

28 czerwca 2017

## Raport Dzienny

mBank Research

[www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/](http://www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/)

[@mbank\\_research](#)

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

Marcin Mazurek  
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  
[www.mbank.pl](http://www.mbank.pl)

## Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
<b>26.06.2017 PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	maj	7.5	7.5	7.7	7.4
10:00	GER	Indeks Ifo – oczekiwania (pkt.)	cze		106.4	106.5	106.8
10:00	GER	Indeks Ifo – bieżąca sytuacja (pkt.)	cze		123.2	123.3 ( r )	124.1
14:30	USA	Zamów. na d. trwale m/m (%) <i>wstępny</i>	maj		-0.6	-0.9 ( r )	-1.1
<b>27.06.2017 WTOREK</b>							
16:00	USA	Koniunktura konsumencka CB (pkt.)	cze		116.0	117.6 ( r )	118.9
<b>28.06.2017 ŚRODA</b>							
10:00	EUR	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	maj		5.0	4.9	
<b>29.06.2017 CZWARTEK</b>							
13:00	CZE	Decyzja Banku Czech (%)	29.06		0.05	0.05	
14:00	GER	CPI r/r (%) <i>wstępny</i>	cze		1.4	1.5	
14:30	USA	PKB r/r (%) SAAR <i>finalny</i>	Q1		1.2	1.2	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.06		240	245	
<b>30.06.2017 PIĄTEK</b>							
1:30	JAP	CPI r/r (%)	maj		0.5	0.4	
3:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	cze		51.0	51.2	
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	cze		5.7	5.7	
14:00	POL	CPI r/r (%) <i>wstępny</i>	cze		1.9	1.9	
14:30	USA	Dochody g. domowych m/m (%)	maj		0.3	0.4	
14:30	USA	Wydatki g. domowych m/m (%)	maj		0.2	0.4	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt.)	cze		58.0	59.4	
16:00	USA	Wsk. Kon. U. Michigan (pkt.) <i>finalny</i>	cze		94.4	94.5	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka globalna:** Spokojny dzień. Jedyną wartą uwagi publikacja to dane o podaży pieniądza i akcji kredytowej w strefie euro.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Nowak (MF): Ostateczny poziom potrzeb pożyczkowych brutto w 2017 r. może być o kilkanaście miliardów złotych niższy niż planowane 168,7 mld zł.
- BIEC: Wskaźnik Wyprzedzający Koniunktury (WWK), informujący z wyprzedzeniem o przyszłych tendencjach w polskiej gospodarce, po wzroście w maju w czerwcu spadł o 1,7 pkt.
- USA: Indeks zaufania konsumentów (Conference Board) wyniósł w czerwcu 118,9 pkt. Analitycy spodziewali się, że indeks wyniesie 116,0 pkt.

Decyzja RPP (05.07.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.249	0.016
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.200	0.012
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.198	0.071
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Draghi już nie taki gołębi

Wczorajsze wystąpienie Dragiego obaliło funkcjonujący dotychczasowo na rynkach finansowych mit, jakoby ten bankier centralny (i dzięki niemu całe EBC i to przy sprzeciwie Niemców) był gołębi. Ostatnie posiedzenie całego banku zaznaczyło pewien cykliczny skręt całej instytucji (zbilansowanie ryzyk), jednak w dalszym ciągu pokutował pogląd, że EBC nie jest zdolny do jakichkolwiek dywagacji o zaostrzeniu polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji. Błąd.

Kluczowe naszym zdaniem były cztery frazy z wczorajszego wystąpienia: 1) wszystkie znaki wskazują na umocnienie i rozszerzenie geograficzne ożywienia w strefie euro; 2) czynniki deflacyjne zostały zastąpione czynnikami reflacyjnymi; 3) czynniki wpływające obecnie na inflację mają przejściowy charakter i bank centralny zwykle może je pominąć w prowadzonej polityce pieniężnej; 4) gospodarka kontuuje ożywienie i w takich warunkach utrzymanie bieżącej polityki pieniężnej będzie tożsame z coraz luźniejszą polityką pieniężną. Jest to ewidentna zapowiedź zmniejszania zakupów aktywów (nie podwyżek stóp, bo kolejność w zacieśnianiu polityki pieniężnej w EBC jest znana: najpierw taper potem stopy), które ogłoszone zostanie zapewne po wakacjach, a implementowane od 2018 roku.

W ferworze walki (rentowności niemieckich obligacji wzrosły o 13 pb, EURUSD poszybował w górę o 1,5 figury) trudno było stwierdzić, na którą część wypowiedzi rynek zareagował najbardziej. Ex post wygląda na to, że nie była to część o inflacji, gdyż ruch dotyczył głównie stóp realnych, zarówno w strefie euro, jak i w USA. Sugeruje to, że jastrzębi skręt został przyjęty ze sceptycyzmem, jako zapowiedź nieuzasadnionego zacieśnienia polityki pieniężnej – gdyby rynek w pełni dawał wiarę optymistycznemu przesłaniu, ruszyłyby się też oczekiwania inflacyjne. Przypomnijmy, że wczorajsza wypowiedź wydarzyła się w momencie, kiedy większość uczestników rynku pogrążyła się już w wakacyjnej nirwanie, a rynek został zdominowany przez zakłady na odkładanie podwyżek stóp procentowych (przynajmniej w USA). Podobieństwo do taper tantrum jest ewidentne, choć wynika z nieco innych czynników.

Naszym zdaniem wczorajszy sygnał ze strony EBC jest początkiem końca liquidity trades (efekt: podwyżka stopy wolnej od ryzyka, spadki na giełdzie, łomot na walutach EM). Oczekiwania niższego QE wywierają większy efekt na papiery krajów będące aktualnie w rynkowym deficycie (obligacje rdzenia strefy euro) i póki co nie prowadzi do rozszerzenia spreadów kredytowych. Uważamy, że w takich warunkach i z uwagi na punkt 3. wygeneruje się asymetria w rynkowej reakcji na dane inflacyjne ze strefy euro (mniejsza reakcja na zaskoczenia in minus niż te in plus). Preludium do zakończenia liquidity trades to zła wiadomość dla polskiego długu w związku ze zwyżką stopy wolnej od ryzyka. Jakkolwiek w obecnym momencie komponent kredytowy jest w obligacjach bezpieczny, jego ostatnia kompresja sugeruje, że jest on również podatny na okresy awersji do ryzyka, które mogą pojawiać się w związku z globalnym dostosowaniem portfeli inwestorów do świata niższej płynności. Fundamentalne czynniki lokalne (niski deficyt, poprawiające się dochody podatkowe) absolutnie powinny w takich warunkach jednak sprzyjać grze na oportunistyczne poszukiwanie atrakcyjnych wycen na ASW, co sprawia że pozycje długie bezpośrednio w obligacjach są obecnie narażone na większe ryzyko niż te w ASW.

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD wystrzelił wczoraj w górę (z okolic 1,12 do 1,1350) za sprawą słów prezesa Dragiego, które zostały odebrane bardzo jastrzębio (naszym zdaniem słusznie - więcej na ten temat w sekcji analiz). Jeśli nasza interpretacja jest poprawna i rzeczywiście sygnalizuje zmianę postrzegania procesów inflacyjnych, to ma to szereg implikacji dla europejskich aktywów: wyższe nominalne i realne stopy procentowe (co faktycznie się wydarzyło - wczorajsze przesunięcie krzywych obligacyjnych w Europie było potężne), mocniejsze euro (bo nie działa już kotwica, albo poziom EUR, który bank centralny toleruje, przesunął się znacząco), zawężenie spreadów kredytowych na peryferiach (zwłaszcza w początkowej fazie) i chęć do dalszego, powolnego wychodzenia z ultraluznej polityki pieniężnej. Dziś, przy braku danych makro, możemy obserwować realizację zysków po wczorajszych ruchach na rynkach, a następnie stabilizację przed danymi o inflacji na koniec tygodnia.

## EURUSD technicznie

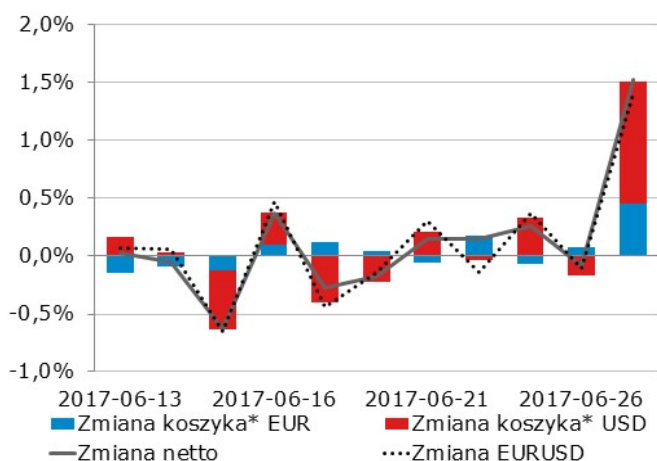
**Pozycja:** Złapane zlecenie T/P po 1,1285 na małej pozycji long po 1,1165 (120 ticków zysku).

**Preferencja:** Range 1,11-1,13.

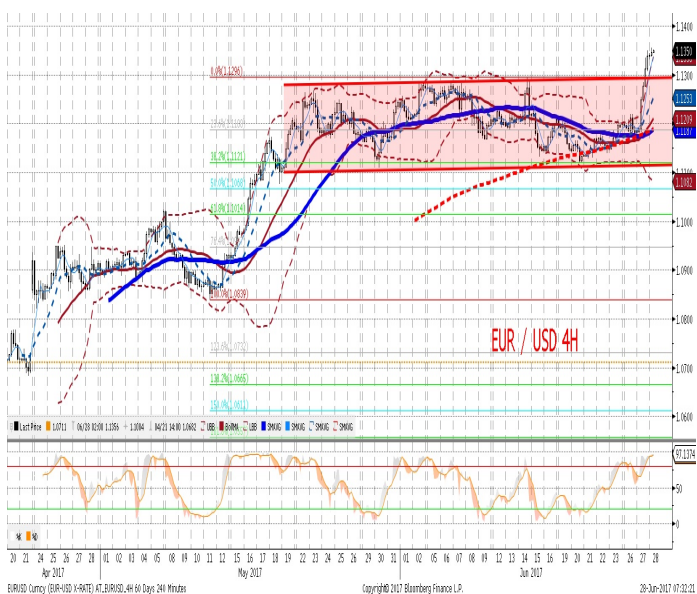
Wczorajszy wzrost był nie tyle ruchem w górę w ramach range 1,11-1,13, co wybiemem z tej formacji. Złapaliśmy zlecenie T/P na naszej pozycji long otwartej pod wspomniany range. Przyczyn tak silnego wzrostu należy szukać w czynnikach fundamentalnych (czytaj więcej obok), przez co nie oznacza to od razu powrotu do trendu wzrostowego. Nie jesteśmy przekonani co do losów dalszego wzrostu. Ruch w górę w ostatnich miesiącach ma charakter bardzo nieregularny, przez co trudno go opisać kanałem, czy nawet linią trendu (mniej więcej udało się to na wykresie dziennym). Kolejnymi oporami są już tylko dawne minima lokalne z zeszłego roku lub jeszcze starsze. Aktualne poziomy nie zachęcają do grania long, ze względu na możliwość korekty o trudnym do oszacowania zasięgu. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,1104	1,1616
1,0821	1,1428
1,0525	1,1366

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Pisaliśmy od paru dni, że oczekiwania dotyczące globalnej polityki pieniężnej są ustawione zbyt nisko, i że jest to silny argument przeciw zawieraniu zakładów o umocnienie złotego. Wczorajszy dzień przyniósł potwierdzenie tego faktu - po jastrzębim wystąpieniu z EBC (więcej na ten temat w sekcji analiz) euro znacząco umocniło się w stosunku do koszyka waluty i para EURPLN nie była tutaj wyjątkiem. W efekcie, złoty osłabił się z poziomu 4,20 do 4,24 za EUR. Tym niemniej, pozytywne nastawienie inwestorów do polskich aktywów i ich preferowanie w ramach uniwersum EM sprawia, że bez dodatkowego paliwa (w tej chwili kontynuacja koszykowego umocnienia euro byłaby takim sygnałem) będziemy świadkami podkupowania taniego, taktycznego złotego. Wówczas range (4,20-4,25) będzie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla złotego w najbliższych dniach,

## EURPLN technicznie

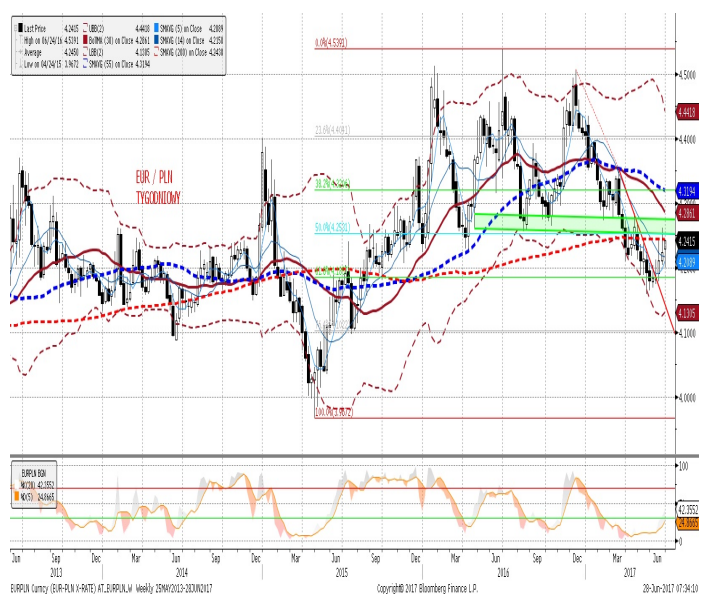
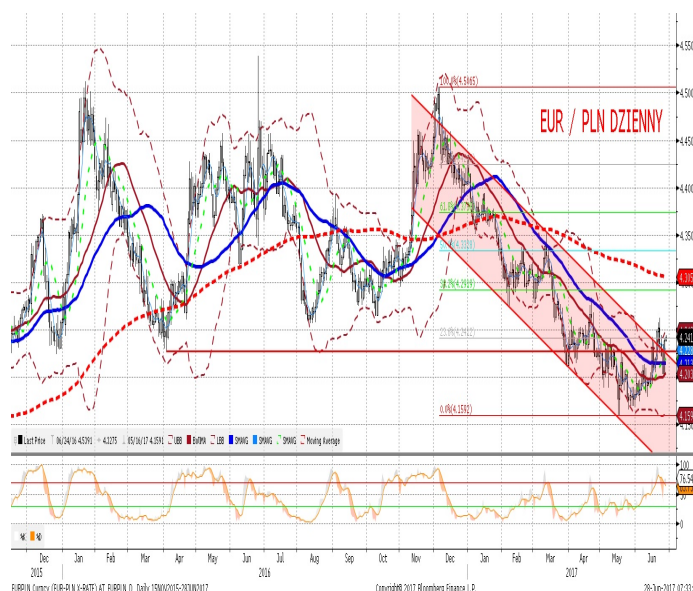
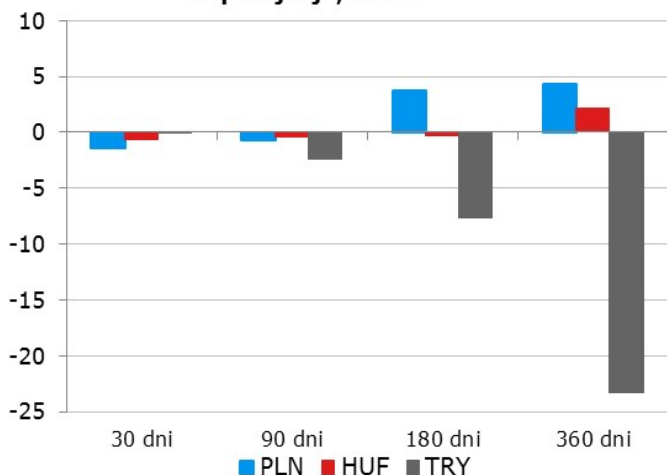
**Pozycja:** Brak.

**Preferencja:** Short EURPLN poniżej 4,29-32.

Wczoraj kurs EURPLN bardzo dynamicznie skorygował ponad połowę spadku z ostatnich kilku dni. Kolejne poziomy technicznie (średnie na wykresie 4h) nie zadziałały jako opory, przez co notowania przebiły już 4,24. Momentum wzrostowe wciąż jest silne, jednak nie gwarantuje ono przebicia ostatnich maksimum lokalnych. Jeżeli poziom ten się obroni, to będziemy mieli do czynienia z formacją range w obszarze 4,20-4,26, czyli wystarczająco szerokim, aby zarobek z grania tej formacji był atrakcyjny. Na razie pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
4,2008	4,4345
4,1591	4,3137
4,0879	4,2622

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.75	1.79
2Y	1.88	1.92
3Y	1.99	2.03
4Y	2.12	2.16
5Y	2.24	2.28
6Y	2.35	2.39
7Y	2.44	2.48
8Y	2.53	2.57
9Y	2.61	2.65
10Y	2.67	2.71

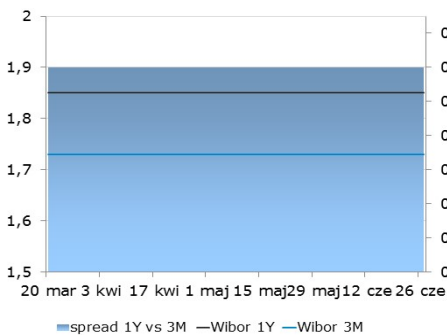
depo	BID	ASK
ON	1.15	1.55
1M	1.49	1.69
3M	1.56	1.76

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2120
USD/PLN	3.7442
CHF/PLN	3.8719

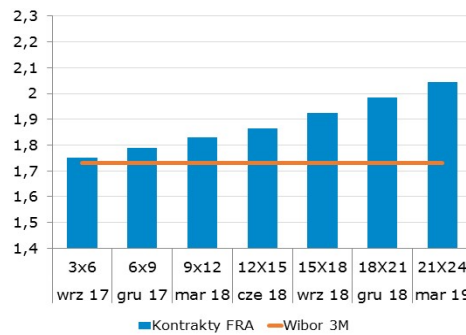
FRA	BID	ASK
1x2	1.65	1.69
1x4	1.72	1.75
3x6	1.72	1.75
6x9	1.74	1.79
9x12	1.78	1.83

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1337
EUR/JPY	127.38
EUR/PLN	4.2370
USD/PLN	3.7350
CHF/PLN	3.8882

### WIBOR 3M i 1Y



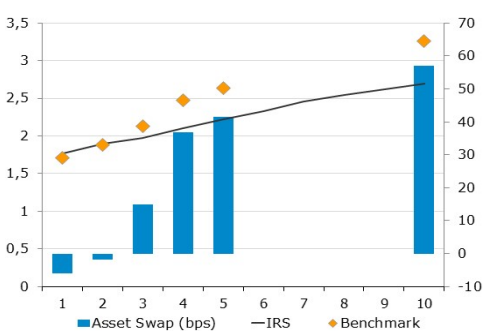
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



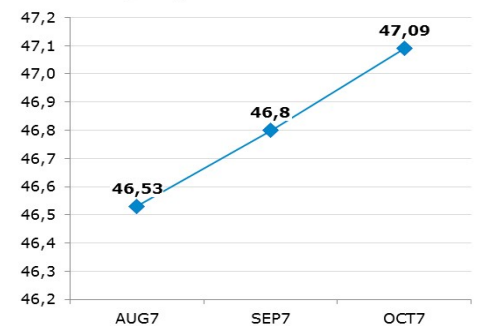
### Asset swap i IRS



### 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 informacji 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.