

23 sierpnia 2018

## Raport Dzienny

### Autorzy:

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)

Nasze wszystkie publikacje  
dostępne są na stronie  
internetowej pod adresem:  
[www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/](http://www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/)

Można nas również śledzić w  
serwisie Twitter:

[@mbank\\_research](https://twitter.com/mbank_research)

## Kalendarium danych

### Dane z Polski i zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
<b>20.08.2018 PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lip	11.5	10.0	6.8	10.3
10:00	POL	Produkcja budowlana r/r (%)	lip	19.6	22.3	24.7	18.7
10:00	POL	PPI r/r (%)	lip	3.9	3.5	3.7	3.4
<b>21.08.2018 WTOREK</b>							
14:00	HUN	Decyzja Banku Węgier (%)	21.08		0.90	0.90	0.90
<b>22.08.2018 ŚRODA</b>							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lip	10.0	9.5	10.3	9.3
<b>23.08.2018 CZWARTEK</b>							
9:15	FRA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>wstępny</i>	sie		53.5	53.3	
9:15	FRA	PMI w usługach (pkt.) <i>wstępny</i>	sie		55.1	54.9	
9:30	GER	PMI w przemyśle (pkt.) <i>wstępny</i>	sie		56.5	56.9	
9:30	GER	PMI w usługach (pkt.) <i>wstępny</i>	sie		54.3	54.1	
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt.) <i>wstępny</i>	sie		55.2	55.1	
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt.) <i>wstępny</i>	sie		54.4	54.2	
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	lip	7.6	7.3	7.3	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	18.08		215	212	
15:45	USA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>wstępny</i>	sie		55.0	55.3	
15:45	USA	PMI w usługach (pkt.) <i>wstępny</i>	sie		55.8	56.0	
16:00	USA	Sprzedaż d. na r. wtórnym (tys.)	lip		645	631	
16:00	EUR	Koniunktura konsum. KE (pkt.) <i>wstępny</i>	sie		-0.7	-0.6	
<b>24.08.2018 PIĄTEK</b>							
1:30	JAP	CPI r/r (%)	lip		1.0	0.7	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	lip	5.9	5.9	5.9	
14:30	USA	Zam. na d. trwale m/m (%) <i>wstępny</i>	lip		1.0	0.8	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Dziś zostaną opublikowane dane o podaży pieniądza. Spodziewamy się przyspieszenia M3 z 7,3 do 7,6% r/r z uwagi na efekt niskiej bazy w kategorii depozyty gospodarstw domowych.

**Gospodarka globalna:** Dzień upłynie pod znakiem publikacji indeksów koniunktury. W Europie będą to wskaźniki PMI oraz indeks koniunktury konsumenckiej KE, a w Stanach Zjednoczonych – wskaźniki PMI. Ważniejsze będą oczywiście te europejskie (ze względu na spowolnienie w strefie euro w tym roku i jego wkład w percepcję kłopotów gospodarki światowej) i tutaj należy spodziewać się wpływu na rynki w przypadku niespodzianki w jedną lub drugą stronę.

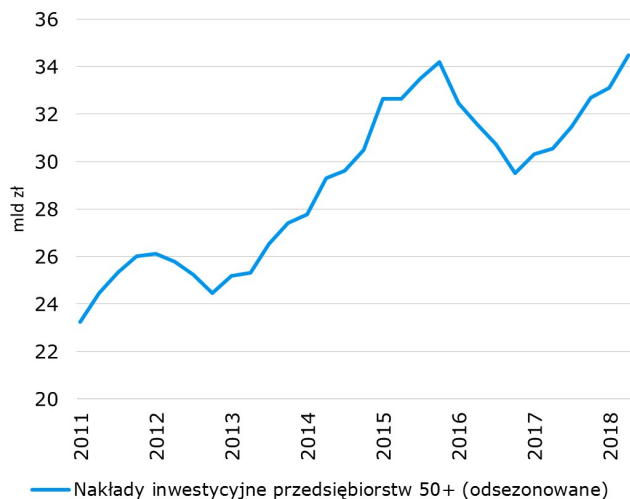
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Sprzedaż detaliczna w lipcu 2018 r. wzrosła o 9,3 proc. w ujęciu rocznym, a w ujęciu miesięcznym spadła o 0,3 proc.
- Nowak (MF): W ustawie budżetowej na 2019 r. założono potrzeby pożyczkowe brutto na poziomie 163,7 mld zł. Tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto będą niższe od założonych w ustawie o ok. 20 mld zł ze względu na niższy deficyt budżetowy.
- USA: Kolejna podwyżka stóp procentowych powinna nastąpić „wkrótce”. Kwestie handlowe są istotnym czynnikiem ryzyka i niepewności dla gospodarki USA (Minutes FOMC).

Decyzja RPP (05.09.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.339	-0.012
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.817	-0.007
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.145	0.025
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

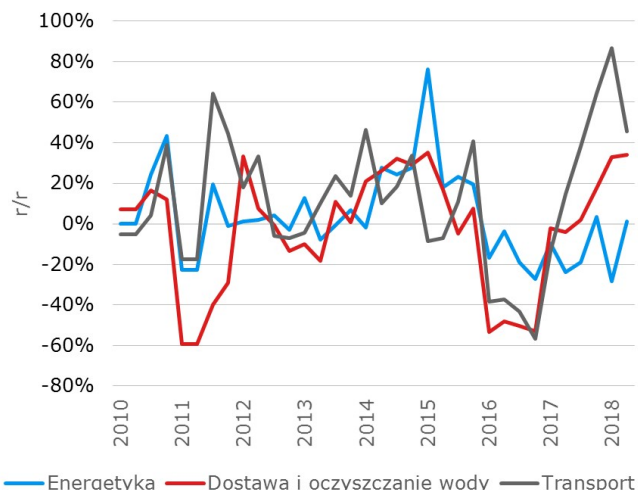
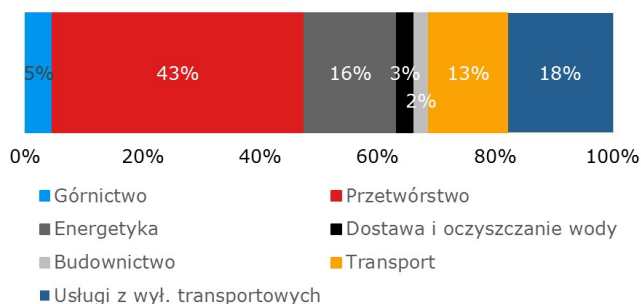
## Nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw rosną w szybkim tempie, ale...

Opublikowane wczoraj dane o wynikach finansowych przedsiębiorstw, obok potwierdzenia wzrostów kosztów pracy oraz częściowego pogorszenia płynności sektora przedsiębiorstw, dostarczają również cennych wskazówek na temat struktury i wielkości nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw o liczbie pracowników minimum 50.

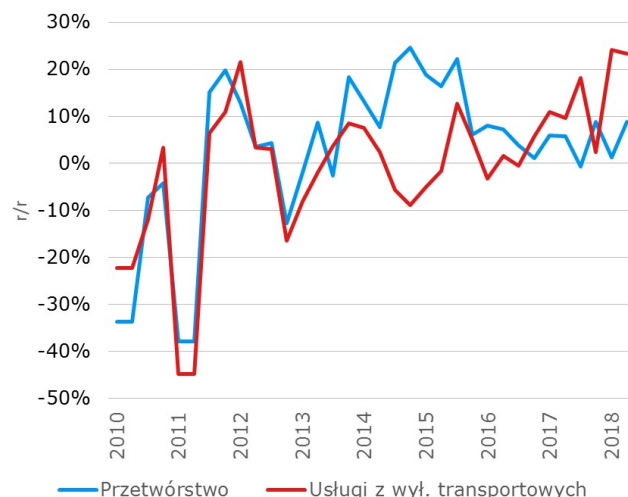


W samym II kwartale nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw niefinansowych wzrosły o 13,7% r/r, zaś w wartościach bezwzględnych znalazły się na nowym historycznym maksimum – po 2,5 roku przebijając szczyt z IV kwartału 2015 r. Analizując ich przełożenie na całkowitą wartość inwestycji w gospodarce, należy mieć na uwadze, że sektor przedsiębiorstw niefinansowych stanowi jedynie ich część (temu tematowi poświęciliśmy jedno z wydań NJSPW). Dość powiedzieć, że taki przyrost jest całkowicie spójny z aktualną prognozą wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w II kwartale (ok. 9% r/r). Znacznie ciekawsza naszym zdaniem jest ich struktura sektorowa, typowo zdominowana przez przemysł (por. wykres poniżej).

Struktura nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw 50+ wg sektorów



Wzrosty są skoncentrowane w gałęziach o dużym udziale sektora publicznego – w górnictwie (o 31,2% w całym półroczu i o 49% w samym II kwartale), w dostawie wody (o 34% w półroczu) oraz w transporcie (o 87 i 46% r/r w I i w II kwartale, odpowiednio). Stanowi to potwierdzenie danych na temat wydatków samorządów i ich cyklu inwestycyjnego, którego wydatki inwestycyjne spółek komunalnych i samorządowych są elementem. Z drugiej strony, branże jednoznacznie identyfikowalne jako posiadające dominującą rolę sektora prywatnego krajowego i zagranicznego wykazują w najlepszym razie umiarkowane dynamiki – w całym półroczu w przetwórstwie przemysłowym nakłady wzrosły o 5,5% r/r, w handlu o 28%, w informacji i komunikacji o 17%, w administracji i działalności wspierającej spadły o ok. 2%.

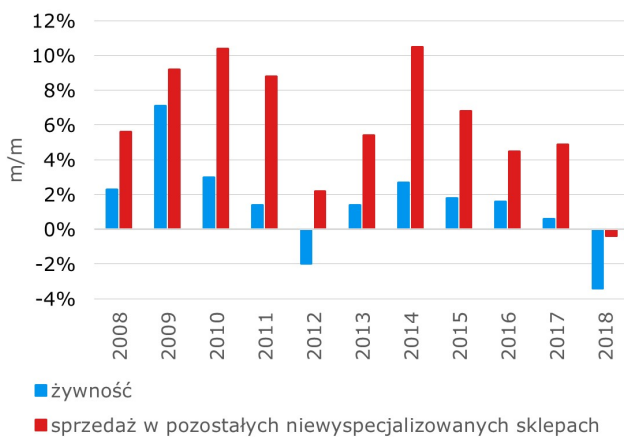


O ile zatem inwestycje w prywatnych usługach wydają się rosnąć w solidnym tempie, o tyle inwestycje w przetwórstwie nie wykazują żadnych oznak żywotności w porównaniu do poprzednich kwartałów, co w warunkach braków kadrowych, ograniczonej zdolności do kształtowania cen i wzrostów kosztów pracy nie powinno zaskakiwać. Na bardziej szczegółowe dane musimy poczekać, natomiast dostępne informacje nie skłaniają nas do zmiany naszych prognoz – szczyt dynamiki inwestycji ogółem wypadnie w II i III kwartale.

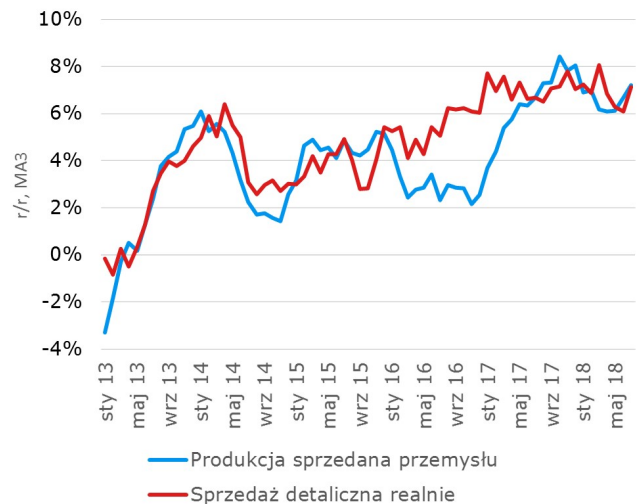
## Sprzedaż (zagadkowo) zaniżona przez żywność. W ujęciu bazowym wydatki konsumpcyjne na towary nie słabną.

Sprzedaż detaliczna nieco rozczarowała i jest to dla nas szokowanie nieco większe niż dla rynku (9,7% konsensus, my 10,0% vs 9,3% r/r podane przez GUS – dane w cenach bieżących). Źródło rozczarowania skupione jest jednak w sprzedaży żywności (spadek dynamiki rocznej w okolice 1% z wcześniejszych 5%) i nie jest to efekt ani bazowy, ani cenowy, gdyż realny wskaźnik zachował się podobnie. Podobny los spotkał sprzedaż w sklepach niewyspecjalizowanych (tu GUS klasyfikuje hipermarkety), która spowolniła z 9,0 do 3,5% r/r. Ferowanie hipotez skupiających się na niedzielach wolnych od handlu jest w świetle próby GUS zawierającej podmioty o zatrudnieniu powyżej 9 osób kuszące, jednak powstrzymamy się od nich, traktując łączny wynik sprzedaży żywności i sklepów niewyspecjalizowanych jako obserwację nietypową. Jeśli wzór będzie powtarzał się w kolejnych miesiącach, do tematu wrócimy. Istotnym argumentem przeciwko tej hipotezie jest także stosunkowo normalne zachowanie kategorii „pozostałe”, która również – zgodnie z metodologią badania – opisuje podmioty o zatrudnieniu powyżej 9 osób i obejmuje zamknięte w niedziele niehandlowe markety budowlane.

Dynamika sprzedaży wybranych kategorii w lipcu



Słabą sprzedaż żywności bilansowała doskonała dynamika sprzedaży samochodów powyżej 10% r/r (wygodny probierz nastrojów konsumenckich), która w sierpniu może jeszcze podskoczyć z uwagi na skok rejestracji nowych aut w związku ze zmianą europejskiej normy dotyczącej podawania spalania aut, bez której auta jej niespełniające nie będą mogły być od września rejestrowane. Doniesienia prasowe sugerują masowe rejestracje aut przez salony z planem ich odsprzedaży jako używane z przebiegiem 0. Są to firmy zatrudniające powyżej 9 osób, a więc teoretycznie rejestracja tych aut powinna być zaliczona przez GUS jako sprzedaż w kategorii samochody.

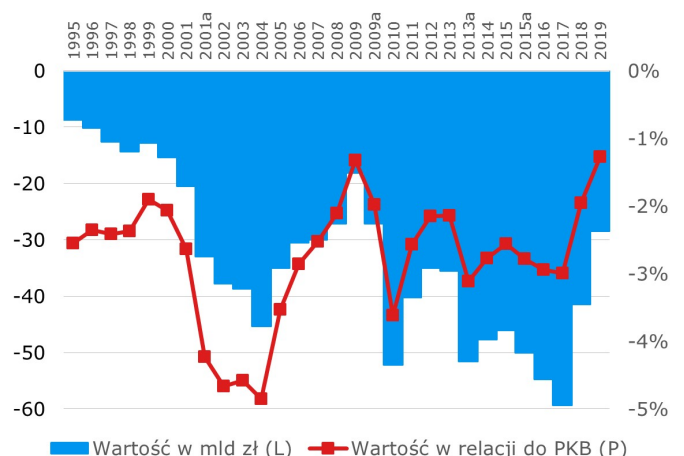


Patrząc na sprzedaż w ujęciu bazowym (po wyłączeniu paliw i żywności) nie obserwujemy żadnej zadyszki sprzedaży (patrz wykres). Biorąc pod uwagę niskie zlewarowanie konsumpcji, potencjał do utrzymania wysokiej jej ścieżki w przyszłych kwartałach jest nadal bardzo wysoki i znajduje to już odzwierciedlenie w naszych prognozach PKB. Realizacja oczekiwanej ścieżki wzrostu (w tym wzrostu konsumpcji) również nie zmienia percepcji RPP.

## Ministerstwo Finansów planuje rekordowo niski deficyt w 2019 r.

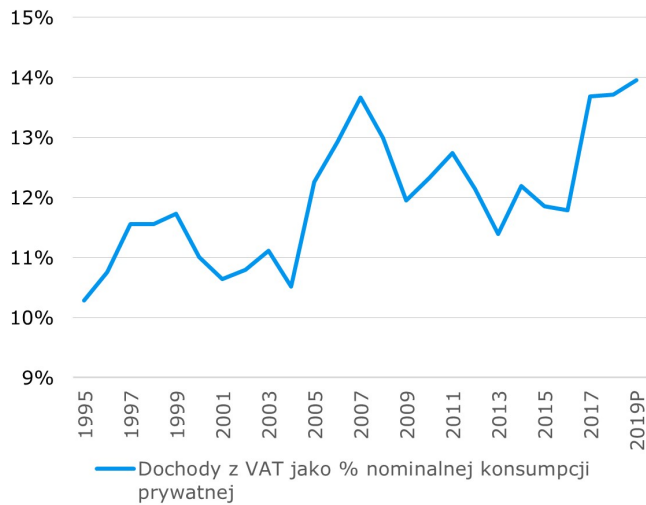
Zgodnie z dostępnymi informacjami, projekt ustawy budżetowej na 2019 rok zakłada maksymalny deficyt na poziomie 28,5 mld zł. W ujęciu nominalnym jest to najmniejsza wartość od 2009 r, a w relacji do PKB to najmniejszy planowany deficyt w historii.

Planowany wynik budżetu państwa



Na taki wynik budżetu złożą się wydatki w wysokości 415 mld zł – na 2018 r. zaplanowano, przypomnijmy 397 mld zł, a ich faktyczne wykonanie może być mniejsze nawet o 10 mld zł od tego poziomu – oraz dochody o wartości 386,9 mld zł (plan na 2018 to 355,7 mld zł, ale tutaj prawdopodobne jest wykonanie o 6-10 mld zł większe). Na taki dochód składa się wzrost wpływów z VAT o 7,4%, z CIT o 2,4% i z PIT o 6,6% (każda z w/w wartości liczona w stosunku do prognozy wykonania budżetu na 2018 r.). Wziąwszy pod uwagę prognozowany wzrost PKB (3,8%) i konsumpcji (3,5%), inflację (2,3%) i stan rynku pracy, nie są to wartości wyśrubowane. Nasze własne prognozy podstawowych

wskaźników makroekonomicznych na 2019 r. są tylko nieco bardziej optymistyczne, nie ma to zatem przełożenia na ocenę wykonalności budżetu.



Realistycznie zaplanowanej stronie dochodowej towarzyszy umiarkowany wzrost wydatków (zakładających już nowe pozycje), a retoryka płynąca z MF wskazuje na chęć utrzymania tego aspektu budżetu w ryzach w roku wyborczym. Ostatecznie, budżet na 2019 rok należy ocenić jako realistyczny, z dokładnością do szczegółów nieznanych jeszcze oraz zmian, które w procesie konsultacji zostaną doń wprowadzone – będziemy ten proces monitorować. Wreszcie, 2019 rok zapowiada się jako rok niskiego deficytu sektora rządowego i samorządowego (poniżej 2% PKB) i dalszego spadku relacji dług publiczny / PKB.

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD znalazł się wczoraj w godzinach popołudniowych powyżej 1,16 i późniejsza publikacja Minutes (bez nowych informacji z punktu widzenia rynków) nie przeszkodziła kursowi oscylować w okolicy 1,16. Dopiero dziś nad ranem dolar wyraźniej się umocnił, w parze EURUSD do 1,1550. Żaden z w/w ruchów nie daje się powiązać z konkretnymi wydarzeniami fundamentalnymi, a ich skala jest summa summarum niewielka. Rezygnując z daremnego trudu wyjaśniania niewielkich zmian EURUSD, możemy odnotować, że jego umocnienie w ostatnich dniach pozostaje spójne ze wzrostem ryzyka politycznego w USA i nadziejami na poprawę sytuacji w gospodarce światowej (plus wznowienie negocjacji handlowych USA-Chiny). Dziś te nadzieje może wzmocnić publikacja danych o koniunkturze w strefie euro. Jej poprawa powinna być wyraźnym, pozytywnym sygnałem dla EURUSD.

## EURUSD technicznie

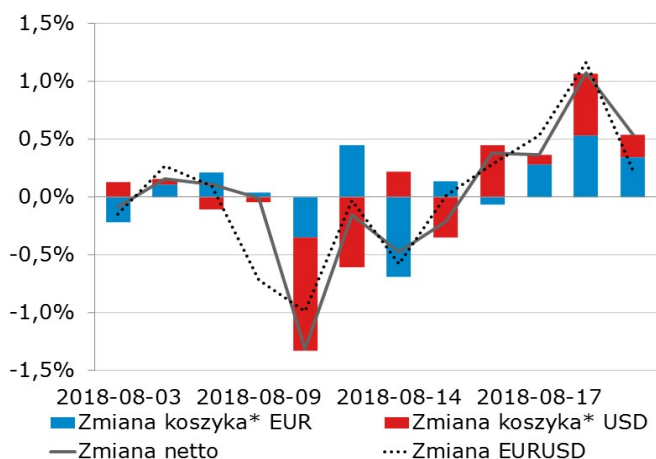
**Pozycja:** Mała pozycja short po 1,1576 z S/L 1,1630

**Preferencja:** Koniec korekty wzrostowej.

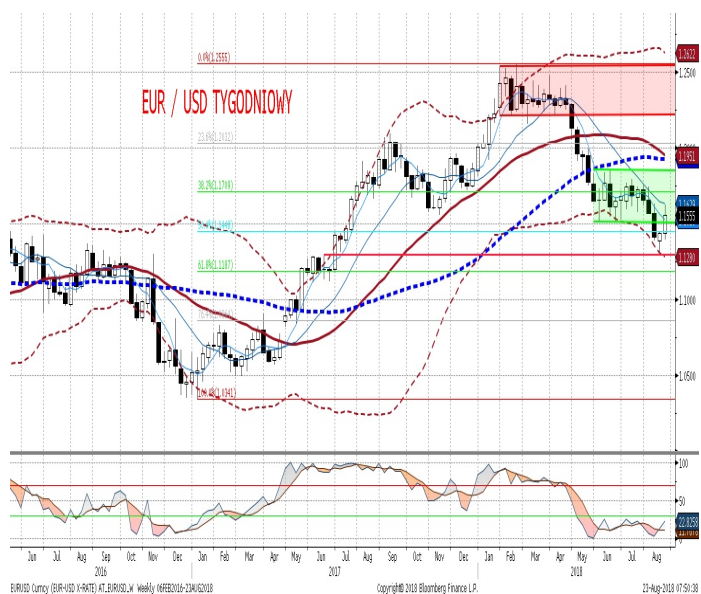
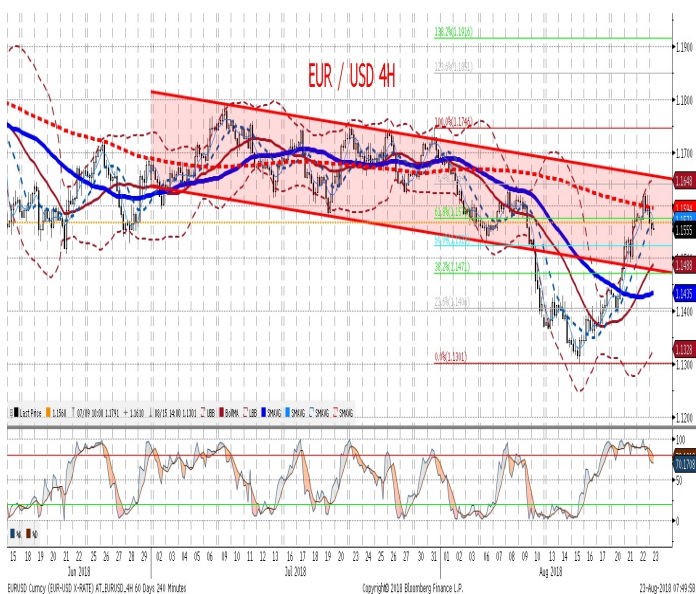
Wczoraj w pierwszej części dnia kurs EURUSD kontynuował wzrost. Notowania chwilowo wyskoczyły ponad ważne poziomy na wykresie 4h (MA200 oraz Fibo 61,8%), a skutecznym oporem okazała się dopiero MA55 na wykresie dziennym (nasza pozycja obroniła się). Dalszy spadek (po odbiciu od wspomnianej średniej) powinien być wspierany dywergencją (wygładzony oscylator) na wykresie 4h, przez co okazja do zarobku jest spora. Uważamy, że ponowne przebicie poziomu 1,15 nie powinno być problemem. Nasza pozycja jest już na niewielkim plusie, pozostawiamy ją bez zmiany parametrów, czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

Wsparcie	Opór
1,1301	1,2183
1,0869/34	1,1851
1,0341	1,11576

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

PLN doświadczył wczoraj kolejnego umocnienia i w konsekwencji dziś notowania EURPLN znajdują się już w okolicy 4,27-28. Trudno nam tu znaleźć jeden czynnik, który należałoby uznać za kierunkową siłę napędową dla złotego. Z tego powodu jesteśmy raczej skłonni sądzić, że umocnienie złotego to wyraz korelacji z EURUSD (tu z kolei pojawiają się komentarze o pewnej korekcie kursu przed Jackson Hole) lub po prostu szum. Być może reakcja kursu to też wyraz pewnego optymizmu (prawdopodobnie) lokalnych inwestorów podyktowany dość solidnym budżetem na kolejny rok, rozruchem inwestycji (choć tu obraz nie jest jednoznaczny), czy doniesieniami o rezygnacji z kolejnej dotacji budżetowej przez ZUS w związku z wysokim napływem składek. Wszystkie te informacje wynikają w zasadzie z jednej - wysokiego wzrostu PKB - i jako egzemplifikacja tego fenomenu nie powinny stanowić dodatkowych impulsów dla wsparcia waluty.

## EURPLN technicznie

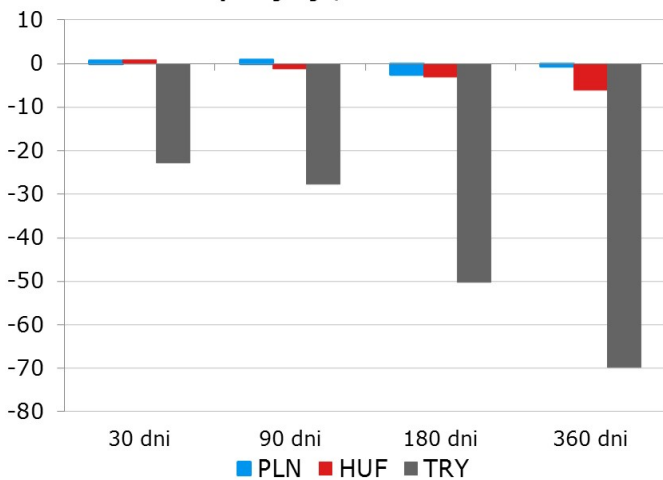
**Pozycja:** Małe warunkowe zlecenie short po 4,2910 z S/L 4,3090.

**Preferencja:** Kanał spadkowy.

Notowania EURPLN kontynuują spadek w ramach kanału spadkowego. Za sprawą wczorajszego ruchu kurs znalazł się w okolicy dolnej granicy tej formacji. W takiej sytuacji oczekujemy odbicia w górę, jednak przestrzeń do wzrostu jest niewielka (górną granicą kanału znajduje się w okolicy 4,29-4,30). Nie stwarza to okazji do zarobku grając long. Szukamy okazji do wejścia short, żeby zagrać wspomnianą formację kanału po atrakcyjnych poziomach. Przesuwamy nasze warunkowe zlecenie short.

Wsparcie	Opór
4,2516	4,4142
4,2030	4,3570
4,1511	4,3437

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.77	1.81
2Y	1.90	1.94
3Y	2.07	2.11
4Y	2.23	2.27
5Y	2.38	2.42
6Y	2.50	2.54
7Y	2.60	2.64
8Y	2.69	2.73
9Y	2.77	2.81
10Y	2.85	2.89

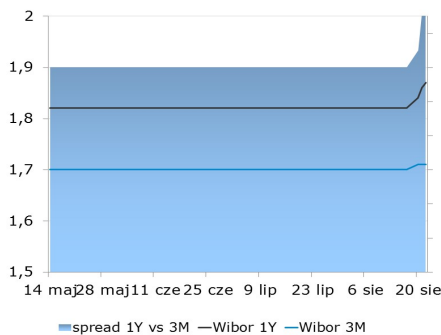
depo	BID	ASK
ON	1.05	1.35
1M	1.48	1.88
3M	1.66	2.16

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2937
USD/PLN	3.7104
CHF/PLN	3.7705

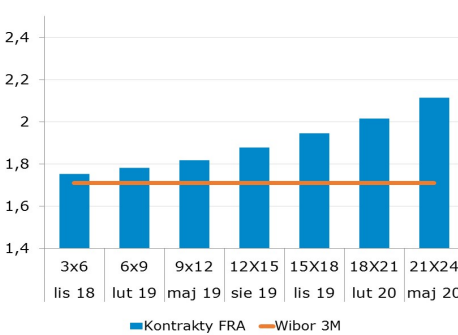
FRA	BID	ASK
1x2	1.62	1.66
1x4	1.69	1.73
3x6	1.71	1.75
6x9	1.74	1.78
9x12	1.78	1.82

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1594
EUR/JPY	128.19
EUR/PLN	4.2700
USD/PLN	3.6824
CHF/PLN	3.7525

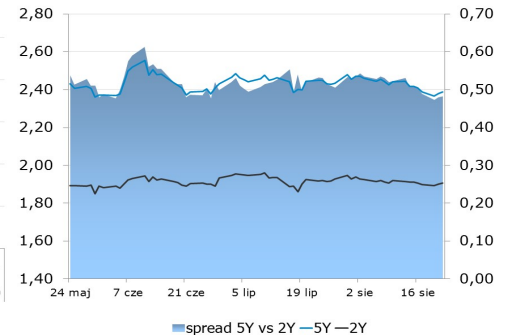
**WIBOR 3M i 1Y**



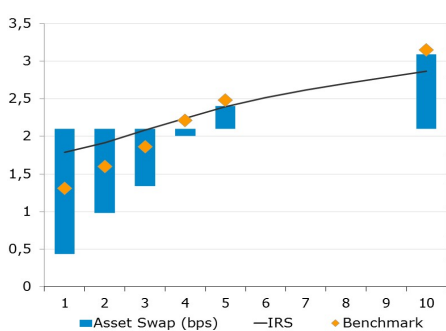
**WIBOR 3M i stawki FRA**



**IRS 5Y i 2Y**



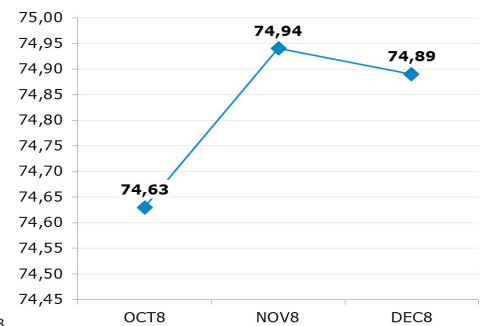
**Asset swap i IRS**



**Indeks cen ropy naftowej**



**Brent, krzywa**



**Uwaga!**

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z § 9 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. 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 (Dz. U. z 2015 r. poz. 878 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego, pochodzą z serwisów informacyjnych (Reuters, Bloomberg) i mają charakter wyłącznie informacyjny.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.

Skrzynka pocztowa [research@mbank.pl](mailto:research@mbank.pl) służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.