

2 października 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>02.10.2017 PONIEDZIAŁEK</b>							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	wrz	52.5	53.2	52.5	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt.)	wrz		58.2	58.2	
10:30	GBR	PMI w przemyśle (pkt.)	wrz		56.2	56.9	
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	sie		9.0	9.1	
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt.)	wrz		53.0	53.0	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	wrz		57.5	58.8	
<b>03.10.2017 WTOREK</b>							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
<b>04.10.2017 ŚRODA</b>							
10:00	EUR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	wrz		55.6	55.6	
10:30	USA	PMI w usługach (pkt.)	wrz		53.2	53.2	
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	sie		0.3	-0.3	
	POL	Decyzja RPP (%)	paź	1.50	1.50	1.50	
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	wrz		160	237	
14:45	USA	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	wrz		55.1	55.1	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	wrz		55.1	55.3	
<b>05.10.2017 CZWARTEK</b>							
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	30.09		265	272	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sie		1.0	-3.3	
<b>06.10.2017 PIĄTEK</b>							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sie		0.7	-0.7	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (%)	wrz		85	156	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	wrz		4.4	4.4	
14:30	USA	Przeciętne zarobki godzinowe m/m (%)	wrz		0.3	0.1	

## W tym tygodniu...

**Gospodarka polska:** PMI w przemyśle (publikacja dziś rano) najprawdopodobniej pozostał na niezmiennym w stosunku do sierpnia poziomie – naszym zdaniem efekty ograniczeń podaźowych będą wciąż równoważyć poprawę koniunktury widoczną w innych wskaźnikach (w tym zagranicznych). We wtorek rozpocznie się dwudniowe posiedzenie RPP, na którym stopy proc. zostaną utrzymane bez zmian. W znanym z poprzednich miesięcy tonie zostanie również utrzymana retoryka RPP. Dominować będzie optymistyczne spojrzenie na gospodarkę i perspektywę wzrostu PKB, ostrożna ocena stanu rynku pracy, sceptycyzm co do presji płacowej i pochwały zrównoważenia polskiej gospodarki. Dopóki w danych inflacyjnych nie ujawni się jednoznaczny sygnał wzrostu presji inflacyjnej, RPP będzie prezentować gołębią retorykę.

**Gospodarka globalna:** Tydzień rozpocznie się od publikacji danych o koniunkturze za wrzesień – będą to wskaźniki PMI (w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych finalne dane za wrzesień, w pozostałych krajach odczyty wrześniowe) oraz indeksy ISM w Stanach Zjednoczonych, przy czym dane dla przemysłu zobaczymy w poniedziałek, a publikacje z sektora usług w środę. Generalnie, można spodziewać się utrzymania bardzo dobrych nastrojów przedsiębiorstw. W przypadku danych amerykańskich istnieje pewne prawdopodobieństwo, że na ocenę koniunktury negatywnie wpłyną huragany, natomiast skwantyfikowanie tego wpływu jest praktycznie niemożliwe. Pod negatywnym wpływem huraganów będą też dane z amerykańskiego rynku pracy – można spodziewać się skromnego wzrostu zatrudnienia we wrześniu. Odwrócenie niekorzystnych efektów kalendarzowych spowoduje za to odbicie dynamiki wynagrodzeń.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

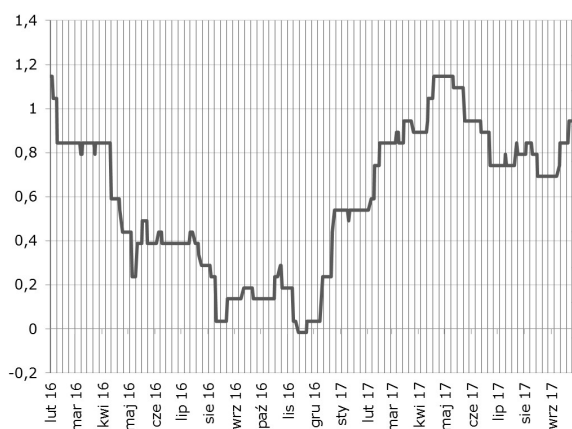
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych we wrześniu wzrosły o 2,2 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,4 proc.
- MF: W IV kwartale Ministerstwo Finansów planuje 2 przetargi sprzedaży obligacji z łączną podażą 8,0-16,0 mld zł. MF planuje też przeprowadzić 3 przetargi zamiany; do odkupu planuje obligacje zapadające w 2018 r.
- Moody's: Perspektywa polskiego systemu bankowego pozostaje stabilna. W ocenie agencji, solidny wzrost gospodarczy w Polsce równoważy nieprzewidywalną politykę rządu.

Decyzja RPP (04.10.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.471	0.024
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.344	0.035
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.358	0.005
<b>PROGNOZA mBanku</b>		<b>Dotyczy benchmarków Reuters</b>		
<b>bez zmian</b>				

## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

### POLSKA

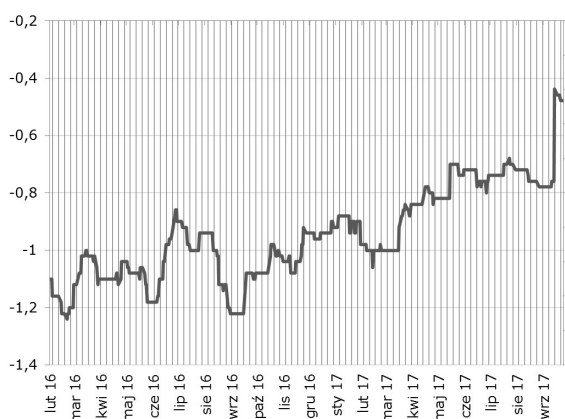
Indeks zaskoczeń dla Polski



Inflacja okazała się wyraźnie wyższa od oczekiwań, co pochnęło polski indeks zaskoczeń do góry. W tym tygodniu jedynie dane PMI mogą ten wyczyn powtórzyć i przedłużyć jego dobrą passę.

### STREFA EURO

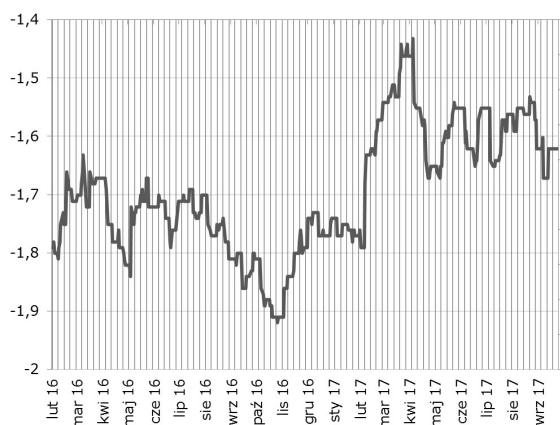
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Delikatny spadek europejskiego indeksu zaskoczeń za sprawą publikacji danych o sprzedaży detalicznej w Niemczech. Nowy tydzień to finalne dane o koniunkturze w strefie euro - można spodziewać się niewielkich zmian indeksu.

### USA

Indeks zaskoczeń dla USA

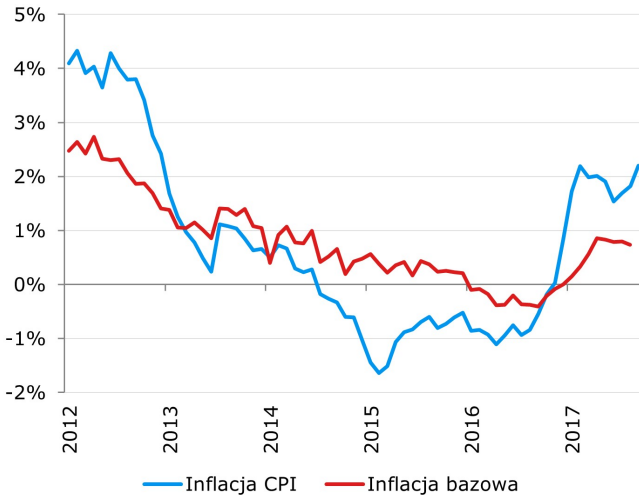


Dobre dane o koniunkturze (indeks Chicago PMI) zrównoważone zostały przez kiepski odczyt wydatków konsumpcyjnych, w efekcie amerykański indeks zaskoczeń nie zmienił się w poprzednim tygodniu. Najbliższe dni przyniosą m.in. publikację wskaźników ISM i danych z rynku pracy. Okazji do poruszenia indeksem zatem nie zabraknie.

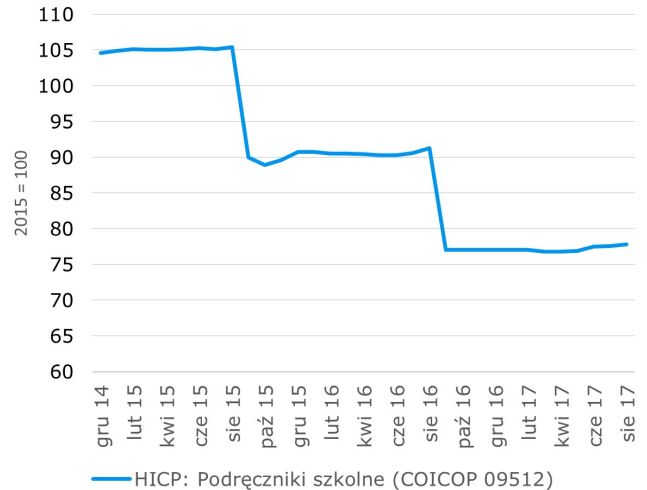
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną 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.

## Duża niespodzianka w inflacji we wrześniu

Publikacja inflacji to spora niespodzianka. 2,2% w ujęciu rocznym nie było widziane od początku roku (2,19% było w lutym). Nasze szacunki wskazywały na odczyt rządu 2,0% z lekkim ryzykiem w górę. Póki nie poznamy szczegółów odczytu, analiza to czysta spekulacja. Na szczęście sporo jest w tym przypadku na spekulacje miejsca.

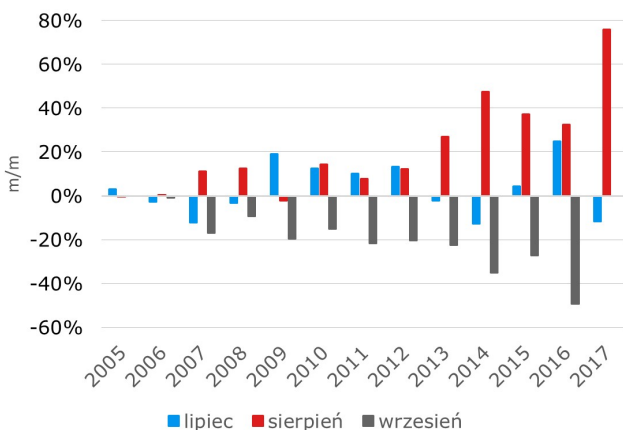


Pierwszym podejrzany jest wyższy od sezonowego wzorca odczyt cen żywności, choć zwykle modele oparte na wskaźnikach koniunktury przeszacowywały w górę wzrosty cen żywności we wrześniu. Ponadto, silny wzrost tej kategorii nie potwierdził się w danych europejskich. Tym niemniej odczyt cen żywności z przedziału +0,7-0,9% (a nie, jak założyliśmy, +0,3-0,6%) wywindowałby odczyt inflacji już na poziom 2,2%. Drugim podejrzany są bilety lotnicze (szerzej, usługi transportowe), które mocno się rozedrgały w miesiącach wakacyjnych (patrz wykres). Trzecim rekreacja i kultura, konkretniej, ceny podręczników. Czwartym – nowa lista leków refundowanych i skokowa zmiana w kategorii zdrowie. Ciągłe zmiany w czynnikach 3 i 4 sprawiają, że zmiany cen we wrześniu mają mocno nieprzewidywalny charakter. Oczywiście dopuszczamy możliwość zaskoczenia w dowolnej kombinacji wymienionych czynników. Z tego względu trudno nam na obecnym etapie zmienić szacunek inflacji bazowej.



Czynniki tłumaczące silniejszy od oczekiwań wzrost inflacji mogą być we wrześniu luźny związek ze stanem gospodarki. Tym niemniej, będą z pewnością determinantą przyszłych oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. W tym kontekście są oczywiście istotne, zwłaszcza że padają na żyzny grunt inflacji usługowej, która z uwagi na rosnące koszty pracy będzie nieubłaganie przyspieszać. Kolejne miesiące (do grudnia – tu jednak kluczowa jest zmiana cen ropy naftowej) upłyną pod znakiem inflacji 2%+. RPP, która podejmuje decyzję w przyszłym tygodniu, będzie miała raczej tendencję do ignorowania wyższych odczytów inflacji posiłkując się egzogenicznym charakterem wzrostów oraz przekonaniem o znikomym prawdopodobieństwie wystąpienia presji płacowej w średnim terminie; tym bardziej że trudno tu będzie o nagły zwrot w komunikacji, która uwypukla od wielu miesięcy coś dokładnie innego, tj. doskonałe zrównoważenie polskiej gospodarki. Inwestorzy takich ograniczeń nie posiadają, stąd też 2-punktowe wzrosty rentowności wzdłuż całej krzywej dochodowości. Jest to naszym zdaniem kierunek, którym stopniowo rynek będzie podążał. Swoiste forward guidance RPP może jednak ogólnie działać i przesunięcia w dacie pierwszej podwyżki wokół przełomu 2018 i 2019 roku są w ramach tego paradygmatu jak najbardziej do przyjęcia. Największe dostosowanie wystąpi jednak w momencie, kiedy RPP przyzna się do błędnej interpretacji zachowania polskiej gospodarki. Obstawiamy, że nastąpi to w pierwszej połowie 2018 roku.

HICP: Ceny biletów lotniczych (COICOP 0734) wg miesiący



## EURUSD fundamentalnie

W piątek wzrosty EURUSD były jeszcze kontynuowane, a notowania przebiły poziom 1,18 (maksimum w okolicy 1,1830). Generalnie, nie można ich wiązać ani z danymi o inflacji w strefie euro (negatywna niespodzianka względem oryginalnego konsensusu, ale odczyt zgodny ze wskazaniami z poszczególnych państw), ani z publikacjami z USA (wydatki i dochody konsumentów, inflacja PCE, Chicago PMI – te dwie ostatnie szarpnęły kurs w jedną i drugą stronę, ale nie w sposób trwały). Po wydarzeniach w weekend (referendum w Katalonii i ostra odpowiedź hiszpańskiej policji) EURUSD spada, choć szybki przegląd par walutowych wskazuje, że w tych spadkach jest przynajmniej tak dużo mocnego dolara, jak i słabego euro. Istnienie podwyższonego ryzyka politycznego w strefie euro powinno być jednak jasne dla inwestorów. Jeśli chodzi o wydarzenia gospodarcze, rozpoczynający się tydzień upłynie pod znakiem danych o koniunkturze i rynku pracy w USA, w tych ostatnich widać będzie efekty huraganów (stąd perspektywa ich pogorszenia). Wydaje się przy tym, że korekta korekty na dolarze się już zakończyła i w tym tygodniu zobaczymy dalsze umocnienie dolara – bilans czynników fundamentalnych jest niezmienny.

## EURUSD technicznie

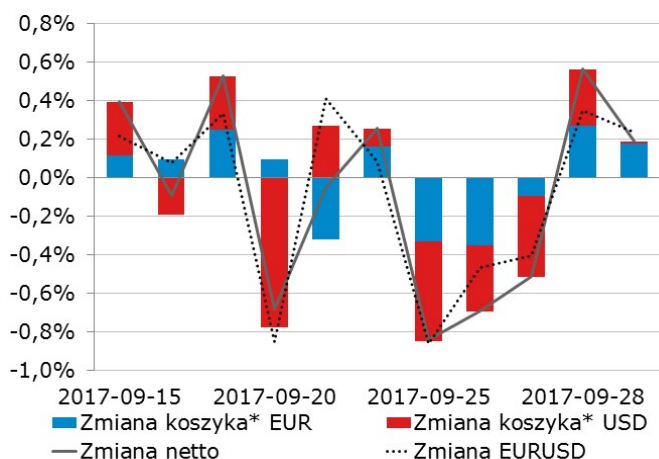
**Pozycja:** Złapane zlecenie S/L po 1,1830 na małej pozycji short po 1,1770 (60 ticków straty).

**Pozycja:** Otwieramy po 1,1766 małą pozycję short z S/L 1,1860.

**Preferencja:** Wybicie w dół z kanału wzrostowego. Korekta wzrostowa w ostatnim trendzie spadkowym sięgnęła ostatecznie poziomu Fibo 38,2%, ale względem właśnie ruchu spadkowego, przez co złapaliśmy zlecenie S/L. W szerszej perspektywie niewiele się zmieniło. Korekta wzrostowa nie tylko zakończyła się, ale także nie przełamała ważnych oporów – notowania wciąż znajdują się poniżej MA55 i dolnej granicy dawnego kanału na wykresie dziennym. Przestrzeń do spadku jest spora. Wprawdzie w okolicy 1,1718 i 1,1662 znajdują się minima lokalne, to nie widzimy problemu, aby kurs doszedł w perspektywie kilku dni do 1,15. Ponownie otwieramy małą pozycję short.

Wsparcie	Opór
1,1662	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

Złoty umocnił się w piątek po wyższym od oczekiwań odczycie inflacji (patrz nasz komentarz w sekcji analiz). Do pewnego stopnia oczekiwania rynkowe na ruchy RPP pozostaną wrażliwe na zmiany danych makro i to będzie powodowało ruchy na złotym: publikacja inflacji wywołała wzrost krótkoterminowych stóp procentowych. Nie sądzimy jednak, że rynek będzie w stanie obstarwić znacząco wcześniejsze podwyżki stóp procentowych niż obecny przełom 2018/2019 bez przywołania RPP na ten ruch w postaci zmiany retoryki. A do tego prędko nie dojdzie. Z tego względu obstawialibyśmy raczej, że zanim PLN zacznie znów aprecjonować na fali wyższego wzrostu PKB i dalszego spadki premii za ryzyko, dojdzie jeszcze do osłabienia. Dziś dane o PMI, które z uwagi na znikomy brak wpływu na inne zmienne makro rynek potraktuje zapewne bardzo pobieżnie. W środę z kolei decyzja RPP: nie spodziewamy się zmian ani w stopach procentowych, ani w retoryce.

## EURPLN technicznie

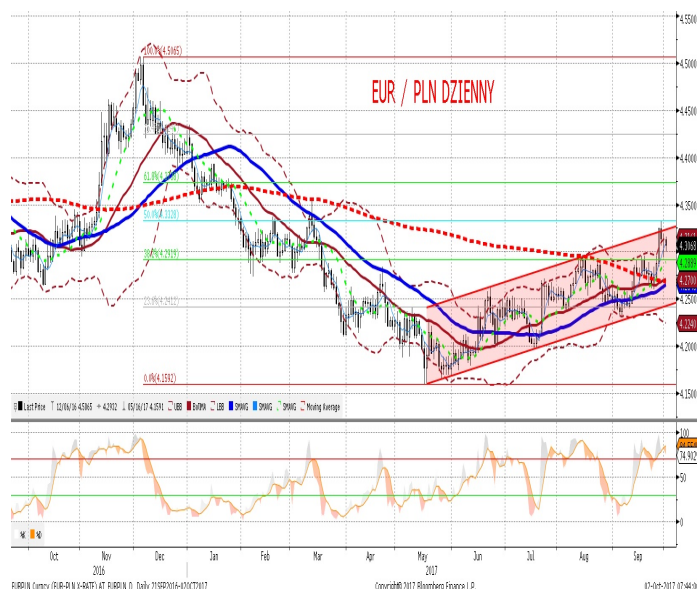
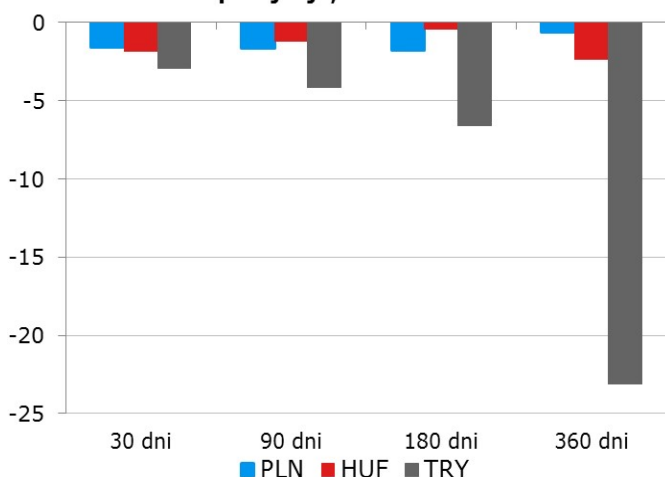
**Pozycja:** Mała pozycja long po 4,3070, S/L 4,2920, T/P 4,37.

**Preferencja:** Trend wzrostowy.

Korekta spadkowa w piątek była kontynuowana, notowania doszły do splotu MA30/Fibo 38,2% na wykresie 4h, my jednak nie złapaliśmy zlecenia S/L, a nasza pozycja wychodzi aktualnie mniej więcej na zero. Fakt, że wspomniany opór zawierał poziom Fibo, wskazuje, że powinien to być ostateczny koniec korekty spadkowej. Spodziewamy się teraz powrotu do ruchu w ramach trendu wzrostowego. Notowania wciąż znajdują się powyżej ostatniego range (4,25-4,29), a także powyżej MA55 na wykresie tygodniowym. Pozostawiamy bez zmian naszą pozycję.

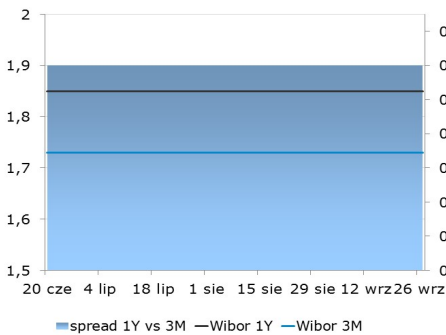
Wsparcie	Opór
4,2924	4,4345
4,2230	4,3738
4,1591	4,3536

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

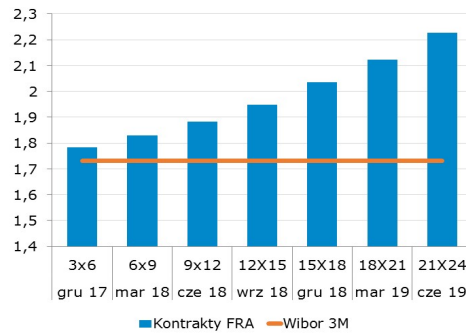


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP		
1Y	1.77	1.81	ON	1.35	1.75	EUR/PLN	4.3091	
2Y	1.97	2.01	1M	1.48	1.68	USD/PLN	3.6519	
3Y	2.12	2.16	3M	1.49	1.79	CHF/PLN	3.7619	
4Y	2.29	2.33						
5Y	2.43	2.47	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia		
6Y	2.55	2.59	1x2	1.65	1.69	EUR/USD	1.1816	
7Y	2.65	2.69	1x4	1.71	1.75	EUR/JPY	132.91	
8Y	2.75	2.79	3x6	1.74	1.78	EUR/PLN	4.3108	
9Y	2.84	2.88	6x9	1.79	1.83	USD/PLN	3.6492	
10Y	2.92	2.96	9x12	1.84	1.88	CHF/PLN	3.7728	

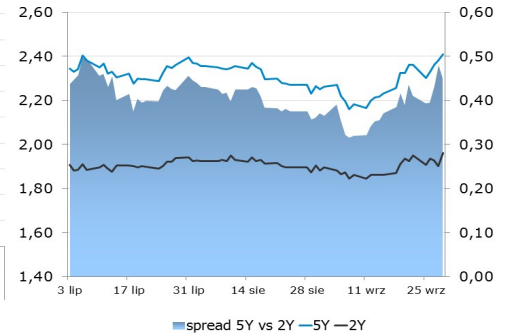
### WIBOR 3M i 1Y



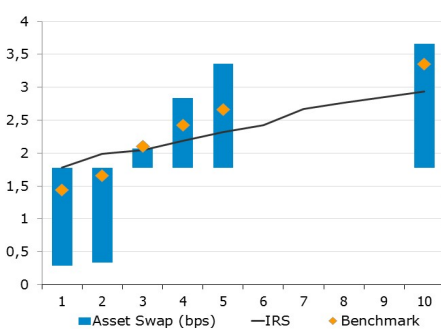
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



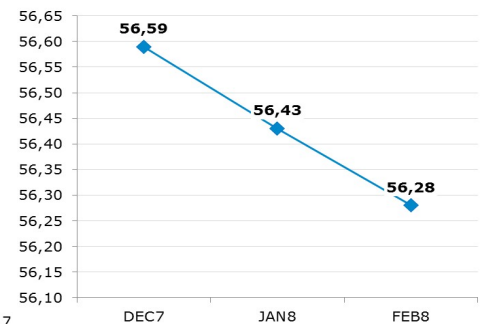
### Asset swap i IRS



### 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 informacjami 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.