

31 sierpnia 2017

# Raport Dzienny

mBank Research

[www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/](http://www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/)

@mbank\_research

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)

Karol Klimas  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[karol.klimas@mbank.pl](mailto: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](http://www.mbank.pl)

## Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

|                         | Kraj | Zmienna                                   | Okres | Prognoza |           | Poprzednio | Odczyt |
|-------------------------|------|-------------------------------------------|-------|----------|-----------|------------|--------|
|                         |      |                                           |       | mBank    | konsensus |            |        |
| 28.08.2017 PONIEDZIAŁEK |      |                                           |       |          |           |            |        |
| 10:00                   | EUR  | Podaż pieniądza M3 r/r (%)                | lip   |          | 4.9       | 5.0        | 4.5    |
| 29.08.2017 WTOREK       |      |                                           |       |          |           |            |        |
| 15:00                   | USA  | Wsk. ufności konsumenckiej CB (pkt.)      | sie   |          | 120.4     | 120.0 (r)  | 122.9  |
| 30.08.2017 ŚRODA        |      |                                           |       |          |           |            |        |
| 9:00                    | SPA  | CPI r/r (%) <i>flash</i>                  | sie   |          | 1.7       | 1.5        | 1.6    |
| 11:00                   | EUR  | Wskaźnik ESI (pkt.)                       | sie   |          | 111.3     | 111.3 ( r) | 111.9  |
| 14:00                   | GER  | CPI r/r (%) <i>flash</i>                  | sie   |          | 1.8       | 1.7        | 1.8    |
| 14:15                   | USA  | Zatrudnienie ADP (tys.)                   | sie   |          | 188       | 201 ( r)   | 237    |
| 14:30                   | USA  | PKB kw./kw (%) <i>drugi odczyt</i>        | Q2    |          | 2.7       | 2.6        | 3.0    |
| 31.08.2017 CZWARTEK     |      |                                           |       |          |           |            |        |
| 9:55                    | GER  | Stopa bezrobocia (%)                      | sie   |          | 5.7       | 5.7        |        |
| 10:00                   | POL  | PKB kw./kw (%) <i>finalny</i>             | Q2    | 3.9      | 3.9       | 4.0        |        |
| 11:00                   | EUR  | CPI r/r (%)                               | sie   |          | 1.4       | 1.3        |        |
| 14:00                   | POL  | CPI r/r (%) <i>flash</i>                  | sie   | 1.8      | 1.8       | 1.7        |        |
| 14:30                   | USA  | Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)     | 26.08 |          | 237       | 234        |        |
| 14:30                   | USA  | Dochody g. domowych m/m (%)               | lip   |          | 0.3       | 0.0        |        |
| 14:30                   | USA  | Wydatki g. domowych m/m (%)               | lip   |          | 0.4       | 0.1        |        |
| 15:45                   | USA  | Chicago PMI (pkt.)                        | sie   |          | 59.2      | 58.9       |        |
| 01.09.2017 PIĄTEK       |      |                                           |       |          |           |            |        |
| 3:45                    | CHN  | PMI w przemyśle (pkt.)                    | sie   |          | 51.0      | 51.1       |        |
| 9:00                    | POL  | PMI w przemyśle (pkt.)                    | sie   |          |           | 52.3       |        |
| 9:50                    | FRA  | PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>     | sie   |          | 55.8      | 55.8       |        |
| 9:55                    | GER  | PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>     | sie   |          | 59.4      | 59.4       |        |
| 10:00                   | EUR  | PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>     | sie   |          | 57.4      | 57.4       |        |
| 14:30                   | USA  | Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.)       | sie   |          | 180       | 209        |        |
| 14:30                   | USA  | Stopa bezrobocia (%)                      | sie   |          | 4.3       | 4.3        |        |
| 14:30                   | USA  | Wynagrodzenia godzinowe m/m (%)           | sie   |          | 0.2       | 0.3        |        |
| 15:45                   | USA  | PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>     | sie   |          | 52.5      | 52.5       |        |
| 16:00                   | USA  | ISM w przemyśle (pkt.)                    | sie   |          | 56.5      | 56.3       |        |
| 16:00                   | USA  | Wsk. kon U.Michigan (pkt.) <i>finalny</i> | sie   |          | 97.3      | 97.6       |        |

## W tym tygodniu...

**Gospodarka polska:** Dziś o 10:00 zostanie opublikowany finalny odczyt PKB za drugi kwartał (oczekujemy powtórzenia odczytu *flash* na poziomie 3,9% r/r) wraz z rozbićciem. Spodziewamy się, że konsumpcja spowolniła nieznacznie (do ok. 4,5% r/r), podczas gdy wzrost inwestycji znalazł się wreszcie na plusie (nasza prognoza to 4,5% r/r - powyżej konsensusu i sugestii GUS po odczycie *flash*). O 14:00 z kolei poznamy odczyt *flash* inflacji konsumenckiej (CPI) za sierpień. Nasze szacunki wskazują na nieco większe od konsensusu przyspieszenie (do 1,9% r/r), związane najprawdopodobniej ze wzrostem inflacji bazowej (w usługach pracochłonnych i kategorii odzieży i obuwiu, gdzie powinna zadziałać dodatnia korelacja z temperaturą) i wysokimi cenami żywności.

**Gospodarka globalna:** Po danych z Hiszpanii i Niemiec inflacja *flash* w strefie euro nie powinna zaskoczyć w stosunku do obecnych oczekiwań rynkowych, wskazujących na delikatny wzrost inflacji w sierpniu. W Stanach Zjednoczonych dzień upłynie pod znakiem danych o dochodach i wydatkach konsumentów, którym towarzyszyć będą arcyważne dane o inflacji PCE. Dzień zakończy odczyt indeksu koniunktury Chicago PMI.

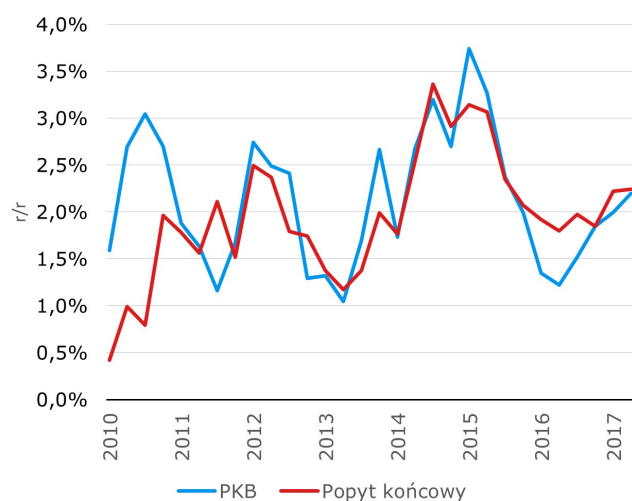
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- CIR: Instytucje finansowe w tym roku z tytułu podatku od niektórych instytucji finansowych wpłacą 4,3 mld zł, a nie 3,94 mld zł, jak pierwotnie planowano. W 2018 roku wpłata ma wynieść 4,57 mld zł.
- USA: Produkt Krajowy Brutto w drugim kwartale 2017 r. wzrósł o 3,0 proc. w ujęciu zannualizowanym kdk (drugie wyliczenie). Według pierwszego wyliczenia dynamika PKB wyniosła 2,6 proc.
- USA: W firmach przybyło w sierpniu 237 tys. miejsc pracy (ADP Employer Services).

| Decyzja RPP (06.09.2017) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. | Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|--------------------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps          | 0%                                                               | GERGB 10Y                   | 0.348        | -0.007       |
| stopy bez zmian          | 100%                                                             | USAGB 10Y                   | 2.143        | 0.003        |
| obniżka 25 bps           | 0%                                                               | POLGB 10Y                   | 3.298        | -0.002       |
| <b>PROGNOZA mBanku</b>   |                                                                  | Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |
| <b>bez zmian</b>         |                                                                  |                             |              |              |

## USA: Dodatnia rewizja PKB za II kwartał

Odczyt PKB w II kwartale został zrewidowany w górę do 3,0% SAAR z 2,6% SAAR podanych poprzednio. Skala rewizji dokładnie mieści się w średniej wielkości rewizji pomiędzy pierwszym i drugim szacunkiem (0,5 pkt. proc.). W kolejnym kroku średnia wielkość rewizji jest już zwykle znacząco niższa i wynosi 0,1 pkt. proc. Za zaskoczenie odpowiada przede wszystkim wyższe oszacowanie konsumpcji prywatnej (obecnie 3,3%) oraz inwestycji (obecnie 3,6%, w tym wydatki na maszyny i urządzenia 8,8% – widać ewidentne rozpędzanie tej kategorii), którym towarzyszy większe niż szacowane poprzednio obniżenie dynamiki wydatków rządowych (jeśli ustawa wydatkowa zostanie uchwalona na czas, odbudowa zniszczeń po huraganie Harvey niemal gwarantuje w tym miejscu dodatnią dynamikę w III kwartale). Pozostałe aspekty PKB pozostają bez zmian: popyt wewnętrzny jest silny (kategoria sprzedaży końcowej) przy niskiej dynamice cen w ujęciu bazowym.



Szacunki FRB Atlanta sugerują, że wzrost gospodarki będzie w III kwartale zbliżony do wyników z II kwartału. Ten element układanki już dawno jednak zszedł z priorytetów w monitoringu Fed, gdyż tempo wzrostu gospodarki jest dokładnie takie, jakiego można by się spodziewać przy bieżącej produktywności i bieżącym wykorzystaniu fizycznych czynników produkcji. Brakującym elementem układanki są płace i inflacja. Według wszelkich standardowych modeli, obie wielkości powinny rosnąć na tym etapie zdecydowanie wyżej. Dlaczego tak się nie dzieje – tego modele te już nie tłumaczą i poruszamy się tylko w obrębie hipotez. Tym niemniej, im większe odchylenie od wartości modelowych i bieżących, tym rynki większe szanse realizacji powinny przypisywać scenariuszowi nagłego i szybkiego dostosowania – dlatego rynek nadal, choć niechętnie, reaguje na niespodzianki ze sfery realnej i z rynku pracy (stopa bezrobocia).

Nie ulega jednak wątpliwości, że inwestorzy czekają przede wszystkim na konwergencję rzeczywistości i modeli (wyższa inflacja) lub na stosowne zagwarantowanie tej konwergencji ze strony banku centralnego. Druga opcja raczej nie wydarzy się szybko. Pierwsza to przede wszystkim gra na asymetrię w wycenach. W obecnym momencie szanse na grudniową podwyżkę plasują się w okolicach 30% przy ogólnych warunkach finansowych w USA tak luźnych jak w latach 2013-2014 (słaby dolar, ciasne spready, mocna giełda). W takim otoczeniu nawet drobne zaskoczenie inflacją w górę może wywołać gwałtowną reakcję rynku. Warto też zwrócić uwagę na fakt, że bieżące

stopy wolne od ryzyka odzwierciedlają dużą niepewność związaną z podnoszeniem limitu długu i wydatków w USA a także praktycznie zupełną indolencję prezydenta Trumpa we współpracy z Kongresem. To również może się zmienić nagle, choćby nawet i tylko w sferze oczekiwań.

## EURUSD fundamentalnie

Dzień upłynął pod znakiem systematycznego umocnienia dolara, które sprowadziło notowania EURUSD poniżej 1,19. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, europejskie dane nie wpłynęły na rynki, efekt wywarły za to dane ze Stanów Zjednoczonych (drugi odczyt PKB za II kwartał i zatrudnienie ADP za sierpień - więcej na ten temat w sekcji analiz). Warto przy tym zauważyć, że te pozytywne zaskoczenia praktycznie nie miały wpływu na rynki stopy procentowej i oczekiwania dotyczące polityki pieniężnej za Oceanem. W umocnieniu dolara póki co więcej jest zatem gry technicznej i konsekwencji skrajnie niekorzystnego dla dolara pozycjonowania, które w okolicach 1,20 na EURUSD zdarzyło się z serią pozytywnych dla USD rekomendacji. Przełomem dla strony dolarowej (tj. i po stronie stóp procentowych, i na samej walucie) tej pary walutowej mogą być jednak tylko, jak wielokrotnie podkreślaliśmy, dane o inflacji ze Stanów Zjednoczonych. Pierwszą okazją może być dzisiejszy odczyt inflacji PCE, ale tu potencjał do zaskoczeń jest (w stosunku do publikowanego wcześniej CPI) umiarkowany.

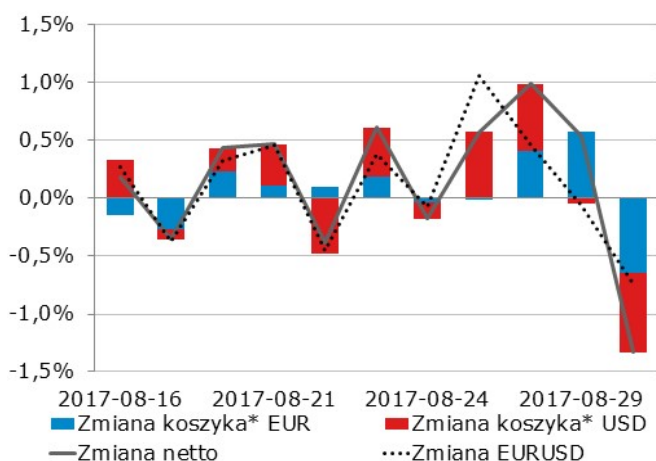
## EURUSD technicznie

**Pozycja:** Otwieramy po 1,1830 małe warunkowe zlecenie long z S/L 1,1770.

**Preferencja:** Korekta w trendzie wzrostowym.

Kurs EURUSD kontynuuje korektę w trendzie wzrostowym, wsparcie w okolicy 1,1919 (dawne maksima lokalne + MA30 na wykresie dziennym) szybko zostało przełamane. Ważniejszym sygnałem jest jednak zapowiadana dywergencja na wykresie dziennym, która może wspierać dalszą korektę. Pozostałą przestrzeń do spadku szacujemy na niecałą figurę – w okolicach 1,1770/1,1800 znajdują się ważne wsparcia na wykresie dziennym (dolna granica kanału) oraz 4h (MA200). Wobec braku sygnałów przełamania trendu, większą okazję do zarobku widzimy w graniu na powrót do wzrostów. Nie chcemy przegapić korzystnych poziomów (z punktu widzenia grania z trendem), do których kurs może dojść przy pozycjonowaniu rynku przed jutrzejszymi danymi (czytając więcej obok), dlatego już teraz otwieramy warunkową pozycję long.

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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

| Wsparcie  | Opór   |
|-----------|--------|
| 1,1567/74 | 1,3993 |
| 1,1104    | 1,2070 |



## EURPLN fundamentalnie

W środę zachowanie złotego do złudzenia przypominało to z wtorku (osłabienie na początku dnia, umocnienie w jego drugiej połowie), charakteryzowało się tylko mniejszą amplitudą wahań. Obecnie dla EURPLN znaczenie mają tylko dwa czynniki – awersja do ryzyka na rynkach globalnych, korelacje z innymi instrumentami (np. z EURUSD jest raczej dodatnia). Z tego powodu dane o krajowym PKB – tym bardziej, że jest to już drugi szacunek – nie powinny wywołać fermentu na rynku. Uwaga jednak – członkowie RPP lubią wypowiadać się po danych o PKB. Wtorkowa wypowiedź Zubelewicza to ewidentnie powiew świeżości w zdominowanym przez ultradługi forward guidance konsensusie RPP. Nie wydaje nam się jednak, że lekki skręt RPP wspomógł złotego, gdyż rynki bardzo poważnie traktują zobowiązanie do utrzymania stóp na niezmiennym poziomie wypowiedziane przez prezesa NBP.

## EURPLN technicznie

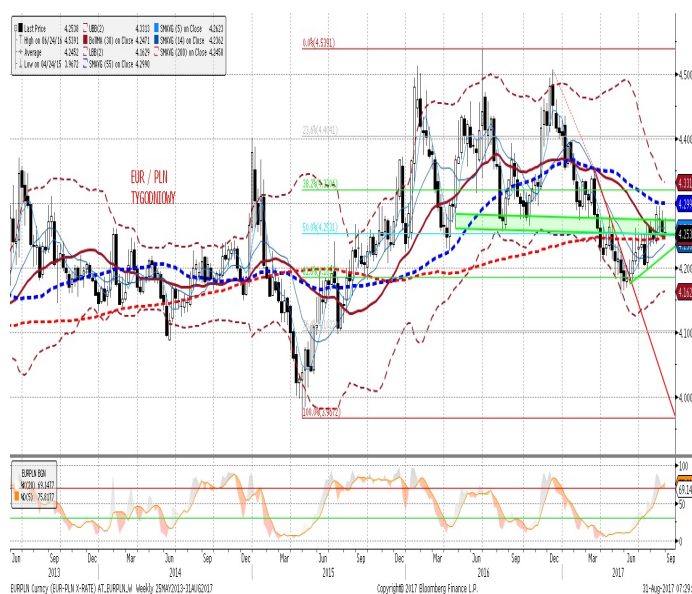
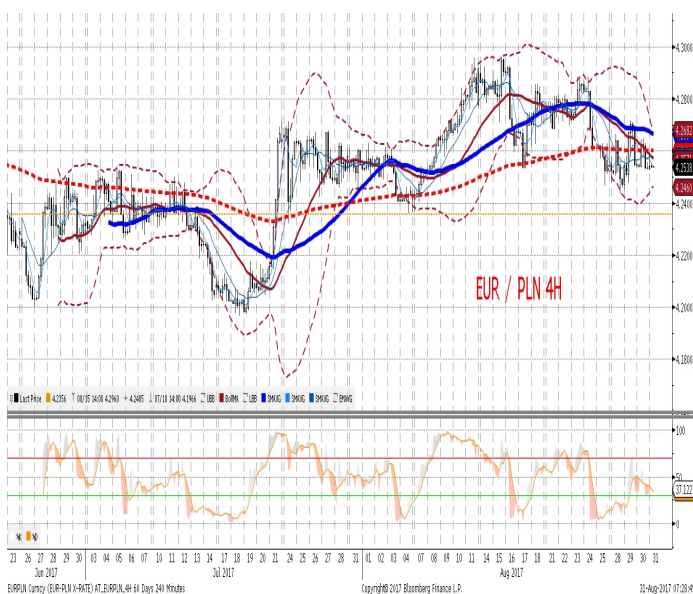
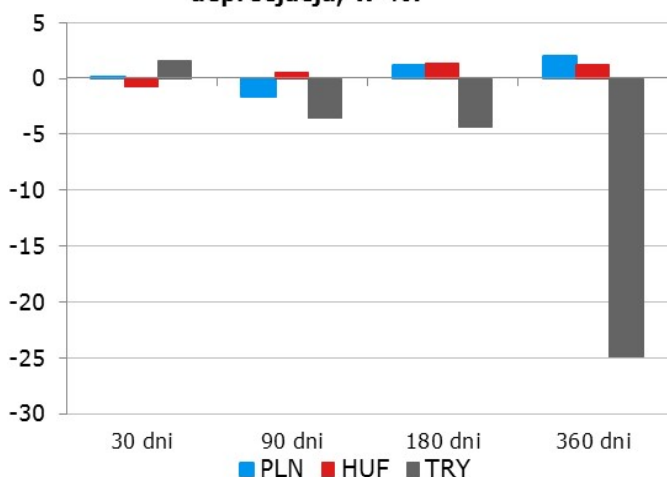
**Pozycja:** Mała pozycja long po 4,2514 z S/L 4,2385 oraz T/P 4,2850.

**Preferencja:** Koniec korekty w trendzie wzrostowym.

Wczoraj obserwowaliśmy kolejną nieudaną próbę powrotu kursu do ruchu w górę w ramach trendu. Tym razem notowania nie doszły nawet do 4,2650 i bardzo szybko powróciły w okolice 4,2550. Na wykresie dziennym jest to wciąż ruch pomiędzy MA55 od dołu, a MA30 od góry. Dłuższa z tych średnich działa jak skuteczne wsparcie, wciąż zatem liczymy na przełamanie MA30 i powrót do wzrostu (kanał na dziennym). Pozostawiamy naszą pozycję long (aktualnie jest na minimalnym plusie) już coraz bardziej oportunistycznie. Czekamy na dalszy rozwój wydarzeń (powrót momentum wzrostowego).

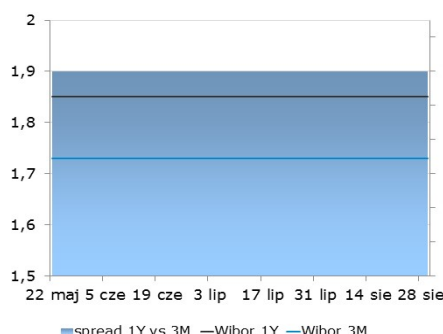
| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,2435   | 4,4345 |
| 4,2008   | 4,3137 |
| 4,1591   | 4,2945 |

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

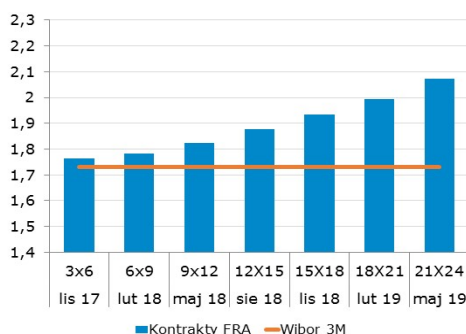


| IRS | BID  | ASK  | depo | BID  | ASK  | Fixing NBP       |        |
|-----|------|------|------|------|------|------------------|--------|
| 1Y  | 1.74 | 1.78 | ON   | 0.95 | 1.35 | EUR/PLN          | 4.2610 |
| 2Y  | 1.90 | 1.94 | 1M   | 1.31 | 1.51 | USD/PLN          | 3.5678 |
| 3Y  | 2.01 | 2.05 | 3M   | 1.35 | 1.55 | CHF/PLN          | 3.7326 |
| 4Y  | 2.14 | 2.18 |      |      |      |                  |        |
| 5Y  | 2.27 | 2.31 | FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
| 6Y  | 2.38 | 2.42 | 1x2  | 1.64 | 1.69 | EUR/USD          | 1.1882 |
| 7Y  | 2.48 | 2.52 | 1x4  | 1.72 | 1.75 | EUR/JPY          | 130.99 |
| 8Y  | 2.57 | 2.61 | 3x6  | 1.73 | 1.76 | EUR/PLN          | 4.2512 |
| 9Y  | 2.65 | 2.69 | 6x9  | 1.75 | 1.78 | USD/PLN          | 3.5787 |
| 10Y | 2.72 | 2.76 | 9x12 | 1.79 | 1.82 | CHF/PLN          | 3.7141 |

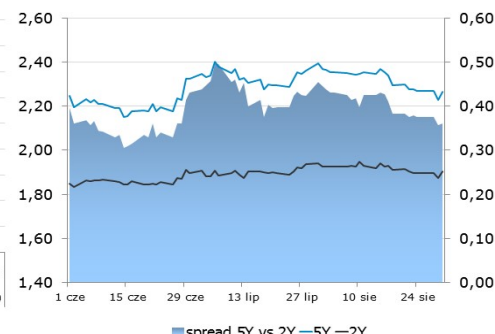
WIBOR 3M i 1Y



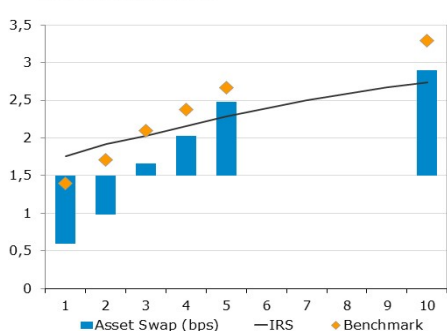
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



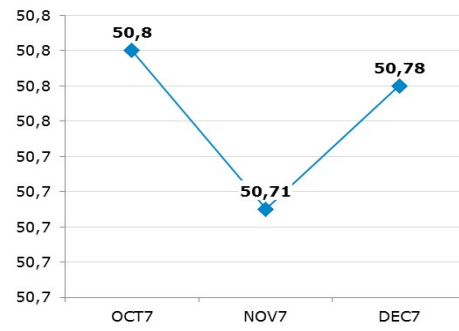
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



### Uwaga!

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 informacji 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. Jakakolwiek 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.