

5 września 2016

## Raport Dzienny

### Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 86  
ernest.pytlarczyk@mbank.pl

Marcin Mazurek  
starszy analityk  
tel. +48 22 829 01 83  
marcin.mazurek@mbank.pl

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Karol Klimas  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
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>05.09.2016 PONIEDZIAŁEK</b>							
3:45	CHN	PMI w usługach (pkt.)	sie			51.7	52.1
9:50	FRA	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	sie		52.0	52.0	
9:55	GER	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	sie		53.3	53.3	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	sie		53.1	53.1	
10:30	GBR	PMI w usługach (pkt.)	sie		49.0	47.4	
<b>06.09.2016 WTOREK</b>							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	lip		0.5	-0.4	
15:45	USA	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	sie		51.1	50.9	
16:00	USA	ISM poza przemysłem (pkt.)	sie		55.4	55.5	
<b>07.09.2016 ŚRODA</b>							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		0.2	0.8	
10:30	GBR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		0.0	0.1	
	POL	Decyzja RPP (%)	wrz	1.50	1.50	1.50	
<b>08.09.2016 CZWARTEK</b>							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	sie		0.1	-0.3	
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	wrz		-0.400	-0.400	
13:45	EUR	Decyzja ECB (mld EUR / msc)	wrz		80	80	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	03.09			263	
<b>09.09.2016 PIĄTEK</b>							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	sie		1.7	1.8	
3:30	CHN	PPI r/r (%)	sie		-1.0	-1.7	
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip			-0.8	
9:00	CZE	CPI r/r (%)	sie		0.7	0.5	
	POL	Decyzja Moody's	wrz	A2	A2	A2	

## W tym tygodniu...

**Gospodarka polska.** Po wakacyjnej przerwie RPP przystępuje do posiedzenia z zestawem danych wskazujących na kontynuację głębokiej deflacji i spowolnienie gospodarki w II kwartale i na początku III kwartału. Informacje te jednak nie wpłyną na nastawienie RPP - spowolnienie jest postrzegane jako przejściowe (sierpniowy PMI może być postrzegany jako potwierdzenie tej tezy), a inflacja nie wymaga uwagi RPP. Z tego względu stopy zostaną utrzymane bez zmian, choć ostatnie dane mogą znaleźć odzwierciedlenie w komunikacie. W piątek wieczorem agencja Moody's podejmie decyzję dotyczącą ratingu Polski. Spodziewamy się potwierdzenia ratingu A2 z perspektywą negatywną. Brak zmiany ratingu zostanie uzasadniony zasadniczo niezmienną sytuacją legislacyjną w kwestiach kluczowych dla ratingu (wiek emerytalny, kredyty CHF). Kwestie instytucjonalne, przed którymi agencja ostrzegала 26 sierpnia mogą być zrównoważone przez lepsze wyniki budżetowe w ostatnich miesiącach.

**Gospodarka globalna.** W nowym tygodniu dane amerykańskie zostają odsunięte na dalszy plan (po NFP ISM nie ma już takiego znaczenia dla rynków - dla porządku odnotujemy, że oczekuje się stabilizacji indeksu), a uwaga rynków skupi się na posiedzeniu EBC. Mało prawdopodobne jest, aby już na najbliższym posiedzeniu EBC miał wprowadzić zmiany do swojej polityki pieniężnej. Po pierwsze, dane (sfera realna, inflacja, kurs walutowy i surowce) sugerują brak zmian w prognozach banku. Po drugie, negatywny scenariusz związany z efektami Brexitu nie realizuje się. Po trzecie, możliwe że bank zdecyduje się poczekać na decyzję Fed. Wreszcie, warto podkreślić, że w świetle wypowiedzi przedstawicieli EBC jakiegokolwiek działanie w najbliższym czasie będzie mieć formę modyfikacji QE, nie zaś dalszego obniżania stóp proc. Prócz decyzji EBC warto zwrócić uwagę na dane z europejskiego przemysłu (wtorek - zamówienia w niemieckim przemyśle, środa - produkcja przemysłowa w Niemczech i w Wielkiej Brytanii, piątek - produkcja przemysłowa we Francji), których wspólnym mianownikiem będzie powolny wzrost. Z polskiego punktu widzenia należy odnotować dane o inflacji na Węgrzech i w Czechach (czwartek i piątek, odpowiednio) – skala wzrostu inflacji w sierpniu i jej struktura dostarczy wskazówek co do polskiej inflacji.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

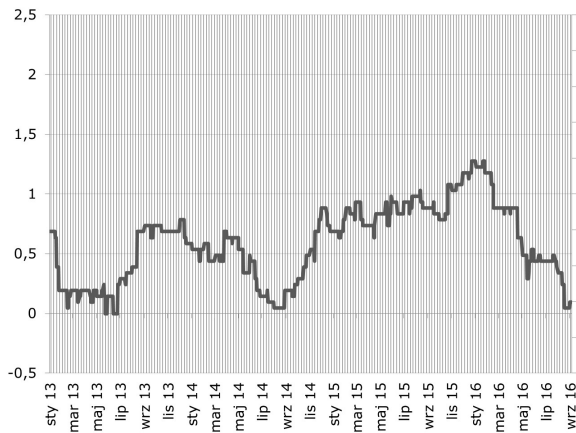
- Morawiecki: Agencja Moody's zapewne będzie chciała przeprowadzić zmianę ratingu Polski.
- Szalamacha: Polska jest odporna na potencjalne cięcia ratingów, ma „dość dobrą opinię” wśród inwestorów po ostatniej emisji obligacji w juanach.
- USA: Liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w sierpniu wzrosła o 151 tys., podczas gdy w lipcu wzrosła o 275 tys., po korekcie (więcej w sekcji analiz).

Decyzja RPP (07.09.2016)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	-0.061	-0.010
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	0.000	0.000
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.841	0.044
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

### POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



Polski indeks zaskoczeń odrobił punkt po pozytywnym zaskoczeniu danymi o inflacji. Kolejna okazja do zmian dopiero w kolejnym tygodniu, najbliższe dni nie przyniosą okazji do ponownego zaskoczenia.

### STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Dane z Niemiec zaskakiwały raz in plus – raz in minus, ostatecznie europejski indeks zaskoczeń pozostał na tym samym poziomie. Ten tydzień to głównie finalne odczyty PMI w usługach oraz dane o produkcji przemysłowej.

### USA

Indeks zaskoczeń dla USA

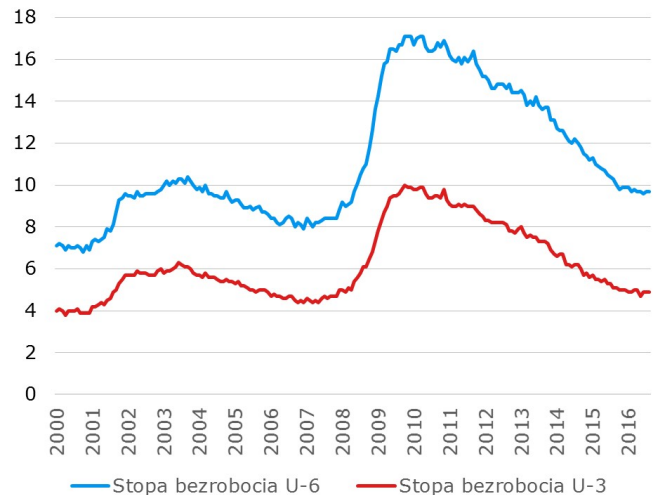


Spory spadek amerykańskiego indeksu zaskoczeń był spowodowany głównie gorszymi od oczekiwań indeksami koniunktury. W niewielkim stopniu przyczyniły się do tego gorsze dane o zarobkach godzinowych. Okazji do poprawy w tym tygodniu będzie niewiele.

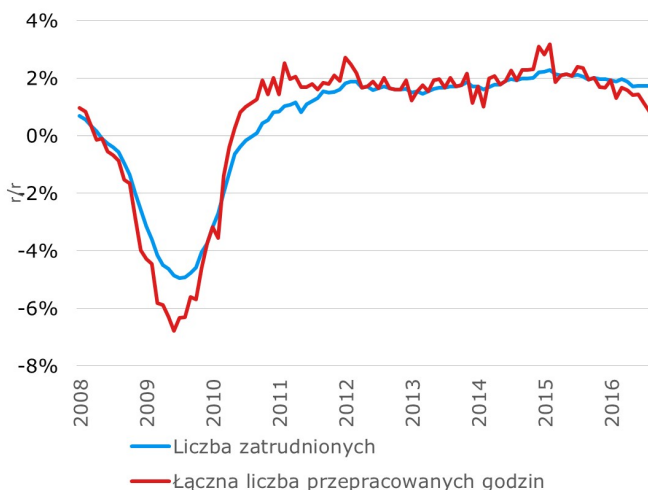
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną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

## USA: Dane z rynku pracy gorsze od oczekiwań, ale prawdopodobnie dostatecznie dobre dla Fed.

Sierpniowe dane z amerykańskiego rynku pracy przyniosły negatywną niespodziankę (+151 tys. etatów wobec oczekiwań wynoszących +180 tys.; przy podobnym konsensusie sam tylko sektor prywatny stworzył 126 tys. miejsc pracy). Skala negatywnego zaskoczenia jest w zasadzie spójna z sierpniowym wzorcem rozczarowań, o którym pisaliśmy w piątek – w przeszłości dane sierpniowe zaskakiwały in minus o ok. 30-50 tys. etatów i dokładnie taki scenariusz się zrealizował. Obok słabego wyniku w edukacji (który potwierdza dodatkowo „spodziewaną niespodziankę”), nie widać zaskoczeń w rozbiću sektorowym: tradycyjny minus w górnictwie, spójny z ISM minus w przemyśle (-14), stagnacja w budownictwie, solidne wzrosty w usługach. Najbliższa część danych zbieranych wśród przedsiębiorstw to przeciętny tydzień pracy, który okazał się być niższy od oczekiwań o 0,2 godziny (to duże rozczarowanie), spadek w ujęciu miesięcznym o 0,1 godziny i dodatkowo znalazł się na najniższym poziomie od marca 2014 r. Warto przypomnieć, że 0,1 godziny to ekwiwalent 420 tys. miejsc pracy. Dynamika wynagrodzeń minimalnie rozczarowała.



Z punktu widzenia tegorocznych posiedzeń FOMC sierpniowy wynik jest wynikiem przyzwoitym, szczególnie jeśli – podobnie, jak w poprzednich latach – odczyt zostanie później zrewidowany w górę (prawidłowości sezonowe sprawiają, że oczekiwania, również po stronie Fed, mogły być asymetryczne). Nawet, gdyby do tego nie doszło, to wynik w okolicy 150 tys. nowych etatów znajduje się blisko górnej granicy szacunkowego przedziału, który zdaniem Fed gwarantuje równowagę na rynku pracy (upraszczając, zapewnia stabilizację stopy bezrobocia). W tym sensie, gospodarka jest dokładnie w takim miejscu, w którym członkowie FOMC chcieliby, żeby była. Oznacza to, że wrześniowa podwyżka stóp procentowych jest w dalszym ciągu w grze, nie mówiąc już o grudniowym posiedzeniu. Wyjaśnia to krótkotrwałą reakcję na dane: dolar ostatecznie umocnił się po danych, a rentowności amerykańskich papierów skarbowych ostatecznie wzrosły. Bez wyraźnych wskazówek ze strony Fed rynek nie podejmuje też kierunkowych zakładów związanych z bardziej problematycznymi elementami raportu. Skrócony tydzień pracy to niższe nakłady pracy, ale i, ceteris paribus, wyższa produktywność pracy. Brak postępu w obniżaniu niewykorzystanych zasobów pracy może być efektem zbyt wolnego wzrostu, ale też problemem strukturalnym (niedopasowania podaży pracy do popytu wiele lat po recesji).



Wyniki ankiety przeprowadzanej wśród gospodarstw domowych można określić w najlepszym przypadku jako mieszane. Stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie 4,9%, nie zmieniły się też inne miary niepełnego wykorzystania zasobów pracy (U-6, odsetek długotrwale bezrobotnych, liczba pracujących w niepełnym wymiarze czasu pracy nie z własnej winy, itp.). Wreszcie, aktywność zawodowa pozostała bez zmian, a sierpień przyniósł wyraźne zahamowanie powrotów na rynek pracy. W szerszej perspektywie widać wyraźnie, że postęp w redukcji wolnych zasobów pracy zatrzymał się w ostatnim roku. Stabilizująca się stopa bezrobocia (już tylko 0,2 p.proc. niżej niż rok temu) jest tylko jednym z sygnałów tego procesu i, w przeciwieństwie do innych wskaźników, jest jedynym znajdującym blisko „normalnych” poziomów wskaźnikiem.

## EURUSD fundamentalnie

Słabsze dane z amerykańskiego rynku pracy (więcej na ten temat można przeczytać w sekcji analiz) wywindowały EURUSD aż do 1,1250, choć ruch ten okazał się w dużej mierze przejściowy i EURUSD zamknął się w piątek nawet ok. 0,4 centa poniżej poziomu otwarcia. Skąd tak osobiwa reakcja na dane? Ich wydźwięk jest negatywny, ale skala negatywnego zaskoczenia głównym odczytem nie jest duża, a przede wszystkim tempo kreacji miejsc pracy mieści się bezproblemowo w przedziale uznawanym za dostateczny do stabilizacji stopy bezrobocia. I choć nie jest stuprocentowo pewne, w jaki sposób Fed będzie odczytywał te dane, to najprawdopodobniej nie są one aż tak złe, aby powstrzymać Fed przed podnoszeniem stóp procentowych w tym roku. Dane napływające w tym tygodniu (ISM w usługach) raczej nie dostarczą rynkowi nowych informacji, dlatego też można spodziewać się stabilizacji EURUSD wokół bieżących poziomów.

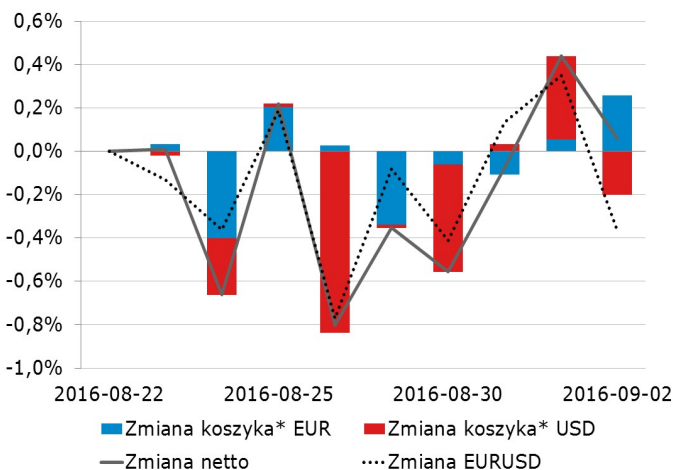
## EURUSD technicznie

**Pozycja:** Złapane zlecenie S/L po 1,1240 na pozycje short po 1,1199 (41 ticków straty).

Na kursie EURUSD piątek upłynął pod znakiem reakcji na czynniki fundamentalne (czytaj więcej obok). Dynamiczne wybiecie w górę ponad MA55 na wykresie 4h spowodowało, że złapaliśmy zlecenie S/L. Zmienność była przez sporą część dnia bardzo wysoka – standardowe opory czy wsparcia nie ograniczały zakresu ruchów kursu. Sytuacja jeszcze nie wyklarowała się, notowania znajdują się w szerszym splocie średnich (1,11 – 1,12) na wykresach dziennym i 4h. Zakres range jest zbyt mały, żeby grać tę formację. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,1110	1,1616
1,0822	1,1366
1,0524	1,1208

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Piątek był burzliwy, ale na bazie dziennej nie przyniósł praktycznie żadnych zmian kursu: EURPLN wystrzelił w dwóch falach, najpierw dotarł do 4,38, a tuż przed danymi z amerykańskiego rynku pracy na chwilę znalazł się w okolicy 4,39-4,40; negatywny wydźwięk tych danych spowodował duże umocnienie aktywów EM i sprowadził złotego z powrotem w do poziomów otwarcia. Częściowe odsunięcie oczekiwań na zacieśnienie monetarne w USA powinno dać złotemu nieco wytchnienia, ale w najbliższych dniach - z uwagi na niepewność dotyczącą decyzji Mody's w najbliższy piątek (piątkowa wypowiedź M. Morawieckiego wskazywałaby na wysokie prawdopodobieństwo obniżenia ratingu Polski) - złoty będzie radził sobie gorzej od innych walut z koszyka.

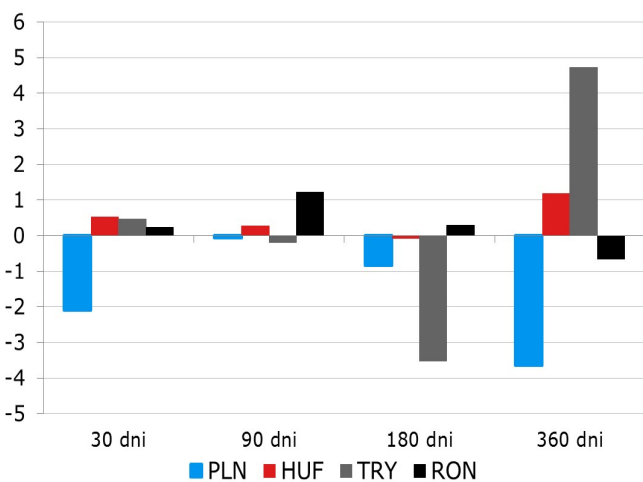
## EURPLN technicznie

**Pozycja:** Brak.

Dywergencja na wykresie 4h w piątek nie zrealizowała się, a kurs ponownie poruszał się w ramach trendu wzrostowego. Wprawdzie maksimum dnia wyniosło ponad 4,39, jednak aktualnie notowania konsolidują się na wykresie dziennym wokół MA55. Patrząc w szerszym ujęciu, trend wzrostowy powinien zostać kontynuowany – linia trendu na wykresie dziennym wciąż powinna działać jako wsparcie, a na wykresie tygodniowym przebita została MA30. Z drugiej strony, momentum spadkowe na wykresie 4h jest silne, a notowania już mierzą się z pierwszym wsparciem. Wobec niejednoznaczności sygnałów, pozostajemy poza rynkiem.

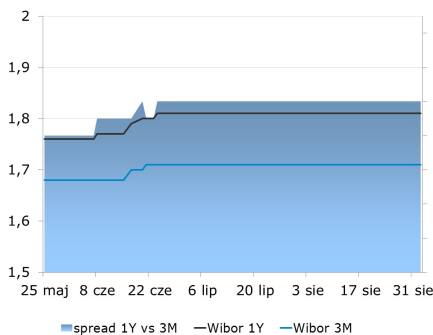
Wsparcie	Opór
4,3240	4,5391
4,2569	4,4699
4,1857	4,4342

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

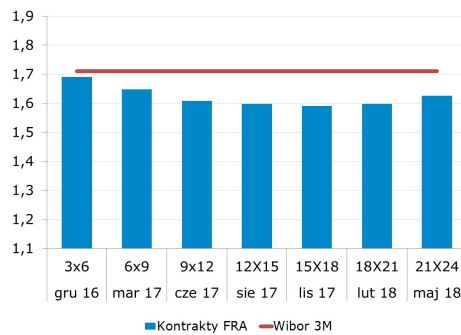


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.65	1.69	ON	1.20	1.60	EUR/PLN	4.3796
2Y	1.67	1.71	1M	1.45	1.85	USD/PLN	3.9164
3Y	1.64	1.68	3M	1.78	1.98	CHF/PLN	3.9949
4Y	1.72	1.76					
5Y	1.83	1.87	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	1.92	1.96	1x2	1.59	1.64	EUR/USD	1.1149
7Y	2.01	2.05	1x4	1.68	1.72	EUR/JPY	115.94
8Y	2.08	2.12	3x6	1.65	1.69	EUR/PLN	4.3580
9Y	2.15	2.19	6x9	1.61	1.65	USD/PLN	3.9126
10Y	2.22	2.26	9x12	1.57	1.61	CHF/PLN	3.9850

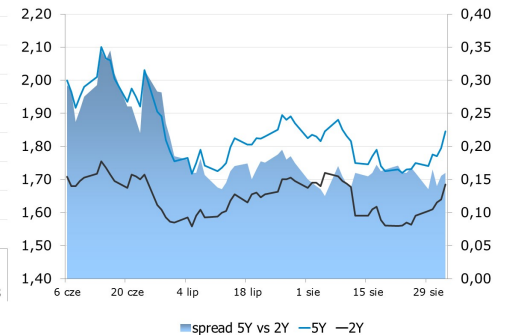
### WIBOR 3M i 1Y



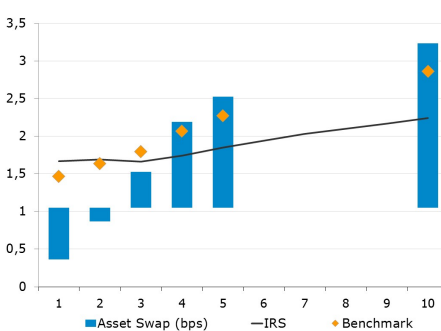
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



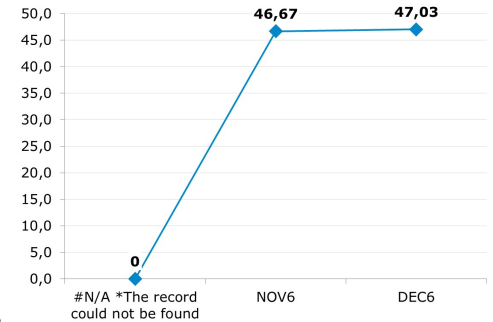
### Asset swap i IRS



### 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.