan (finalny odczyt).

**Najważniejsze wydarzenia i komentarze**

- RPP: Większość członków RPP uważa, że stabilizacja stóp w kolejnych kwartałach sprzyja realizacji celu inflacyjnego - wynika z opisu dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej.
- NBP: Oczekiwania przedsiębiorstw na IV kw. są dobre, jednak w dłuższym horyzoncie pogarszają się - wynika z opracowania Szybki monitoring. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw".
- EBC: Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego pozostawiła bez zmian podstawowe stopy procentowe oraz pozostałe parametry polityki monetarnej - podano w komunikacie po posiedzeniu banku. Bank utrzymał również forward guidance dla stóp proc., QE i polityki reinwestycji spłat kapitału.

Decyzja RPP (07.11.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.382	-0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	3.109	-0.038
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.208	-0.001
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## EBC bez nerwowych ruchów

Zgodnie z oczekiwaniami, na październikowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny nie zmienił parametrów polityki pieniężnej – stopy procentowe pozostały i pozostaną na niezmiennych poziomach co najmniej do jesieni 2019 roku, a zakupy netto obligacji w ramach programu QE zostaną zakończone jeszcze w tym roku.

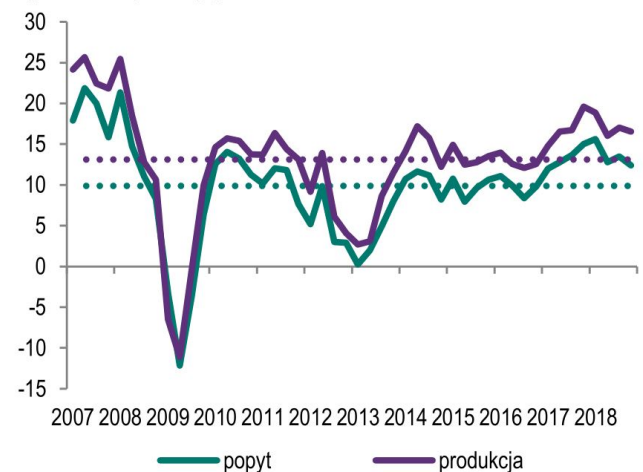
Konferencję prasową zdominowały kwestie zaburzeń rynkowych wokół Włoch oraz osłabienia perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro. Warto skupić się na tej drugiej. Prezes Draghi podtrzymał relatywnie optymistyczną ocenę europejskiej gospodarki – zdaniem EBC obserwuje się obecnie osłabienie momentum, nie zaś autentyczne spowolnienie gospodarcze. Jego przyczyny, obok wspomianej od miesięcy normalizacji wzrostu po przyspieszeniu w 2017 r., leżą w łatwo bagatelizowalnych czynnikach idiosynkratycznych (wojny handlowe, problemy niemieckiej motoryzacji, niepewność wokół Brexitu, Włoch i polityki handlowej). Pozytywnie Draghi wypowiadał się również o konsumpcji i wzroście płac. Jednocześnie, podkreślano wielokrotnie łagodne nastawienie europejskiej polityki pieniężnej i skalę stymulacji nawet po zaprzestaniu nowych zakupów aktywów. Bilans ryzyk dla wzrostu jest summa summarum w dalszym ciągu zrównoważony. Relatywnie do wydzwieku danych z ostatnich miesięcy, EBC brzmi niezmiernie jastrzębio.

Jastrzębiość ta jest jednak praktycznie wyceniona i nie robi na rynkach wrażenia (gdzieś istnieje punkt progowy, po przekroczeniu którego urodzą się pytania o wiarygodność banku). Z tego względu reakcja na posiedzenie okazała się niewielka i przejściowa – pod koniec konferencji wzrosty EURUSD i rentowności obligacji rozplynęły się w rynkowym szumie jak kamfora. Następny przystanek dla EBC to grudniowe posiedzenie, któremu towarzyszyć będzie publikacja nowych projekcji – jeśli zostaną one obniżone, może to być asumptem do formalnego złagodzenia retoryki.

## Badania koniunktury NBP: powolne opadanie wzrostu i rozładowanie nierównowag

Badania koniunktury NBP (Szybki Monitoring) przedstawiają obraz gospodarki, która do pewnego stopnia reguluje się sama w cyklu koniunkturalnym, w zasadzie bez potrzeby interwencji ze strony władz monetarnych. Popyt i produkcja lekko hamują i tym samym część potencjalnych nierównowag coraz mniej straszy.

**Wykres 9** Wskaźniki (s.a.) prognoz popytu i produkcji [w pp.]

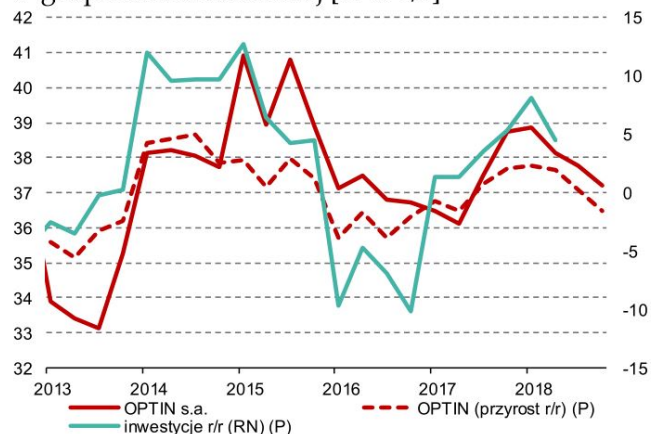


Źródło: Szybki Monitoring NBP

Łatwo będzie obecnie w taki obraz uwierzyć i trudno kontestować. To absolutnie sprzyja utrzymaniu bieżącej retoryki RPP. Kluczowe są naszym zdaniem trzy elementy raportu.

1. Choć inwestycje prywatne w II kwartale wreszcie nieco się ruszyły, perspektywy na kolejne kwartały pogorszyły się. Kwestie substytucyjności pomiędzy leasingiem a faktyczną kapitału potencjalnie mogą tłumaczyć niemrawe tempo odbicie inwestycji, czy niską stopę inwestycji w gospodarce, ale nie tłumaczą, dlaczego przedsiębiorcy rewidują w dół swoje prognozy dotyczące inwestycji. Obniżenie inwestycji w warunkach niskiej presji cenowej (i płacowej – czytaj dalej) sprzyja średnioterminowo utrzymaniu niższych stóp przez RPP.

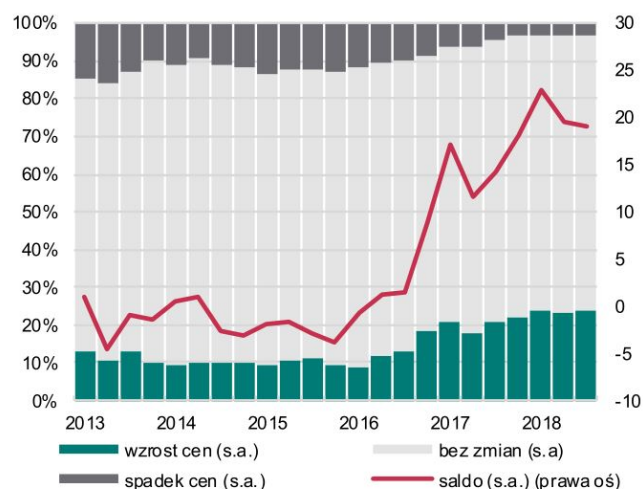
**Wykres 60** Ogólna ocena optymizmu inwestorów [w % liczby przedsiębiorstw] i dynamika inwestycji w gospodarce narodowej [w % r/r]



*OPTIN – ogólna ocena optymizmu inwestorów liczona jako udział przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji, wzrost nakładów lub rozszerzenie skali realizowanych inwestycji*

Źródło: Szybki Monitoring NBP, GUS, opracowanie NBP

**Wykres 45** Odsetki firm deklarujących zmianę cen głównych produktów lub usług [w %] oraz wskaźnik cen bieżących [saldo, w pp.]



2. Presja płacowa nie tylko ustabilizowała się, ale powoli zaczyna się zmniejszać. Jest to fenomen trudny do zrozumienia bez założenia stabilizacji popytu na pracę – i to właśnie się dzieje. Potwierdza to raczej hamowanie gospodarki niż nagłe przyrosty produktywności. Po pierwsze, nie wiadomo skąd miałyby się wziąć. Po drugie, odsetek firm narzekających na szybszy od wydajności wzrost płac jest (nawet po obecnej korekcie) znów rekordowy.

**Wykres 40** Presja pracowników na wzrost płac [w %]



Źródło: Szybki Monitoring NBP

3. Choć gospodarka jest jeszcze rozpędzona, płace rosną wciąż szybko a na producentów spadną wkrótce podwyżki cen energii, absolutnie nie widać tego w oczekiwaniach cenowych, które wydają się stabilizować. Sprzyjają jej prawdopodobnie dodatkowo dobre wyniki finansowe i stabilna rentowność.

## EURUSD fundamentalnie

Wczorajsza komunikacja po posiedzeniu EBC nie została przez rynki odebrana zbyt optymistycznie w stosunku do europejskiej waluty, a EURUSD po konferencji spadł w okolice 1,138 (więcej o wnioskach po posiedzeniu EBC w sekcji analiz). Dzisiaj zostanie opublikowany pierwszy odczyt PKB za 3 kwartał dla Stanów Zjednoczonych. Kolejne wskaźniki dla krajów strefy euro sugerują spowalnianie europejskiej gospodarki (wczoraj słaby lfo), więc jeśli amerykański PKB będzie lepszy od oczekiwań, może jeszcze polepszać pozycję dolara wobec euro. Jakkolwiek te dane o lusterko wsteczne – rynki na nie reagują.

## EURUSD technicznie

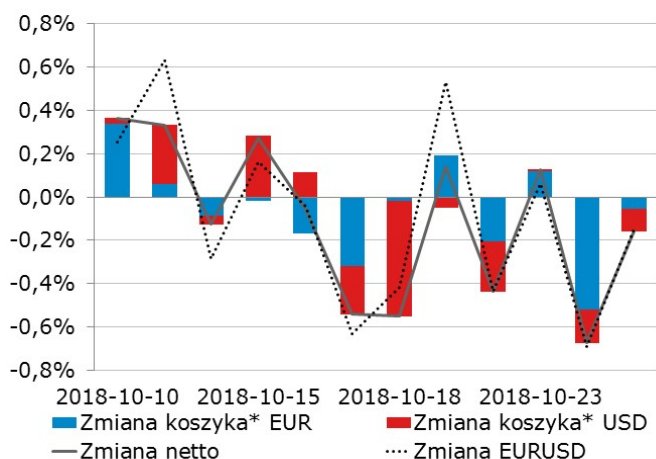
**Pozycja:** Brak.

**Preferencja:** Range 1,13-1,18.

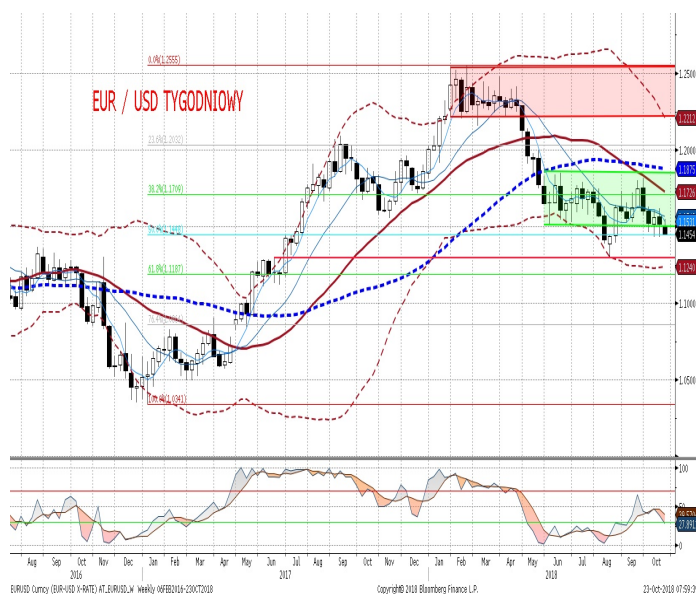
Zaobserwowana wczoraj dywergencja nie była dobrym sygnałem kierunkowym i czynniki fundamentalne udaremniłyby próbę obstawienia wzrostów EURUSD. Notowania spadły ponownie poniżej 1,14 i do dolnego ograniczenia range brakuje już tylko pół figury. Ostatni ruch nie wygenerował dywergencji ani na wykresie dziennym, ani na czterogodzinowym (chyba, że rozpatrywane są niesąsiadujące ze sobą wierzchołki). W konsekwencji, na obstawianie odbicia od dolnego ograniczenia zakresu wahań jest naszym zdaniem za wcześnie. Pozostajemy poza rynkiem, mając jednak palec na spuście.

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 wczoraj pozostał stabilny, spokojnie reagując na sygnały płynące z konferencji po posiedzeniu EBC. Mogło mu pomóc wczorajsze odbicie na amerykańskich giełdach, mogące sygnalizować koniec awersji do ryzyka (ale dziś w nocy powróciły już spadki). Dzisiaj kolejny dzień z pustym kalendarzem polskich danych, dalej więc EURPLN pozostaje zależny od sygnałów globalnych. Jednak jak podkreślaliśmy w poprzednich dniach, nie spodziewamy się dużych ruchów, a złoty powinien pozostać stabilny.

## EURPLN technicznie

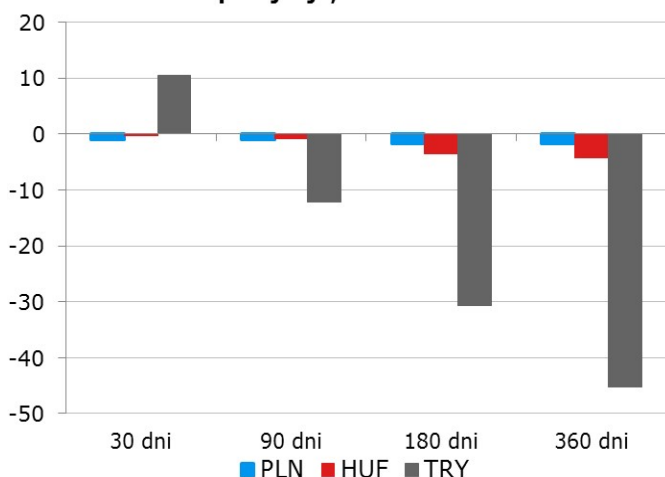
**Pozycja:** Brak.

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

Bez większych zmian. Notowania pozostają w środku przedziału wahań (4,25-4,35), brakuje przy tym sygnałów kierunkowych – złamanie linii trendu spadkowego na wykresie dziennym może być takim sygnałem, ale w chwili obecnej oznacza to jedynie ruch w kierunku górnego ograniczenia range. Te uwarunkowania 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.

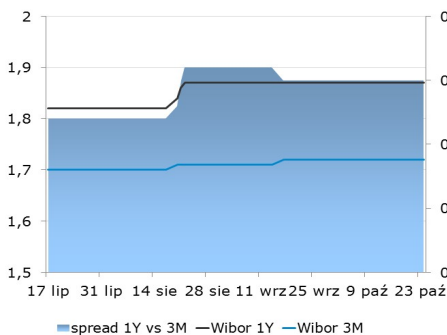
Wsparcie	Opór
4,2657	4,4142
4,2030	4,3570
4,1511	4,3401

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

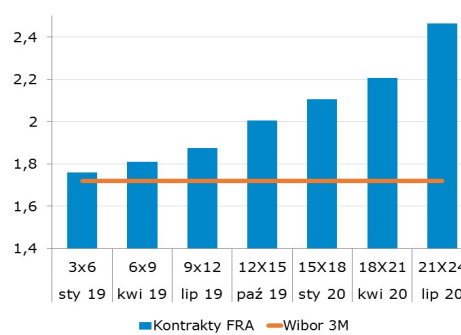


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.78	1.82	ON	1.10	1.70	EUR/PLN	4.3123
2Y	2.01	2.05	1M	1.55	1.75	USD/PLN	3.7796
3Y	2.20	2.24	3M	1.77	1.97	CHF/PLN	3.7875
4Y	2.36	2.40					
5Y	2.50	2.54	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.61	2.65	1x2	1.62	1.66	EUR/USD	1.1374
7Y	2.69	2.73	1x4	1.70	1.76	EUR/JPY	127.86
8Y	2.77	2.81	3x6	1.72	1.76	EUR/PLN	4.3093
9Y	2.84	2.88	6x9	1.77	1.81	USD/PLN	3.7884
10Y	2.91	2.95	9x12	1.84	1.88	CHF/PLN	3.7904

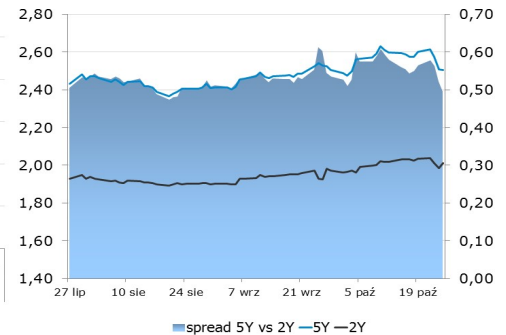
### WIBOR 3M i 1Y



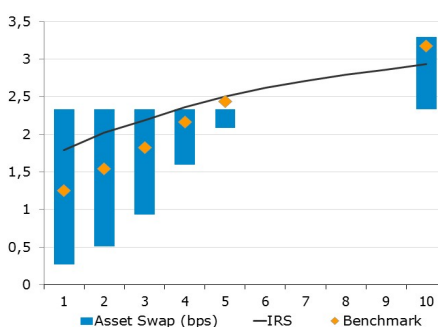
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



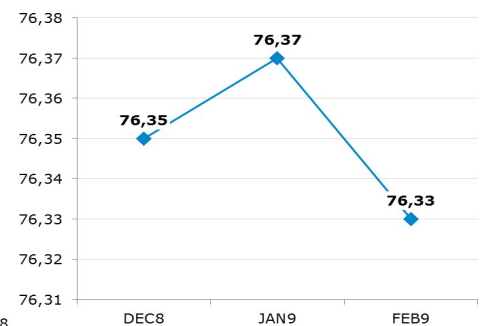
### Asset swap i IRS



### 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.