

2 września 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>2.09.2019 PONIEDZIAŁEK</b>							
3:45	CHN	Caixin PMI w przemyśle (pkt.)	sie		49.8	49.9	50.4
9:00	POL	PMI (pkt.)	sie	47.0	47.6	47.4	
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	sie		51.0	49.7	
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	sie		43.6	43.2	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	sie		47.0	46.5	
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	sie			49.9	
16:00	USA	ISM w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	sie		51.5	51.2	
<b>3.09.2019 WTOREK</b>							
11:00	EUR	PPI r/r (%)	lip		0.2	0.7	
<b>4.09.2019 ŚRODA</b>							
3:45	CHN	Caixin PMI w usługach (pkt.)	sie		51.7	51.6	
9:50	FRA	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	sie		53.3	52.6	
9:55	GER	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	sie		54.4	54.5	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	sie		53.4	53.2	
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lip		-0.5	1.1	
<b>5.09.2019 CZWARTEK</b>							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle r/r (%)	lip		-4.0	-3.6	
14:15	USA	Zatrudnienie wg ADP m/m (tys.)	sie		143	156	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	24.08		215	215	
15:45	USA	PMI w usługach <i>finalny</i> (pkt.)	sie			50.9	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	lip		0.8	0.6	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	sie		53.6	53.7	
<b>6.09.2019 PIĄTEK</b>							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lip		-3.8	-5.2	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	sie		165	164	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	sie		3.7	3.7	
14:30	USA	Przeciętne wynagrodzenie godzinowe m/m (%)	sie		0.3	0.3	

## W tym tygodniu...

**Gospodarka polska:** Publikowany dzisiaj indeks PMI jest jedyną polską publikacją, na którą w tym tygodniu warto zwrócić uwagę. Choć wskaźniki GUS w sierpniu odbiły nieco w górę, to ich korelacja z PMI jest bardzo niska. Modele oparte o wskaźniki europejskie sugerują z kolei nieznaczny spadek polskiego PMI i taki ruch obstawiamy (nasza prognoza to 47,0 pkt, nieco poniżej konsensusu rynkowego).

**Gospodarka globalna:** Tydzień upłynie pod znakiem publikacji wskaźników koniunktury (poniedziałek - przemysł, środa - usługi) oraz piątkowego raportu z amerykańskiego rynku pracy. Wstępne odczyty koniunktury wskazywały na lekkie odbicie w europejskich gospodarkach i dalsze pogorszenie nastrojów w Stanach Zjednoczonych (pytanie czy za wskazaniem Markit PMI i niektórych odczytów regionalnych pójść też indeksy ISM). Natomiast oczekiwania na dane z rynku pracy wskazują na utrzymanie podobnych dynamik i tym samym wydzwięku, jak w poprzednim raporcie (wzrost zatrudnienia o 165 tys. miejsc pracy, wynagrodzeń o 0,3% m/m, a stopa bezrobocia powinna pozostać na niezmiennym poziomie 3,7%).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

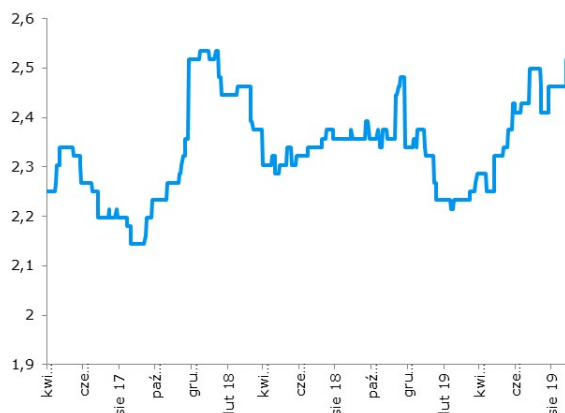
- GUS: Produkt Krajowy Brutto w II kwartale 2019 r. wzrósł o 4,5 proc. rdr w porównaniu ze wzrostem o 4,7 proc. rdr w I kwartale. Wcześniej GUS podał w szacunkach flash, że w II kwartale rdr PKB wzrósł o 4,4 proc.
- MF: Biorąc pod uwagę przewidywane wykonanie budżetu, tegoroczne potrzeby pożyczkowe zostały już w pełni sfinansowane - poinformował w komunikacie wiceminister finansów Piotr Nowak.
- USA: Wydatki amerykańskich konsumentów w lipcu wzrosły o 0,6 proc. mdm, podczas gdy w czerwcu wzrosły o 0,3 proc. mdm - podało Biuro Analiz Ekonomicznych Departamentu Handlu.

Decyzja RPP (11.09.2019)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	-0.703	0.005
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	0.000	0.000
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	1.854	0.002
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

### POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



Rewizja odczytu flash PKB podniosła polski indeks zaskoczeń. W tym tygodniu jedynie dane PMI mogą przedłużyć jego dobrą passę.

### STREFA EURO

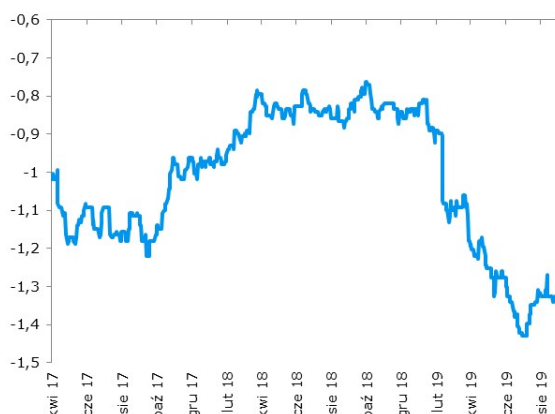
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Sprzedaż detaliczna i inflacja w Niemczech zaskoczyły in minus, podobnie jak wskaźnik Ifo. W konsekwencji, europejski indeks zaskoczeń spadał w zeszłym tygodniu miarowo i systematycznie. Ten tydzień to przede wszystkim publikacje finalnych odczytów koniunktury w strefie euro, nie zabraknie zatem okazji do zaskoczeń.

### USA

Indeks zaskoczeń dla USA

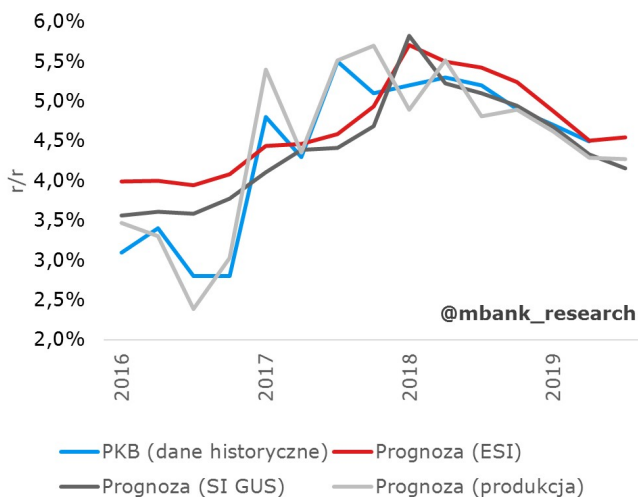


Wypadkową całej serii zaskoczeń in minus (Chicago FNAI, rynek nieruchomości, koniunktura konsumencka, dochody konsumentów) i serii pozytywnych zaskoczeń (również koniunktura konsumencka, konsumpcja i Chicago PMI) jest nieznaczny spadek amerykańskiego indeksu zaskoczeń na bazie tygodniowej. W najbliższych dniach dane o koniunkturze i z rynku pracy stwarzają przestrzeń do poruszenia amerykańskim indeksem zaskoczeń.

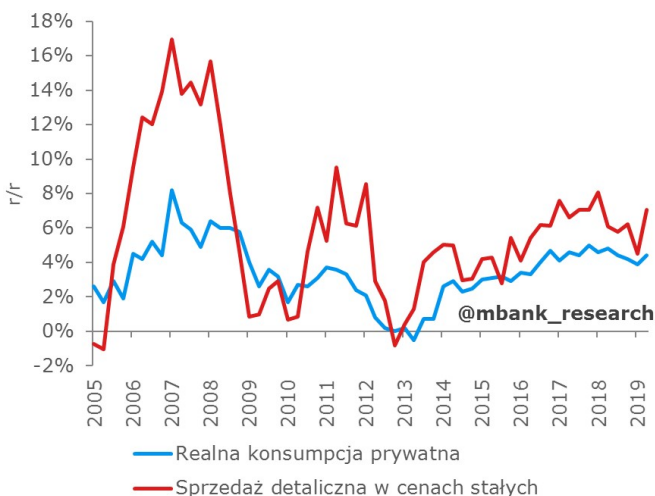
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną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

## Dobry wynik konsumpcji i inwestycji w II kwartale.

PKB w II kwartale wzrósł jednak o 4,5% r/r (zgodnie z naszą prognozą i o 0,1 pkt. proc. wyżej niż szacowano w odczycie flash) i o 0,8% kw/kw po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych. Jest to wynik zbliżony do szacunków formułowanych na podstawie modeli opartych o miękkie i twarde dane. Biorąc pod uwagę rewizje odczytów flash (drugi raz z rzędu i trzeci w sześciu ostatnich kwartałach) i zaskoczenia względem konsensusów rynkowych (pięć razy w sześciu ostatnich kwartałach), spowolnienie w dalszym ciągu postępuje łagodniej niż powszechnie się oczekuje.

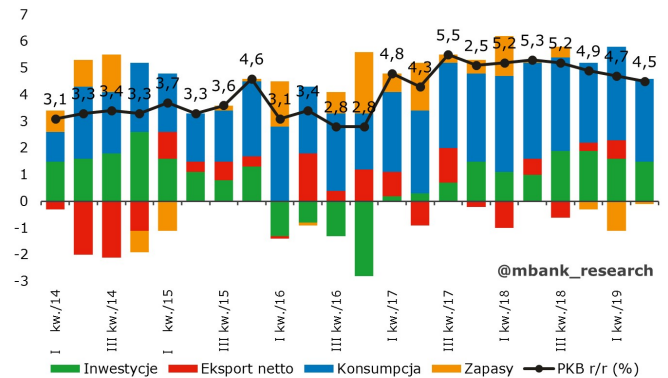


W szczegółach odczytu jest tylko kilka niespodzianek. Po pierwsze, konsumpcja indywidualna wzrosła o 4,4% r/r, powyżej prognoz zakładających wzrost o 4-4,1% r/r. Częściowo widać w tym echa przyspieszenia sprzedaży detalicznej w II kwartale, a czynnikiem dodatkowo podbijającym dynamikę spożycia indywidualnego mogła być większa konsumpcja usług turystycznych i gastronomicznych w związku z gorącym czerwcem. Co ciekawe, dynamika spożycia ogółem okazała się idealnie zbieżna z naszymi prognozami – zaskoczenie w konsumpcji gospodarstw domowych zniosło się z rozczarowaniem w konsumpcji publicznej (spadek dynamiki z 6,4 do 3,4% r/r).



Po drugie, inwestycje spowolniły zgodnie z oczekiwaniami, do 9,0% r/r (konsensus i nasza prognoza po 8,5% r/r). Jest to wynik – w świetle publikowanych wcześniej w tym miesiącu danych

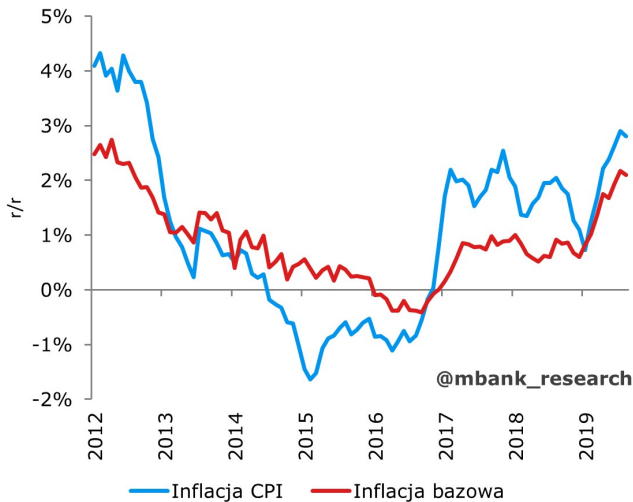
o nakładach inwestycyjnych JST i przedsiębiorstw niefinansowych – potwierdzający naszą diagnozę zmiany struktury inwestycji w tym roku. Hamowaniu inwestycji publicznych (w większości budowlanych) towarzyszy bowiem przyspieszenie nakładów przedsiębiorstw prywatnych, które częściowo amortyzuje wypłaszczanie unijnego cyklu inwestycyjnego. Wreszcie, wkład eksportu netto w II kwartale znalazł się na nieznacznym minusie (można było na podstawie danych miesięcznych zakładać minimalny plus).



Jak wskazywaliśmy wielokrotnie, druga połowa roku upłynie pod znakiem przyspieszenia konsumpcji prywatnej i dzisiejsze dane czynią taką ścieżkę bardziej prawdopodobną, zwłaszcza jeśli zostaną zestawione z niezmiennie rekordowym sentymentem gospodarstw domowych. Jest w tej sytuacji możliwe, że II kwartał wyznaczy lokalny dołek – III kwartał pod względem dynamiki ukształtuje się na zbliżonym poziomie – na podstawie danych miesięcznych można celować z prognozami w przedział 4,4-4,5%. Przełom roku, jak już wspomniano, to koncert konsumpcji prywatnej dopalanej przez transfery socjalne dystrybuowane w ramach pakietu stymulacyjnego. Z prognozą 4,6% średniorocznie czujemy się w tej sytuacji nader komfortowo.

## Inflacja lekko spada, do 2,8% r/r.

Wbrew naszym oczekiwaniom stabilizacji inflacji (2,9% r/r), ta lekko spadła (2,8% r/r) – przynajmniej według wstępnych szacunków. Opublikowane szczegóły dokładnie odpowiadają naszej prognozie: -0,3% m/m na żywności, stabilizacja cen energii, lekki spadek cen paliw (-1,1% m/m). Oznacza to automatycznie, że pomyłka nastąpiła w przypadku inflacji bazowej i wbrew naszym szacunkom mogła ona w sierpniu spaść do 2,1% r/r, choć w grę mogą wchodzić zaokrąglenia. „Winowajcy” po stronie inflacji bazowej to przede wszystkim turystyka i ubezpieczenia z pojemnej kategorii „inne”.



Kolejne 2 miesiące powinny przynieść stabilizację inflacji w okolicach 2,7-3,0%. Silny ruch w górę rozpocznie się pod koniec roku i zatrzyma się dopiero w pierwszej połowie 2020 na poziomach grubo przewyższających 3%. Wiedziony będzie głównie cenami żywności oraz efektami bazowymi na cenach energii. Oczekujemy obniżki cen gazu, która póki co łagodzi wspomniane efekty bazowe. Bez niej inflacja może z łatwością sięgnąć 4%, ale w całym roku utrzyma trajektorię spadkową i w 2021 z łatwością uplasuje się w celu NBP (lub nawet poniżej).

Potencjał na podbicie dynamiki PKB w drugiej połowie roku, duże prawdopodobieństwo poprawy oczekiwań dotyczących gospodarki globalnej w związku z zapowiadaną akcją banków centralnych we wrześniu oraz sam wzrost inflacji powinny sprawić, że oczekiwania na obniżki stóp w Polsce mogą się istotnie cofnąć jako kombinacja czynników globalnych i lokalnych. Wciąż naszym scenariuszem bazowym pozostaje stabilizacja stóp, choć ryzyko cięcia stóp w 2021 roku jest wyższe niż ruchu w górę.

## EURUSD fundamentalnie

Zeszlotygodniowy powolny ruch EURUSD w dół w piątek został zwieńczony znaczącym spadkiem eurodolara. Decydowało osłabienie euro – można domniemywać że była to kombinacja zwiększonych oczekiwań na znaczący ruch ECB na przyszłotygodniowym posiedzeniu i realizacji stoplossów po przekroczeniu kolejnego poziomu na EURUSD. W tym tygodniu eurodolar powinien zależeć od wskaźników koniunktury (odczyty flash sugerowały lekką poprawę nastrojów w Europie i ich dalsze pogarszanie w Stanach Zjednoczonych), ostatnich komentarzy przed przyszłotygodniowym posiedzeniem EBC, rozwoju sytuacji na linii Chiny - USA (wczoraj weszły w życie zapowiadane cła), Brexitu (ostatnie głosowania w brytyjskim parlamencie przed zawieszeniem jego prac), czy piątkowych danych z amerykańskiego rynku pracy. Mogą one stanowić kolejne argumenty za pogarszaniem się globalnego sentymentu w związku z czym można oczekiwać dalszych spadków EURUSD.

## EURUSD technicznie

**Stara pozycja:** S/L na obu częściach pozycji long, średnio 56 pipsów straty.

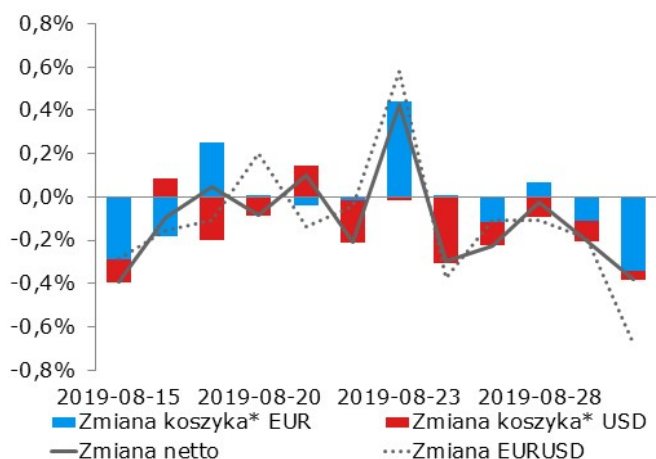
**Nowa pozycja:** Brak.

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

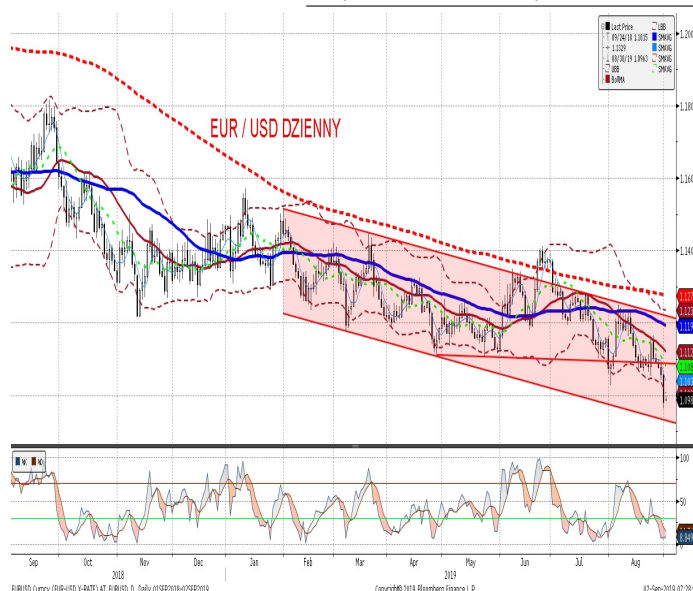
Przełamanie lokalnych minimów, którego się obawialiśmy, wydarzyło się w piątek wieczorem. W efekcie, nasza pozycja została automatycznie zamknięta z niewielką stratą. Podstawowe pytanie to, czy mamy do czynienia ze zmianą formacji (z range na trend spadkowy) czy też z fałszywym wybiciem w dół. Za tą drugą ewentualnością przemawia dywergencja na wykresie dziennym, za tą pierwszą - ustanowienie nowych minimów. Przestrzeń do dalszych spadków jest obecnie ogromna, bo na drodze do wieloletniego minimum (1,0341) znajduje się w zasadzie tylko seria lokalnych maksimów w przedziale 1,08-1,09. W tej sytuacji pozostajemy bez pozycji i czekamy na rozjaśnienie sytuacji.

Wsparcie	Opór
1,0906	1,1651
1,0864	1,1570
1,0341	1,1412

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Inflacja zgodna z rykowymi oczekiwaniami (2,8%) i pozytywna niespodzianka w finalnym odczycie PKB (wzrost o 4,5% w 1 kw. przy wstępny odczycie 4,4%) – ten zestaw danych pomógł w piątek złotemu, który umocnił się o 1,5 grosza wobec euro. Dodatkowo, sprzyjało w tym popołudniowe osłabienie europejskiej waluty. Ten tydzień jest relatywnie ubogi w dane (jedynie dzisiejszy PMI, który zgodnie z naszą prognozą powinien dalej spadać co może być złym sygnałem dla złotego), EURPLN więc wciąż pozostanie zależny od globalnych nastrojów. Te na razie nie napawają optymizmem, złoty może więc, podobnie jak w zeszłym tygodniu, głównie osłabiać się wobec euro w ślad za innymi walutami EM.

## EURPLN technicznie

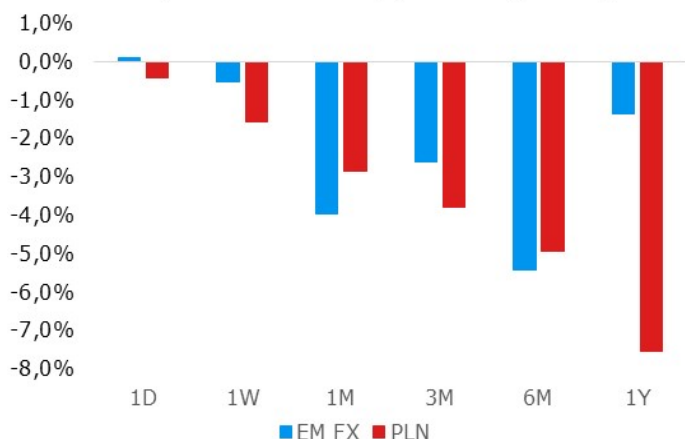
**Pozycja:** Mała pozycja short po 4,3975, S/L 4,42.

**Preferencja:** Podniesienie przedziału wahań.

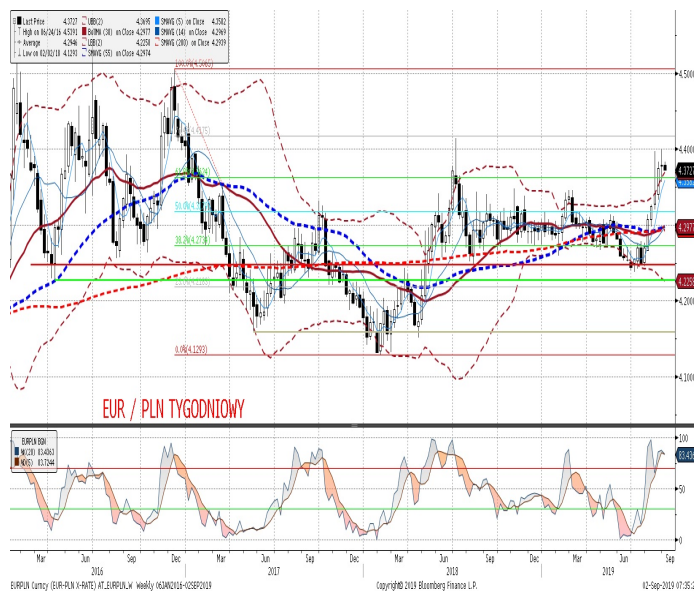
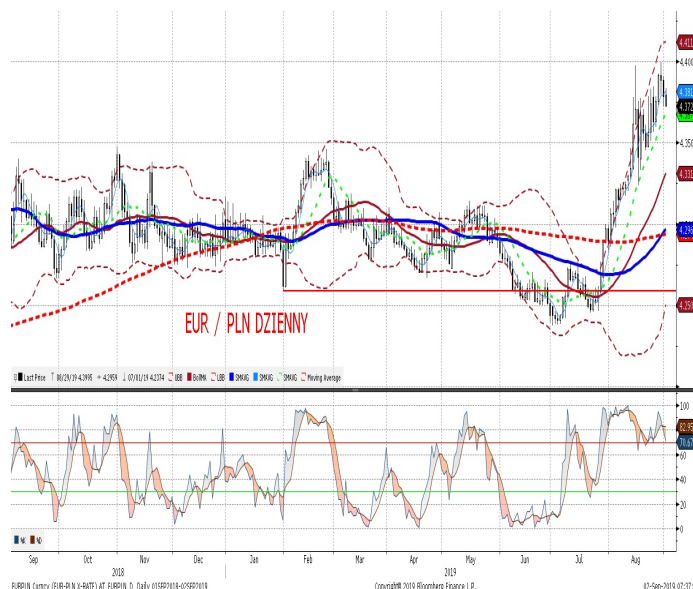
Na tygodniowym bez sygnałów, na dziennym podwójny szczyt z dywergencją w pakiecie. Na tym wykresie widać wyzwanie, jakie czeka kurs w najbliższych dniach - pierwsze wsparcie to MA14D w okolicy 4,37 - na 4H odpowiada to MA55. Po złamaniu średnich otwiera się przestrzeń do ruchu w stronę 4,33, a nawet do powrotu do dawnego range. Z naszą pozycją czujemy się zatem komfortowo.

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)

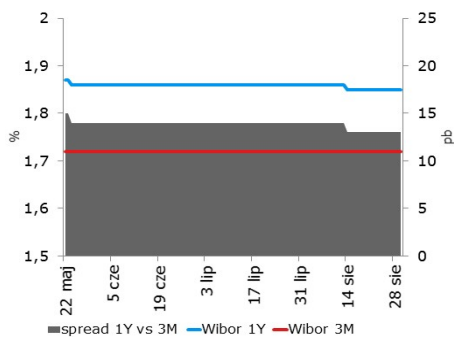


Uwaga: Wzrost = aprecjacja do dolara, spadek = deprecjacja do dolara

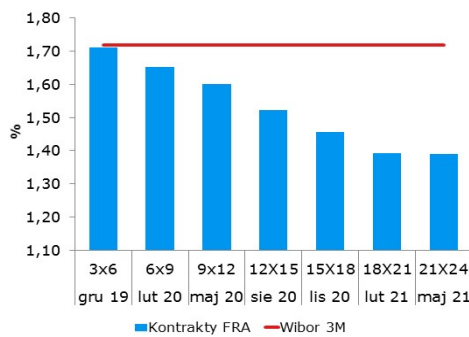


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP		
1Y	1.66	1.70	ON	1.25	2.25	EUR/PLN	4.3844	
2Y	1.61	1.65	1M	1.69	1.89	USD/PLN	3.9717	
3Y	1.55	1.59	3M	1.60	1.80	CHF/PLN	4.0174	
4Y	1.51	1.55						
5Y	1.49	1.53	FRA		BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	1.48	1.52	1x2	1.63	1.68	EUR/USD	1.0988	
7Y	1.48	1.52	1x4	1.68	1.72	EUR/JPY	116.82	
8Y	1.48	1.52	3x6	1.67	1.71	EUR/PLN	4.3762	
9Y	1.48	1.52	6x9	1.61	1.65	USD/PLN	3.9845	
10Y	1.50	1.54	9x12	1.56	1.60	CHF/PLN	4.0211	

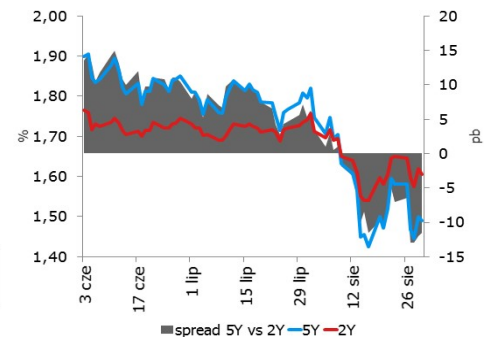
WIBOR 3M i 1Y



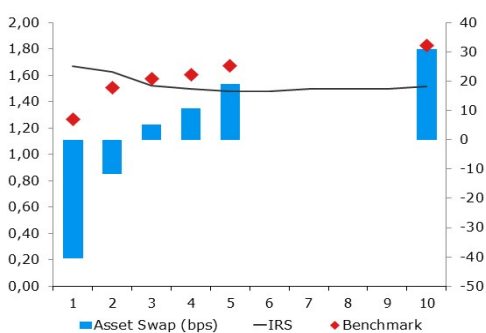
WIBOR 3M i stawki FRA



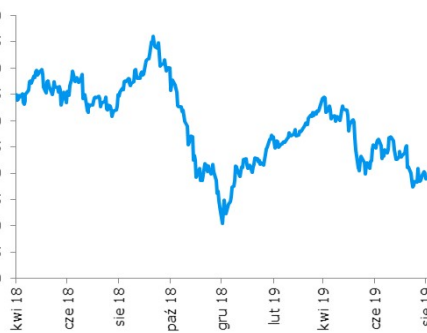
IRS 5Y i 2Y



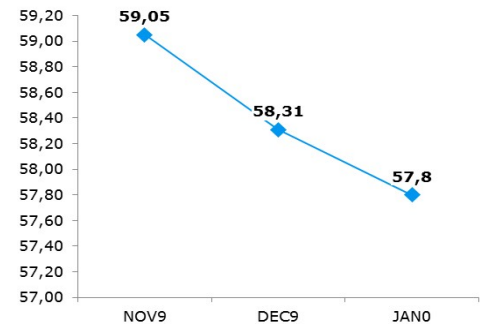
Asset swap i IRS



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.