

19 września 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>19.09.2016 PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	sie	6.7	5.1	-3.4	
14:00	POL	PPI r/r (%)	sie	-0.4	0.0	-0.4	
14:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	sie	5.8	4.6	2.0	
<b>20.09.2016 WTOREK</b>							
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego (%)	wrz		0.9	0.9	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	sie		1192	1211	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	sie		1170	1144	
<b>21.09.2016 ŚRODA</b>							
	JAP	Decyzja BoJ (bln JPY)	wrz		80.0	80.0	
	JAP	Decyzja BoJ (%)	wrz		-0.10	-0.10	
14:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS (pkt.)	wrz				
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	wrz		0.50	0.50	
<b>22.09.2016 CZWARTEK</b>							
14:00	POL	Minutes RPP	wrz				
14:00	POL	Koniunktura biznesowa GUS	wrz				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.09			260	
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka (pkt.)	wrz		-8.1	-8.5	
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.wtórny (mln)	sie		5.45	5.39	
<b>23.09.2016 PIĄTEK</b>							
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	wrz		48.5	48.3	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	wrz		52.5	52.3	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	wrz		53.2	53.6	
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	wrz		52.1	51.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	wrz		51.5	51.7	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	wrz		52.8	52.8	

## W tym tygodniu...

**Gospodarka polska.** Tydzień rozpoczyna się od publikacji danych z przemysłu i handlu. Po fatalnym lipcu, kiedy to wiodącą rolę w sprowadzeniu dynamiki produkcji przemysłowej na 4-letnie minimum odegrał niekorzystny układ dni roboczych i przestoje w motoryzacji, należy spodziewać się odbicia w ślad za dniami roboczymi (+1 wobec -2 r/r miesiąc wcześniej). To oraz efekt bazy (fala upałów w sierpniu 2015) podbiją dynamikę produkcji. W przypadku sprzedaży detalicznej obok efektu dni roboczych zadziałać powinno również wydatkowanie środków z programu 500+ przed rozpoczęciem roku szkolnego. Publikowane równolegle dane PPI pokażą stabilizację rocznego wskaźnika (efekt bazy równoważy silne spadki cen surowców w PLN). W środę i w czwartek zostaną opublikowane dane o koniunkturze GUS, dostarczając pierwszego pomiaru sentymentu we wrześniu. Wreszcie, zapiski z wrześniowego posiedzenia RPP, biorąc pod uwagę obecne nastawienie RPP, nie przyniosą zaskoczeń i nowych informacji dla rynków.

**Gospodarka globalna.** Tydzień upłynie pod znakiem decyzji banków centralnych - w nocy z wtorku na środę obrady zakończy Bank Japonii, w środę wieczorem decyzję zakomunikuje Fed. W przypadku tego drugiego spodziewamy się utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie - pomimo zasadniczo niezłych danych, rozkład ryzyk i brak pilnej potrzeby do działania (= brak potrzeby zaskakiwania rynków podwyżką, której obecnie się nie oczekuje) sprawiają, że bardziej prawdopodobnym terminem podwyżki jest grudzień. Znacznie więcej wątpliwości i niepewności dotyczy decyzji Banku Japonii - tutaj spekuluje się nie tylko o zwiększeniu stymulacji, ale też o próbie zwiększenia stromizny krzywej dochodowości (chęć zdjęcia presji z wyników finansowych banków). Dane makro pozostaną przez większą część tygodnia w cieniu w/w wydarzeń - dopiero w piątek publikacje wskaźników PMI mają szansę przykuć uwagę rynków. Stabilizacja wskaźnika zagregowanego skrywa tendencje, których kontynuacja może wpłynąć na rynki (np. słabość niemieckich usług).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

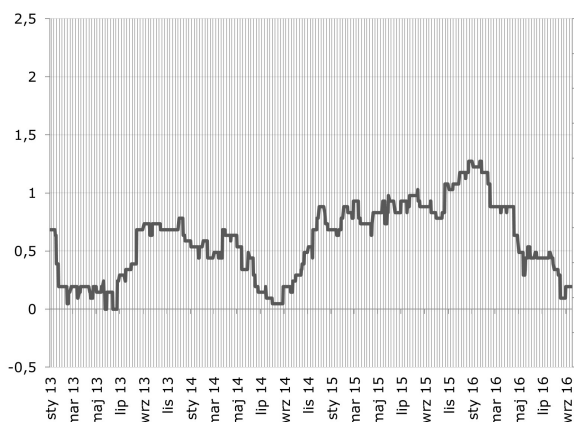
- GUS: Przeciętne wynagrodzenie brutto w sierpniu wyniosło 4 212,56 zł, co oznacza, że rdr wzrosło o 4,7 proc.
- GUS: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w sierpniu wzrosło o 3,2 proc. rdr.
- USA: Ceny konsumpcyjne CPI w sierpniu wzrosły o 0,2 proc. w ujęciu mdm.

Decyzja RPP (05.10.2016)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.007	0.004
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	0.000	-0.007
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.934	-0.006
<b>PROGNOZA mBanku</b>		<b>bez zmian</b>		
Dotyczy benchmarków Reuters				

## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

### POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



Bez zmian (dane o inflacji, wynagrodzeniach i zatrudnieniu okazały się zgodne z oczekiwaniami). W nowym tygodniu dane z handlu i przemysłu powinny poruszyć polskim indeksem zaskoczeń.

### STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Bez zmian (brak publikacji). Okres stabilizacji indeksu wydłuża się przynajmniej do piątku, kiedy to zostaną opublikowane dane PMI.

### USA

Indeks zaskoczeń dla USA



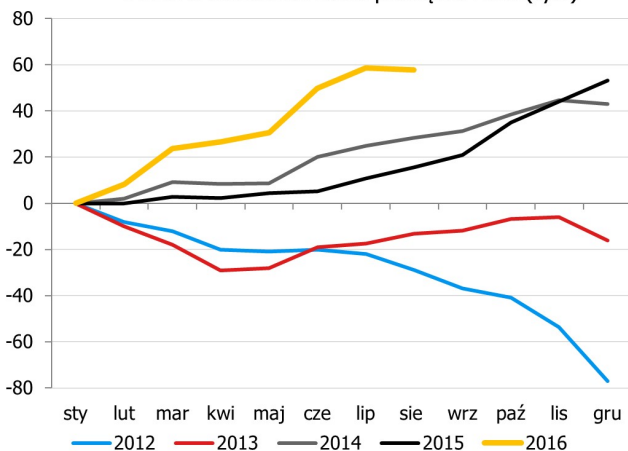
Słabe dane o sprzedaży detalicznej zostały z nawiązką zrównoważone dobrym odczytem wskaźnika Philly Fed i danymi o inflacji CPI - w konsekwencji amerykański indeks zaskoczeń nieznacznie wzrósł w zeszłym tygodniu. Dane z rynku nieruchomości mogą przedłużyć ten trend.

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.

## Dynamika rynku pracy lekko spowalnia.

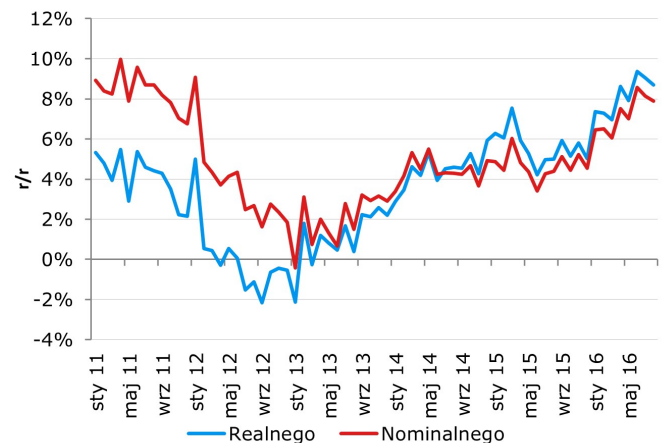
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w sierpniu o 3,1% w ujęciu rocznym (niecały tysiąc etatów spadku w ujęciu miesięcznym). To wynik gorszy od przewidywań rynku i naszych szacunków. Jakkolwiek jest to niespodzianka, w zasadzie nie jest to zaskoczenie, które zmuszałoby do bicia na alarm. Po pierwsze, spodziewaliśmy się spowolnienia tempa kreacji miejsc pracy w ujęciu miesięcznym z uwagi na efekty sezonowe (stawiamy na handel, działalność wspierającą, zakwaterowanie i gastronomię). Po drugie, zatrudnienie w Polsce porusza się ostatnio w 3-miesięcznych cyklach; wrzesień wyznacza początek kolejnego cyklu, a więc dopiero słaby odczyt za miesiąc będzie zmuszał do głębszej refleksji. Po trzecie, ostatni miesiąc przyniósł wiele zmian w sekcjach stosunkowo stabilnych; niestety często w takich przypadkach – zapewne z uwagi na zaokrąglenia GUS - przejście do stanu sprzed zmiany jest tak samo prawdopodobne jak utrzymanie nowego poziomu (sekcje mają iście kwantowy charakter). Spodziewamy się, że wrzesień wskaże powtórnie na kontynuację status quo i utrzymanie dynamiki zatrudnienia w przedziale 3-3,3%. Przypomnijmy dla porządku, że dotychczas uznawano, że dynamika PKB >3% gwarantuje zwiększenie miejsc pracy; obecnie miejsca pracy rosną w takim samym tempie jak cała gospodarka. Nie uważamy, że ze strony rynku pracy czeka nas jakaś solidna niespodzianka w krótkim terminie. Nadal generatorami zaskoczeń będą takie kategorie jednak inwestycje i eksport.

Zmiana zatrudnienia od początku roku (tys.)



Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w lipcu o 4,7% r/r, poniżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy (odpowiednio: 5,0 i 5,4%). Jak co miesiąc, na szczegóły odczytu będziemy musieli poczekać aż do publikacji Biuletynu Statystycznego. Oznacza to, że (wprawdzie minimalnie) dynamika płac spowalnia drugi miesiąc z rzędu. O ile w zeszłym miesiącu było to wynikiem niekorzystnego układu dni roboczych, tym razem korzystny kalendarz nie zrównoważył tego. Biorąc pod uwagę także negatywne zaskoczenie w zatrudnieniu, może to być związane z dalszym pogorszeniem koniunktury w budownictwie (właśnie ta sekcja, a także przetwórstwo przemysłowe, miały odpowiadać za lepszy odczyt niż w zeszłym miesiącu). Więcej w tej kwestii dowiemy się po poniedziałkowych danych ze strefy realnej.

Dynamika funduszu płac



Na pewno nie należy wyciągać z tych danych pochopnych wniosków, nawet jeżeli odpowiadają one budującej się presji płacowej w polskiej gospodarce. Groźba dezaktywizacji części pracowników związana z implementacją programu 500 plus w dalszym ciągu sprzyja podwyżkom wynagrodzeń. Niezagrożona jest również w takim scenariuszu konsumpcja prywatna, wspierana wzrostem funduszu płac wynoszącym obecnie 7,9% nominalnie i 8,7% realnie.

Dane pozostają bez wpływu na Radę Polityki Pieniężnej – Rada jest obecnie skupiona na zbliżającym się końcu deflacji i (jakkolwiek iluzoryczne by ono nie było) odbiciu wzrostu w II kwartale. Dane z rynku pracy, wskazujące na solidne wzrosty zatrudnienia i szybki wzrost płac realnych wpisują się w ten obraz idealnie. Tym niemniej, część uczestników rynku może przy negatywnych niespodziankach przypominać sobie o ścisłej niegdyś korelacji inwestycji ze wzrostem zatrudnienia oraz o wpływie wzrostu płac na wyniki przedsiębiorstw (i pośrednio, na inwestycje) w warunkach deflacji. Z tego względu zakłady za obniżki stóp procentowych nie powinny być skreślane, a my w dalszym ciągu uważamy scenariusz cięcia za najbardziej prawdopodobny w horyzoncie 6 miesięcy.

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD powoli dryfował w piątek w dół, dobiegając do 1,1215 tuż przed publikacją danych o inflacji z USA. Te okazały się być wyższe od oczekiwań (zarówno CPI, jak i inflacja bazowa), co spowodowało wyraźne przesunięcie oczekiwanej ścieżki stóp procentowych w USA i umocnienie dolara. W konsekwencji, rentowności długich obligacji wzrosły o 4pb, a EURUSD spadł do 1,1150 (w innych parach walutowych, np. z walutami EM, USD umocnił się nawet bardziej). Nie jest to jeszcze wzrost, który mógłby pchnąć FOMC do zdecydowanego działania już teraz, ale przy wysokim momentum wszystkie istotne miary inflacji prędzej czy później dojdą do celu. Tymczasem jednak oczy uczestników rynku będą skupione na posiedzeniach Fed i BoJ w tym tygodniu. W przypadku Fed reguły są jasne - jastrzębie zaskoczenie to mocniejszy dolar. W przypadku BoJ odpowiedź nie jest już tak jasna. Jastrzębie zaskoczenie osłabiłoby zapewne USD za pośrednictwem USDJPY, ale na to może nałożyć się zmienna korelacja ze stromizną krzywych dochodowości. Tym niemniej, reakcje EURUSD na decyzje BoJ rzadko w przeszłości były długotrwałe.

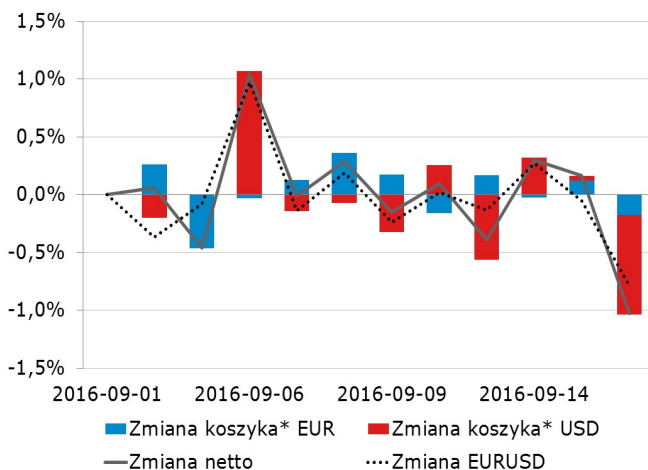
## EURUSD technicznie

**Pozycja:** Brak.

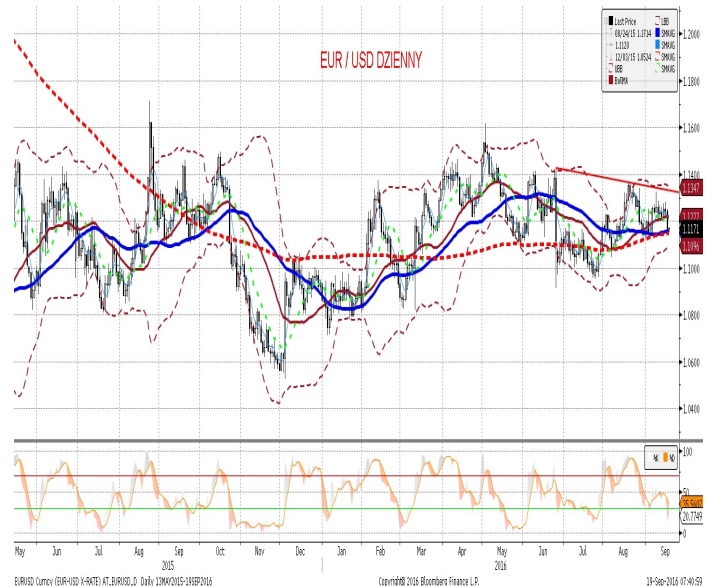
Notowania EURUSD w końcu wybiły się z wąskiego obszaru konsolidacji 1,12 – 1,1250. Kurs zatrzymał się na splocie najdłuższych średnich na wykresie 4h (okolice 1,1150), przez co domknął całą dostępną przestrzeń do spadku. Jakkolwiek dynamiczne ostatnie momentum spadkowe by nie było, nie spodziewamy się rychłego pokonania wspomnianego wsparcia. Długi trend spadkowy na wykresie dziennym ma bardzo łagodne nachylenie. Wykres tygodniowy nie pozwala wyciągnąć ważniejszych wniosków – notowania znajdują się na nim między dwoma średnimi. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,1123	1,1616
1,0822	1,1428
1,0524	1,1366

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Złoty mocniejszy o kolejne 2 grosze do euro. Z technicznego punktu widzenia obecna równowaga znajduje się już na ostrzu noża (złamanie obecnych poziomów otwiera drogę do 4,25). Teoretycznie powyżka ratingu Węgier nie powinna złotemu sprzyać podczas dzisiejszej sesji. Dane z polskiej gospodarki (produkcja, sprzedaż detaliczna) powinny być z kolei dość dobre, co może przynajmniej przejściowo wspierać polską walutę. Przed posiedzeniami BoJ i Fed rynki finansowe powinny przyjmować pozycjonowanie neutralne względem ryzyka. Oznaczać to może paradoksalnie odwrót w kierunku dolara (najwyżej oprocentowane depozyty) i od walut EM. Uważamy, że na obecnych poziomach profil ryzyka faworyzuje grę na słabszego złotego.

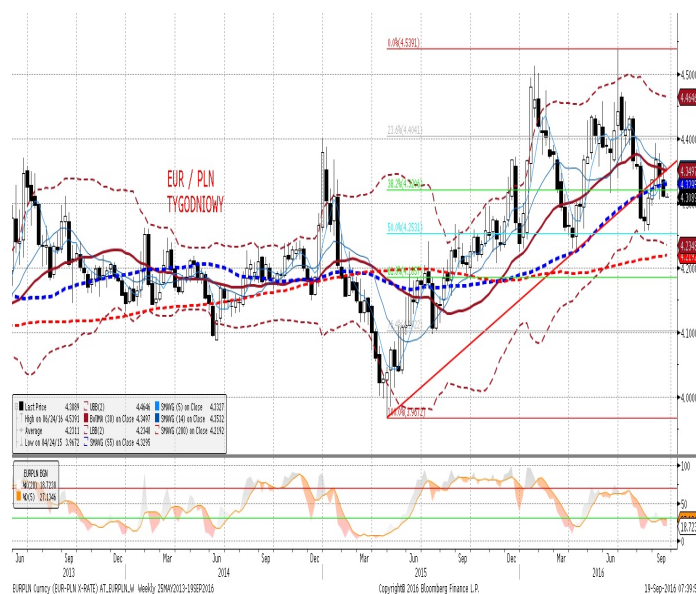
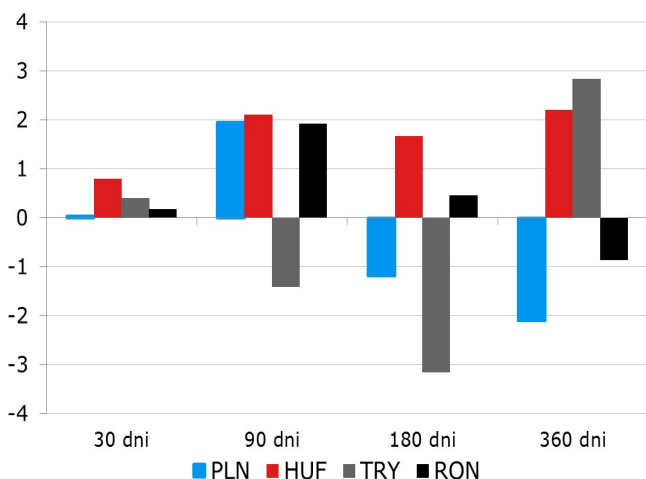
## EURPLN technicznie

**Pozycja:** Brak.

Kurs EURPLN w piątek znacząco spadał, co jest potwierdzeniem powrotu do trendu spadkowego na wykresie 4h. Wcześniej spłot najdłuższych średnich na tym wykresie zadziałał jako skuteczny opór – odbicie od tego poziomu nadało ruchowi w dół sporego momentum. Pokonane zostało wsparcie MA30 na wykresie dziennym, jednak spadek zatrzymał się przed minimami lokalnymi z zeszłego tygodnia. Przeważać powinien pierwszy sygnał – spodziewamy się dalszego spadku, jednak liczymy się z możliwością konsolidacji czy nawet drobnej korekty wzrostowej. Wciąż nie jest wykluczony ruch w ramach formacji range 4,30 – 4,35. Sytuacja nie jest klarowna, pozostajemy poza rynkiem.

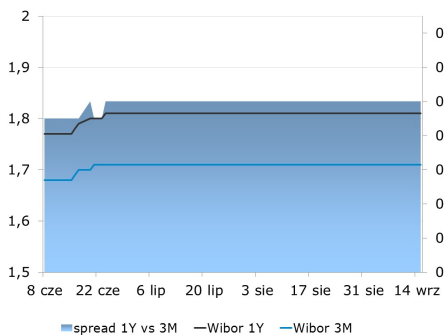
Wsparcie	Opór
4,3054	4,4699
4,2569	4,4342
4,1857	4,3932

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

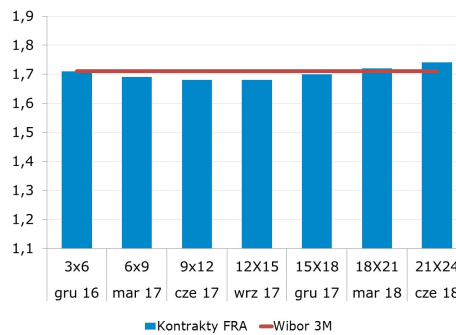


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.68	1.72	ON	1.37	1.65	EUR/PLN	4.3244
2Y	1.75	1.79	1M	1.43	1.65	USD/PLN	3.8497
3Y	1.72	1.76	3M	1.80	2.25	CHF/PLN	3.9548
4Y	1.81	1.85					
5Y	1.93	1.97	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.01	2.05	1x2	1.59	1.64	EUR/USD	1.1160
7Y	2.09	2.13	1x4	1.68	1.72	EUR/JPY	114.12
8Y	2.16	2.20	3x6	1.67	1.71	EUR/PLN	4.3040
9Y	2.23	2.27	6x9	1.65	1.69	USD/PLN	3.8560
10Y	2.29	2.33	9x12	1.64	1.68	CHF/PLN	3.9381

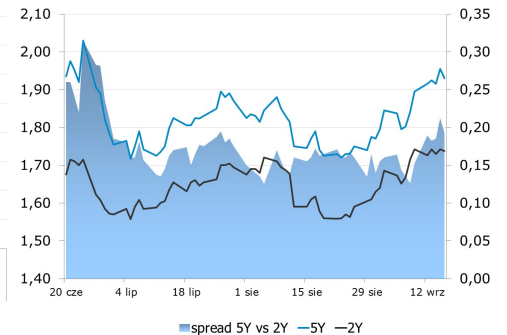
### WIBOR 3M i 1Y



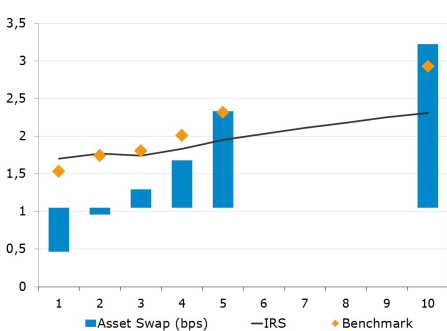
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



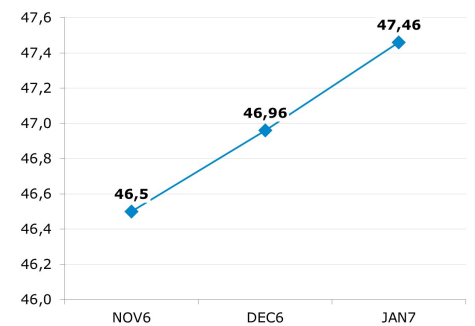
### Asset swap i IRS



### 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.