

1 sierpnia 2016

## Raport Dzienny

### Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 66  
[ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Marcin Mazurek  
starszy 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  
<http://www.mbank.pl>

## Kalendarium danych

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

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
<b>01.08.2016 PONIEDZIAŁEK</b>							
3:45	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	lip		48.8	48.6	50.6
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	lip	52.3	51.6	51.8	
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt.)	lip		48.6	48.6	
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt.)	lip		53.7	53.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt.)	lip		51.9	51.9	
10:30	GBR	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt.)	lip		49.1	49.1	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	lip		53.0	53.2	
<b>02.08.2016 WTOREK</b>							
14:30	USA	Dochody gosp. domowych m/m (%)	cze		0.3	0.2	
14:30	USA	Wydatki konsumenckie m/m (%)	cze		0.3	0.4	
<b>03.08.2016 ŚRODA</b>							
3:45	CHN	PMI w usługach (pkt.)	lip		52.7	52.7	
9:50	FRA	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	lip		50.3	50.3	
9:55	GER	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	lip		54.6	54.6	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	lip		52.7	52.7	
10:30	GBR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	lip		47.4	47.4	
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	lip		170	172	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	lip		56.0	56.5	
<b>04.08.2016 CZWARTEK</b>							
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	sie		0.25	0.50	
13:00	CZE	Decyzja banku centralnego (%)	sie		0.05	0.05	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	30.07			266	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	cze		-1.9	-1.0	
<b>05.08.2016 PIĄTEK</b>							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	cze		0.5	0.0	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (%)	lip		180	287	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lip		4.8	4.9	
14:30	USA	Przeciętne wynagrodzenie godzinowe r/r (%)	lip		2.6	2.6	

## W tym tygodniu...

**Gospodarka polska.** Jedyną publikacją z polskiej gospodarki w tym tygodniu będzie wskaźniki PMI. Na podstawie zachowania analogicznych wskaźników koniunktury GUS oraz stosunkowo wysokiej odporności europejskiego sentymentu na Brexit, spodziewamy się umiarkowanego wzrostu polskiego PMI.

**Gospodarka globalna.** W Europie tydzień upłynie pod znakiem finalnych danych PMI (poniedziałek - przemysł, środa - usługi), ale ważniejszym wydarzeniem będzie decyzja Banku Anglii. Po negatywnej niespodziance w poprzednim miesiącu, panuje przekonanie, że większy zasób informacji dotyczących stanu gospodarki po Brexicie wraz z nową projekcją inflacyjną pozwolą na lepsze skalibrowanie odpowiedzi na wzrost ryzyk dla wzrostu i inflacji w gospodarce Wielkiej Brytanii – na początek polegałaby ona na cięciu stóp proc. W Stanach Zjednoczonych najważniejszym wydarzeniem będzie piątkowy raport z rynku pracy, który przyniesie zapewne normalizację tempa wzrostu zatrudnienia po dwóch ekstremalnych miesiącach (kiepskim maju i bardzo dobrym czerwcu), a także dalszy spadek stopy bezrobocia. Oczekiwania dotyczące tego raportu zostaną ukształtowane przez wcześniejsze publikacje wskaźników koniunktury ISM (poniedziałek - przemysł, środa - pozostała część gospodarki) i dane ADP (środa).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

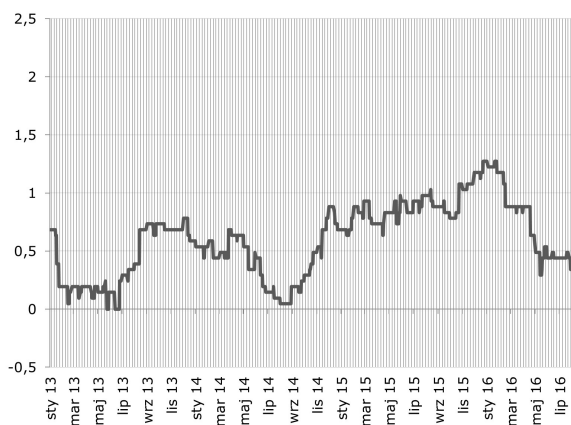
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w lipcu spadły o 0,9 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny spadły o 0,3 proc. (szacunek flash). Więcej w sekcji analiz.
- MF na przetargu 18 sierpnia, jedynym w tym miesiącu, zaoferuje obligacje łącznie za 4-8 mld zł. Wybór serii będzie uzależniony od sytuacji rynkowej.
- USA: Produkt Krajowy Brutto w drugim kwartale 2016 r. wzrósł o 1,2 proc. w ujęciu zanalizowanym kdk (wstępne wyliczenia).

Decyzja RPP (07.09.2016)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	-0.061	0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.463	0.021
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.940	-0.030
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

### POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



Inflacja w lipcu spadła, zamiast pozostać na niezmiennym poziomie, podczas gdy stopa bezrobocia okazała się wyższa od szacunków ekonomistów. W konsekwencji, polski indeks zaskoczeń spadł wyraźnie w poprzednim tygodniu. Nowy tydzień to dane o PMI, a więc kolejna okazja do poruszenia indeksem.

### STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Bez zmian (brak danych). W tym tygodniu m.in. dane PMI mogą wpłynąć na europejski indeks zaskoczeń.

### USA

Indeks zaskoczeń dla USA

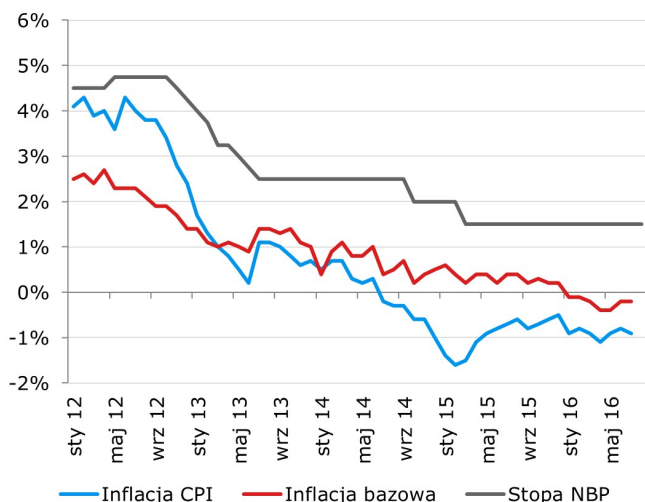


Odczyt PKB za II kwartał to największe negatywne zaskoczenie w naszej bazie (od 2005 r.). Cokolwiek stanie się w nowym tygodniu (ISM, dane z rynku pracy), nie ma szans na odrobienie tych strat.

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.

## Inflacja w lipcu niż niż w czerwcu

Odczyt flash inflacji za lipiec uplasował ją na poziomie -0,9% r/r, a więc poniżej rezultatu -0,8% z czerwca. Uważamy, że rozbieżność odczytu z naszą prognozą (-0,7%) wynika z zachowania cen żywności, które GUS wyliczył po prostu na niższym poziomie (zapewne nie -0,6%, a poniżej -1% m/m); z miesiąca na miesiąc szacunki cen żywności GUS są bardzo zbliżone do dynamik z ubiegłego roku. Pozostałe elementy układanki inflacyjnej to niższe ceny paliw, nieco niższe ceny gazu i delikatna podwyżka cen prądu w związku z dopłatami OZE. Uważamy, że inflacja bazowa wyniosła -0,2%.

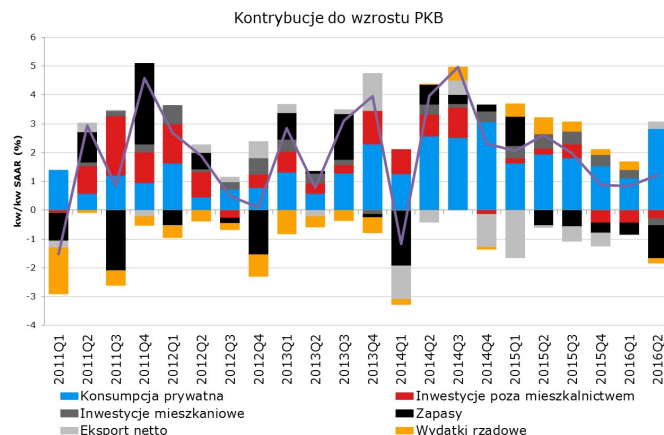


Z uwagi na spadki cen paliw inflacja w kolejnym miesiącu powinna uplasować się na podobnym lub nawet nieco niższym poziomie. Wciąż nie widać procesów inflacyjnych, ani od strony gospodarki krajowej, ani od strony czynników globalnych. W ostatnich miesiącach roku inflacja wzrośnie w kierunku 0,5%, jednak dryf ten będzie spowodowany tylko efektami bazowymi, a więc nie tyle rozpędzeniem tegorocznej inflacji, a zdołaniem ubiegłorocznej.

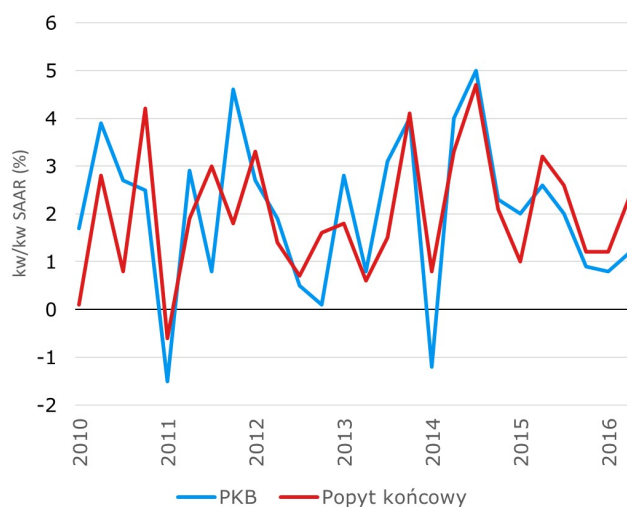
Utrzymująca się niska inflacja oraz ryzyka dla wzrostu PKB (kolejny kwartał pokaże według naszych szacunków skromne przyspieszenie) nie będą gwarantowały komfortu RPP. Niemniej nie spodziewamy się, że przez najbliższe miesiące dojdzie do zmiany w polityce pieniężnej. Zmiany takiej (stopy niżej) nie należy jednak wykluczać jeszcze w tym roku, kiedy niepewności krajowe ulegną rozwiązaniu, a nowe programy stymulacyjne banków centralnych wyleją się spoza krajów ich rezydencji.

## Pozornie słaby odczyt PKB w USA

Wbrew oczekiwaniom, wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych praktycznie nie przyspieszył w II kwartale i wyniósł 1,2% kw/kw (SAAR), a więc nieznacznie wyżej niż w poprzednim kwartale (0,8% po corocznej rewizji, 1,2% przed rewizją). Oczekiwania wskazywały na wzrost na poziomie 2,5% i jest to największa negatywna niespodzianka w danych o PKB od 1999 r.



Diabeł, jak zwykle, tkwi w szczegółach. Konsumpcja przyspieszyła do 4,2%, zgodnie z oczekiwaniami, a spowolnienie to wpływ praktycznie wszystkich pozostałych komponentów PKB: inwestycje mieszkaniowe odjęły od wzrostu 0,2 p.proc. (zaskakujący wynik, biorąc pod uwagę dane o budownictwie mieszkaniowym i sprzedaży nieruchomości), inwestycje niemieszkaniowe obcięły dalsze 0,3 p.proc., co jest zasadniczo spójne z tym, na co wskazywały chociażby dane o dostawach dóbr kapitałowych publikowane w zeszłym tygodniu, przy czym ponownie była to zasługa głównie sektora naftowego (spadek inwestycji tamże o 1/5). Największego ujemnego wkładu dostarczyła tym razem zmiana zapasów i było to aż -1,2 p.proc. – z perspektywy czasu takie zachowanie zapasów nie powinno być zaskoczeniem (piąty kwartał z ujemnym wkładem, średnio 0,6 p.proc. w kwartale) – na potencjał do dużej korekty zbyt wysokich zapasów wskazywaliśmy chociażby w naszych corocznych prognozach w styczniu. Nie jest jasne, czy w III kwartale ten hamulec będzie w dalszym ciągu docięnięty do podłogi.



Co oczywiście, tak duża negatywna niespodzianka nie mogła nie odbić się na rynkach szerokim echem (osłabienie dolara o ok. 0,5%, spadki rentowności obligacji), dla wszystkich uczestników



rynku powinno być jednak jasne, że sam wzrost PKB zdecydowanie nie doszacowuje dynamiki amerykańskiej gospodarki w II kwartale. Ta ostatnia jest zapewne bliższa 2,5% (tyle wyniósł popyt końcowy, odliczający od PKB wkład zmiany zapasów). Tym niemniej, nie należy w szale wyłączenia (którego celem jest oddzielenie ziarna od plew, tj. trwałych od nietrwałych komponentów wzrostu) zapomnieć o tym, że utracony popyt jest utraconym popytem i ma znaczenie z punktu widzenia luki popytowej, wyników przedsiębiorstw, produkcji przemysłowej czy nawet zachowania wskaźników koniunktury. W kolejnych kwartałach, przy założeniu że zapasy nie powtórzą swojego wyniku z ostatnich trzech miesięcy a konsumpcja wróci do bliższego fundamentom ekonomicznym tempa wzrostu, prawdopodobna jest normalizacja dynamiki PKB (czyli powrót w okolice 2%). Choć słabsze dane o PKB za II kwartał skłonią najprawdopodobniej Fed do rewizji swoich prognoz w dół, nie wpłyną naszym zdaniem na kształt polityki pieniężnej. Rozumowanie dotyczące trwałych i nietrwałych komponentów wzrostu to praktycznie elementarz makroekonomii i będzie doskonale znane członkom FOMC. O kolejnej podwyżce stóp procentowych zdecyduje sytuacja na rynku pracy i systematyczne odbudowywanie się inflacji w USA.

## EURUSD fundamentalnie

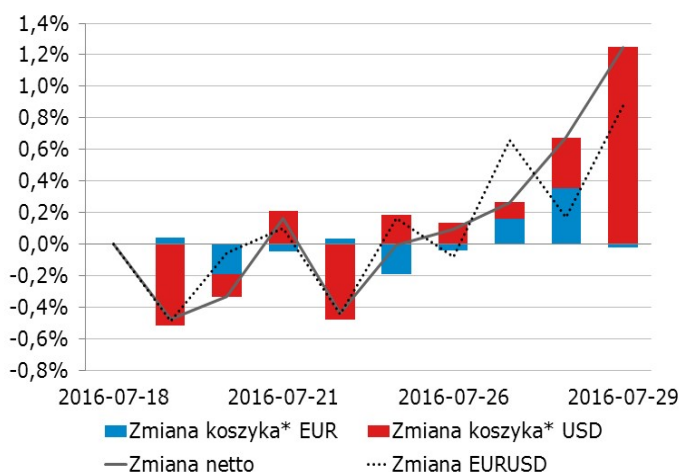
EURUSD wystrzelił w górę po słabszych danych z gospodarki amerykańskiej (więcej w sekcji analiz). Jakkolwiek od razu znaleźli się apologetci kataklizmu w USA i słabego dolara, my pozostajemy przy swoim, że decydujące będą publikacje z nadchodzącego tygodnia i to na ich podstawie ukształtuje się konsensus w zakresie wrześniowego posiedzenia FOMC i one będą sterować siłą dolara. Przy rekordowo niskich szansach na podwyżkę, nieznacznie lepsze publikacje pchną rynek w kierunku wyceny podwyżki przynajmniej równej rzutowi monetą (resztę dośpiewają członkowie FOMC w indywidualnych wystąpieniach oraz Yellen w Jackson Hole). Decyzję w tym tygodniu ogłosi też Bank Anglii a oczekiwania ustawione są wysoko (nawet obniżka + dalsze luzowanie). W międzyczasie opublikowane zostaną dane z Chin. Z uwagi na momentum w danych (oraz niższe ceny ropy: pozytywny efekt konsumpcyjny) obstawiamy mocniejszego dolara i spadki EURUSD.

## EURUSD technicznie

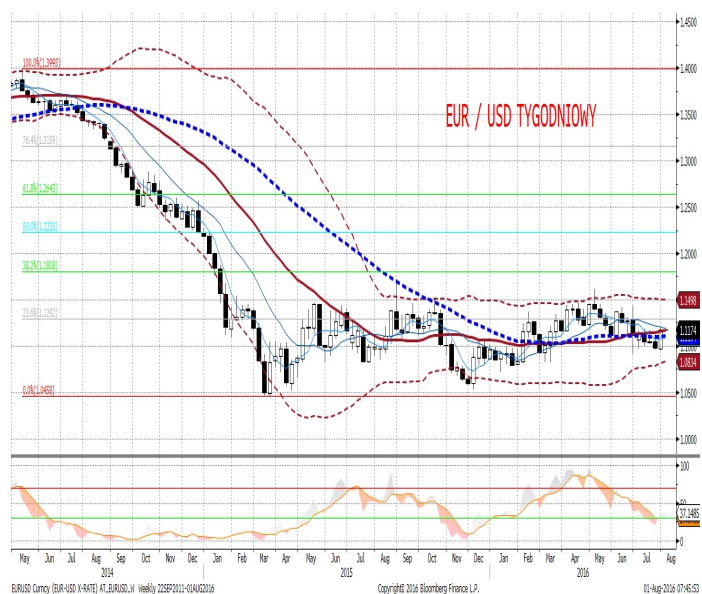
**Pozycja:** Otwieramy pozycję long po 1,1173 z S/L 1,1103. Impulsu piątkowego ruchu w górę na kursie EURUSD należy szukać w czynnikach fundamentalnych (czytaj obok). Notowania sięgnęły nawet 1,12, jednak ostatecznie zatrzymały się niewiele niżej – na MA55 na wykresie dziennym. Wszystko wskazuje na to, że poziom ten zostanie pokonany, co otwiera dalszą, spórą przestrzeń do wzrostu. Dawny kanał na wykresie 4h powinien mieć mniejsze znaczenie niż stroma linia trendu wzrostowego dla ostatnich kilku dni. Najbliższe solidne opory znajdują się dopiero w okolicy 1,14, dlatego nie jest jeszcze za późno, aby podłączyć się do trendu wzrostowego. Otwieramy pozycję long, na razie bez zlecenia T/P.

Wsparcie	Opór
1,1076	1,1714
1,0822	1,1616
1,0524	1,1428

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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





## EURPLN fundamentalnie

EURPLN wyjątkowo stabilny, standardowo grany w range 4,35-37. Gorsze dane z USA nieznacznie wsparły polską walutę, choć przy ostatnio obserwowanej zmienności równie dobrze mógł być to naturalny szum. Dane o inflacji przeszły na kursie bez echa (więcej w sekcji analiz). Dziś czekamy na publikację PMI, na którą inwestorzy mogą zareagować z nieco większym entuzjazmem. Obstawiamy wyższy odczyt przy spadkowym konsensusie. Gdyby nasza prognoza się potwierdziła, możliwe jest umocnienie złotego (czy w końcu 4,35 padnie?), zwłaszcza że zachowanie globalnych indeksów giełdowych wskazuje na możliwość solidnych wzrostów także na otwarciu polskiej giełdy. Jeśli 4,35 wytrzyma zapewne nadal grany będzie range i rynek będzie się na tych poziomach pozycjonował przeciw złotemu.

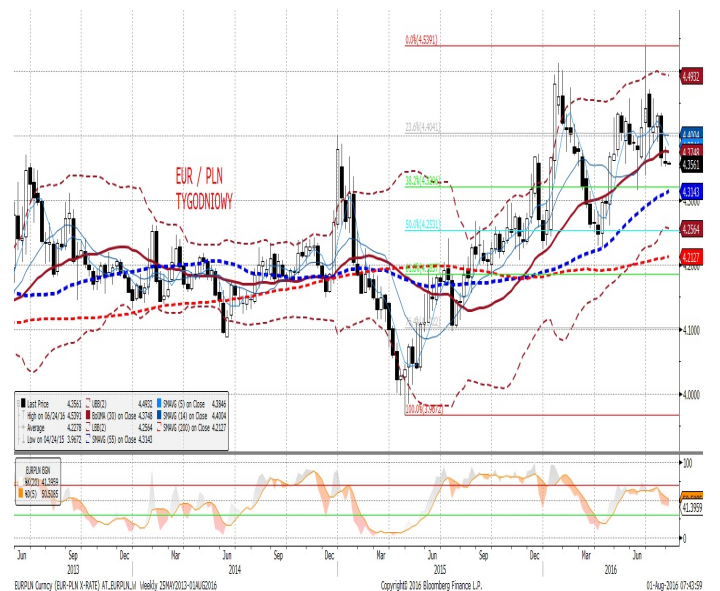
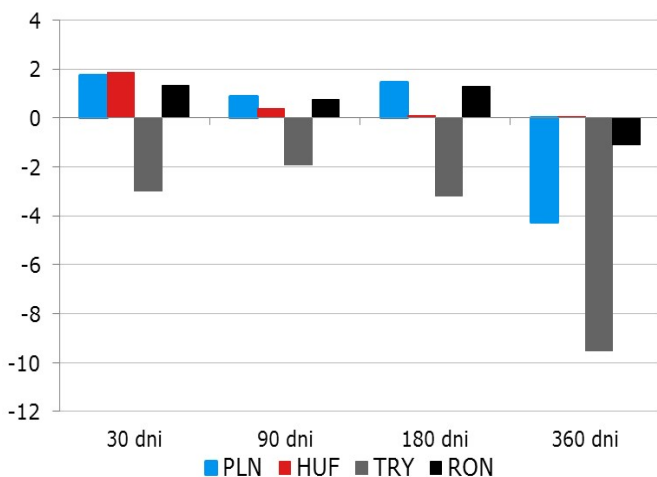
## EURPLN technicznie

**Pozycja:** Brak.

Notowania EURPLN nie zdołały przebić oporu – splotu MA30 i MA55 na wykresie 4h. Reakcja na nieudany atak nie była zbyt silna, nawet przy aktualnie niewielkiej zmienności. Ostatnie ruchy postrzegamy raczej jako konsolidację wokół 4,35 – 4,37 niż powrót do trendu spadkowego. Nie spodziewamy się, żeby kolejny nieudany atak na MA55 / MA30 spowodował silnym impuls potrzebny do wybicia z obszaru konsolidacji. Z drugiej strony, przebiecie tego splotu powinno być ważnym sygnałem wzrostowym. Nie będziemy uprzedzać tych zdarzeń, pozostajemy poza rynkiem.

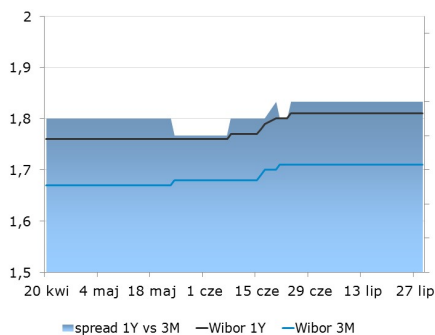
Wsparcie	Opór
4,3423	4,5120
4,2604	4,4711
4,2296	4,4069

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

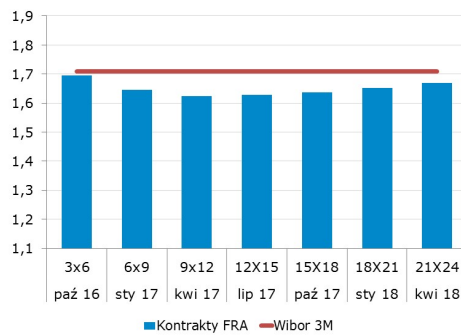


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.64	1.68	ON	1.25	1.55	EUR/PLN	4.3684
2Y	1.69	1.73	1M	1.48	1.68	USD/PLN	3.9364
3Y	1.70	1.74	3M	1.51	1.71	CHF/PLN	4.0256
4Y	1.79	1.83					
5Y	1.91	1.95	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.00	2.04	1x2	1.62	1.67	EUR/USD	1.1173
7Y	2.01	2.05	1x4	1.68	1.72	EUR/JPY	114.13
8Y	2.07	2.11	3x6	1.66	1.70	EUR/PLN	4.3527
9Y	2.14	2.18	6x9	1.61	1.65	USD/PLN	3.8920
10Y	2.20	2.24	9x12	1.59	1.63	CHF/PLN	4.0199

### WIBOR 3M i 1Y



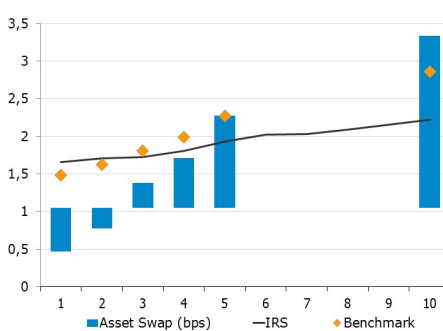
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



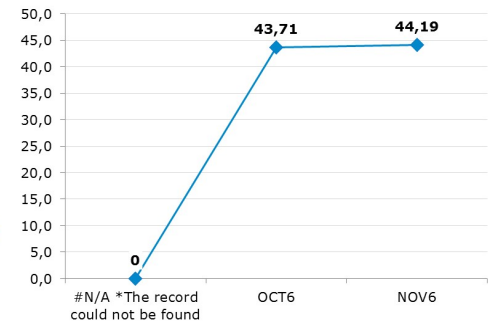
### Asset swap i IRS



### Indeks cen ropy naftowej



### Brent, krzywa



#### Uwaga!

Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 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. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów opartej na danych z kompetentnych rynkowych źródeł, jednakże nie możemy gwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydania raportu i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Informacje, na które powołują się w niniejszym opracowaniu autorzy niekoniecznie pozostają w zgodzie z opiniami mBanku S.A. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego i mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie są zatem poradą, rekomendacją, ofertą dotyczącą kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych i nie należy ich tak traktować. Prognozy wskazane w niniejszym dokumencie nie gwarantują osiągnięcia zysków przez inwestora działającego na ich podstawie. mBank S.A. (lub jego pracownicy) może posiadać na rachunku własnym lub może zawierać transakcje kupna/sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszej publikacji. Autorzy oświadczają, że inwestor nie powinien działać wyłącznie na podstawie niniejszego opracowania, bez zasięgnięcia niezależnej profesjonalnej porady inwestycyjnej. Jakakolwiek odpowiedzialność mBanku S.A., jego zarządu, pracowników, współpracowników, kooperantów, agentów z tytułu podjęcia przez jakąkolwiek osobę działań lub zaniechań w związku z niniejszym opracowaniem jest wyłączona. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.