

19 września 2017

## Raport Dzienny

mBank Research

[www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/](http://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](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		
<b>18.09.2017 PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	sie	6.4	5.7	4.9	6.6
14:00	POL	Przeciętne zatrudnienie r/r (%)	sie	4.6	4.6	4.5	4.6
<b>19.09.2017 WTOREK</b>							
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	wrz		86.8	86.7	
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	wrz		13.5	10.0	
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego (%)	sie		0.90	0.90	
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	sie	5.7	5.9	6.2	
14:00	POL	PPI r/r (%)	sie	3.1	2.9	2.2	
14:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	sie	6.4	7.1	7.1	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	sie		1180	1155	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	sie		1210	1230 ( r)	
<b>20.09.2017 ŚRODA</b>							
16:00	USA	Sprzedaż na r.wtórny (mln)	sie		5.48	5.44	
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	wrz		1.25	1.25	
<b>21.09.2017 CZWARTEK</b>							
	JAP	Decyzja BoJ (%)	wrz		-0.10	-0.10	
14:00	POL	Minutes RPP	wrz				
14:30	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	wrz		17.1	18.9	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	16.09		300	284	
<b>22.09.2017 PIĄTEK</b>							
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	wrz		55.5	55.8	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	wrz		54.8	54.9	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	wrz		59.0	59.3	
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	wrz		53.7	53.5	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	wrz		57.2	57.4	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	wrz		54.8	54.7	
14:00	POL	M3 r/r (%)	sie	5.7	5.3	5.0	
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	wrz		53.0	52.8	
15:45	USA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	wrz		55.7	56.0	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Dziś wtorek zostaną opublikowane dane z przemysłu i handlu. Nieznaczne spowolnienie dynamiki produkcji przemysłowej to konsekwencja silnego efektu bazowego w poprzednim roku (związanego głównie z wahaniami produkcji samochodów), przy neutralnym efekcie kalendarzowym (różnica dni roboczych wynosi 0 r/r, jak w poprzednim miesiącu). Sprzedaż detaliczna pozostaje pod wpływem efektu bazy w kategoriach samochody, książki i pozostałe - częściowo są one związane z uruchomieniem odroczonego popytu stymulowanego przez program 500+ w zeszłym roku. Wreszcie, dzięki wyższym cenom surowców PPI przyspieszył do 3,1% r/r.

**Gospodarka globalna:** Dzień na głównych rynkach wypełniony publikacjami o drugorzędym znaczeniu: w Europie będzie to indeks ZEW, w Stanach Zjednoczonych zaś - dane o budownictwie mieszkaniowym w sierpniu. Warto zwrócić też uwagę na decyzję banku centralnego Węgier, który w ostatnich tygodniach wysyłał liczne gołębie sygnały.

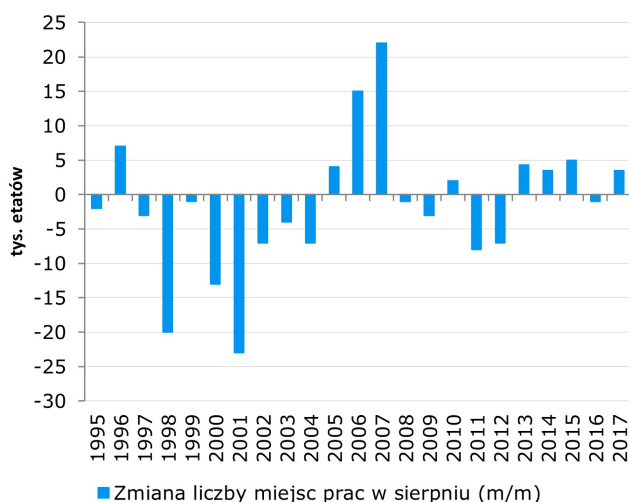
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Przeciętne wynagrodzenie brutto w sierpniu w Polsce wyniosło 4 492,6 zł, co oznacza, że rdr wzrosło o 6,6 proc.
- GUS: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu wyniosło 6 025,6 tys., co oznacza że rdr wzrosło o 4,6 proc.
- Eurostat: Ceny liczone według HICP w Polsce w sierpniu w ujęciu rocznym wzrosły o 1,4 proc. wobec wzrostu o 1,4 proc. miesiąc wcześniej. Miesięcznie ceny spadły o 0,2 proc.

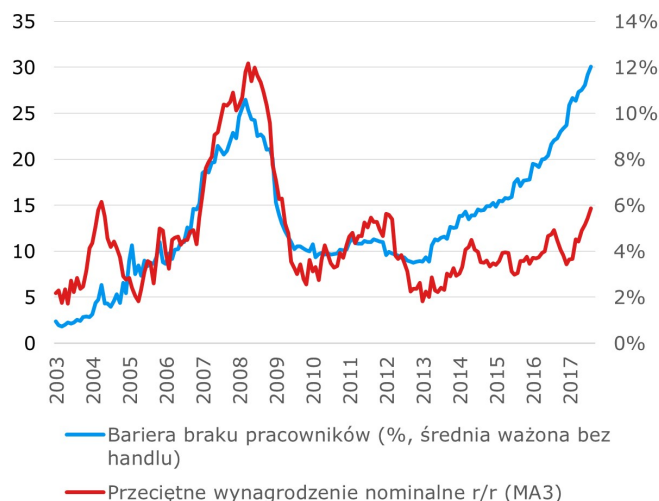
Decyzja RPP (04.10.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.454	-0.010
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.227	-0.010
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.241	0.000
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Presja płacowa narasta, zatrudnienie nie zwalnia.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w sierpniu o 4,6% r/r (tyle samo, co w lipcu), czyli zgodnie z konsensusem rynkowym i naszą prognozą. W ujęciu miesięcznym liczba etatów wzrosła o 3,5 tysiące, co nie odbiega znacząco w dół od typowych odczytów dla tego miesiąca. Na szczegóły odczytu musimy poczekać na Biuletyn Statystyczny, jednak nie spodziewamy się niczego zaskakującego. Zakładając, że nie powtórzył się spadek w jednej sekcji (jak informacji i komunikacji rok temu) spodziewamy się, że miesięczny wzrost powinien być rozdystrybuowany na przemysł i budownictwo. Zatrudnienie w Polsce rośnie w bardzo dobrym tempie. Nie widać ograniczeń podaży (stabilizacja stopy bezrobocia jest niemniej jednak w tym kontekście zagadkowa), natomiast dzisiejszy odczyt płac może być zwiastunem presji płacowej, której w takich warunkach należy się spodziewać. Jako dygresję warto dodać fakt, że wystąpienie presji płacowej ma zwykle eksplozywny charakter i dynamika płac podwyższa się szybko i w krótkim czasie.

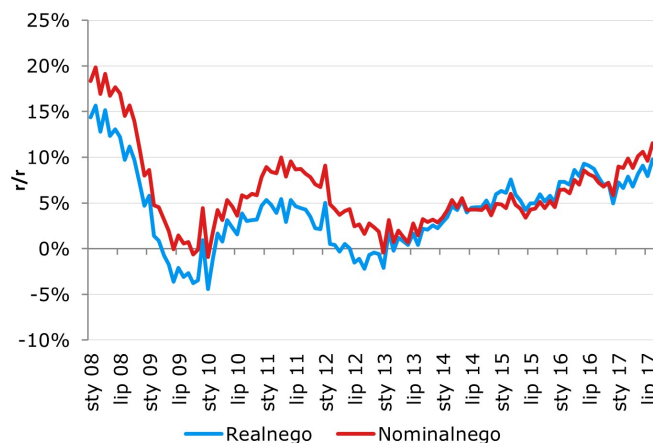


Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w sierpniu o 6,6% r/r, powyżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy (odpowiednio, 5,7 i 6,4% r/r). Jak co miesiąc, na temat przyczyn zaskoczenia możemy tylko spekulować. Tym niemniej, podejrzewamy, że za przyspieszenie po stronie płac odpowiadał splot korzystnych czynników: normalizacja dynamiki wynagrodzeń w górnictwie (w poprzednich miesiącach dynamika wahała się o kilkadziesiąt pkt. proc.); efekty bazowe w przetwórstwie przemysłowym i w budownictwie; silne trendy wzrostowe w większości sektorów usługowych (w sekcji N dynamika mogła przekroczyć 8%). Szczegóły odczytu są jednak w chwili obecnej drugorzędne: wynagrodzenia nominalne rosną obecnie najszybciej od 2009 r. i skala możliwego przyspieszenia, biorąc pod uwagę narosłe na rynku pracy nierównowagi, jest ogromna. W naszej opinii dynamika płac może na koniec roku sięgnąć 8%.



Stabilna dynamika zatrudnienia i przyspieszenie po stronie płac wypchnęły dynamiki funduszu płac na nowe cykliczne maksimum: w ujęciu nominalnym fundusz płac przyspieszył z 9,6 do 11,6% r/r, w ujęciu realnym – z 7,9 do 9,8% r/r. W takich warunkach nie należy oczekiwać istotnego spowolnienia konsumpcji w II połowie b.r.

Dynamika funduszu płac



Na tym etapie ożywienia gospodarczego i przy takiej skali niedopasowania popytu i podaży na rynku pracy dynamiczny wzrost wynagrodzeń nie powinien nikogo dziwić. Przyspieszenie w płacach wpisuje się również w regionalne trendy. Warto w tym miejscu zauważyć, że jeśli porównamy jabłka z gruszkami i skorygujemy o efekty podwyżek płacy minimalnej (na Węgrzech o 25% dla pracowników wykwalifikowanych i 15% dla pozostałych, do tego obniżka składek na ubezpieczenie zdrowotne), różnice w dynamikach wynagrodzeń między krajami regionu nie wykraczają poza implikowane przez różnice w stopach bezrobocia lub pozycji cyklicznej gospodarek. Oznacza to równocześnie, że mechanika polskiego rynku pracy jest najzupełniej normalna i oczekiwania ożywienia bez wzrostu wynagrodzeń i wzrostu wynagrodzeń bez inflacji są iluzoryczne. W takim kontekście należy oceniać zapewnienia RPP i jej członków o braku nierównowag na rynku pracy, ograniczonej presji płacowej i umiarkowanej dynamice jednostkowych kosztów pracy. Z każdym kolejnym miesiącem ten konsensus (podzielany przez uczestników rynku – obecnie pierwsza podwyżka jest wyceniana na I połowę 2019 r.) jest coraz kruchszy, ale do jego rozkruszenia potrzebne będą bardziej zdecydowane wzrosty inflacji. Na ten moment przyjdzie nam poczekać najprawdopodobniej do przyszłego roku.

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD stabilny – praktycznie bez zmian na bazie dziennej, a zmienność w ciągu dnia nie przekraczała pół centa – z tego względu nie ma sensu skupiać się na pojedynczych ruchach. Możemy tylko powtórzyć, że w dalszym ciągu głównym czynnikiem, który może sprokurować przełom i większą na EURUSD jest mocniejszy dolar. Strona eurowa tej pary walutowej jest w dużej mierze zafiksowana przy obecnej postawie EBC i stabilizacji kursu efektywnego euro (co oznacza, że i bank, i rynki będą miały większą tolerancję na wzrosty samego EURUSD), podczas gdy sprężynka na dolarze pozostaje tak naciągnięta, jak w poprzednich tygodniach. Dzisiejsze publikacje nie mają szans na poruszenie rynkami – w przeciwieństwie do jutrzejszego posiedzenia Fed. Z tego względu rynki mogą w oczekiwaniu na Fed ograniczyć zmienność.

## EURUSD technicznie

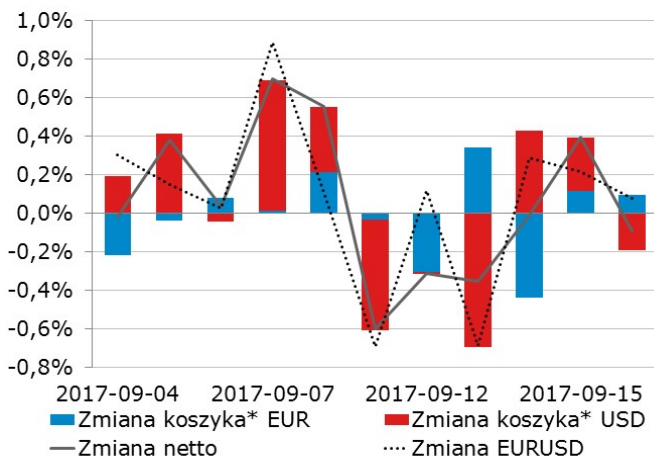
**Pozycja:** Brak.

**Preferencja:** Wybicie w dół z kanału wzrostowego.

Konsolidacja w nożycach pomiędzy średnimi (MA30 i MA55) na wykresie 4h zakończyła się wybiciem w górę. Notowania na razie nie doszły jeszcze do 1,20, co jednak nie jest potrzebne aby kurs z powrotem znalazł się w kanale wzrostowym na wykresie dziennym. Jeżeli dzisiaj kurs pozostanie wewnątrz wspomnianego kanału, to będzie to nie tyle sygnał wzrostowy, lecz ostateczne potwierdzenie zakończenia ostatniego spadku. W szerszej perspektywie niewiele się zmieniło, spodziewamy się teraz konsolidacji w okolicy 1,19-1,20. Dojście do ostatnich maksimum lokalnych (1,21) wydaje się mało prawdopodobne bez impulsów wzrostowych. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,1855	1,2570
1,1511	1,2092
1,1104	1,2092

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Dzień słabości złotego. EURPLN rósł wczoraj praktycznie bez większych przestojów przez cały dzień i sięgnął 4,2960 (czyli maksimum z poprzedniego miesiąca). Na słabość złotego złożył się ruch na walutach EM (TRY i ZAR traciły wczoraj prawie 2%, PLN był zatem w gronie „średniaków”) i wyprzedaż SPW (wzrost rentowności 10-latek o ponad 3 pb). Dodatkowo, zaczęły się pojawiać niekorzystne rekomendacje dla polskich aktywów, co mogło dolać oliwy do ognia. Kontynuacja wczorajszego ruchu zależy od utrzymania niekorzystnego oddziaływania czynników globalnych oraz od kwestii technicznych (więcej na ten temat w komentarzu obok) i udanego przełamania 4,30 - jeśli w obydwu okienkach postawimy "x", otworzy się przestrzeń do osłabienia złotego w kierunku 4,35/4,40 za EUR. Negatywne dla złotego czynniki, o których wspominaliśmy wielokrotnie (wyższa premia za ryzyko lokalne, konflikt z KE, spóźniona w stosunku do stanu gospodarki RPP - wczorajsze dane z rynku pracy potwierdzają ten stan rzeczy), nie przestały wszakże oddziaływać. Dzisiejsze dane powinny przejść bez echa.

## EURPLN technicznie

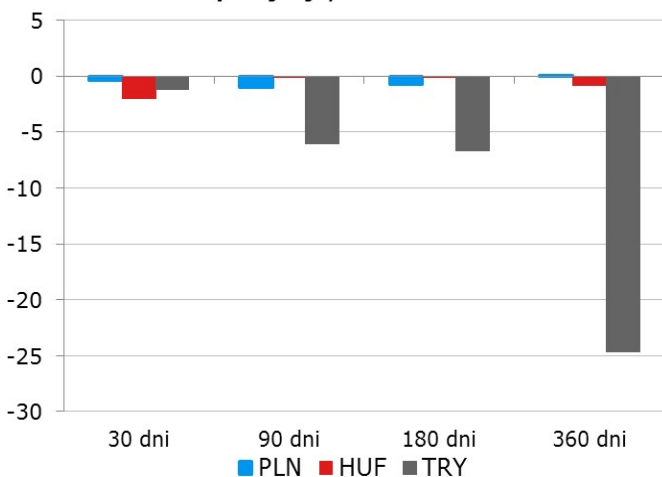
**Pozycja:** Złapane zlecenie T/P po 4,2950 na małej pozycji long po 4,2680 (270 ticków zysku).

**Preferencja:** Kanał wzrostowy.

Kurs EURPLN wczoraj systematycznie rósł przebijając się przez pas oporów w okolicy 4,2850/4,2950. Notowania doszły aż do maksimum lokalnego 4,2960, a my złapaliśmy zlecenie T/P inkasując 270 ticków zysku. Dopóki ostatni wspomniany opór nie zostanie złamany, nie mamy gwarancji, że kurs domknie całą przestrzeń na ruch w górę w ramach kanału wzrostowego. Przestrzeń ta nie jest szczególnie imponująca, wynosi około 2 figury. Oznacza to, że nie widzimy okazji do zarobku grając dalej long. Z drugiej strony, nie pojawiły się jeszcze sygnały spadkowe, dlatego nie zamierzamy także grać korekty. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
4,2230	4,4345
4,2008	4,3536
4,1591	4,2919

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.75	1.79
2Y	1.87	1.91
3Y	2.00	2.04
4Y	2.13	2.17
5Y	2.26	2.30
6Y	2.38	2.42
7Y	2.47	2.51
8Y	2.56	2.60
9Y	2.64	2.68
10Y	2.71	2.75

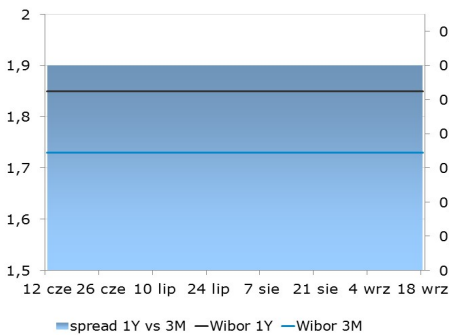
depo	BID	ASK
ON	1.41	1.58
1M	1.21	1.41
3M	1.51	1.71

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2835
USD/PLN	3.5881
CHF/PLN	3.7376

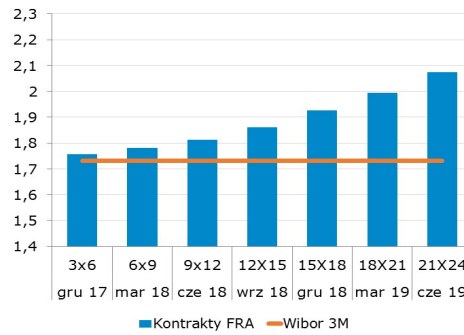
FRA	BID	ASK
1x2	1.64	1.69
1x4	1.72	1.75
3x6	1.73	1.76
6x9	1.75	1.78
9x12	1.78	1.81

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1953
EUR/JPY	133.34
EUR/PLN	4.2900
USD/PLN	3.5904
CHF/PLN	3.7282

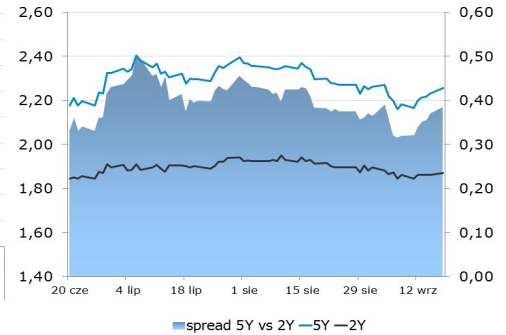
### WIBOR 3M i 1Y



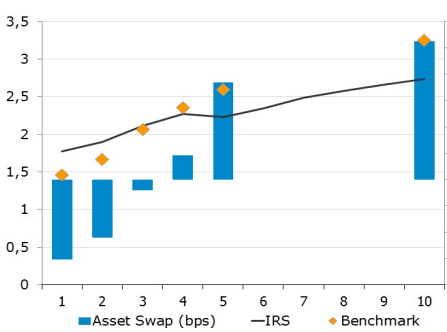
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



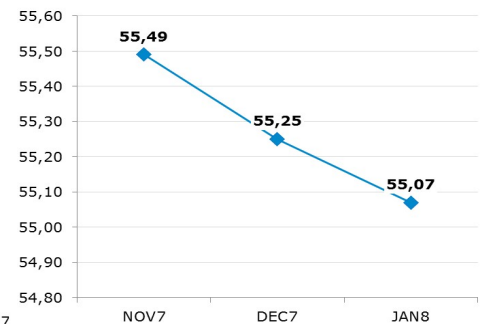
### Asset swap i IRS



### 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.