

1 września 2017

Raport Dzienny

mBank Research

www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/

[@mbank_research](https://twitter.com/mbank_research)

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

Karol Klimas
analityk
tel. +48 22 829 02 56
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

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 | 5.7 |
| 10:00 | POL | PKB kw./kw (%) <i>finalny</i> | Q2 | 3.9 | 3.9 | 4.0 | 3.9 |
| 11:00 | EUR | CPI r/r (%) | sie | | 1.4 | 1.3 | 1.5 |
| 14:00 | POL | CPI r/r (%) <i>flash</i> | sie | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.8 |
| 14:30 | USA | Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 26.08 | | 237 | 235 (r) | 236 |
| 14:30 | USA | Dochody g. domowych m/m (%) | lip | | 0.3 | 0.0 | 0.4 |
| 14:30 | USA | Wydatki g. domowych m/m (%) | lip | | 0.4 | 0.2 (r) | 0.3 |
| 15:45 | USA | Chicago PMI (pkt.) | sie | | 59.2 | 58.9 | 58.9 |
| 01.09.2017 PIĄTEK | | | | | | | |
| 3:45 | CHN | PMI w przemyśle (pkt.) | sie | | 51.0 | 51.1 | 51.6 |
| 9:00 | POL | PMI w przemyśle (pkt.) | sie | 51,9 | 53,1 | 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 | |

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Miesiąc rozpoczyna się tradycyjnie od publikacji wskaźnika PMI za sierpień. Nasza kontra-rińska prognoza (delikatny spadek wobec konsensusu wskazującego na umiarkowany wzrost indeksu) tym razem opiera się na strukturze PMI w poprzednim miesiącu, nie zaś na europejskich wskaźnikach koniunktury czy też analogicznych indeksach z badań koniunktury GUS, które mają ostatnio słabe własności prognostyczne.

Gospodarka globalna: Dzień rozpoczyna się od wskaźników PMI w przemyśle (w nocy opublikowano dane z Chin, przed południem czeka nas finalny odczyt z przemysłu w strefie euro), ale najważniejsze dla inwestorów będą dane z rynku pracy w USA. Po ostatnim pozytywnym zaskoczeniu oczekiwany jest niższy, ale wciąż wysoki przyrost etatów przy utrzymaniu stopy bezrobocia na historycznie niskim poziomie oraz niewielkim spowolnieniu miesięcznej dynamiki wynagrodzeń. Bardzo dobre dane ADP otwierają pewną przestrzeń do zaskoczeń *in plus*. Dzień zakończy transza danych z USA – wskaźniki koniunktury biznesowej w przemyśle (finalny PMI oraz ISM) oraz konsumenckiej (Uniwersytetu Michigan).

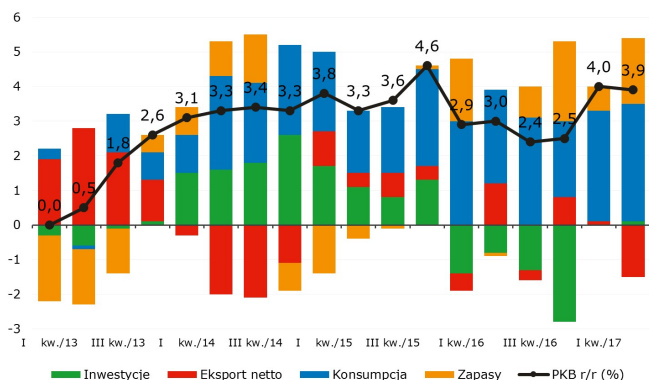
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w sierpniu wzrosły o 1,8 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny spadły o 0,2 proc. (szacunek flash).
- GUS: Produkt Krajowy Brutto w II kwartale 2017 r. wzrósł o 3,9 proc. rdr w porównaniu ze wzrostem o 4,0 proc. rdr w I kwartale.
- Nowak (MF): Na koniec sierpnia sfinansowano ok. 72 proc. potrzeb pożyczkowych brutto na 2017 rok. Przy uwzględnieniu przewidywanego niższego wykonania potrzeb pożyczkowych netto poziom ten wynosi 85 proc.

| Decyzja RPP (06.09.2017) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. | Obligacje | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|--------------------------|--|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps | 0% | GERGB 10Y | 0.358 | -0.003 |
| stopy bez zmian | 100% | USAGB 10Y | 2.127 | 0.005 |
| obniżka 25 bps | 0% | POLGB 10Y | 3.311 | 0.012 |
| PROGNOZA mBanku | bez zmian | Dotyczy benchmarków Reuters | | |

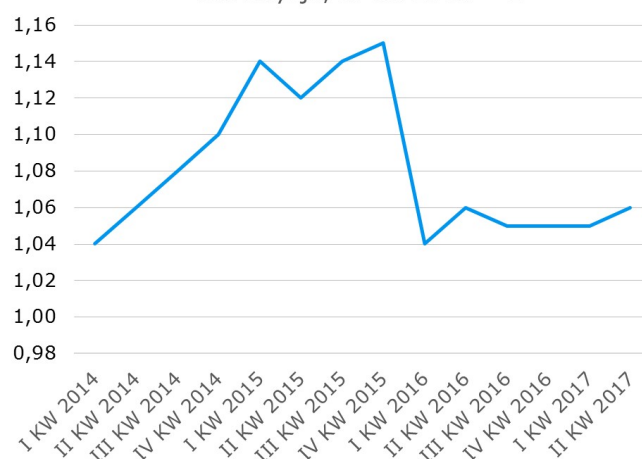
Wzrost PKB w II kwartale napędzany przez konsumpcję i akumulację zapasów. Inwestycje w dalszym ciągu w stagnacji.

Wstępny szacunek PKB w II kwartale potwierdził odczyt na poziomie 3,9% r/r i 1,1% kw/kw (po odsezonowaniu). Tym samym, nasz wcześniejszy wniosek o braku jakiegokolwiek mierzalnego spowolnienia w stosunku do pierwszych trzech miesięcy roku zostaje utrzymany w mocy.



Szczegóły wzrostu PKB znów zaskakują, a wzorzec niespodzianek powinien być już Czytelnikom znany. Po pierwsze, konsumpcja prywatna przyspieszyła z 4,7 do 4,9% r/r, wbrew oczekiwaniom delikatnego spowolnienia. Wydatkom konsumentów nie przeszkadza obecnie ani stabilizacja sprzedaży detalicznej (przesunięcie w kierunku usług nie powinno nikogo zaskakiwać; po rewizjach rachunków narodowych zobaczymy zapewne dynamiki przekraczające 5% r/r), ani wolniejszy wzrost realnych dochodów do dyspozycji, ani efekty bazowe związane z uruchamianiem programu 500+ rok temu. Co więcej, obecna trajektoria nastrojów konsumenckich sugeruje wręcz przyspieszenie konsumpcji w II połowie roku. Po drugie, inwestycje wzrosły wprawdzie w ujęciu rocznym o 0,8%, ale jest to kolejne już rozczarowanie w serii (konsensus na ten kwartał +2,5%; my +4,5%). Wszystkie znaki na niebie i ziemi sugerują, że stagnacja w inwestycjach (por. wykres poniżej) to zasługa braku odbicia w inwestycjach publicznych czy wręcz ich dalszego spadku – inwestycje prywatne rosną od połowy 2016 r. w tempie typowym dla okresów ekspansji w ostatnich latach. Po trzecie, największy czynnik ryzyka, tj. zachowanie zapasów zrealizował się z przytupem. Wkład zmiany zapasów, wynoszący +1,9 pkt. proc., znosi się wprawdzie w dużej mierze z wkładem eksportu netto (-1,4 pkt. proc.), ale obie kategorie nareszcie zachowały się zgodnie z cyklicznym wzorcem. Szybka cykliczna analiza zapasów sugeruje, że w odniesieniu do PKB ich 4-ro kwartalna akumulacja jest blisko górki w 2007 roku. Pozytywne korelacje tej miary z inwestycjami oraz konsumpcją prywatną sugerują z kolei, że zmiany zapasów w kolejnych kwartałach mogą kontynuować pro-cykliczny wzorzec. Tym samym silna dekumulacja to raczej nie scenariusz na ten rok. W odniesieniu do eksportu netto można natomiast (i należy) oczekiwać stopniowo słabszych kontrybucji. Z uwagi jednak na efekty bazowe sama ścieżka kontrybucji będzie mocno skakać.

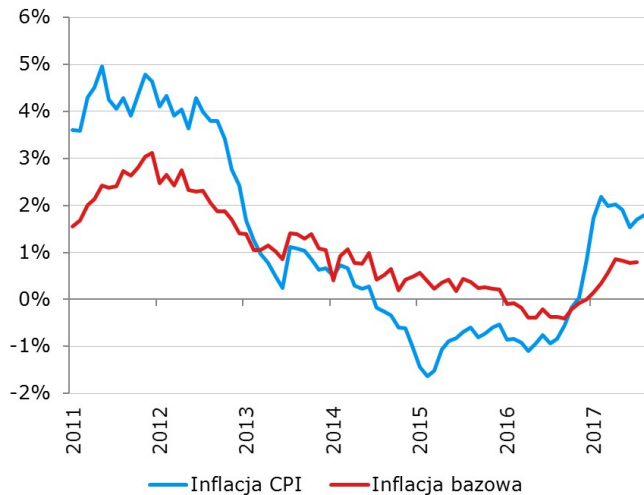
Inwestycje, IV kw 2013 = 1



Rynki, walutowy i stopy procentowej, nie zareagowały na dane. Struktura PKB za II kwartał nie przeczy naszym wczesnym szacunkom wzrostu w kolejnych trzech miesiącach, sięgającym 4,5% r/r. Rozpędzona konsumpcja prywatna, perspektywa odbicia inwestycji publicznych w świetle bardzo dobrych danych o produkcji budowlano-montażowej, a także pro-cykliczne zachowanie zapasów – wszystko to przemawia za silnym przyspieszeniem wzrostu w III kwartale. Jednocześnie, struktura wzrostu jest jawnie proinflacyjna, ale z punktu widzenia RPP żadna z tych okoliczności nie będzie mieć znaczenia dopóty, dopóki nie przełoży się na obserwowany wzrost presji inflacyjnej. Innymi słowy, RPP będzie prawdopodobnie postrzegać jeszcze w najbliższym czasie gospodarkę jako idealnie zrównoważoną (Goldilocks economy). Wyższy wzrost to jednak także i zmiana punktu startowego projekcji inflacyjnych i szansa na jeszcze większe domknięcie luki popytowej. Jednocześnie, struktura wzrostu PKB w II kwartale zarówno wspiera spadek ryzyka kredytowego Polski, jak i tłumaczy doskonale wyniki budżetu państwa i wzrost wpływów z VAT.

Inflacja powoli, ale rośnie.

Inflacja CPI w sierpniu wyniosła – według odczytu flash – 1,8% r/r, zgodnie z konsensusem rynkowym, ale poniżej naszej prognozy (1,9%). Obstawiamy średnio mniejszy niż zwykle spadek cen żywności na poziomie -0,8-0,9% m/m przy dość silnym wzroście cen paliw (+2,7% m/m). Kategorie pracochłonne w inflacji bazowej powinny z kolei rosnać szybciej niż w ubiegłym roku z uwagi na opóźnione efekty wzrostów. Odzież i obuwie powinny odnotować mniejsze spadki z uwagi na sprzyjające warunki pogodowe (im wyższa temperatura, tym ceny kolekcji letniej dłużej utrzymują się wysoko; oficjalnie można to potwierdzić istotną statystycznie korelacją).



Nasza prognoza plasowała się na granicy pomiędzy 1,8 i 1,9% stąd też przyczyn można szukać zarówno po stronie inflacji bazowej, jak i cen żywności. My przypisalibyśmy zaskoczenie raczej cenom żywności. Stąd też spodziewamy przyspieszenia inflacji bazowej do 0,9% r/r przy nieco niższych od naszych oczekiwań cenach żywności (błąd standardowy szacunków za sierpień jest wyjątkowo duży).

Odczyt – jako zgodny z konsensusem – nie wywołał żadnej reakcji rynkowej. Nie wzruszy także RPP.

EURUSD fundamentalnie

Umocnienie dolara do euro zakończyło się w okolicach 1,1820, tuż po publikacji danych z gospodarki amerykańskiej (wydatki i dochody konsumentów, inflacja PCE). Wprawdzie wszystkie publikacje okazały się zgodne z konsensusem, ale być może o realizacji zysków (obok czynnika technicznego - patrz komentarz po prawej stronie) zdecydował sam fakt dość niskich realizacji inflacji PCE. Nie burzy to status quo dotyczącego zaskakująco niskiej (i nie wiadomo, dlaczego tak niskiej) inflacji w USA i ostrożnego Fed. Dziś rynki będą skupiać się na danych z amerykańskiego rynku pracy – reguły gry rynkowej są tutaj niezmiennie: pozytywne zaskoczenie to umocnienie dolara i wzrost rentowności obligacji, negatywne zaskoczenie to osłabienie dolara i spadek rentowności. Wydaje się, że reakcja na dane może być asymetryczna i większa w przypadku pozytywnego zaskoczenia, ale tylko jeśli będzie ono dotyczyć wynagrodzeń.

EURUSD technicznie

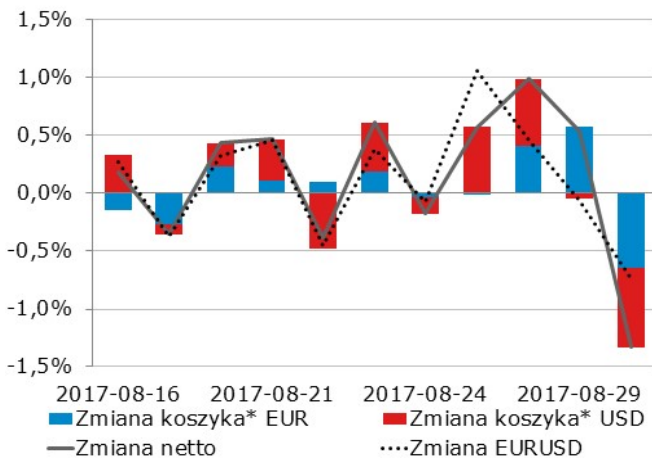
Pozycja: Zajęta warunkowo po 1,1830 mała pozycja long z S/L 1,1770 oraz T/P 1,1990.

Preferencja: Koniec korekty w trendzie wzrostowym.

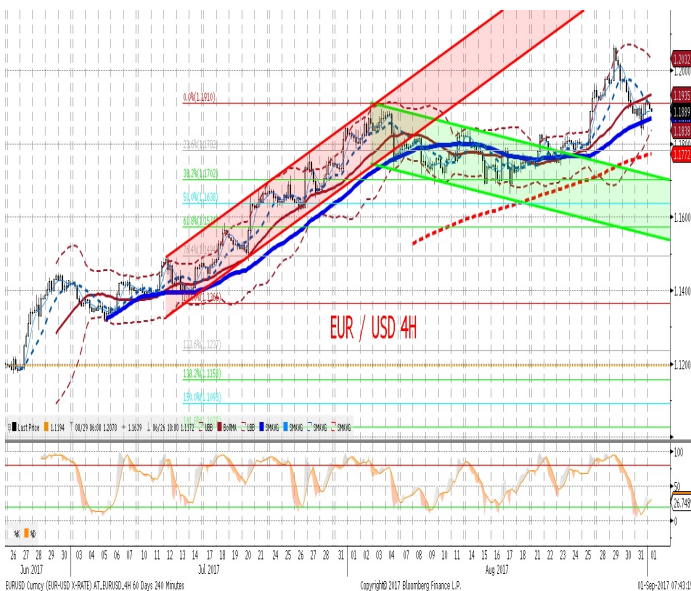
W pierwszej części wczorajszej sesji spadek kursu EURUSD był kontynuowany, przez co zajęliśmy warunkowo pozycję long. Notowania chwilowo wyskoczyły poniżej MA55 na wykresie 4h, a spadek ostatecznie zatrzymał się na krótkiej MA14 na wykresie dziennym. Sądzymy, że korekcyjny impuls spadkowy związany z dywergencją już wygasł, a notowania teraz powrócą do trendu wzrostowego. Wieczorny wzrost wprawdzie zatrzymał się na MA30 na wykresie 4h, ale średnia ta nie powinna długo stanowić oporu. Pozostawiamy naszą pozycję long, dokładamy zlecenie T/P.

| Wsparcie | Opór |
|-----------|--------|
| 1,1567/74 | 1,3993 |
| 1,1413 | 1,2570 |
| 1,1104 | 1,2070 |

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Mimo odbicia na EURUSD, złoty zdołał się umocnić podczas wczorajszej sesji. Naszym zdaniem odpowiada za to globalny powrót apetytu na ryzyko. Skala umocnienia jest jednak niewielka – ledwie jeden grosz. Uważamy, że okolice 4,24 stanowią wsparcie dla notowań złotego w najbliższym czasie. Obecna wycena PLN być może odpowiednia jest w stosunku do oczekiwanych stóp procentowych w USA i strefie euro. Nie sądzimy jednak, że utrzyma się przy dryfie tych stóp w górę, co jest naszym scenariuszem bazowym. Dzisiejsza publikacja NFP nie pozostawi zapewne trwałego śladu na notowaniach złotego, o ile tylko dynamika płac pozostanie umiarkowana. Braku wpływu na krajową walutę może się spodziewać także ze strony dzisiejszej publikacji PMI.

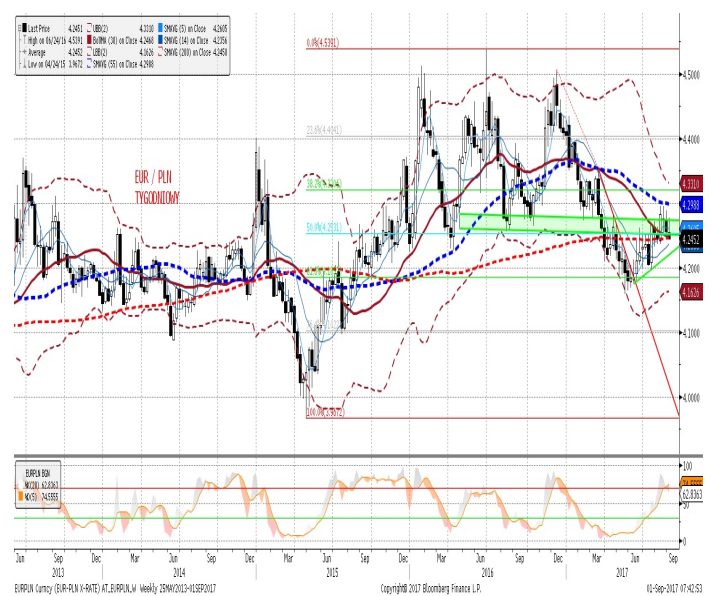
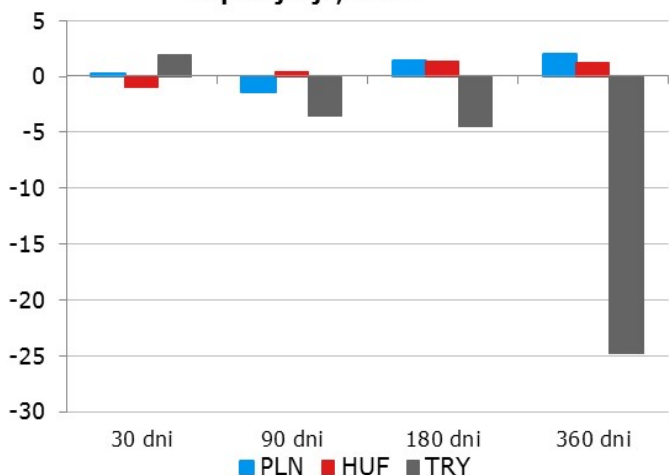
EURPLN technicznie

Pozycja: Zamykamy po 4,2462 małą pozycję long po 4,2514 (52 ticki straty).

Preferencja: Koniec korekty w trendzie wzrostowym. Kolejna nieudana próba wzrostu zakończyła się odbiciem i sporym spadkiem notowań EURPLN. Kurs doszedł przez to do ostatnich minimów lokalnych (okolice 4,2450), a wiele wskazuje na to, że przebita została ważna średnia na wykresie dziennym (MA55). Taki sygnał oznaczałby przynajmniej kontynuację korekty spadkowej w ramach kanału wzrostowego na wykresie dziennym, dalszy ruch w dół w takim scenariuszu może sięgnąć 4,2250. Ostatnią szansą dla naszej pozycji pozostaje wsparcie w okolicy 4,2350 (minimum lokalne z sierpnia), co jednak oznaczałoby znaczącą stratę. Wykorzystujemy aktualne poziomy, żeby wyjść z małej pozycji long ze stratą niewiele ponad pół figury. Czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

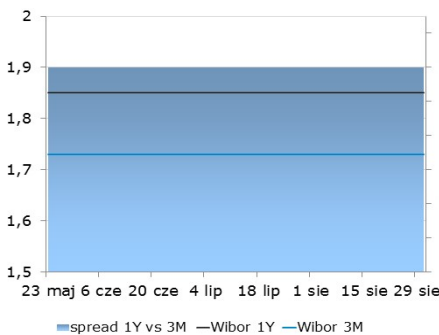
| Wsparcie | Opór |
|----------|--------|
| 4,2435 | 4,4345 |
| 4,2008 | 4,3137 |
| 4,1591 | 4,2945 |

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

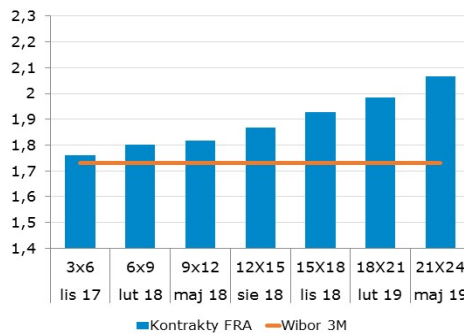


| IRS | BID | ASK | depo | BID | ASK | Fixing NBP | |
|-----|------|------|------|------|------|------------------|--------|
| 1Y | 1.74 | 1.78 | ON | 1.25 | 1.65 | EUR/PLN | 4.2618 |
| 2Y | 1.88 | 1.92 | 1M | 1.28 | 1.48 | USD/PLN | 3.5822 |
| 3Y | 2.01 | 2.05 | 3M | 1.32 | 1.52 | CHF/PLN | 3.7184 |
| 4Y | 2.14 | 2.18 | | | | | |
| 5Y | 2.25 | 2.29 | FRA | BID | ASK | Poziomy otwarcia | |
| 6Y | 2.38 | 2.42 | 1x2 | 1.64 | 1.69 | EUR/USD | 1.1909 |
| 7Y | 2.48 | 2.52 | 1x4 | 1.72 | 1.75 | EUR/JPY | 130.97 |
| 8Y | 2.57 | 2.61 | 3x6 | 1.73 | 1.76 | EUR/PLN | 4.2461 |
| 9Y | 2.65 | 2.69 | 6x9 | 1.75 | 1.80 | USD/PLN | 3.5663 |
| 10Y | 2.70 | 2.74 | 9x12 | 1.79 | 1.82 | CHF/PLN | 3.7181 |

WIBOR 3M i 1Y



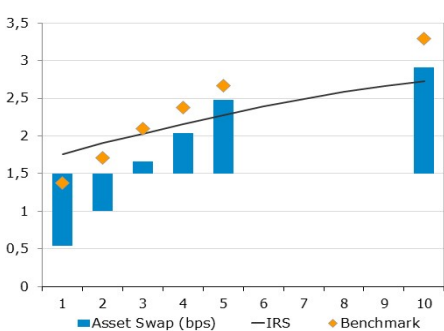
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



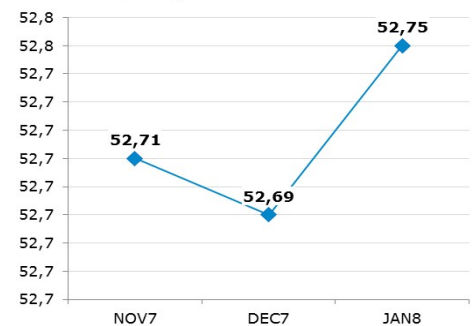
Asset swap i IRS



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 danych 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.