

4 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		
04.09.2017 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
05.09.2017 WTOREK							
3:45	CHN	PMI w usługach (pkt.)	sie			51.9	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	sie		54.9	54.9	
10:30	GBR	PMI w usługach (pkt.)	sie			53.8	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	lip		-3.2	-3.0	
06.09.2017 ŚRODA							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	lip			1.0	
	POL	Decyzja RPP (%)	wrz	1.50	1.50	1.50	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld EUR)	lip		-44.1	-43.6	
15:45	USA	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	sie		56.9	56.9	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	sie		55.0	53.9	
07.09.2017 CZWARTEK							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip			-1.1	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)			-0.40	-0.40	
13:45	EUR	Decyzja EBC (mld EUR)			60	60	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	02.09			236	
08.09.2017 PIĄTEK							
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip			-1.1	
9:00	HUN	CPI r/r (%)	sie		2.5	2.1	
10:30	GBR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip			0.5	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska: Po wakacyjnej przerwie do pracy powraca Rada Polityki Pieniężnej. Na najbliższym dwudniowym posiedzeniu nie dojdzie jednak do zmian w polityce pieniężnej - stopy procentowe zostaną utrzymane bez zmian, a w retoryce RPP będzie dominować optymizm na temat wzrostu gospodarczego i sceptycyzm co do silnych wzrostów inflacji w najbliższym czasie. Pogląd wyrażany przez K. Zubelewicza (o potrzebie „łagodnej” podwyżki stóp procentowych teraz) jest na razie odosobniony i daleki od gołębiego konsensusu w łonie RPP. Tydzień zakończy decyzja agencji Moody's dotycząca ratingu Polski. Spodziewamy się utrzymania ratingu i jego perspektywy bez zmian. Ta ostatnia w świetle bardzo dobrych danych fiskalnych mogłaby być podniesiona, ale prawdopodobne jest, że kwestie instytucjonalne zrównoważą ten czynnik.

Gospodarka globalna: Tydzień będzie zdominowany przez posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. O ile nie przyniesie ono ogłoszenia wyczekiwanej przez rynki decyzji dotyczącej obciążenia programu skupu aktywów w nowym roku, o tyle nie będzie też ono całkowicie bez wpływu na rynki. Prezes Draghi po raz kolejny powtórzy mantrę dotyczącą normalizacji polityki pieniężnej i czynników warunkujących jej kontynuację (pewność, trwałość, ostrożność, itp.), na konferencji prasowej zostaną również przedstawione nowe projekcje EBC, uwzględniające efekty mocniejszego euro w 2017 i (zwłaszcza) w 2018 r. Kalendarz publikacji danych w rozpoczynającym się tygodniu jest dla dość pusty – warto odnotować publikację danych o koniunkturze w usługach w Europie i w USA (we wtorek) oraz dane z europejskiego przemysłu za lipiec (zamówienia w przemyśle w Niemczech, produkcja przemysłowa w Niemczech, Francji, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii), które powinny pokazać delikatny wzrost produkcji w ujęciu miesięcznym.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

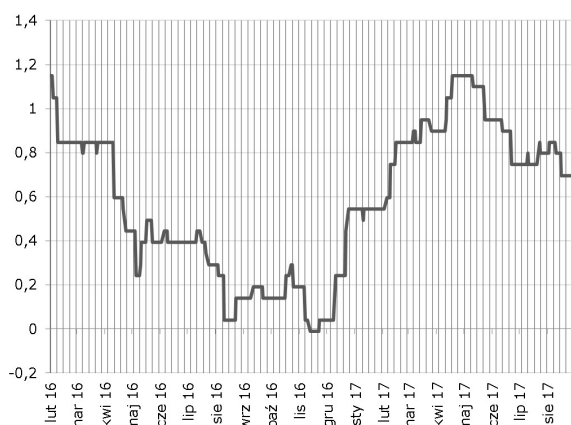
- Markit: Wskaźnik PMI dla Polski w sierpniu wzrósł do 52,5 pkt. z 52,3 pkt. w lipcu i wobec prognozy 53,1 pkt.
- MF: Dywidendy i wpłaty z zysku do budżetu po lipcu wyniosły 270,438 mln zł, czyli 11,1 proc. pierwotnego planu na 2017 rok.
- USA: Liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w sierpniu wzrosła o 156 tys. wobec 189 tys. przed miesiącem, po korekcie z 209 tys.

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		

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

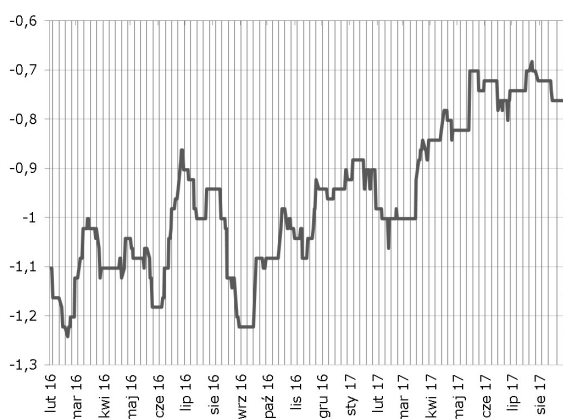
Indeks zaskoczeń dla Polski



Dane o inflacji, PKB oraz PMI nie poruszyły polskiego indeksu zaskoczeń. Powinien on pozostać na tym samym poziomie także przez kolejny tydzień, ponieważ nie zapowiada się, aby RPP miała zmienić stopy procentowe.

STREFA EURO

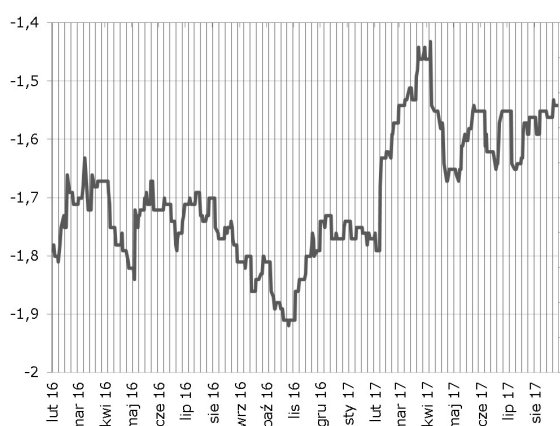
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Europejski indeks zaskoczeń pozostał na tym samym poziomie, co tydzień wcześniej. Prawie pusty kalendarz oznacza, że konsolidacja może potrwać jeszcze jeden tydzień.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA

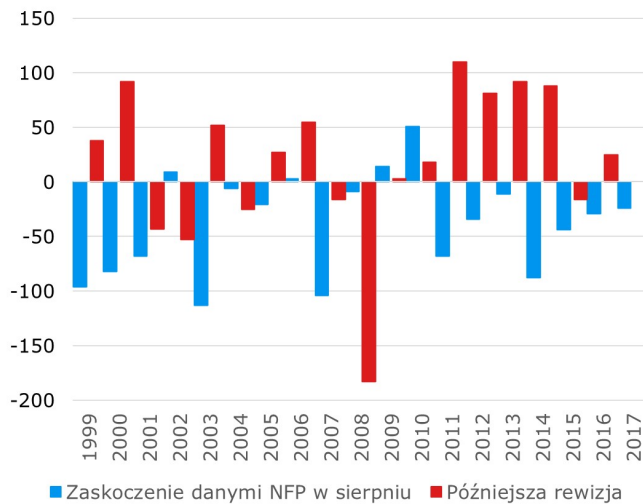


Aż 8 publikacji zaskoczyło w ostatnim tygodniu, część negatywnie, jednak większość in plus. Oznacza, to że amerykański indeks zaskoczeń znalazł się na najwyższym poziomie od kwietnia. Nadchodzący tydzień przyniesie niewiele okazji do kolejnych zaskoczeń.

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.

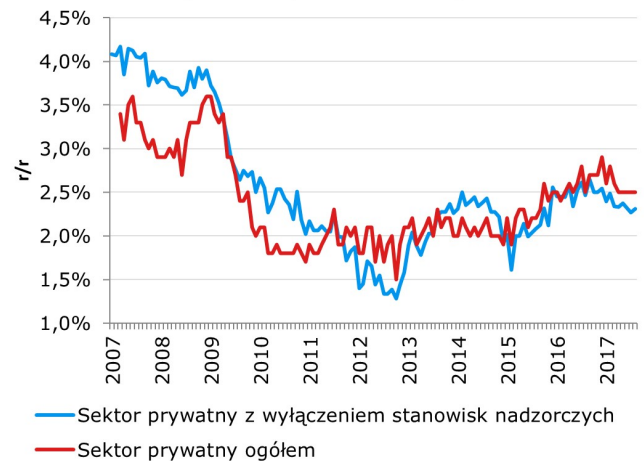
USA: Dane z rynku pracy zaburzone przez kalendarz, koniunktura w przemyśle przyspiesza.

W sierpniu w amerykańskiej gospodarce przybyło 156 tys. etatów, nieco poniżej wynoszącego ok. 180 tys. konsensusu, rewidzając poprzednich dwóch odczytów w dół o łącznie ok. 40 tys. miejsc pracy tylko zwiększa negatywny wydźwięk raportu.



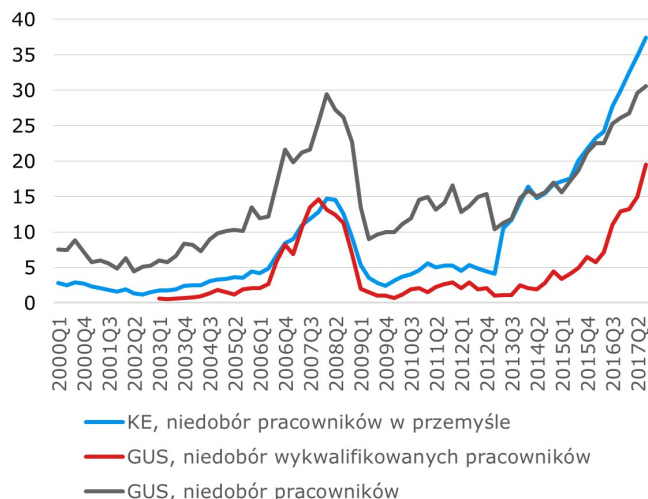
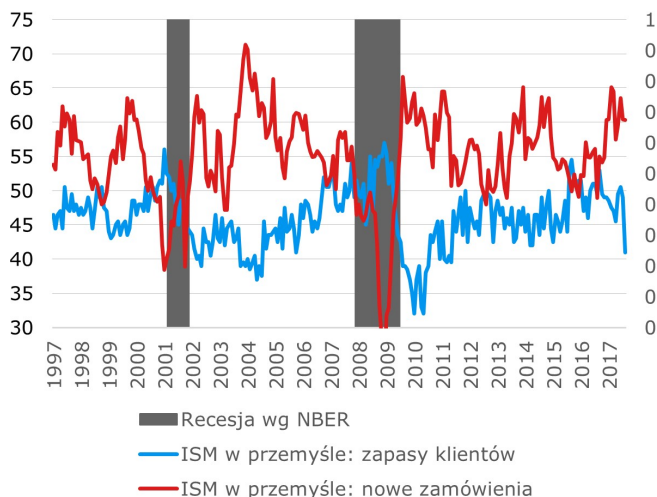
Rozbicie sektorowe prawie nie zaskakuje: w przemyśle przybyło 36 tys. etatów, co ex post dobrze pasuje do mocnego ISM; budownictwo dołożyło 28 tys. etatów; wzrost zatrudnienia w usługach o 95 tys. to relatywnie mało w stosunku do trendu z poprzednich miesięcy. Obok niezmiennie słabych wyników handlu detalicznego uwagę powinny też zwrócić niewielkie wzrosty w hotelarstwie i gastronomii oraz edukacji. Ten ostatni sektor najprawdopodobniej ucierpiał z powodu efektu kalendarzowego i momentu zbierania danych w badaniu przedsiębiorstw. W istocie rzeczy, zaskoczenia na minus w danych NFP to w ostatnich latach norma, podobnie jak późniejsze rewizje na plus, częstokroć większe co do wartości bezwzględnej od pierwszego rozczarowania (por. wykres powyżej). Ten sam psikus kalendarza mógł się również przyczynić do negatywnego zaskoczenia w danych o wynagrodzeniach (wzrosły tylko o 0,1% m/m wobec konsensusu wzrostów o 0,2% m/m). Tym niemniej, dynamika wynagrodzeń pozostaje w Stanach Zjednoczonych niska niezależnie od czynników przejściowych – sierpień był piątym miesiącem z rzędu, w którym przeciętne wynagrodzenie godzinowe rośnie w tempie 2,5% rocznie. Obrazu niezbyt dynamicznego sierpnia na rynku pracy dopełnia wzrost stopy bezrobocia z powrotem do 4,4%, któremu towarzyszył spadek liczby pracujących i stabilizacja liczby aktywnych zawodowo.

Dynamika płac nominalnych



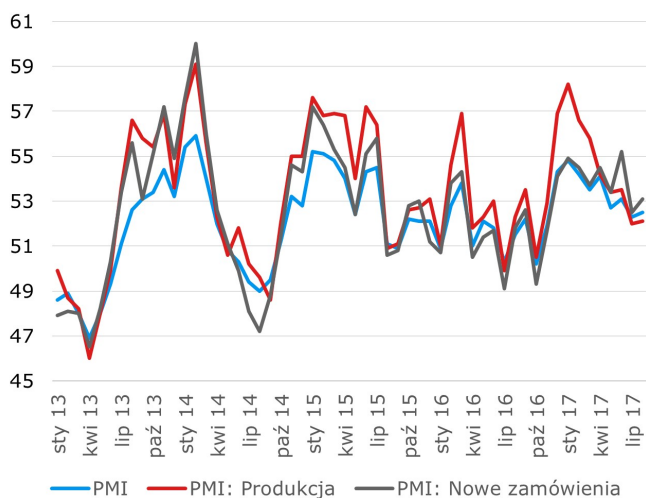
Reakcja rynkowa na dane ostatecznie okazała się być zaskakująco słaba – w pierwszym rzucie osłabił się wprawdzie dolar, a rentowności amerykańskich obligacji spadły wzdłuż całej krzywej, ale kombinacja gołębio-jastrzębich plotek z EBC i ostrożnych komentarzy do danych (jakkolwiek paradoksalnie by to nie brzmiało, jeszcze przed publikacją większość raportów sugerowała, że z uwagi na efekt kalendarzowy można spodziewać się negatywnej niespodzianki) przyniosła zatrzymanie i odwrócenie tego ruchu. Na podatny grunt trafiły dane o ISM publikowane kilkadziesiąt minut po raporcie z rynku pracy.

W sierpniu indeks ISM w amerykańskim przemyśle wzrósł z 56,3 do 58,8, powyżej oczekiwań i wskazań regionalnych badań koniunktury. Co ciekawe, wzrosty indeksu nie był napędzany przez wyższe oszacowania produkcji i nowych zamówień (praktycznie bez zmian), tylko przez duże przyspieszenie po stronie zatrudnienia (z 55,2 do 59,9 – potwierdza to wspomniane wyżej dane NFP), wolniejszy czas dostaw, większe zaległości produkcyjne i zapasy w ankietowanych przedsiębiorstwach. Tym niemniej, raport jest wewnętrznie spójny, a dołączone komentarze są jednoznacznie pozytywne i optymistyczne. Uwagę zwraca gwałtowny spadek zapasów klientów (por. wykres poniżej) – w przeszłości tak duże spadki zdarzały się w środku recesji lub po jej zakończeniu i zapowiadały przyspieszenie produkcji (analogicznie, wzrost zapasów klientów jest negatywnym sygnałem dla koniunktury). Takie zachowanie tego komponentu ISM w środku fazy ekspansji cyklu koniunkturalnego nie ma precedensu i powinno być traktowane jako pozytywny, optymistyczny sygnał dla amerykańskiego przemysłu.



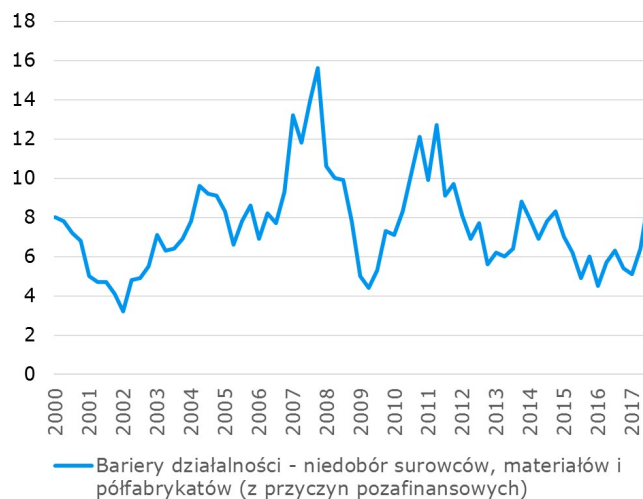
PMI rozczarowuje po raz kolejny

W sierpniu wskaźnik PMI w polskim przemyśle wzrósł z 52,3 do 52,5 pkt., poniżej konsensusu rynkowego (53,1). Nasza prognoza (51,9) okazała się być nieco zbyt pesymistyczna, ale pesymizm sam w sobie okazał się być niezłym tropem.



Spośród głównych składowych PMI, najmocniej poprawiła się ocena nowych zamówień (wzrost z 52,5 do 53,1 – wg towarzyszącego danym komentarza, odpowiadały za to zamówienia krajowe), podczas gdy ocena produkcji pozostała bez zmian (52,1 wobec 52,0 w lipcu), a subindeks dotyczący zatrudnienia spadł do 50,9, wyrównując tym samym 34-miesięczne minimum zanotowane w czerwcu b.r. Na obraz sektora przemysłowego składa się dodatkowo wzrost zaległości produkcyjnych i wydłużenie czasu dostaw. Od strony cenowej można zwrócić uwagę na wzrost kosztów produkcji i „wyraźny” wzrost cen wyrobów gotowych (który, nawiasem mówiąc, w sierpniu zbiegnie się z przyspieszeniem PPI).

W komentarzach do PMI powinny dominować ograniczenia popytowe, z którymi – w świetle szczegółów sierpniowego raportu – boryka się polski przemysł. Obok niedoboru siły roboczej, mają one dotyczyć również zdolności dostawców do realizacji zamówień. O ile problemy z dostępnością wykwalifikowanych pracowników są problemem powszechnie znanym i, biorąc pod uwagę dostępne dane, nabrzmiałym (odsetek przedsiębiorstw przemysłowych zgłaszających niedobór siły roboczej jako barierę działalności jest już większy niż w latach 2007-2008), o tyle problemy z dostawcami są jak na razie ograniczone praktycznie wyłącznie do komentarzy PMI. Statystyki GUS potwierdzają wprawdzie wzrost tej bariery działalności, jednak odsetek przedsiębiorstw w przemyśle wskazujących na ten problem jest wciąż niższy niż poprzednich epizodach, tj. w latach 2007-2008 i 2010-2011 (por. wykres poniżej).



Należy zatem zauważyć, że niedobór siły roboczej jest głównym czynnikiem ograniczającym produkcję w przemyśle i, zważywszy na komplementarność czynników produkcji, prawdopodobnie również inwestycje. Co więcej, można domniemywać, że niedobór siły roboczej (wszakże jest to dla polskiej gospodarki problem praktycznie systemowy, a nie sektorowy) dotyczy również dostawców i może odpowiadać za wydłużenie czasów i możliwości realizacji zamówień po tej stronie. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie, konsekwencją narastających nierównowag na rynku pracy będą wzrosty wynagrodzeń. Presja płacowa będzie narastać i jest to główny, choć nieoczywisty wniosek z sierpniowego badania PMI.

EURUSD fundamentalnie

EURUSD zareagował na publikację danych z amerykańskiego rynku pracy (okazały się one być gorsze od prognoz – więcej na ten temat można przeczytać w sekcji analiz) zgodnie z oczekiwaniami - rosnąc (maksimum dobowe to 1,1979). Wzrosty te okazały się jednak być nietrwałe i EURUSD dzień zakończył poniżej poziomów otwarcia i poziomów sprzed publikacji. Dlaczego? Po pierwsze, wkrótce po publikacji pojawił się przeciek z EBC sugerujący, że decyzja dotycząca cięcia QE nie jest jeszcze przygotowana i zostanie podjęta na grudniowym posiedzeniu. Po drugie, miażdżąca część komentarzy do danych z amerykańskiego rynku pracy wskazywała na jednorazowy i niezwiązany z siłą gospodarki efekt kalendarzowy, który obniżył zatrudnienie i wynagrodzenia (więcej, ponownie, w naszym komentarzu). Lekko pozytywny w stosunku do dolara sentyment został ostatecznie wsparty przez pozytywną niespodziankę w danych ISM. Nowy tydzień przynosi raczej pusty kalendarz – najważniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie EBC.

EURUSD technicznie

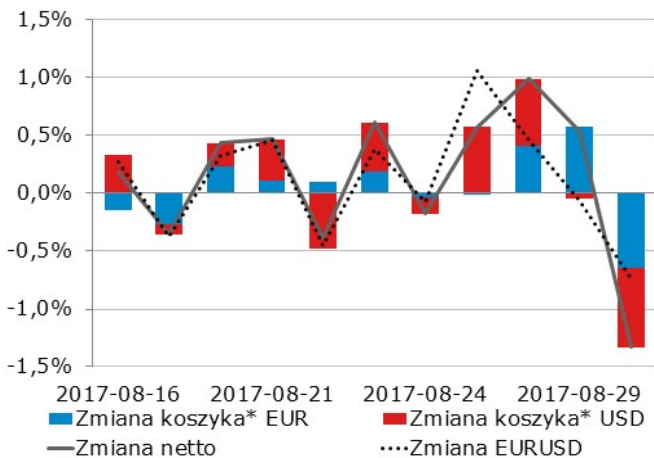
Pozycja: Mała pozycja long po 1,1830 mała z S/L 1,1770 oraz T/P 1,1990.

Preferencja: Koniec korekty w trendzie wzrostowym.

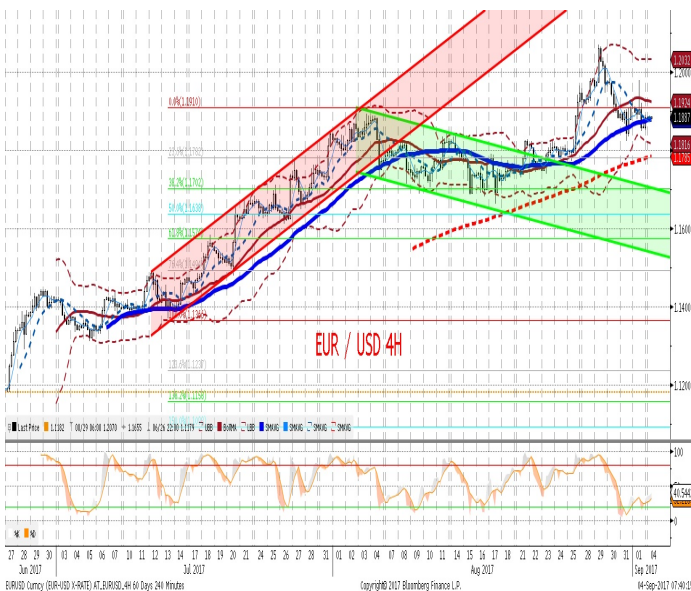
W piątek notowania EURUSD dynamicznie wzrosły za sprawą czynników fundamentalnych (czytaj więcej obok), jednak ruch okazał się chwilowy. Zabrakło 10 ticków do załapania zlecenia T/P, a kurs ponownie znalazł się poniżej 1,19. Aktualnie notowania konsolidują się wokół MA55 na wykresie dziennym, jednak perspektywy dla naszej pozycji (zarabia ponad pół figury) są optymistyczne. Korekta spadkowa (wspierana dywergencją, która lada chwila wygaśnie) trwa wprawdzie dłużej niż się tego spodziewaliśmy, jednak nie przyniosła ona na razie sygnałów przełamania trendu wzrostowego. Niebawem zakończy się przestrzeń do spadku w ramach kanału wzrostowego, a dolna granica kanału wraz z MA200 na wykresie 4h tworzą mocny poziom wsparcia. Po odbiciu w górę spodziewamy się, że ruchu sięgnie 1,20. Pozostawiamy pozycję long, bez zmian parametrów.

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

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN w piątek był praktycznie lustrzanym odbiciem EURUSD – pierwsza reakcja na gorsze od oczekiwań dane to umocnienie złotego w stosunku do euro i (zwłaszcza) dolara. Późniejsze cofnięcie EURUSD, pomimo tego, że było ono związane z teoretycznie gołym sygnałem z EBC nie przyniosło już ponownych spadków EURPLN (pomimo tego, że gołęb EBC to niższy EURPLN) i o jego notowaniach decydowała korelacja z EURUSD (a zatem spadek EURUSD przełożył się na wzrost EURPLN). Ostatecznie złoty ustabilizował się w sesji amerykańskiej w okolicy 4,25 za EUR (a zatem nieco powyżej poziomu otwarcia). Nowy tydzień upłynie pod znakiem dwóch wydarzeń – posiedzeń RPP i EBC. W naszej opinii większą szansę na poruszenie złotym ma to drugie – RPP najprawdopodobniej nie zrezygnuje z łagodnej i zarazem optymistycznej retoryki, podczas gdy wokół EBC toczy się rynekowa gra dotycząca terminu rozpoczęcia i tempa normalizacji polityki pieniężnej. Jednocześnie, tydzień przyniesie decyzję agencji Moody's dotyczącą polskiego ratingu – nie spodziewamy się żadnych zmian ratingu i jego perspektywy.

EURPLN technicznie

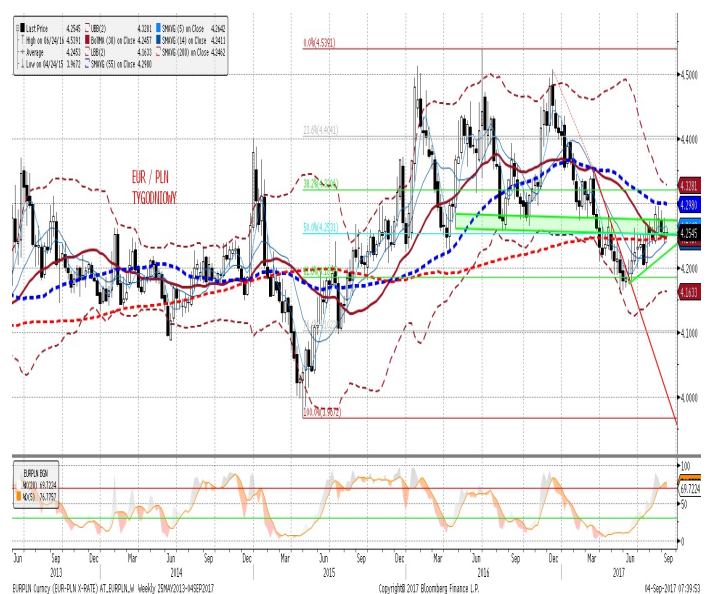
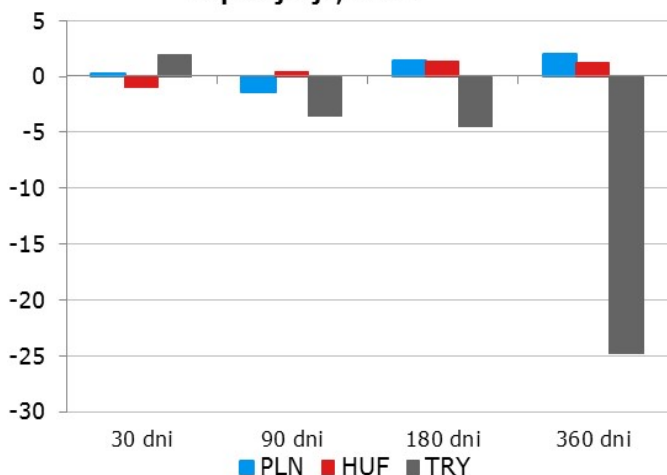
Pozycja: Brak.

Preferencja: Range 4,24-4,26.

W piątek kurs zanotował kolejne minimum lokalne (poniżej 4,24), po czym powrócił w okolice 4,25. Wprawdzie zmienność intraday była spora, jednak nie przyniosło to zbyt wielu konkluzji w kwestii dalszych losów trendu wzrostowego/korekty spadkowej. Od kilku dni obserwujemy konsolidację pomiędzy MA30 i MA55 na wykresie dziennym, natomiast ich odpowiedniczki (wraz z MA200) na wykresie 4h nie działają jako poziomy techniczne. Na razie nie widzimy żadnych istotnych sygnałów kierunkowych, które mogłyby zakończyć bieżącą konsolidację. Wprawdzie z każdym dniem miejsce na dalszą korektę w kanale wzrostowym się zmniejsza, ale ze względu na jego niewielkie nachylenie, wciąż możliwy jest ruch w okolice 4,23. Pozostajemy poza rynkiem.

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
1Y	1.74	1.78
2Y	1.88	1.92
3Y	2.01	2.05
4Y	2.14	2.18
5Y	2.25	2.29
6Y	2.38	2.42
7Y	2.48	2.52
8Y	2.57	2.61
9Y	2.65	2.69
10Y	2.70	2.74

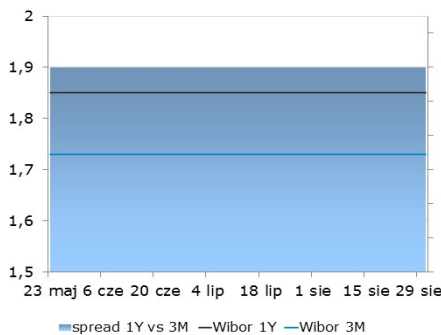
depo	BID	ASK
ON	1.25	1.65
1M	1.28	1.48
3M	1.32	1.52

FRA	BID	ASK
1x2	1.64	1.69
1x4	1.72	1.75
3x6	1.73	1.76
6x9	1.75	1.80
9x12	1.79	1.82

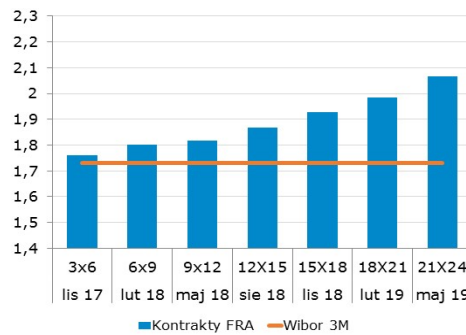
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2618
USD/PLN	3.5822
CHF/PLN	3.7184

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1909
EUR/JPY	130.97
EUR/PLN	4.2461
USD/PLN	3.5663
CHF/PLN	3.7181

WIBOR 3M i 1Y



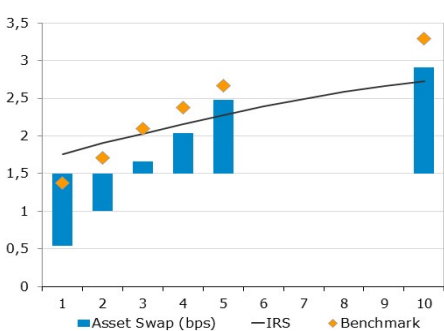
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



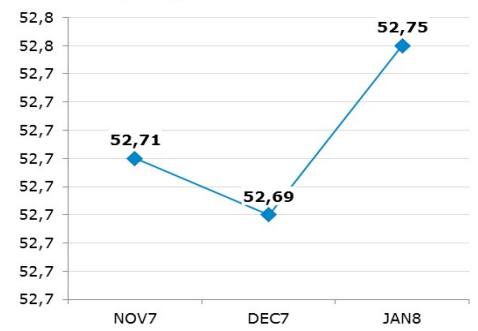
Asset swap i IRS



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.