

20 września 2017

Raport Dzienny

mBank Research

www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/

[@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		
18.09.2017 PONIEDZIAŁEK							
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
19.09.2017 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	wrz		86.2	86.7	87.9
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	wrz		12.0	10.0	17.0
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego (%)	sie		0.90	0.90	0.90
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	sie	5.7	5.9	6.2	8.8
14:00	POL	PPI r/r (%)	sie	3.1	2.9	2.2	3.0
14:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	sie	6.4	7.1	7.1	7.6
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	sie		1180	1155	1190
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	sie		1210	1230 (r)	1300
20.09.2017 ŚRODA							
16:00	USA	Sprzedaż d. na r.wtórny (mln)	sie		5.48	5.44	
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	wrz		1.25	1.25	
21.09.2017 CZWARTEK							
	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	
22.09.2017 PIĄTEK							
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 globalna: Dzisiejszy dzień upłynie pod znakiem oczekiwania na wieczorną decyzję FOMC, więcej na ten temat można przeczytać w sekcji analiz.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Produkcja przemysłowa w sierpniu wzrosła o 8,8 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosła o 5,9 proc. (więcej w sekcji analiz).
- GER: Zaufanie analityków i inwestorów instytucjonalnych (ZEW) we wrześniu mocno się poprawiło. Indeks mierzący oczekiwania tych grup, co do wzrostu gospodarczego Niemiec, wyniósł 17,0 pkt. wobec 10,0 pkt. miesiąc wcześniej.
- HUN: Narodowy Bank Węgier obniżył limit środków, jakie instytucje finansowe będą mogły ulokować na 3 miesięcznym depozycie w banku centralnym w IV kw. do 75 mld HUF z 300 mld HUF w III kw.

Decyzja RPP (04.10.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.454	0.003
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.241	-0.006
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.264	0.001
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Dziś decyzja Fed: rozpoczęciu normalizacji bilansu będzie towarzyszyć gołębia retoryka.

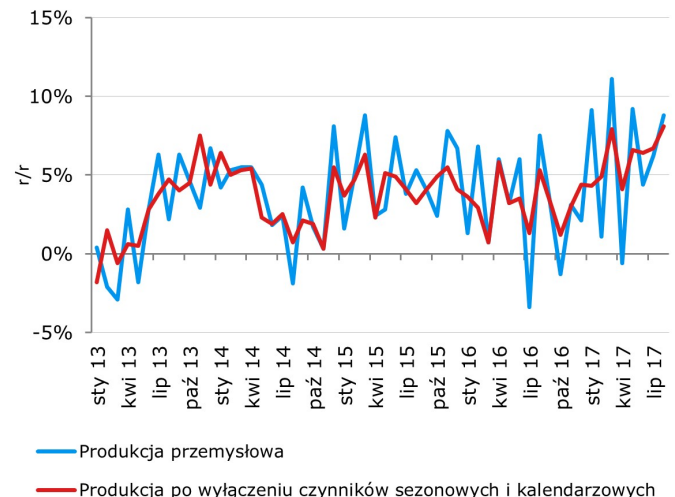
Dziś o 20:00 czasu polskiego zostanie opublikowana decyzja Fed, a o 20:30 rozpocznie się konferencja prasowa J. Yellen. Główny parametr polityki pieniężnej, stopa funduszy federalnych, nie ulegnie zmianie (przedział 1,00-1,25%). Nie oznacza to jednak, że w polityce pieniężnej USA nie zmieni się nic – wręcz przeciwnie, dziś wieczorem zostanie ogłoszony początek normalizacji bilansu – rozłożonego na lata procesu jego zmniejszania, który na początku będzie mieć formę stopniowego, ale systematycznego ograniczania reinwestycji wpływów z zapadających papierów i płatności kuponowych.

W komunikacie należy się spodziewać utrzymania pozytywnych ocen gospodarki i rynku pracy, przy zachowaniu ostrożnego komentarza do danych inflacyjnych. To właśnie temat inflacji stanowił w ostatnich miesiącach największą zagwozdkę dla rynków i największe źródło niepewności dla członków FOMC – można oczekiwać, że temat ten pojawi się na konferencji prasowej J. Yellen. Uważamy, że w tej kwestii nie dojdzie do nagłego jastrzębiego skrętu i powtórzone zostaną elementy dotychczasowej retoryki, akcentujące niepewność co do przyczyn słabości inflacji. Zostanie to również odzwierciedlone w niższych prognozach inflacji na ten rok. Kropki na 2017 r. przesuną się w dół, wskazując na jeszcze jedną podwyżkę (część członków jeszcze w czerwcu widziała dwie), możliwe jest też przesunięcie kropek za kolejne lata, choć nie jest jasne, jaki odsetek członków komitetu zweryfikował swoje średnioterminowe oczekiwania pod wpływem tegorocznej słabości inflacji.

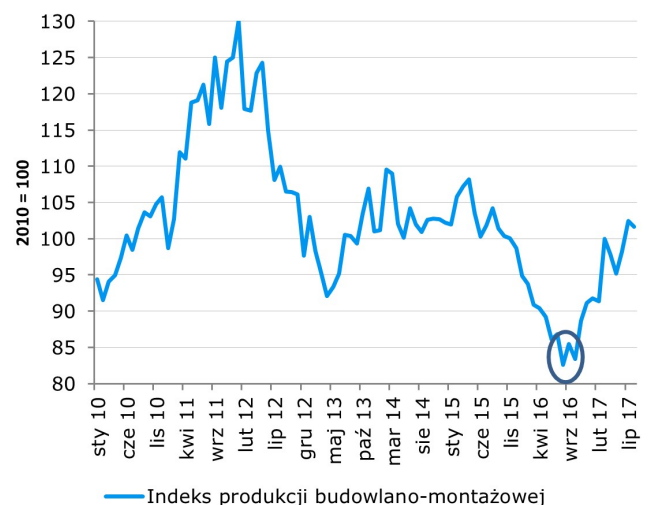
Summa summarum, o ile posiedzenie powinno mieć gołębi wydźwięk, o tyle reakcja rynku będzie zależeć też od oczekiwań jego uczestników. Wprawdzie większość wspomnianych wyżej aspektów dzisiejszego posiedzenia wydaje się być zbliżona do konsensusu, ale zachowanie rynków w ostatnich dniach (wzrosty rentowności) wskazuje na dość istotną krótkoterminową zmianę pozycjonowania. W naszej opinii oznacza to, że gołębie posiedzenie zostanie odebrane gołębio.

Zdecydowane odbicie produkcji przemysłowej zapowiada zdecydowane przyspieszenie PKB w III kwartale.

Produkcja przemysłowa wzrosła w sierpniu w ujęciu rocznym aż o 8,8%, bijąc na głowę oczekiwania rynku i nasze (odpowiednio, 5,9 i 5,7% r/r). Lustrzanym odbiciem tej niespodzianki jest solidne momentum produkcji – wynoszący aż 3,2% miesięczny (po odsezonowaniu) wzrost produkcji to najlepszy jednorazowy wynik przemysłu od marca 2010 r. Nasze ostrożne prognozy opierały się na niemrawych wskazaniach PMI (subindeks produkcji w tym wskaźniku w tym roku bardzo dobrze korelowały się z produkcją przemysłową) i założeniach słabego wyniku produkcji samochodów. Tymczasem, w sierpniu zanotowano silne i zsynchronizowane odbicie w większości sektorów – w aż siedmiu z nich dynamika produkcji przekroczyła 10% r/r. W kolejnych miesiącach należy spodziewać się utrzymania wysokich wzrostów produkcji przemysłowej – jej trend to obecnie ponad 7% rocznie, więcej niż w jakimkolwiek momencie obecnej fazy ożywienia gospodarczego.



Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w sierpniu o 23,5% w ujęciu rocznym, zgodnie z konsensem rynkowym oraz nieco niżej niż wskazywała na to nasza optymistyczna prognoza. Po wyeliminowania czynników sezonowych miesięczna dynamika minimalnie spadła (o 0,8%), co oznacza, że za odczyt odpowiada głównie efekt niskiej bazy – sierpień zeszłego roku wyznaczył dołek w sektorze budowlanym. Nie utrzymało się przez to pozytywne momentum z lipca, a wcześniejsze sygnały ożywienia (dane Ministerstwa Finansów) nie znajdują dalszego potwierdzenia – więcej na temat struktury produkcji budowlanej i losów inwestycji publicznych będziemy mogli powiedzieć za miesiąc, po uzyskaniu szczegółowych danych o produkcji budowlanej za III kwartał. Warto po raz kolejny podkreślić, że obecnie inwestycje prywatne nie są w Polsce problemem (rosną w solidnym tempie kwartał do kwartału), a największym hamulcem pozostają inwestycje publiczne, których udział w PKB spadł na przełomie 2016 i 2017 r. poniżej poziomów sprzed wejścia Polski do UE, tj. do ok. 3% PKB. Ta niska baza (i dziura na poziomie 2% PKB relatywnie do unijnych górerek) i kalendarz wydatkowania środków unijnych oznaczają jednak, że do rocznych dynamik tej kategorii w okolicy 20% należy się przyzwyczaić.

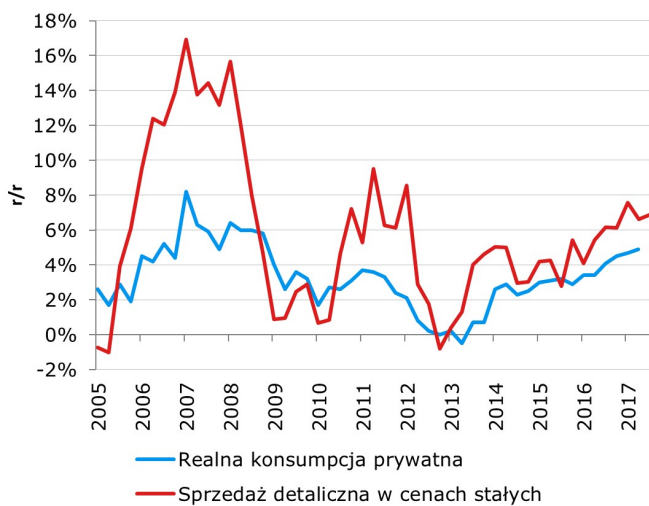


Sprzedaż detaliczna urosła w sierpniu o 7,6% r/r w ujęciu nominalnym (6,9% w ujęciu realnym). To wynik wyższy od naszych oczekiwań oraz od konsensusu rynkowego. Za pomyłkę w naszej prognozie odpowiada solidne zniżenie (przez nas) sprzedaży w kategorii „pozostałe”. W rzeczywistości wzrosła

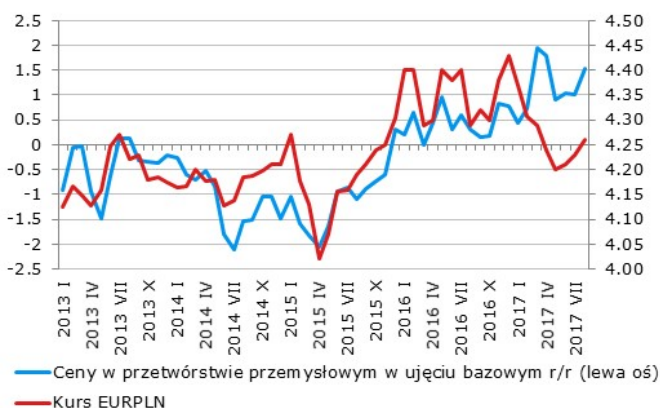
ona aż o 6,2% w ujęciu rocznym – to bardzo wysoki odczyt, biorąc pod uwagę różnicę dni roboczych oraz uwarunkowania sezonowe. Być może to tylko jednomiesięczny szum, być może odzwierciedlenie nowej fali zakupów mieszkań (ta kategoria sprzedaży odpowiada głównie za ich wykańczanie) oraz ogólnie świetnych nastrojów konsumentów. Po dzisiejszych danych spowolnienie konsumpcji w ujęciu rocznym w III kwartale wydaje się mało prawdopodobne. Sytuacja na rynku pracy oraz nowe rekordy na funduszu płac tylko sprzyjają kontynuacji wydatków konsumpcyjnych. Solidne przyspieszenie wzrostu w III kwartale wyniknie nie tylko z oderwania inwestycji od zera, ale także z utrzymania bardzo wysokiej dynamiki wydatków konsumpcyjnych.

że wzrost gospodarczy w III kwartale może sięgnąć 4,5% r/r. Bardzo dobry wynik przemysłu sierpnia i zbliżona do oczekiwań dynamika produkcji budowlanej nie tylko przypieczętują tę prognozę, ale wręcz ją poprawiają. Na podstawie dostępnych danych miesięcznych możemy obecnie szacować wzrost gospodarczy na 4,5-4,7% r/r, przy dynamice inwestycji i konsumpcji prywatnej w pobliżu 5% r/r.

Po danych umocnił się złoty (o ok. 1 grosz w stosunku do euro), nieznacznie wzrosły też rentowności obligacji wzdłuż całej krzywej. Biorąc pod uwagę skalę i kierunek niespodzianek w ostatniej serii danych, spokój, z jakim rynki przyjęły te publikacje, może zaskakiwać. Tym niemniej, jak wskazywaliśmy wielokrotnie, dopóki wyraźne oznaki wzrostu presji inflacyjnej nie ujawnią się w danych CPI (a zwłaszcza w inflacji bazowej), dopóty rynki będą w całości „kupować” gołębią retorykę RPP. Dla samej RPP dane te są oczywiście zbieżne z preferowanym, optymistycznym scenariuszem dla polskiej gospodarki. Tym niemniej, kolejna runda projekcji inflacyjnych NBP może przynieść już wyższą ścieżkę PKB (punkt startowy w II kwartale i prognoza na kolejny) i dodatnią lukę popytową.



Ceny producentów wzrosły w sierpniu o 3,0%, blisko naszej prognozy 3,1% i nieco powyżej konsensusu rynkowego. Sporo w tym zasługi wzrostów nośników energii w przemyśle (koks i produkty rafinacji ropy naftowej +2,7% m/m), ale ceny w całym przetwórstwie też wzrosły, odzwierciedlając – tradycyjnie już – wzrosty kursu walutowego (patrz rysunek). Przy bieżących tendencjach cen ropy naftowej i kursu walutowego, ceny producentów wygenerują solidną niespodziankę w kolejnym miesiącu. Z biegiem czasu należy też spodziewać się, że przedsiębiorstwa będą próbowały rekompensować sobie wzrosty kosztów materiałowych i pracy wyższymi cenami wyrobów. Tym samym do bieżącego obrazu procesów cenowych dojdzie klasyczna, kosztowa presja inflacyjna generowana przez domykanie się luki PKB i wystąpienia zjawiska rzadkości bieżących zasobów po bieżących cenach.



W komentarzu do danych lipcowych ostrożnie sugerowaliśmy,

EURUSD fundamentalnie

EURUSD pozostawał w przedziale 1,19-1,20 podczas wczorajszej sesji. Póki co nie są to więc kierunkowe ruchy, lecz szum. W dzień posiedzenia Fed wchodzimy z koszykowo słabszym dolarem i wyższymi rentownościami. Fakt ten jest do pogodzenia w zasadzie jedynie przy założeniu, że impuls do wyższych rentowności pochodzi ze strefy euro i przejściowo wyższych cen ropy naftowej (rynkowe oczekiwania inflacyjne w USA zareagowały na wzrosty cen ropy silniej niż europejskie). Fed ma dziś małą szansę na jastrzębie zaskoczenie (patrz nasz komentarz), lecz retoryka nie powinna odbiegać od znanych już dość dobrze komentarzy poszczególnych członków. Przy realnym ryzyku obniżenia prognoz inflacji, preferowanej ścieżki stóp procentowych przez niektórych członków oraz (być może) obniżeniu stopy długoterminowej dla Fed Funds trudno nam uwierzyć, że Yellen będzie w stanie umocnić dolara i napędzić wzrosty rentowności. Kontynuacja wzrostów EURUSD wisi w powietrzu, tym bardziej że giełda oczekiwania na EBC też powoli się rozkręca.

EURUSD technicznie

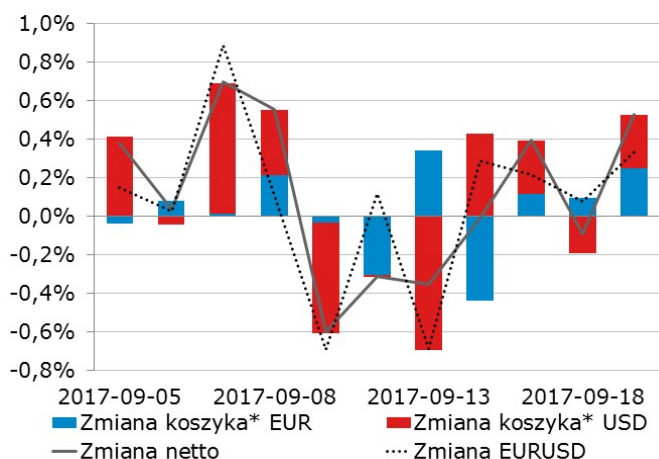
Pozycja: Brak.

Preferencja: Wybicie w dół z kanału wzrostowego.

Kurs EURUSD wczoraj umiarkowanie wzrastał cementując na wykresie 4h krótki trend wzrostowy. Przebite zostało maksimum lokalne z ostatniego tygodnia, a także poziom 1,20, jednak nie widzimy na razie impulsów wzrostowych, które mogą szybko sprowadzić notowania do 1,21. Przestrzeń do tego poziomu jest w zasadzie wolna od oporów. Dzisiaj sporo namieszać mogą czynniki fundamentalne (czytaj więcej obok). Na razie nie widzimy okazji do zarobku, granie long zaczyna być atrakcyjne dopiero, jeżeli zakładamy się o przebicie poziomu 1,2092, do czego na razie nie widzimy podstaw. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,1855	1,3993
1,1511	1,2570
1,1104	1,2092

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN spadł nieznacznie z lokalnych maksimów. Potwierdziły się tym samym przypuszczenia czysto techniczne, że przy obecnych poziomach potrzebny jest silny impuls, aby kurs walutowy wystrzelił ponad 4,30. Wraz z odsuwaniem w czasie reformy sądownictwa oraz coraz większymi wątpliwościami odnośnie ostatniej prezydenckiej ustawy frankowej (to póki co tylko doniesienia prasowe, jednak pojawiające się argumenty mogą być źródłem nowych wątpliwości po stronie legislatywy, gdzie ustawa już się znajduje) negatywny czynnik krajowy wydaje się słabnąć. Przykrywa go dodatkowo świetna sfera realna i solidne przyspieszenie gospodarki już w III kwartale. Tym niemniej super stymulujący policy mix może być na tym etapie już powoli problemem, bo oczekiwania na stopy procentowej plasują się bardzo nisko, a intencją RPP jest chyba nawet dalsze przesuwanie ich w czasie. W tym kontekście należy patrzeć na dzisiejsze posiedzenie Fed. Spodziewamy się raczej gołębiego wydzwieku, stąd też nawet niskie oczekiwane stopy w PLN nie powinny być problemem. Chwilowo zobaczyliśmy już prawdopodobnie maksimum na EURPLN.

EURPLN technicznie

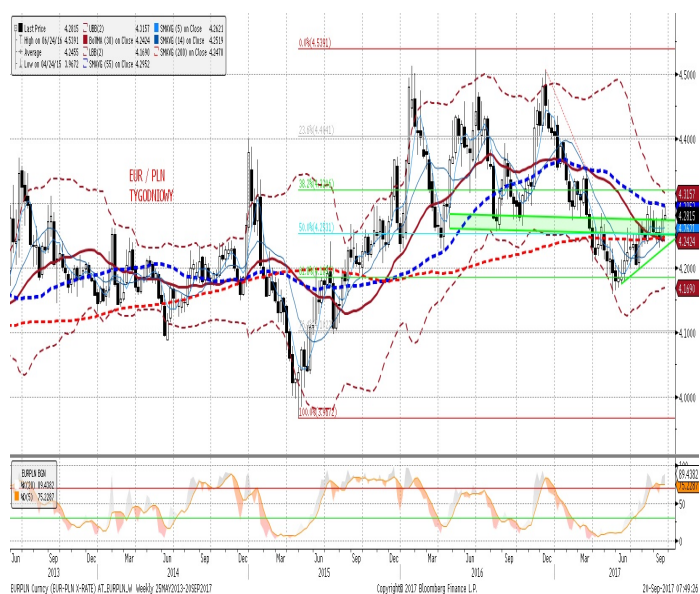
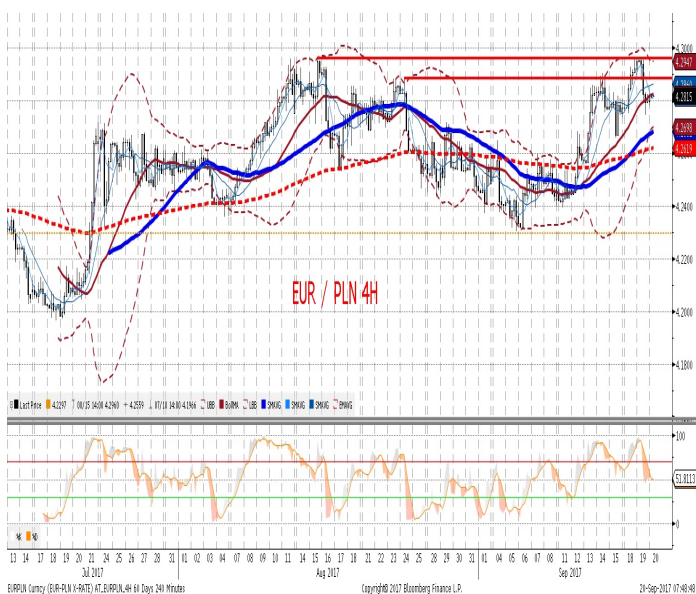
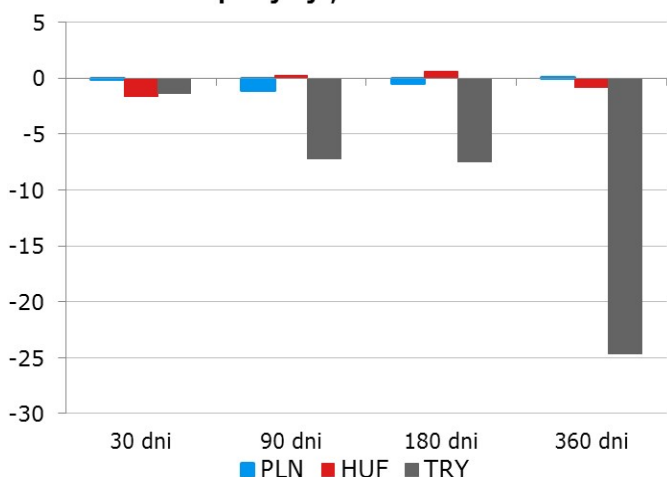
Pozycja: Otwieramy warunkową pozycję long po 4,2720 oraz T/P 4,2600.

Preferencja: Kanał wzrostowy.

Nieudany atak na maksimum lokalne 4,2960 spowodował korektę spadkową na ponad figurę. Notowania doszły do MA30 na wykresie 4h, jednak zatrzymały się jeszcze przed MA200 na wykresie dziennym. Ruch nie był wspierany dywergencją (patrzac pod lupą na wykresie dziennym zabrakło jednego pipsa), dlatego jego zasięg powinien być ograniczony. Spodziewamy się powrotu do ruchu w ramach trendu wzrostowego, jednak nie wykluczamy, że korekta sięgnie poziomów wsparcia w okolicy 4,26/4,27. Widzimy okazję do zarobku grając long, otwieramy jednak zlecenie warunkowe, żeby nie grać ze zbyt szerokim zleceniem S/L.

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	1.76	1.80
2Y	1.91	1.95
3Y	2.05	2.09
4Y	2.19	2.23
5Y	2.33	2.37
6Y	2.45	2.49
7Y	2.55	2.59
8Y	2.64	2.68
9Y	2.72	2.76
10Y	2.79	2.83

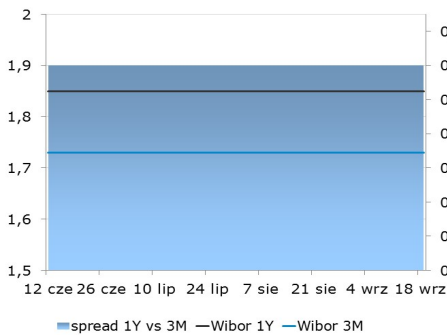
depo	BID	ASK
ON	1.45	1.55
1M	1.25	1.45
3M	1.32	1.52

FRA	BID	ASK
1x2	1.64	1.69
1x4	1.70	1.75
3x6	1.73	1.76
6x9	1.76	1.81
9x12	1.79	1.85

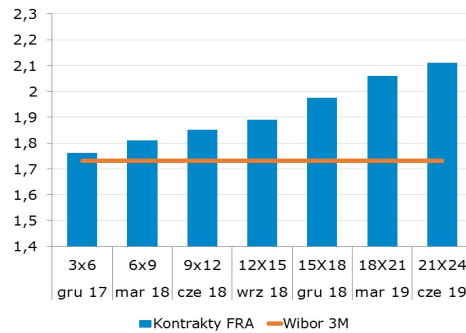
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2930
USD/PLN	3.5821
CHF/PLN	3.7264

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1992
EUR/JPY	133.83
EUR/PLN	4.2788
USD/PLN	3.5681
CHF/PLN	3.7068

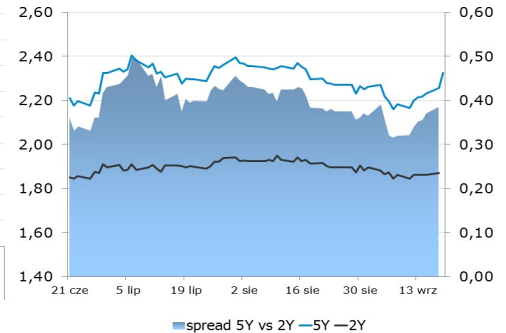
WIBOR 3M i 1Y



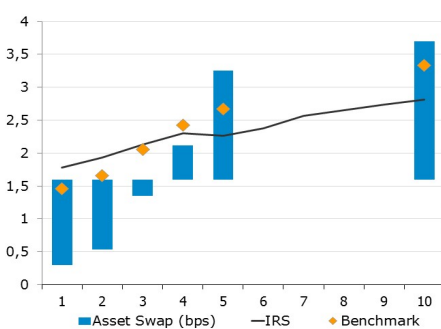
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



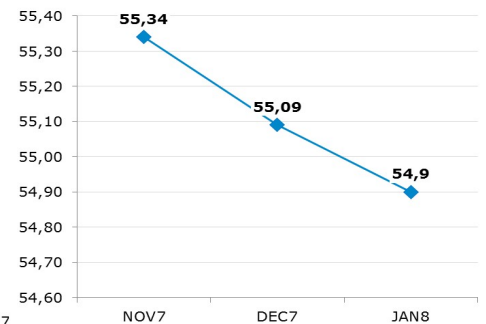
Asset swap i IRS



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.