

21 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 zagranicą 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	5.35
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	wrz		1.25	1.25	1.25
21.09.2017 CZWARTEK							
5:15	JAP	Decyzja BoJ (%)	wrz		-0.10	-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 polska: Dzisiaj zostaną opublikowane Minutes RPP z wrześniowego posiedzenia. Nie powinny one zmienić postrzeżenia polityki monetarnej w Polsce, a przez to nie wpłyną znacząco na rynki.

Gospodarka globalna: W USA poza standardowym raportem z rynku pracy (liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych jest wciąż podwyższona za sprawą sezonu huraganowego) ujrzymy kolejny regionalny wskaźnik koniunktury, tym razem z okręgu Filadelfii.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Oceny bieżącej oraz przyszłej koniunktury wśród konsumentów pogorszyły się w stosunku do poprzedniego miesiąca.
- MF: Nadwyżka budżetu państwa po sierpniu wyniosła 4,9 mld zł.
- USA: Rezerwa Federalna pozostawiła bez zmian główną stopę procentową w przedziale 1,00-1,25 proc. (więcej w sekcji analiz).

Decyzja RPP (04.10.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.466	0.025
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.278	-0.008
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.387	0.000
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

USA: FOMC nie tak przestraszony, jak wcześniej poszczególni członkowie Fed

Podczas wczorajszego posiedzenia nie doszło do zmiany stóp procentowych, jednak miało ono jastrzębi wydźwięk. I nie chodzi o ogłoszenie (wreszcie) operacji ograniczania bilansu, gdyż ten instrument będzie działał w tle i zgodne ze ściśle określonym harmonogramem, który bez naprawdę istotnych zawirowań w gospodarce pozostanie niezmienny. W szczególności, od października skala reinwestycji zmniejszy się o 10 mld USD (6 mld to papiery skarbowe, 4 – hipoteczne) zaś z biegiem czasu bilans będzie redukowany maksymalnie o 50 mld USD miesięcznie. Podstawowym instrumentem polityki FOMC będzie stopa Fed Funds, zarówno dla temperowania aktywności gospodarczej, jak i do jej pobudzania. Jastrzębi wydźwięk komunikacji FOMC należy przypisać przede wszystkim jedynie kosmetycznej redukcji prognoz inflacji oraz jasnym sygnałom, że powróci ona do celu z uwagi na zacieśnienie rynku pracy oraz fakt, że ostatnie spadki inflacji zostały przez Fed zakwalifikowane do powodowanych przez czynniki słabo związane z ogólną sytuacją gospodarczą.

Jeszcze całkiem niedawno poszczególni członkowie Fed kreślili możliwość realizacji zgoła odmiennego scenariusza, wypowiadając się w nieco panicznym tonie o spadkach inflacji i możliwości odkładania podwyżek w przyszłość w wierze, że Fed łatwiej poradzi sobie z inflacją niż kolejną stagnacją. Ten zwrot tłumaczy naszym zdaniem całkowicie odbiór wczorajszego posiedzenia. Yellen argumentowała podczas konferencji tak, jakby wcale nie czuła się komfortowo z odkładaniem podwyżek stóp w czasie (szacunki naturalnej stopy bezrobocia nie będą się obniżać w nieskończoność) i gros wymienianych przez nią czynników ryzyka stanowiły te, które mogą mieć pro-inflacyjny charakter.

Wczorajsze posiedzenie FOMC zmienia naszym zdaniem optykę uczestników rynku. Od dawna pisaliśmy, że przy braku jasnych sygnałów na trwałość inflacji rynek zadowolony był tylko wykładnią od wiarygodnego banku centralnego. Tak też się stało. Co więcej, pokłosiem wcześniejszych, gołębih wypowiedzi członków Fed były dalsze kasandryczne wizje kreślone w raportach instytucji finansowych odnośnie do wpływu huraganu na aktywność gospodarczą, inflację i Fed. Huragan doczekał się osobnej wzmianki w komunikacie FOMC i jego efekty będą traktowane jako przejściowe. Stąd też cały rzut słabszych danych traci potencjał na generowanie niespodzianek odpowiedzialnych za zmianę trajektorii polityki pieniężnej. Z kolei wcześniej wspomniana już inflacja przestaje być tak ważna i asymetria w reakcji rynkowej uwidoczniona powinna się w przeciwnym kierunku (większa reakcja rynkowa na wzrosty inflacji niż jej spadki).

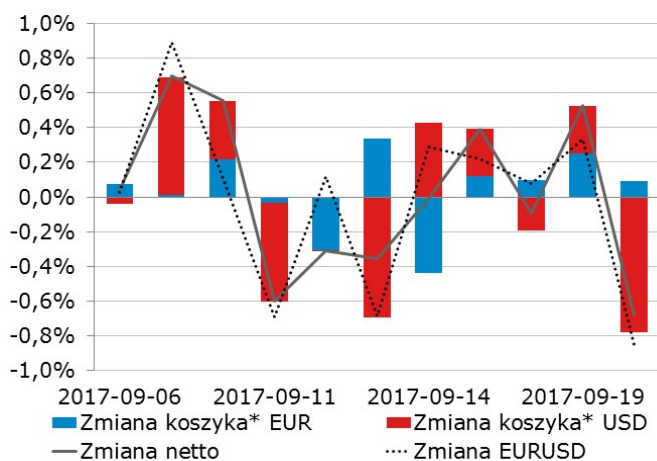
Po posiedzeniu stopy procentowe wzrosły, dolar umocnił się. Fed pozostaje na ścieżce zacieśnienia i grudniowe posiedzenie powinno być z obecnej perspektywy traktowane jako podwyżkowe (w praktyce prawdopodobieństwo podwyżki pewnie dość szybko wzrośnie do 70-80%, ale o faktycznym ruchu na stropach zadecydują dane). Umocnienie dolara i spadki EURUSD ułatwiają podjęcie decyzji o ograniczeniu bilansu przez EBC. Z kolei pierwszy sensowny pakiet fiskalny planowany przez Szwecję (około 3% PKB, pakiet praktycznie czysto wydatkowy) może rodzić pewne oczekiwania na podobną reakcję ze strony największych gospodarek strefy euro. Może przestymulowanie gospodarki stanie się nową modą? W efekcie rosnąć powinna

stopa wolna od ryzyka, a obligacje tracić komponent cenowy związany z egzogenicznym popytem ze strony zakupów banku centralnego. Komponent kredytowy polskiego długu jest bezpieczny, niemniej wzrosty stopy wolnej od ryzyka powinny mieć dominujący charakter, a w konsekwencji rentowności polskich obligacji powinny rosnąć.

EURUSD fundamentalnie

O ile mieliśmy rację co do konkretnych decyzji Fed i zmian w projekcjach, o tyle pewność przebijająca przez komentarze Yellen i ich jastrzębi wydźwięk (zwłaszcza w porównaniu z niektórymi wypowiedziami członków FOMC w poprzednich tygodniach) okazały się być zaskoczeniem. Prawdopodobnie pozycjonowanie rynku nie było tak przesunięte, jak podejrzewaliśmy na podstawie wzrostów rentowności w poprzednich dniach. EURUSD spadł wczoraj wieczorem jak kamień, o ponad 1,5 centa i zanegował tym samym wcześniejsze 5 dni wzrostów. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie, dla uzyskania większej (wzrostowej na USD, a więc spadkowej na EURUSD) korekty, niezbędna była poprawa danych inflacyjnych lub narzucenie rynkom nowej interpretacji dotychczasowych danych. Potwierdzając ocenę słabych danych o inflacji jako przejściowych i po raz wtóry wyrażając pewność co do jej powrotu do celu, Yellen właśnie to wczoraj zrobiła. Dodatkowo, rynki otrzymały pretekst do ignorowania słabych danych dotyczących aktywności gospodarczej i rynku pracy w najbliższym czasie jako związanych z huraganami. Summa summarum, przestrzeń do umocnienia dolara jest teraz otwarta.

Dekompozycja zmian EUR/USD



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

EURUSD technicznie

Pozycja: Brak.

Preferencja: Atak na dolną granicę kanału wzrostowego.

Za silny spadek kursu EURUSD odpowiadały wczoraj czynniki fundamentalne (czytaj więcej obok). Po tym ruchu notowania znajdują się zaraz ponad bardzo ważnym poziomem wsparcia 1,1860/80 (MA200 na wykresie 4h, MA30 na dziennym i dolna granica kanału na tygodniowym). Odbicie w górę od tego wsparcia oznacza pozostanie w kanale wzrostowym na wykresie tygodniowym i dalszy ruch w stronę 1,21+. Przełamanie będziemy traktowali nie jako korektę spadkową, ale po prostu przełamanie trendu wzrostowego, co otwiera drogę nawet do 1,15 w pierwszej fali. Można doszukiwać się przy tym formacji świecowych, nam wystarczy sam fakt wybicia z ponad półrocznego kanału. Nie jesteśmy na razie wystarczająco przekonani do żadnego z zarysowanych scenariuszy, dlatego pozostajemy dzisiaj poza rynkiem.

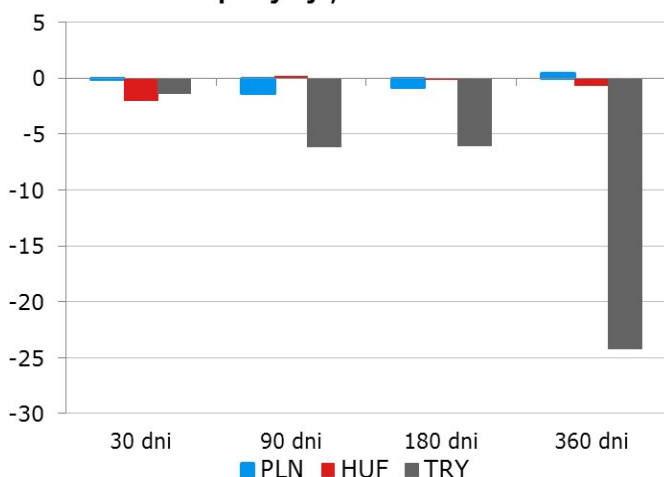
Wsparcie	Opór
1,1855	1,3993
1,1511	1,2570
1,1104	1,2092



EURPLN fundamentalnie

Wczorajsze załamanie EURUSD po jastrzębiej konferencji J.Yellen nie wpłynęło praktycznie w ogóle na złotego. Pomimo spadku premii za ryzyko kredytowe (wczoraj opublikowano kolejne dobre dane fiskalne) w średnim terminie jest to jednak zła wiadomość dla złotego. Obok wyższej ścieżki stóp procentowych w USA oznacza to również większe pole manewru dla EBC (słabsze euro koszykowo) i wyższą ścieżkę stóp proc. tamże. Przy niezmiennym zachowaniu i podejściu RPP, która ewidentnie nie pozwala oczekiwaniom dotyczącym podwyżek w Polsce przybliżać się w czasie, oznacza to zawężenie dysparytetu stóp procentowych i coraz większą presję na osłabianie złotego. Historycznie niski deficyt na rachunku obrotów bieżących jest wprawdzie dobrą polisą ubezpieczeniową od skrajnych scenariuszy, ale z tym powoli się żegnamy w miarę rozpędzania się gospodarki. O ile zatem krótkoterminowo o złotym może decydować apetyt na i awersja do ryzyka na rynkach globalnych i wycena premii za ryzyko krajowe, o tyle konstelacja czynników globalnych przemawia za jego słabością w średnim terminie.

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



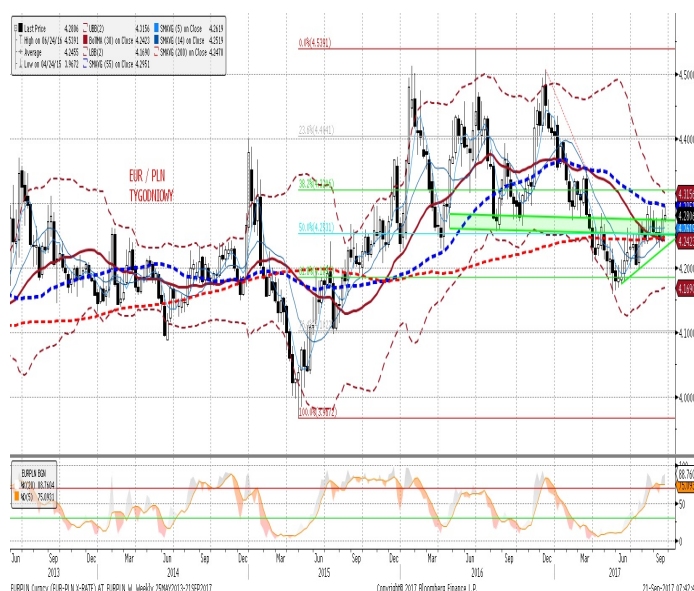
EURPLN technicznie

Pozycja: Zajęta warunkowo po 4,2720 mała pozycja long z S/L 4,2600.

Preferencja: Kanał wzrostowy.

Korekta spadkowa na kursie EURPLN sięgnęła wczoraj okolic 4,27 (MA55 na wykresie 4h, a MA200 na dziennym), przez co zajęliśmy warunkowo pozycję long. Notowania już powróciły do poziomu 4,28 i chociaż wciąż znajdują się poniżej MA30 na wykresie 4h, to średnia ta nie powinna stanowić zbyt długo ważnego oporu. W szerszym ujęciu kurs wciąż znajduje się w kanale wzrostowym na wykresie dziennym, jednak za sprawą ważnego oporu w okolicy 4,2960 nie mamy pewności, że w najbliższych dniach notowania dojdą go górnej granicy kanału (4,32/4,33). Wobec braku silnych impulsów wzrostowych koniecznych do przełamania wspomnianego oporu, nastawiamy się na ruch w ostatnim range i nieco ponad dwie figury zysku.

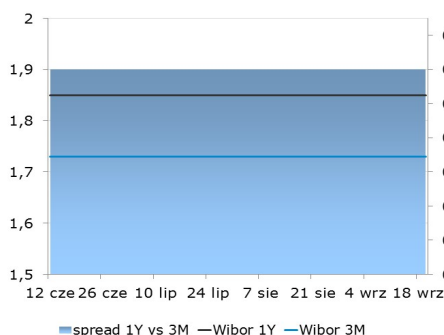
Wsparcie	Opór
4,2230	4,4345
4,2008	4,3536
4,1591	4,2919



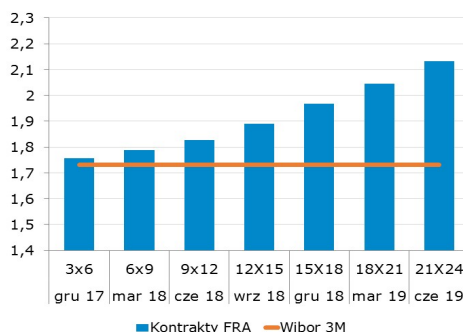
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.76	1.80	ON	1.30	1.60	EUR/PLN	4.2769
2Y	1.92	1.96	1M	1.46	1.66	USD/PLN	3.5619
3Y	2.05	2.09	3M	1.34	1.69	CHF/PLN	3.7092
4Y	2.19	2.23					
5Y	2.33	2.37					
6Y	2.44	2.48					
7Y	2.54	2.58					
8Y	2.63	2.67					
9Y	2.71	2.75					
10Y	2.79	2.83					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.64	1.69	EUR/USD	1.1892
1x4	1.72	1.75	EUR/JPY	133.42
3x6	1.73	1.76	EUR/PLN	4.2758
6x9	1.76	1.79	USD/PLN	3.5960
9x12	1.80	1.83	CHF/PLN	3.7046

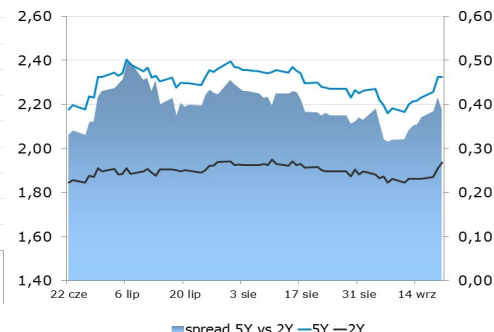
WIBOR 3M i 1Y



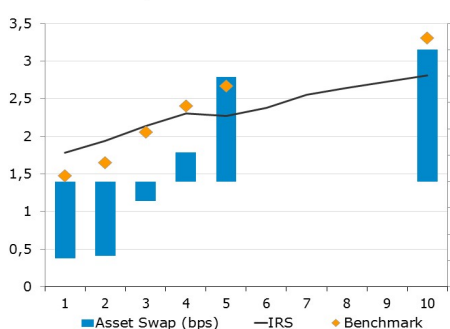
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



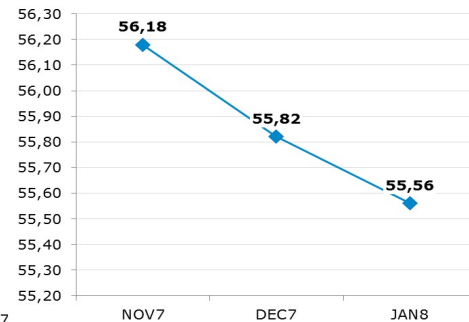
Asset swap i IRS



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.