

9 września 2019

Raport Dzienny

Autorzy:

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

Maciej Zdrolik
analityk
tel. +48 22 829 02 56
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

Nasze wszystkie publikacje
dostępne są na stronie
internetowej pod adresem:
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		
9.09.2019 PONIEDZIAŁEK							
10:30	GBR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		-0.3	-0.1	
10.09.2019 WTOREK							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	sie		2.6	2.8	
3:30	CHN	PPI r/r (%)	sie		-0.9	-0.3	
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		0.5	-2.3	
9:00	CZE	CPI r/r (%)	sie		2.9	2.9	
9:00	HUN	CPI r/r (%)	sie		3.2	3.3	
10:00	ITA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		-0.1	-0.2	
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	lip		3.9	3.9	
11.09.2019 ŚRODA							
	POL	Decyzja RPP (%)	wrz	1.50	1.50	1.50	
14:30	USA	PPI r/r (%)	sie		1.7	1.7	
12.09.2019 CZWARTEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		-0.1	-1.6	
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	wrz	-0.50	-0.50	-0.40	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	07.09		215	217	
14:30	USA	CPI r/r (%)	sie		1.7	1.8	
13.09.2019 PIĄTEK							
10:00	POL	CPI r/r final (%)	sie	2.9	2.8	2.9	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	sie	-765	-334	21	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sie	18800	19050	18068	
14:00	POL	Import (mln EUR)	sie	19100	19106	18145	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	sie		0.3	0.7	
15:00	USA	Koniunktura kons. U.Mich (pkt.)	wrz		90.0	89.8	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska: W środę zakończy się dwudniowe posiedzenie RPP. Nie przyniesie ono zmian stóp procentowych, natomiast można spodziewać się utrzymania gołębiej retoryki przez prezesa Głapińskiego. Będzie on również raczej bagatelizował wniosek o podwyżkę stóp procentowych, który odrzucono w lipcu. Piątek rozpocznie się od publikacji finalnych danych o inflacji za sierpień. Odczyt *flash* przyniósł zaskoczenie względem naszej prognozy, ale struktura odczytu wskazuje naszym zdaniem na możliwość rewizji w górę, z 2,8 do 2,9% r/r. Również w piątek światło dzienne ujrzą miesięczne dane na temat bilansu płatniczego w lipcu. Miesiąc wcześniej saldo obrotów bieżących znajdowało się w zasadzie w równowadze, w lipcu pojawi się jednak umiarkowany deficyt, napędzany naszym zdaniem przez rozszerzenie salda obrotów towarowych (prognozujemy mniejszy od konsensusu wzrost eksportu).

Gospodarka globalna: W Europie publikacje danych o produkcji przemysłowej w lipcu będą pozostawały w tle w stosunku do posiedzenia Rady Gubernatorów Europejskiego Banku Centralnego. Zgodnie z zapowiedziami z poprzednich tygodni i posiedzeń, wrzesień przyniesie zwiększenie skali stymulacji monetarnej, a nowy pakiet stymulacyjny obejmie obniżkę stóp procentowych, wzmocnienie *forward guidance* i nowy program skupu aktywów. W Stanach Zjednoczonych publikacje makro w kalendarzu pojawiają się dopiero w drugiej połowie tygodnia. Wśród nich warto odnotować dane o inflacji za sierpień (środa - PPI, czwartek - CPI), sierpniowy odczyt sprzedaży detalicznej (piątek) i pierwszy szacunek sentymentu konsumentów we wrześniu (piątek).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

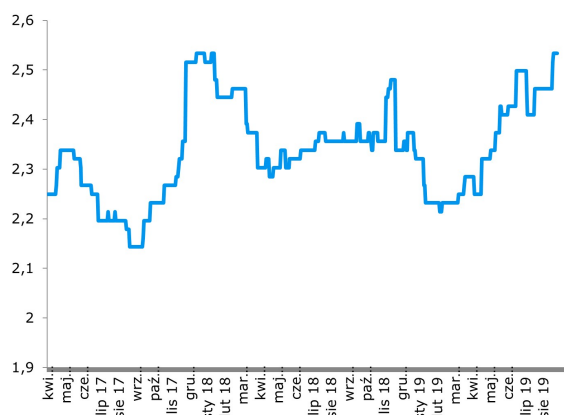
- POL: Na koniec 2020 r. minimalna pensja będzie wynosiła 3 tys. zł, a na koniec 2023 roku będzie wynosiła 4 tys. zł - powiedział w sobotę prezes PiS Jarosław Kaczyński. 1 stycznia 2020 roku płaca minimalna wzrośnie do 2600 zł - zapowiedział premier Mateusz Morawiecki.
- POL: PiS planuje 13-stą emeryturę w każdym roku i proponuje 14-stą emeryturę dla osób, które otrzymują poniżej 120 proc. wysokości średniej emerytury.
- POL: Koalicja Obywatelska proponuje m.in. zwolnienie pracujących emerytów z PIT, bony na opiekę nad seniorami, ulgę od CIT dla zysków przeznaczanych na rozwój firm oraz gwarantuje prawa nabyte przez Polaków - poinformowała na piątkowej konwencji KO kandydatka ugrupowania na premiera Małgorzata Kidawa-Błońska.
- USA: Liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w Stanach Zjednoczonych w sierpniu wzrosła o 130 tys. wobec oczekiwanych 160 tys. - podał amerykański Departament Pracy. Wynagrodzenia godzinowe wzrosły w sierpniu o 3,2 proc. mdm i o 0,4 proc. rdr.

Decyzja RPP (11.09.2019)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	-0.636	0.005
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.559	0.019
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	1.976	0.000
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

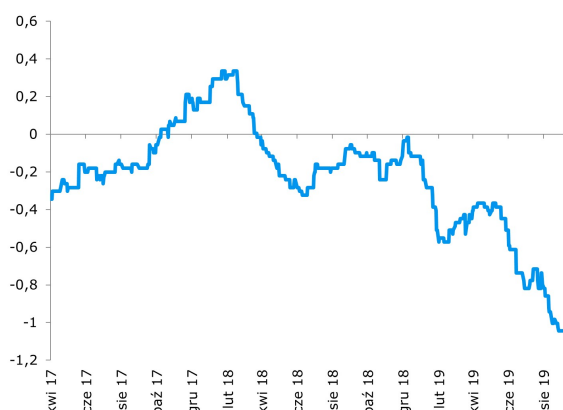
Indeks zaskoczeń dla Polski



Jedynie zaskoczenie z tego tygodnia (PMI powyżej oczekiwań) było zbyt małe żeby poruszyć indeks. W tym tygodniu jedyna szansa na jego zmianę jest w piątek – ewentualna rewizja inflacji w górę może przełożyć się na analogiczny ruch indeksu.

STREFA EURO

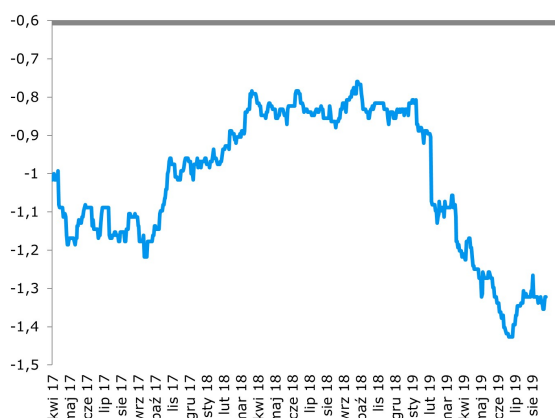
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Finalne indeksy koniunktury nie odbiegały znacząco od wstępnych odczytów – indeks pozostał więc niezmienny. W tym tygodniu mogą poruszyć go dane o produkcji przemysłowej w Europie.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA



Indeks w górę za sprawą pozytywnych zaskoczeń w odczycie zatrudnienia wg ADP, wskaźnika koniunktury w usługach wg ISM i przeciętnego wynagrodzenia. Negatywne niespodzianki (słabszy przemysłowy ISM i niższe zatrudnienie w danych Departamentu Pracy) nie przełożyły się na zmiany indeksu. W tym tygodniu uwaga skupiona będzie na danych o sprzedaży detalicznej i CPI.

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.

Partie podbijają stawkę kampanii wyborczej

Na konwencjach dwóch głównych ugrupowań (odpowiednio, Koalicji Obywatelskiej w piątek, oraz Prawa i Sprawiedliwości w sobotę) zaprezentowano i rozszerzono programy wyborcze, w szczególności pojawiły się nowe postulaty gospodarcze. Propozycje gospodarcze strony opozycyjnej były już wcześniej znane i obejmują utrzymanie „trzynastej” emerytury jako permanentnej części systemu świadczeń, obniżenie stawek PIT, wprowadzenie dopłaty do najniższych wynagrodzeń w wysokości 600 zł, powiązanie ryczałtowej składki ZUS z płacą minimalną (zamiast z przeciętnym wynagrodzeniem) oraz zachęty fiskalne dla pracujących emerytów. Ich koszt może sięgnąć 1-2% PKB, w zależności od sposobu ich domknięcia po stronie podatkowej.



W przypadku konwencji PiS na pierwszy plan wysuwają się cztery postulaty: utrzymanie wypłat „trzynastej” emerytury jako stałego elementu systemu świadczeń i dodanie „czternastej” emerytury od 2021 r. dla części emerytów (do 2900 zł podstawowego świadczenia); zmiana sposobu naliczania składek ZUS na proporcjonalny względem dochodu; podniesienie płacy minimalnej do 3000 zł na koniec 2020 i 4000 zł na koniec 2023 r.; wyrównanie dopłat bezpośrednich dla rolników do poziomu zachodnioeuropejskiego. Z uwagi na brak szczegółów i niejednoznaczność niektórych postulatów, nie możemy skomentować wszystkich zaprezentowanych elementów, dlatego warto skupić się wyłącznie na nowych i dostatecznie skonkretyzowanych propozycjach. W pierwszej kolejności warto zauważyć, że bezpośredni skutek fiskalny nowych propozycji strony rządowej nie jest znaczący, a w krótkim okresie będzie nawet pozytywny z uwagi na podniesienie wpływów z opodatkowania pracy. Zakładając, że płacę minimalną zarabia 15% pracujących i stopień przestrzegania przepisów wynosi 100%, jej wzrost o 100 zł oznacza wzrost wpływów sektora finansów publicznych o ok. 1,4 mld zł. Należy tę kwotę zmniejszyć o przyrost funduszu wynagrodzeń w administracji publicznej i wydatków na usługi zlecane na zewnątrz. Potwierdzenie wypłat trzynastej emerytury w 2020 r. i latach kolejnych rozwiewa jedną z wątpliwości, które należało mieć w odniesieniu do przyszłorocznego budżetu. Tym samym, zmniejsza się prawdopodobieństwo realizacji zrównoważonego budżetu w 2020 r.

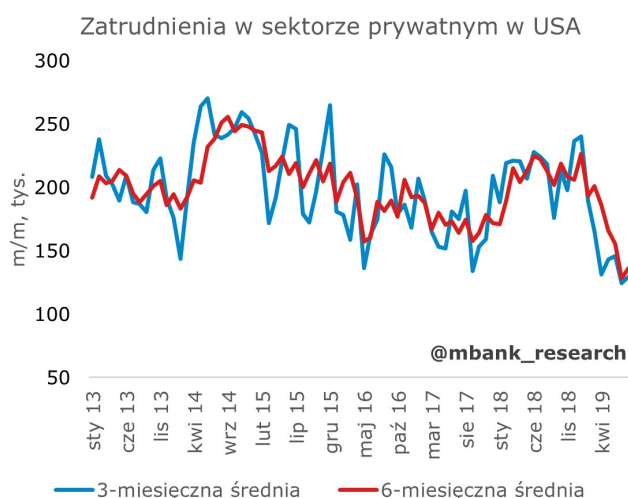
W kwestii samego wzrostu płacy minimalnej, obok efektu fiskalnego, istotny będzie wpływ na sektor przedsiębiorstw (na tym zresztą skupia się debata w mediach). Jego pełna ocena

wykracza poza zakres tematyczny i pojemność niniejszego raportu, warto jednak zauważyć kilka rzeczy. Po pierwsze, bezprecedensowa jest skala wzrostów (z 46 do ok. 60% średniej w 4 lata – będzie to rekord w OECD) i można oczekiwać przy takich założeniach, że przyrosty płacy minimalnej będą podbijać dynamikę przeciętnego wynagrodzenia. Po drugie, negatywne skutki będą prawdopodobnie silnie skoncentrowane i będą dotyczyć małych przedsiębiorstw oraz działalności w regionach o niskiej średniej płacy lub wysokim udziale nisko produktywnych i nisko płatnych prac. Wymusi to prawdopodobnie dalszą konsolidację w sektorze przedsiębiorstw i zwiększy presję na wzrost produktywności z uwagi na efekty realokacyjne. Po trzecie, można spekulować na temat możliwego pozytywnego wpływu na inwestycje (przez automatyzację, robotyzację, zmianę organizacji pracy i substytucję pracy kapitałem), ale określenie siły tego kanału oddziaływania nie jest a priori możliwe. Struktura wzrostów inwestycji w ostatnich latach nie wskazuje na to, aby przedsiębiorstwa z kapitałem krajowym prywatnym (a te będą najsilniej dotknięte przez wzrost płacy minimalnej) reagowały na silny wzrost kosztów pracy znaczącym podniesieniem nakładów inwestycyjnych. Otwartym pozostaje pytanie, czy szybszy wzrost płacy minimalnej zmieni ich reakcję. Po czwarte, wyższa płaca minimalna będzie stanowić zachętę do pracy dla osób o wysokiej płacy progowej, powinna zatem podnosić elastyczną podaż pracy. Wpływ na zatrudnienie i bezrobocie będzie zależeć od interakcji wyższej podaży i niższego popytu (z uwagi na restrukturyzację sektora przedsiębiorstw). Wreszcie, szybkie podwyżki płacy minimalnej implikują podtrzymanie impulsów proinflacyjnych. Niezależnie od skali i struktury dostosowań po stronie przedsiębiorstw, podwyżki cen wyrobów gotowych i usług będą jednym ze sposobów dostosowania do rosnących kosztów pracy. Ścieżki inflacji bazowej powinny zatem szybować dość wysoko, a prawdopodobieństwo samoczynnego wygasania obecnie obserwowanych wzrostów inflacji bazowej maleje.

Reasumując, nowe propozycje oznaczają podjęcie rękawicy przez stronę rządową, ale przedwyborcza licytacja jest prowadzona z punktu widzenia finansów publicznych na dżentelmeńskich warunkach. Najgorszy możliwy scenariusz z punktu widzenia ich stabilności i ryzyka kredytowego (wyrównane sondaże, duże propozycje wydatkowe – [por. nasza styczniowa publikacja](#)) nie realizuje się.

USA: Małe rozczarowanie w danych z rynku pracy

W sierpniu w sektorze pozarolniczym w USA przybyło 130 tys. miejsc pracy, nieco poniżej konsensusu wynoszącego ok. 160 tys. nowo zatrudnionych. W sektorze prywatnym przyrost był jeszcze mniejszy, bo wyniósł 96 tys., a za hojny wzrost zatrudnienia w sektorze publicznym w dużej mierze odpowiada zatrudnienie ok. 25 tys. tymczasowych pracowników do spisu powszechnego. Ten czynnik będzie podbijał headline jeszcze przez wiele miesięcy, aż do jego zakończenia. Po wyłączeniu sektora publicznego widoczna jest kontynuacja spowolnienia (dane widoczne na poniższym wykresie nie uwzględniają benchmarkowej rewizji liczby pracujących, która obniżyła poprzednie szacunki o ok. 40 tys. / miesiąc).



Drugie z badań, na którym opiera się raport, wśród gospodarstw domowych, tym razem miało pozytywny wydźwięk. Aktywność zawodowa wzrosła o 0,2 pkt. proc., podobnie jak wskaźnik zatrudnienia. Stopa bezrobocia ustabilizowała się na poziomie 3,7% (zgodnie z prognozami), choć szersze miary niewykorzystania zasobów pracy zwiększyły się nieznacznie (U-6 z 7 do 7,2%). Nieznacznie na plus zaskoczyły wynagrodzenia (0,4% zamiast 0,3% m/m), ale nie widać tutaj znaczącego przyspieszenia.

Podstawowy wniosek z amerykańskiego rynku pracy nie zmienia się – zatrudnienie systematycznie spowalnia i jest to spójne zarówno ze stanem koniunktury, jak i z przebiegiem cyklu koniunkturalnego. Jednocześnie, pogorszenie sytuacji nie ma charakteru skokowego i stanowi wsparcie dla łagodnego i stopniowego dostosowania po stronie stóp procentowych. Słowem – na najbliższym posiedzeniu Fed obecnie stopy procentowe o 25 pb, nie więcej i nie mniej. Rynek z kolei będzie wyceniał kolejne kroki.

EURUSD fundamentalnie

W piątek lekka huśtawka nastrojów na EURUSD – najpierw euro osłabiało się wobec dolara (przyczyn można upatrywać w niższym niż oczekiwano odczycie niemieckiej produkcji przemysłowej), później dolar osłabił się wobec euro (wraz z publikacją słabszych niż oczekiwano danych z rynku pracy – 130 tys. przy oczekiwanych 160 tys.), żeby wrócić do wcześniejszych poziomów po tonującym pesymistyczne nastroje wystąpieniu Powella („gospodarka jest w dobrym miejscu” i „w najbliższym czasie nie spodziewa się recesji”). W tym tygodniu cała uwaga skupiona jest na czwartkowej decyzji EBC. Dotychczasowe sygnały wskazywały, że EBC skłania się do cięcia stóp, tieringu i zmiany forward guidance. Pojawiały się jednak również nieoficjalne informacje, że nie ma konsensusu co do nowego QE, co mogło być próbą zmniejszania oczekiwań przed posiedzeniem. Oczekujemy, że EBC nie zawiedzie rynków, ogłaszając istotne łagodzenie polityki monetarnej. Większość tego ruchu jest już wyceniona w EURUSD, może jednak wciąż nieco poruszyć EURUSD w dół.

EURUSD technicznie

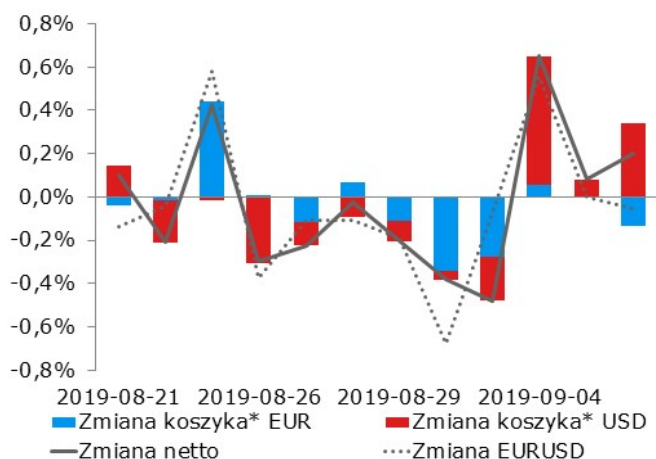
Pozycja: Mała pozycja long po 1,0976, S/L na 1,0880.

Preferencja: Range/fałszywe wybiecie w dół.

Bez większych zmian. Notowania ustanowiły nowe lokalne minimum na dolnym ograniczeniu kanału spadkowego i delikatnie rosną. Od czasu otwarcia naszej pozycji nie pojawiły się żadne nowe sygnały, dlatego wypada nam tylko potwierdzić jej istnienie i chęć obstawienia korekty wzrostowej (co najmniej do 1,11).

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

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

W piątek EURPLN pozostawał praktycznie w miejscu, ponieważ od lekkiego umocnienia. W tym tygodniu najważniejsza dla złotego będzie reakcja rynków na czwartkową decyzję EBC. Łagodzenie polityki Banku powinno sprzyjać ruchowi EURPLN w dół (słabsze euro i relatywnie wyższe stopy w Polsce). Ten tydzień przynosi też 2 krajowe wydarzenia, które teoretycznie mogłyby poruszyć EURPLN – konferencję po posiedzeniu RPP i finalny odczyt inflacji. Jednak przekaz płynący z RPP nie powinien ulec zmianie (gołębia retoryka i bagatelizowanie wniosków o podwyżkę stóp), co powinno skutkować brakiem istotniejszego wpływu na złotego. Możliwa jest natomiast rewizja w górę odczytu sierpniowej inflacji, co z kolei, podobnie jak EBC, może wpływać na mocniejszego złotego.

EURPLN technicznie

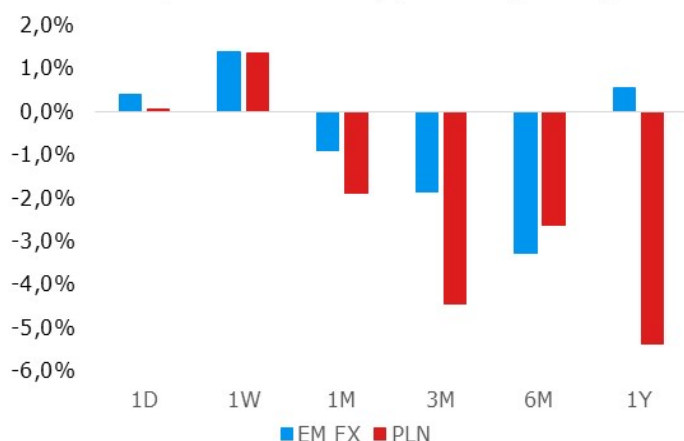
Nowa pozycja: Mała pozycja short po 4,3328, S/L 4,3510 i T/P 4,30.

Preferencja: Podniesienie przedziału wahań.

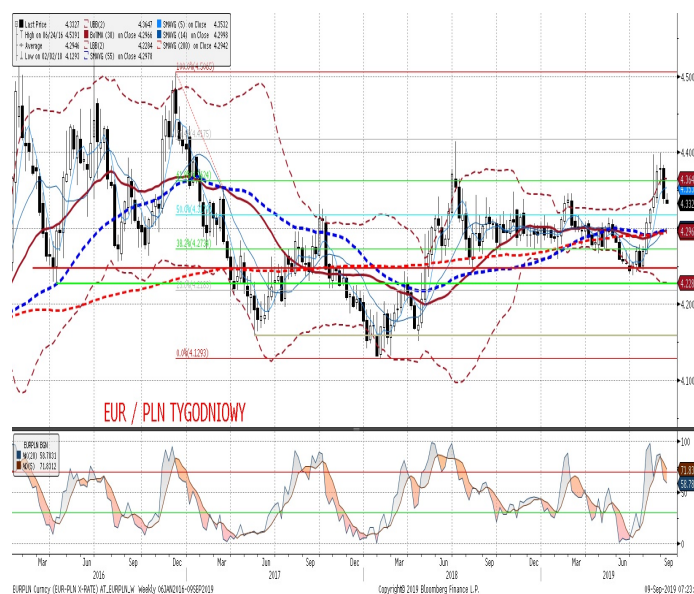
Duża czarna świeca na wykresie tygodniowym, ale głównym źródłem sygnałów są wykresy o większej częstotliwości. EURPLN sprawia wrażenie, jak gdyby po okresie konsolidacji na wykresie dziennym miała się pojawić kolejna fala spadkowa. Brak odbicia od FIBO i MA200 na 4H jest dalszym potwierdzeniem tego stanu rzeczy. Decydujemy się na obstawienie dalszych spadków EURPLN i otwieramy małą pozycję short po 4,3328, S/L 4,3510 i T/P 4,30.

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)



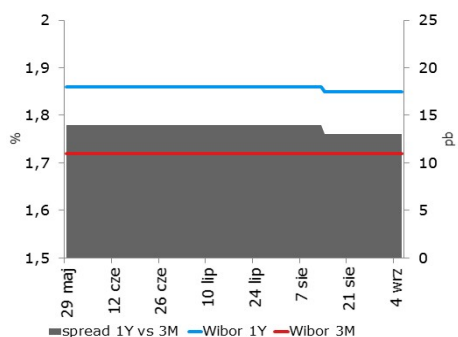
Uwaga: Wzrost = aprecjacja do dolara, spadek = deprecjacja do dolara



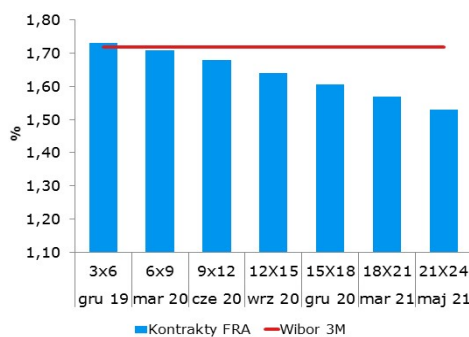
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.69	1.73	ON	1.30	1.60	EUR/PLN	4.3392
2Y	1.71	1.75	1M	1.64	1.84	USD/PLN	3.9315
3Y	1.68	1.72	3M	1.58	1.78	CHF/PLN	3.9753
4Y	1.67	1.71					
5Y	1.67	1.71					
6Y	1.68	1.72					
7Y	1.66	1.70					
8Y	1.68	1.72					
9Y	1.69	1.73					
10Y	1.70	1.74					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.61	1.67	EUR/USD	1.1022
1x4	1.69	1.75	EUR/JPY	117.86
3x6	1.69	1.73	EUR/PLN	4.3361
6x9	1.67	1.71	USD/PLN	3.9310
9x12	1.64	1.68	CHF/PLN	3.9752

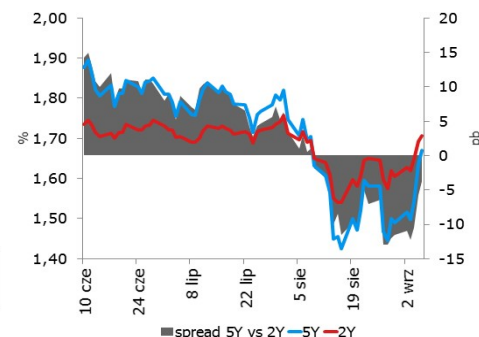
WIBOR 3M i 1Y



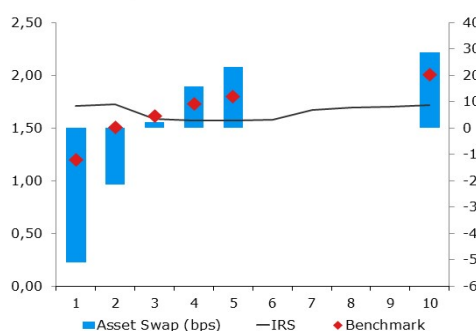
WIBOR 3M i stawki FRA



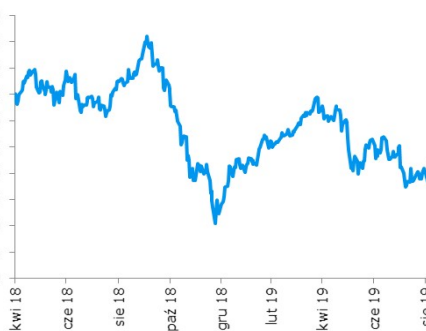
IRS 5Y i 2Y



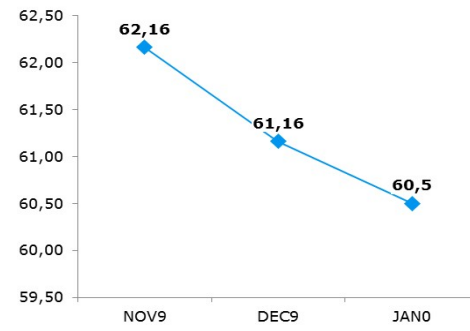
Asset swap i IRS



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 służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.