

23 sierpnia 2019

## 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)

Maciej Zdrolik  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[maciej.zdrolik@mbank.pl](mailto:maciej.zdrolik@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 zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
<b>19.08.2019 PONIEDZIAŁEK</b>							
11:00	EUR	Inflacja HICP <i>finalna</i> r/r (%)	lip	1.1		1.3	1.0
<b>20.08.2019 WTOREK</b>							
8:00	GER	PPI r/r (%)	lip	1.1		1.2	1.1
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	lip	7.8	7.1	5.3	7.4
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lip	2.7	2.7	2.8	2.7
<b>21.08.2019 ŚRODA</b>							
10:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lip	7.2	6.3	-2.7	5.8
10:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	lip	10.9	7.3	-0.7	6.6
10:00	POL	PPI r/r (%)	lip	0.6	0.7	0.6	0.6
16:00	USA	Sprzedaż domów na r. wtórnym (mln)	lip		5.40	5.29 ( r )	5.42
20:00	USA	Minutes FOMC					
<b>22.08.2019 CZWARTEK</b>							
9:15	FRA	PMI w przemyśle <i>wstępny</i> (pkt.)	sie		49.5	49.7	51.0
9:15	FRA	PMI w usługach <i>wstępny</i> (pkt.)	sie		52.5	52.6	53.3
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>wstępny</i> (pkt.)	sie		43.0	43.2	43.6
9:30	GER	PMI w usługach <i>wstępny</i> (pkt.)	sie		54.0	54.5	54.4
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lip	7.5	6.2	3.7	5.7
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>wstępny</i> (pkt.)	sie		46.2	46.5	47.0
10:00	EUR	PMI w usługach <i>wstępny</i> (pkt.)	sie		53.0	53.2	53.4
14:00	POL	Minutes RPP					
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	17.08		216	221	209
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>wstępny</i> (pkt.)	sie		50.5	50.4	49.9
15:45	USA	PMI w usługach <i>wstępny</i> (pkt.)	sie		52.8	53.0	50.9
<b>23.08.2019 PIĄTEK</b>							
14:00	POL	M3 r/r (%)	lip	9.1	9.5	9.3	
		Wystąpienie J.Powella w Jackson Hole					

### Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Dziś o 14:00 zostaną opublikowane dane o podaży pieniądza w lipcu. Nie powinny one przynieść znaczących zmian w dynamice M3.

**Gospodarka globalna:** Bez znaczących publikacji makro. Uwaga uczestników rynku będzie koncentrować się na konferencji w Jackson Hole.

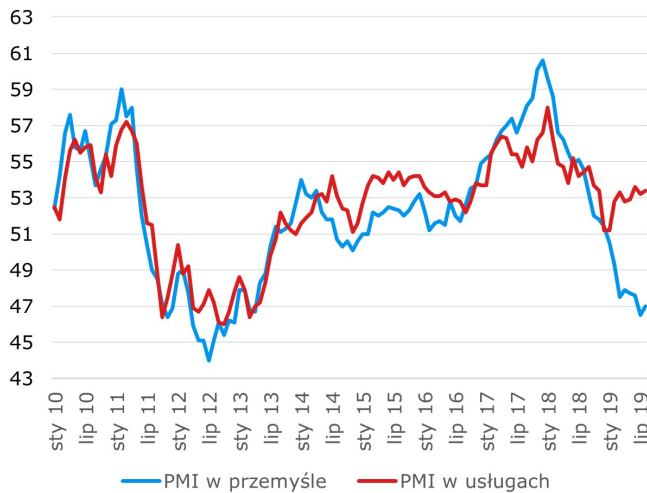
### Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Sprzedaż detaliczna w cenach stałych w lipcu 2019 r. wzrosła o 5,7 proc. w ujęciu rocznym, a w ujęciu miesięcznym wzrosła o 2,1 proc. Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących wzrosła w ubiegłym miesiącu o 7,4 proc.
- RPP: Na posiedzeniu RPP w lipcu złożono wnioski o podwyżkę stóp proc. o 25 pb, który nie został przyjęty - wynika z opisu dyskusji na lipcowym posiedzeniu RPP. Niektórzy członkowie RPP ocenili, że tempo wzrostu gosp. i dynamika cen będą prawdopodobnie wyższe niż wskazuje lipcowa projekcja..
- RPP: Za wnioskiem o podwyżkę stóp o 25 pb w lipcu byli Kamil Zubelewicz i Eugeniusz Gatnar - podał NBP w komunikacie.
- USA: Indeks PMI w przemyśle wyniósł w sierpniu 49,9 pkt. wobec 50,4 pkt. w poprzednim miesiącu. Indeks PMI w usługach wyniósł w sierpniu 50,9 pkt. wobec 53,0 pkt. w poprzednim miesiącu - podano we wstępnym wyliczeniu.

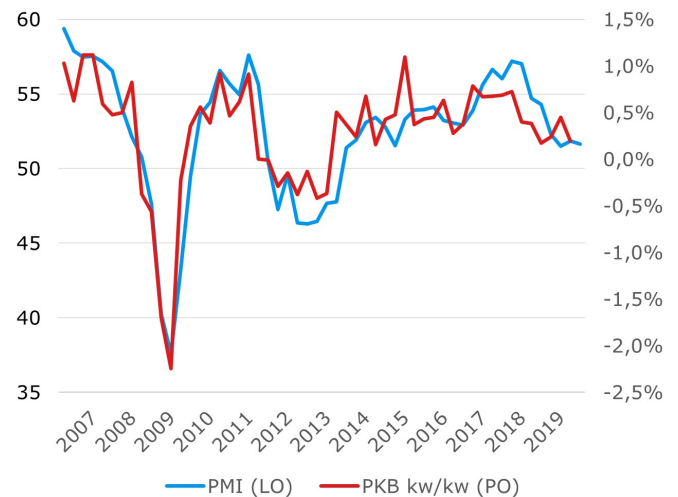
Decyzja RPP (11.09.2019)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	-0.623	0.014
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.613	0.035
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	1.953	0.000
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Brak znaczącej poprawy koniunktury w strefie euro

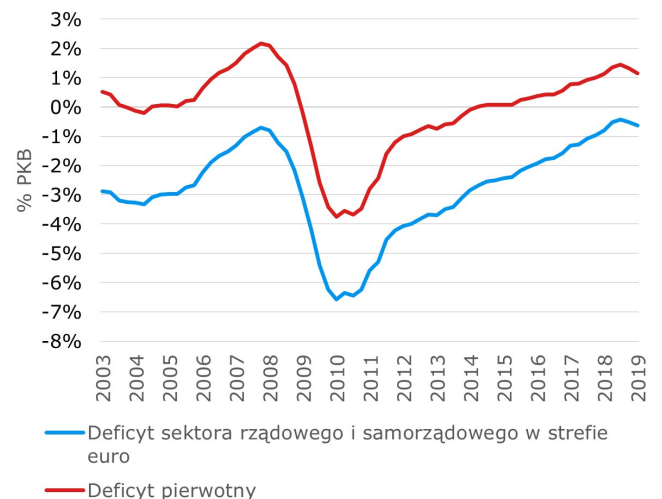
W sierpniu nastroje europejskich przedsiębiorstw nieznacznie się poprawiły, a wskaźnik PMI wzrósł z 51,5 do 51,8. Była to zasługa nieznacznie lepszego sentymentu w przemyśle (wzrost z 46,5 do 47,0 pkt.) i skromnego wzrostu wskaźnika PMI w europejskich usługach (z 53,2 do 53,4). W rozbiciu geograficznym również nie widać znaczącego rozkwitu pomiędzy poszczególnymi częściami bloku: największy wzrost optymizmu zanotowano we Francji, a wskaźniki niemieckie i dla pozostałych państw strefy euro przyrosły minimalnie.



Jeśli powyższa analiza wygląda dla Czytelnika znajomo, to tak być powinno, bo w szczegółach sierpniowego PMI nie ma praktycznie żadnych zaskoczeń, jeśli chodzi o naturę, przebieg i strukturę obecnego spowolnienia w strefie euro. W dalszym ciągu kluczowym czynnikiem hamującym tamtejsze gospodarki jest popyt zewnętrzny na wyroby przemysłowe, podczas gdy koniunktura w usługach utrzymuje się na dość wysokim (zwłaszcza w porównaniu do przemysłu) poziomie. W istocie rzeczy, stopień, w jakim obecną spowolnienie jest skoncentrowane w przemyśle i „nie rozlewa się” na usługi i konsumentów, jest w całej historii badań koniunktury wyjątkowy. Rysą na tym obrazie jest coraz wyraźniejszy negatywny wpływ na rynek pracy, widoczny w spadkach (również w ostatnim miesiącu) subindeksu dotyczącego zatrudnienia. Wisienką na torcie jest spadek oczekiwań dotyczących najbliższych 12 miesięcy – w niektórych przekrojach ten subindeks znalazł się na najniższym poziomie w historii (co obejmuje ostatnie 7-8 lat).

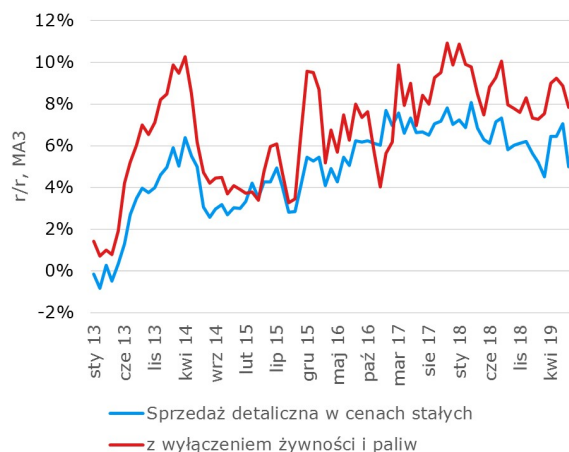


Obecne poziomy PMI są spójne ze wzrostem PKB w strefie euro wynoszącym 0,2% kw/kw. Przy uwzględnieniu różnicowania między krajami oznacza to, że część państw (Włochy, Niemcy) w dalszym ciągu ociera się o techniczną recesję. Reakcja ze strony Europejskiego Banku Centralnego jest w tej sytuacji pewna i wydarzy się już na wrześniowym posiedzeniu. Nowy pakiet stymulacyjny będzie obejmował cięcie stóp procentowych i nowy program skupu aktywów. Tym niemniej, na horyzoncie widnieją zmiany w polityce fiskalnej, która (nawet zdaniem przedstawicieli banków centralnych) powinna odgrywać większą rolę w stabilizowaniu wzrostu. W przypadku strefy euro przestrzeń fiskalna jest, jak warto podkreślić, znacząca (por. wykres poniżej). Inwestorzy muszą być przygotowani na to, że temat ten będzie budził coraz większe zainteresowanie.

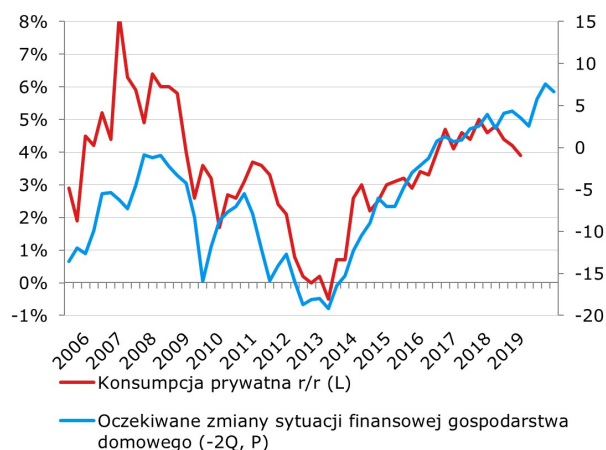


## Sprzedaż detaliczna delikatnie rozczarowuje. Dobry wynik inwestycji prywatnych w II kw.

Sprzedaż detaliczna w lipcu przyspieszyła z 3,7 do 5,7% r/r (w cenach stałych). Podobnie zatem, jak w przypadku danych o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, skala lipcowego odbicia okazała się mniejsza niż zakładano (konsensus dla sprzedaży detalicznej wynosił 6,2% r/r, nasza prognoza 7,5% r/r).



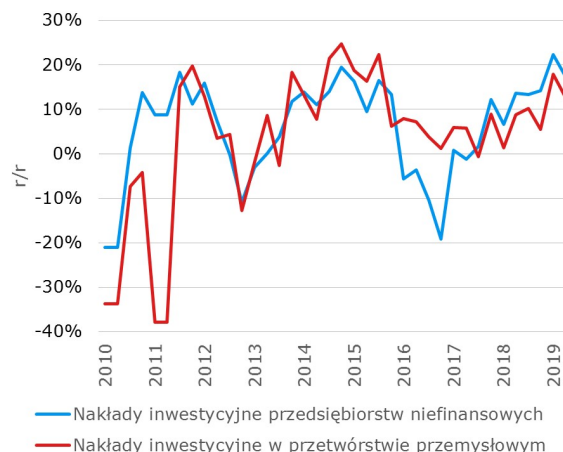
Przegląd poszczególnych kategorii wskazuje na to, że zaskoczenie miało dwie przyczyny. Po pierwsze, sprzedaż samochodów okazała się mało wrażliwa na wahania liczby dni roboczych (handlowych) i przyspieszyła z 1,7 do 4,4% r/r. Podobnie sytuacja się przedstawia w przypadku sprzedaży w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach – przyspieszenie z 9,6 do 12% r/r również należy uznać za rozczarowujące w świetle wahnięcia dni roboczych w lipcu (z -2 do +1 r/r). Zachowanie pozostałych kategorii należy uznać za zgodne z oczekiwaniami. Wśród nich warto odnotować jedynie normalizację w kategorii Włókno, odzież i obuwie (spowolnienie z 11,2 do -0,1% r/r) – w naszej opinii czerwcowy wystrzał to zasługa przesunięcia letniej sprzedaży na czerwiec z uwagi na fale upałów – oraz odbicie w kategorii Pozostałe, która wcześniej seryjnie rozczarowywała. Liczone przez nas miary bazowej sprzedaży detalicznej wzrosły w lipcu i wróciły do poziomów majowych. Trudno mówić o zmianie trendów w sprzedaży detalicznej w ostatnich miesiącach (por. wykres powyżej).



Wskazówek co do dalszych losów wydatków konsumenckich dostarczają wyniki badań koniunktury (za sierpień), opublikowane równoległe z danymi o sprzedaży detalicznej. Wprowadzie

w sierpniu zanotowano nieznaczne pogorszenie nastrojów konsumpcyjnych, ale wskaźniki koniunktury konsumenckiej w dalszym ciągu kształtują się blisko maksimum wszech czasów. Co więcej, historyczne relacje pomiędzy nastrojami konsumentów i ich działaniami (tzn. wydatkami) wskazują na wyższe dynamiki konsumpcji prywatnej w II połowie bieżącego roku. Jak podkreślaliśmy wielokrotnie, to właśnie zachowanie konsumpcji prywatnej stanowi kluczowy czynnik zapewniający co najmniej stabilizację wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Warto przy tym pamiętać, że większa część wydatków (i cięć podatków) realizowanych w ramach pakietu stymulacyjnego jeszcze nie trafiła do kieszeni gospodarstw domowych.

Na zakończenie warto wrócić do kwestii prognoz wzrostu PKB na rok bieżący. Jak pisaliśmy w komentarzu do danych o produkcji, głębsze od zakładanego wcześniej spowolnienie w gospodarce światowej i wygasanie inwestycji publicznych skłoniły nas do obniżenia prognoz wzrostu PKB na ten rok z 5,0 do 4,6% r/r. Jego głównym motorem pozostanie konsumpcja prywatna, a w przypadku inwestycji należy spodziewać się przekazania pałeczki inwestycjom prywatnym – opublikowane dzisiaj zresztą dane o nakładach inwestycyjnych przedsiębiorstw niefinansowych w I półroczu potwierdzają, że nasze wnioski formułowane 3 miesiące temu pozostają w mocy. Inwestycje prywatne w 2019 r. odbiły i rosły najszybciej od inwestycyjnego boomu w latach 2014-15. Te dwa komponenty popytu wewnętrznego będą w dalszym ciągu osłaniać polską gospodarkę od negatywnego, zewnętrznego szoku popytowego.



## EURUSD fundamentalnie

EURUSD czeka na wystąpienie J. Powella w Jackson Hole. Wczorajsze publikacje PMI (lekka poprawa odczytów w Europie, spadek koniunktury w amerykańskim przemyśle poniżej 50 pkt. wraz ze spadkiem koniunktury w usługach o 2 pkt.) nie miały większego wpływu na eurodolara – na chwilę zmieniły zachowanie EURUSD, ten jednak szybko wracał do wcześniejszych poziomów. Z Jackson Hole płyną na razie jastrzębie sygnały (Harker i George), również Kaplan wolały uniknąć dalszych działań (choć „ma otwarty umysł”). Najważniejsze będzie jednak to co powie J. Powell i czy podtrzyma ocenę, że ostatnie cięcia to tylko dostosowanie w środku cyklu. Informacje, jakie napłynęły od ostatniego posiedzenia FOMC wskazywałyby na kontynuację cięć stóp procentowych. Jednocześnie, uporczywa siła dolara wzmacnia spekulacje dotyczące interwencji ze strony amerykańskiego rządu. Ostrożne podejście Fed może jedynie te spekulacje wzmacniać.

## EURUSD technicznie

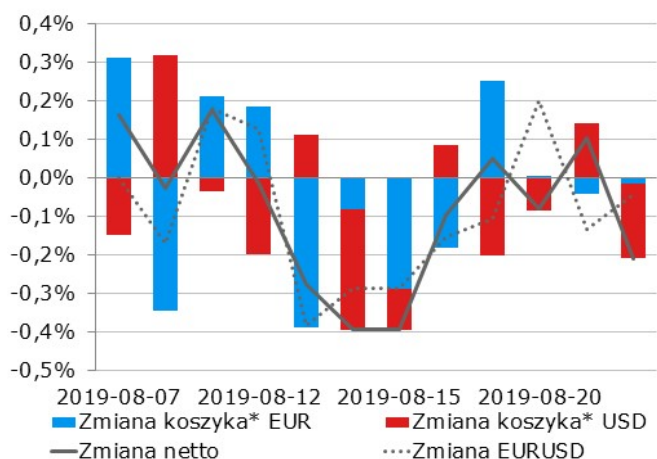
**Pozycja:** Mała pozycja long po 1,1094, S/L 1,1040.

**Preferencja:** Range/fałszywe wybicie w dół.

1,1060 to w dalszym ciągu skuteczne wsparcie, ale notowania ewidentnie ciąży w dół, bo jakiegokolwiek wzrosty kursu są natychmiast kontrowane przez podaź. W konsekwencji, nie ma na EURUSD trwałych wzrostów nawet ponad 1,11. Na wykresie 4H dywergencja jest już potrójna, ale ewidentnie potrzebny jest nowy sygnał wzrostowy. W tej sytuacji pozostawiamy naszą pozycję bez zmian, pomimo świadomości, że sam korzystny setup może nie wystarczyć do zainicjowania korekty wzrostowej na EURUSD.

Wsparcie	Opór
1,1024	1,1651
1,0864	1,1570
1,0341	1,1412

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Kombinacja nieco niższej od oczekiwań sprzedaży detalicznej w Polsce i lekkiej poprawy wskaźników PMI w Europie poskutkowała osłabieniem złotego wobec euro. Ten później odrobił większość strat, jednak dzień skończył o niecały grosz słabszy wobec europejskiej waluty. Zdecydowana większość wczorajszych ruchów złotego miała przy tym podłoże globalne. Wczorajsze informacje o wniosku o podwyżkę stóp na lipcowym posiedzeniu, poparte przez 2 członków RPP pozostały bez większego wpływu na EURPLN. Scenariusz znalezienia większości w Radzie dla takiego ruchu jest wciąż odległy. Dziś EURPLN będzie zależał reakcji rynków na wystąpienie Powella w Jackson Hole. Jak podkreślaliśmy wczoraj, w dłuższym terminie dla złotego kluczowa jest sytuacja globalna. Jeśli spowolnienie będzie się pogłębiać (a obawy o wzrost na rynkach nasilać) to skutkiem będzie dalsze osłabienie walut EM (w tym złotego). Warunkiem umocnienia walut EM jest kombinacja lepszych danych z gospodarki globalnej i łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne.

## EURPLN technicznie

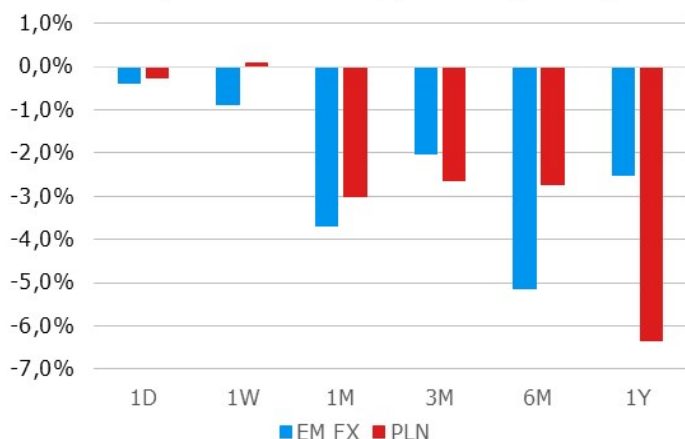
**Pozycja:** Brak.

**Preferencja:** (Fałszywe?) wybicie z range.

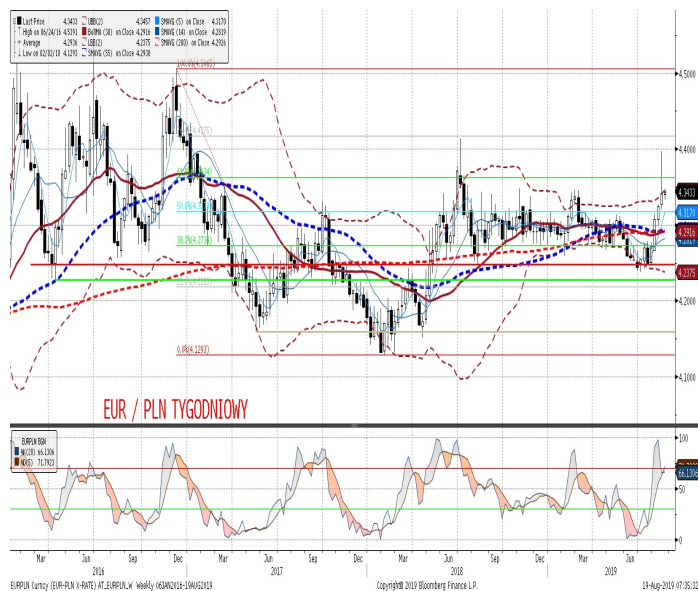
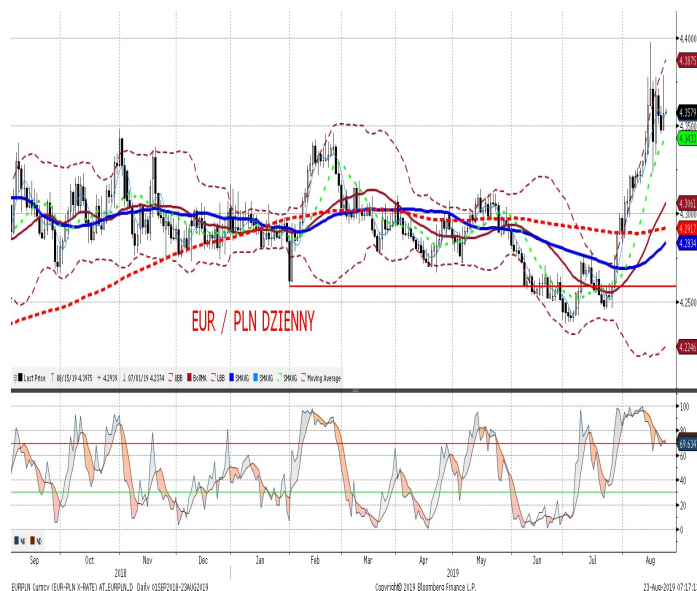
Bez większych zmian na bazie zamknięć, ale długi wąs przy wczorajszej świecy wskazuje na wzrost zmienności. Kurs odbił się od MA55H4 i wrócił w okolice 4,37. Nie widać przy tym żadnych symptomów wyczerpania tego nowego impulsu (chorągiewka na 4h, brak dywergencji, próba przebicia w dół zakończyła się na MA30). Zmienność pozostaje podwyższona i pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
4,3460	4,5990
4,2374	4,5065
4,1511	4,4142

Zmiana kursu PLN na tle indeksu walut rynków wschodzących JPM (EM FX)

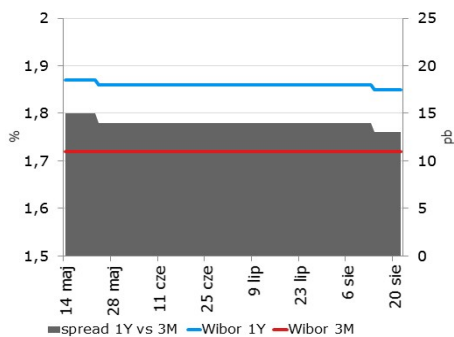


Uwaga: Wzrost = aprecjacja do dolara, spadek = deprecjacja do dolara

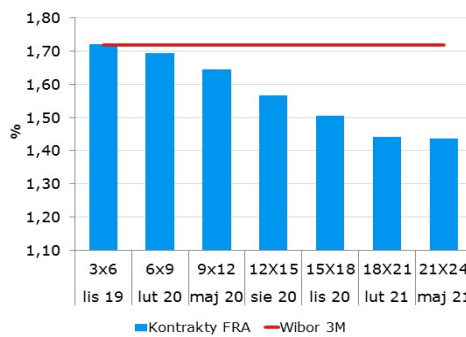


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.68	1.72	ON	1.25	1.55	EUR/PLN	4.3660
2Y	1.66	1.70	1M	1.56	1.76	USD/PLN	3.9337
3Y	1.61	1.65	3M	1.63	1.83	CHF/PLN	4.0050
4Y	1.59	1.63					
5Y	1.59	1.63	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	1.59	1.63	1x2	1.62	1.66	EUR/USD	1.1078
7Y	1.60	1.64	1x4	1.68	1.72	EUR/JPY	117.93
8Y	1.61	1.65	3x6	1.68	1.72	EUR/PLN	4.3555
9Y	1.62	1.66	6x9	1.66	1.70	USD/PLN	3.9323
10Y	1.64	1.68	9x12	1.61	1.65	CHF/PLN	3.9948

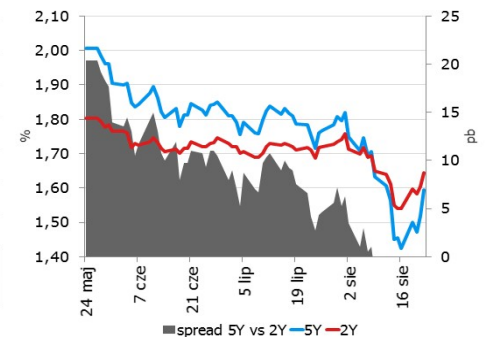
WIBOR 3M i 1Y



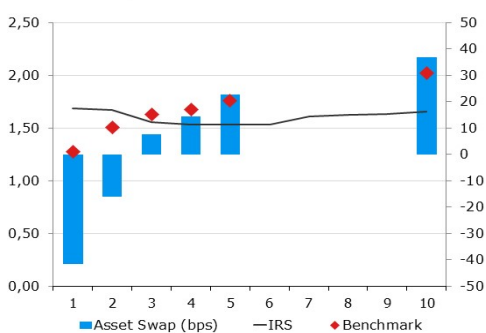
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



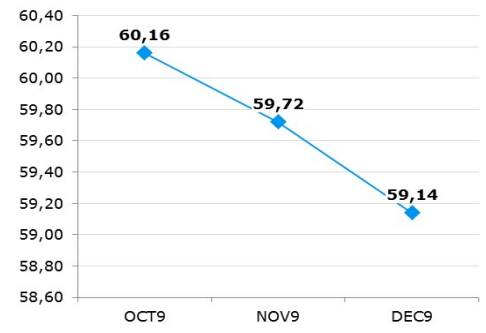
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Ropa Brent, krzywa



**Uwaga!**

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z art. 83c Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o Obrocie Instrumentami Finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 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.