

19 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 zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
16.09.2019 PONIEDZIAŁEK							
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sie		5.2	4.8	4.4
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	sie		8.0	7.6	7.5
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sie		2.1	2.2	2.2
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	wrz		4.0	4.8	2.0
17.09.2019 WTOREK							
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - oczekiwania (pkt.)	wrz		-36.0	-44.1	-22.5
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	wrz		-15.0	-13.5	-19.9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sie		0.2	-0.1 (r)	0.6
18.09.2019 ŚRODA							
10:00	POL	Koniunktura konsumencka	wrz				
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	sie	6.7	6.8	7.4	6.8
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sie	2.6	2.7	2.7	2.6
11:00	EUR	CPI <i>finalny</i> (%)	sie		1.0	1.0	1.0
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	sie		1315	1317 (r)	1419
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	sie		1250	1215 (r)	1364
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	18.09		1.75	2.00	1.75
19.09.2019 CZWARTEK							
10:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	sie	1.5	1.6	5.8	
10:00	POL	PPI r/r (%)	sie	0.8	0.8	0.6	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.09		214	204	
14:30	USA	Wskaźnik Philly Fed (pkt.)	wrz		11.5	16.8	
16:00	USA	Sprzedaż domów z r.wtórny (mln.)	sie		5.39	5.42	
20.09.2019 PIĄTEK							
8:00	GER	PPI r/r (%)	sie		0.6	1.1	
10:00	POL	Koniunktura w przedsiębiorstwach	wrz				
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	sie	4.0	5.1	5.7	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dziś o 10:00 zostaną opublikowane miesięczne dane na temat przemysłu. Spodziewamy się, że dynamika produkcji przemysłowej wyraźnie spadła w sierpniu, z 5,8% w lipcu do 1,5% r/r. Wynika to przede wszystkim z niekorzystnej różnicy dni roboczych (spadek z +1 do -1 r/r), a także umiarkowanie wysokiej bazy. Towarzyszące im dane o cenach producentów pokażą wzrost dynamiki PPI, z 0,6 do 0,8% r/r. Będzie to w dużej mierze efekt sierpniowej deprecjacji złotego.

Gospodarka globalna: W Banku Anglii bez zmian - stopy procentowe i suma bilansowa zostaną utrzymane bez zmian. W Europie warto również zwrócić uwagę na wystąpienia przedstawicieli EBC (Coeure i Lautenschlager). Amerykański kalendarz, obok cotygodniowego raportu z tamtejszego rynku pracy, wypełniają kolejne dane z rynku nieruchomości (sprzedaż na rynku wtórnym) i indeks koniunktury Philly Fed.

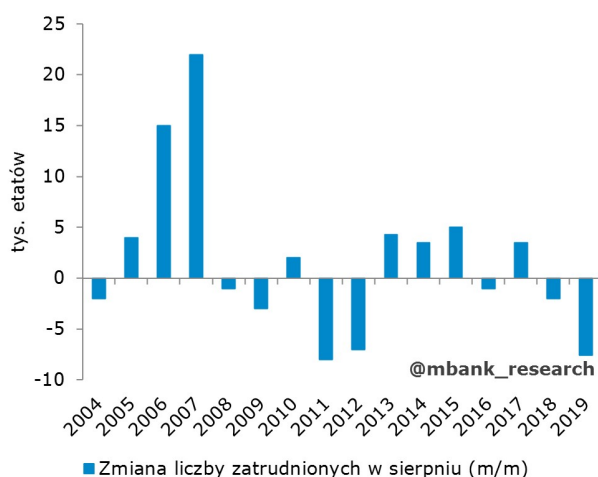
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu 2019 roku wyniosło 5.125,26 zł, co oznacza wzrost o 6,8 proc. – podał Główny Urząd Statystyczny. Zatrudnienie w tym sektorze rdr wzrosło o 2,6 proc.
- Eurostat: Ceny liczone według HICP w Polsce w sierpniu 2019 r. w ujęciu rocznym wzrosły o 2,6 proc. wobec wzrostu o 2,5 proc. miesiąc wcześniej – podał Eurostat.
- USA: Amerykańska Rezerwa Federalna obniżyła główną stopę procentową o 25 pb do 1,75-2,00 proc. – podano w komunikacie. W komunikacie podano, że utrzymuje się niepewność wokół perspektyw dla wzrostu PKB w USA. Bankierzy byli podzieleni w prognozach co do przyszłych zmian zakresu docelowego fed funds.

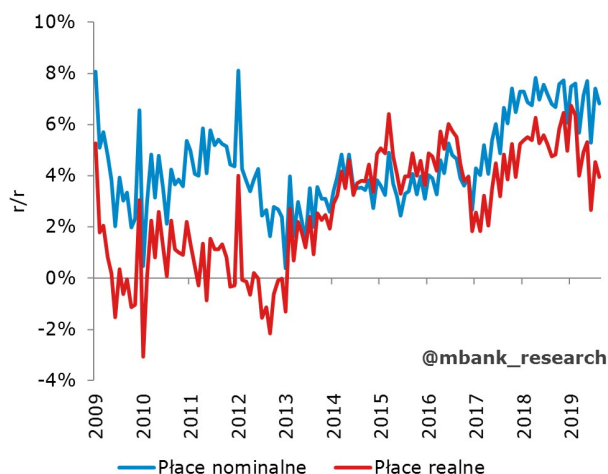
Decyzja RPP (2.10.2019)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	-0.501	0.009
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.796	-0.002
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.120	-0.070
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Łagodne spowolnienie na rynku pracy

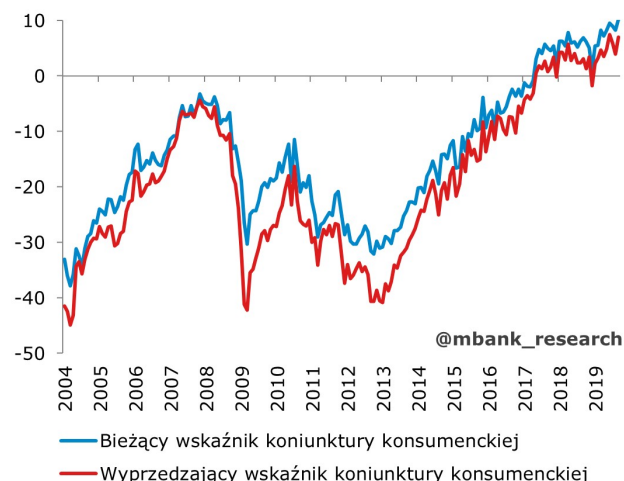
W sierpniu **zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw** spowolniło z 2,7 do 2,6% r/r, nieco poniżej konsensusu rynkowego (2,7%), ale zgodnie z naszą prognozą. W ujęciu miesięcznym ubyło prawie 8 tys. etatów i był to najgorszy taki miesiąc od 2011 r. Nie jest to jednak wypadek przy pracy, a element szerszego trendu spadkowego, który obserwujemy od wielu miesięcy i co do którego zgodne są zarówno „twarde” dane (zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, pracujący wg BAEL, liczba wolnych miejsc pracy i liczba ofert zgłoszonych urzędowi pracy), jak i „miękkie” wskaźniki (konjunktura NBP i GUS, PMI, Manpower). W naszej opinii jest to wypadkowa hamowania popytu na pracę (element szerszej tendencji spadkowej w dynamikach aktywności gospodarczej) i niekorzystnych zmian po stronie podaży. Wszystko wskazuje na to, że tendencje te utrzymają się w kolejnych miesiącach i spowolnienie w zatrudnieniu będzie kontynuowane.



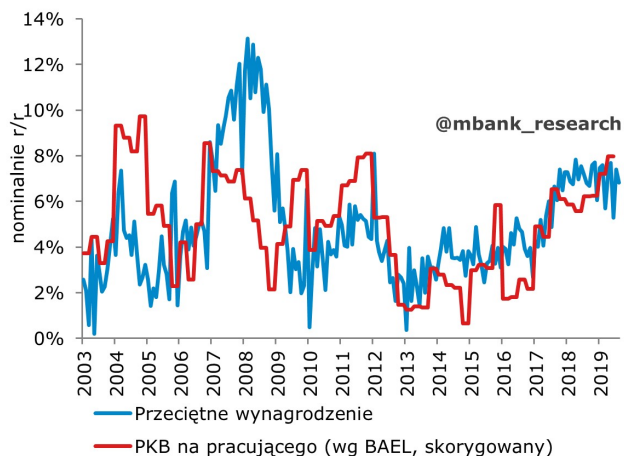
Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w sierpniu o 6,8% r/r, bardzo blisko naszej prognozy (6,7% r/r) i konsensusu rynkowego (6,7-6,8% r/r). Porównując nasze założenia co do kształtowania się wzrostu płac w poszczególnych sekcjach z podanymi przez GUS szacunkowymi szczegółami, możemy zauważyć, że prawdopodobnie przeszacowaliśmy wzrost płac w górnictwie i nie doceniliśmy dynamiki w sekcji Administrowanie i działalność wspierająca. Możliwy jest również dobry, zwłaszcza biorąc pod uwagę niekorzystny układ dni roboczych, wynik przetwórstwa przemysłowego. Na potwierdzenie musimy jednak poczekać przez tydzień, do publikacji Biuletynu Statystycznego.



sumenckiej we wrześniu. Jej dalszy wzrost sprawia, że nastroje konsumenckie (mierzone jako średnia bieżącego i wyprzedzającego wskaźnika koniunktury konsumenckiej) znalazły się we wrześniu na nowym historycznym maksimum, nieznacznie bijąc wynik czerwca. Jest to pośredni dowód na to, że obserwowane jak dotąd spowolnienie na rynku pracy nie jest zasadniczo odczuwalne przez konsumentów i nie przekłada się na pogorszenie ich oczekiwań co do przyszłej sytuacji dochodowej. Nie widać również znaczącego wzrostu obaw dotyczących bezrobocia.



Traktowane łącznie, dzisiejsze dane stanowią potwierdzenie status quo. Zatrudnienie systematycznie spowalnia, ale dzieje się to przy utrzymaniu wysokiego (ale nieprzyspieszającego) tempa wzrostu płac nominalnych. Jednocześnie, obecne dynamiki dochodów z pracy w powiązaniu z dystrybucją świadczeń społecznych w II połowie b.r. i wysokimi nastrojami konsumentów sugerują wzrostową trajektorię konsumpcji prywatnej i wspierają naszą aktualną prognozę wzrostu PKB na ten rok (4,6% średniorocznie). Z punktu widzenia RPP obecny wzrost płac nie jest w ogóle powodem do niepokoju. Towarzyszy mu relatywnie wysoki wzrost produktywności pracy (obciążenie z uwagi na niedoszacowanie migracji systematycznie maleje), co powinno przekładać się w modelach prognostycznych NBP na spadek inflacji bazowej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej z uwagi na mniejszą presję na wzrost jednostkowych kosztów pracy. Obecne wzrosty inflacji będą w dalszym ciągu postrzegane jako przejściowe. Słowem, status quo na rynku pracy to status quo w polityce pieniężnej.



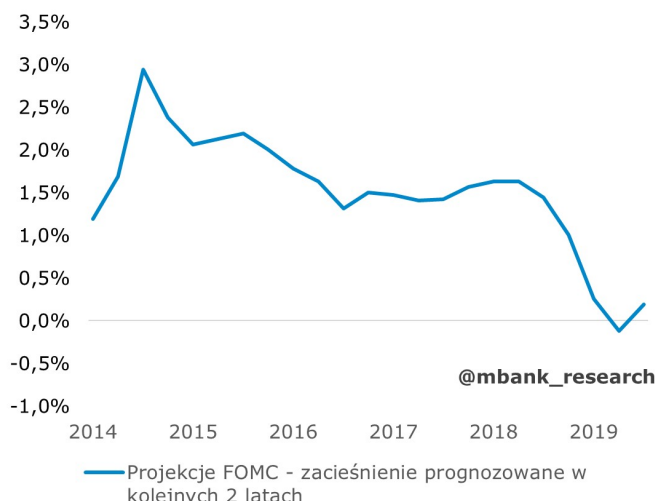
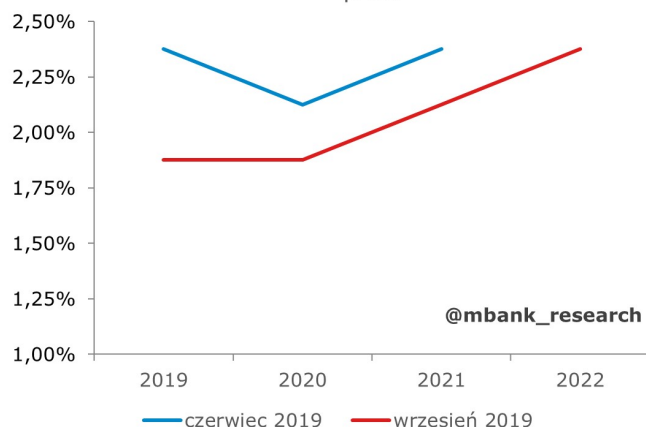
Równolegle GUS opublikował dane na temat **koniunktury kon-**

Fed bez niespodzianek: obniżka i nic więcej

Wczorajsze posiedzenie FOMC nie przyniosło niespodzianek. Stopa funduszy federalnych została obniżona do przedziału 1,75-2,00%; adekwatnie dostosowana została stopa operacji refinansowych i IOER (oprocentowania nadwyżkowych rezerw). Najnowsze projekcje także nie wywołały większego fermentu intelektualnego. Fed pozostaje relatywnie spokojny o stan gospodarki i większość problemów (także tych napotykanym na rynku pieniężnym) traktowana jest jako przejściowa i atakowana za pomocą bardzo standardowych narzędzi i w bardzo ograniczonym zakresie. Nie sposób odmówić logiki takiemu postępowaniu, gdyż stan gospodarki amerykańskiej pozostaje całkiem niezły (prócz inwestycji i eksportu) i obecne obniżki traktowane są nadal jako ubezpieczenie od realizacji czarniejszego scenariusza. Diabeł tkwi jednak w szczegółach.

Nie sposób nie zauważyć, że rynkowe poglądy na gospodarkę różnią się od tych preferowanych przez FOMC. Być może właśnie dlatego wczorajszy dzień skończył się nijako dla giełdy, przy wzrostach rentowności i spłaszczeniu krzywej dochodowości. Fed prognozuje przejściowe obniżenie tempa wzrostu PKB i inflacji i w dłuższym terminie wszystko się podnosi. Nie jest to hurraoptymizm, jednak wszystko opiera się na założeniu „optymalnej ścieżki stóp procentowych”, która wyznaczana jest indywidualnie przez każdego prognozującego. Jaka to ścieżka? Tu absolutnie nie ma dużej zgodności. Już wczorajsza obniżka przeszła przy 3 głosach sprzeciwu, a mediana prognoz dla stóp procentowych zakłada w przyszłości ich wzrost. Z kolejną może być jeszcze trudniej. W horyzoncie dwóch lat większość członków FOMC widzi już powrót do podwyżek – tym samym gołębie nastawienie zniknęło tak szybko, jak się pojawiło (por. wykresy poniżej).

Mediana oczekiwań FOMC dot. poziomu stóp proc.



Mentalnie członkowie FOMC nie wyszli jeszcze z *mid-cycle adjustment*, choć przestali o tym otwarcie mówić. Pojawiające się odniesienia do polityki fiskalnej (to już w zasadzie standard w obecnej polityce pieniężnej głównych banków centralnych) sugerują, że przy kontynuacji dotychczasowych trendów w gospodarce (spowolnienie przemysłu i inwestycji kontrolowane silną konsumpcją i odbiciem na rynku domów) bank centralny będzie ograniczał się w działaniach do absolutnego minimum i lwia część poluzowania jest już za nami. Inflacja także nie pomoże, gdyż kombinacja silnego popytu wewnętrznego, mocnego rynku pracy i zwiększonego protekcjonizmu z wyższymi stawkami celnymi (to na razie tylko kropelka w perspektywie historycznej, jednak należy się liczyć z przerwaniem trendu globalizacji i kosztownymi przetasowaniami łańcuchów dostaw, co powinno mieć przełożenie na ceny) sprawi, że dostosowanie cen w dół może być relatywnie niewielkie.

Wczorajsze posiedzenie FOMC utwierdza nas w przekonaniu, że kolejne kroki luzowania polityki pieniężnej będą w coraz większym stopniu musiały być indukowane przez rynki finansowe. Rozbieżność poglądów uczestników rynku i FOMC implikuje płaszczenie krzywej dochodowości. W warunkach ograniczonej chęci reagowania władz monetarnych częściej zobaczymy epizody risk-off niż risk-on. Przynajmniej do czasu ocieplenia nastrojów w gospodarce globalnej, choć na to – przy dalszej ograniczonej poprawie warunków finansowania lub nawet ich regresie – raczej nie ma na razie co liczyć.

EURPLN fundamentalnie

Zmienność na złotym zgasła i dobowe wahnięcia w stosunku do euro to obecnie mniej niż jeden grosz. Z tego względu bezcelowe jest opisywanie wczorajszego dnia. Fundamentalnie, nic się nie zmieniło dla polskiej waluty. Gospodarka pozostaje zrównoważona, a ilość negatywnych informacji już uwzględnionych w wycenach jest prawdopodobnie znacząca. Oczekiwana ścieżka stóp procentowych w Polsce podniosła się ostatnio na tyle, że powinna jednak chronić walutę przed nadmiernym osłabieniem. Oczekiwane dalsze luzowanie w USA (choć rynki będą musiałyby wymuszać każdorazowo obniżki na FOMC) oraz skutki wznowienia zakupów papierów przez EBC powinny w nieco dłuższej perspektywie być pozytywne dla złotego.

EURPLN technicznie

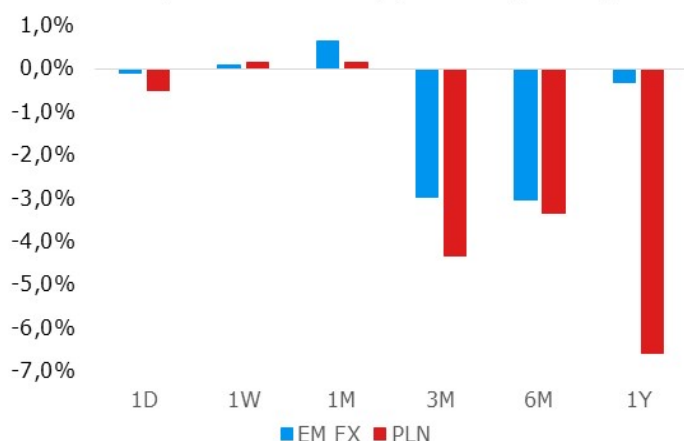
Pozycja: Mały long po 4,33, S/L 4,31.

Preferencja: Podniesienie przedziału wahań.

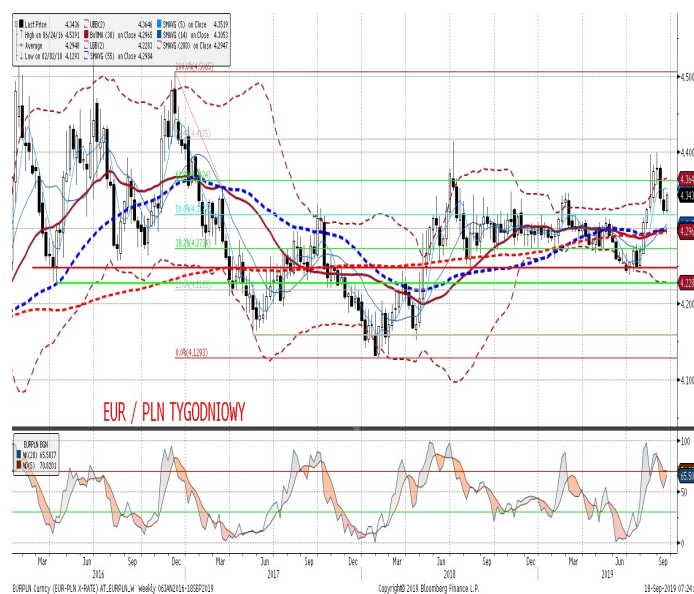
EURPLN wrócił ponad MA200 na wykresie dziennym, ale momentum wzrostowe zgasło. Od góry zwyżki kursu ogranicza seria lokalnych maksimów w okolicy 4,3450, bliskich górnemu ograniczeniu dawnego range'u, od dołu zakres wahań nie jest już tak wyraźnie zdefiniowany. Nasza pozycja obstawia dalsze wzrosty kursu, ale potrzeba do nich nowego impulsu. Od strony technicznej takowego nie widzimy.

Wsparcie	Opór
4,3050	4,5065
4,2374	4,4142
4,1511	4,3460

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



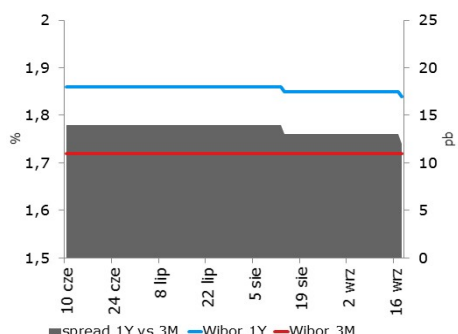
Uwaga: Wzrost = aprecjacja do dolara, spadek = deprecjacja do dolara



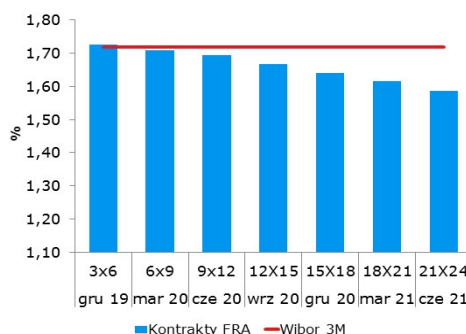
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.69	1.73	ON	1.37	1.55	EUR/PLN	4.3419
2Y	1.73	1.77	1M	1.55	1.75	USD/PLN	3.9322
3Y	1.73	1.77	3M	1.50	1.70	CHF/PLN	3.9499
4Y	1.73	1.77					
5Y	1.74	1.78					
6Y	1.75	1.79					
7Y	1.76	1.80					
8Y	1.76	1.80					
9Y	1.77	1.81					
10Y	1.78	1.82					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.61	1.67	EUR/USD	1.1028
1x4	1.69	1.73	EUR/JPY	119.60
3x6	1.69	1.73	EUR/PLN	4.3386
6x9	1.67	1.71	USD/PLN	3.9324
9x12	1.66	1.70	CHF/PLN	3.9435

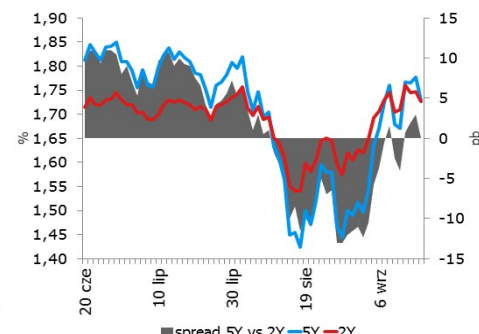
WIBOR 3M i 1Y



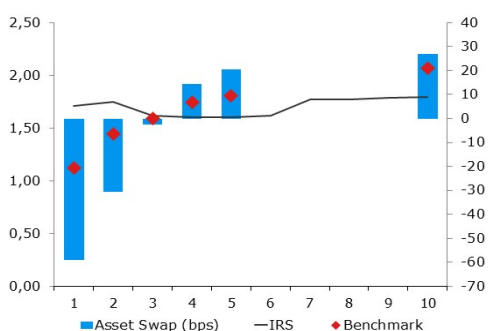
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



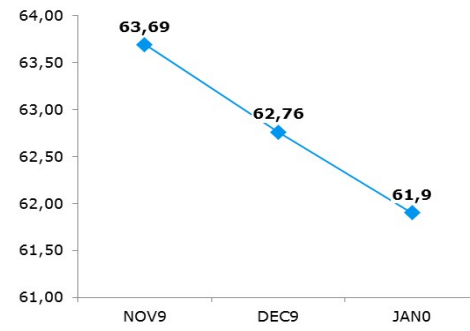
Asset swap i IRS



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.