

4 lipca 2017

Raport Dzienny

mBank Research

www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/

[@mbank_research](#)

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

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
www.mbank.pl

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
26.06.2017 PONIEDZIAŁEK							
3:45	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	cze		49.7	49.6	50.4
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	cze	53.4	53.7	52.7	
9:50	FRA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	cze		55.0	55.0	54.8
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	cze		59.3	59.3	59.6
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	cze		57.3	57.3	57.4
15:45	USA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	cze		52.1	52.1	52.0
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	cze		55.1	54.9	57.8
04.07.2017 WTOREK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
05.07.2017 ŚRODA							
9:50	FRA	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	cze		55.3	55.3	
9:55	GER	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	cze		53.7	53.7	
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	cze		54.7	54.7	
	POL	Decyzja RPP (%)	cze	1.50	1.50	1.50	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	maj		-0.5	-0.2	
20:00	USA	Minutes FOMC	cze				
06.07.2017 CZWARTEK							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	maj		1.8	-2.1	
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	cze		183	253	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	24.06				
15:45	USA	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	cze		53.0	53.0	
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	cze		56.5	56.9	
07.07.2017 PIĄTEK							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.2	0.8	
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.6	-0.5	
10:30	GBR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.4	0.2	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	cze		180	138	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	cze		4.3	4.3	
14:30	USA	Przeciętne zarobki godzinowe m/m (%)	cze		0.3	0.2	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna: Dzisiaj kalendarz jest pusty.

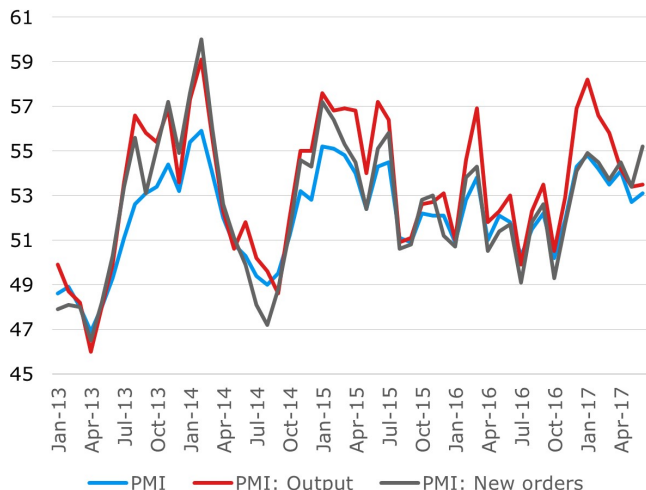
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Markit: Wskaźnik PMI dla Polski w czerwcu wzrósł do 53,1 pkt. z 52,7 pkt. w maju i wobec prognozy 53,7 pkt.
- Eurostat: Stopa bezrobocia, po dostosowaniu sezonowym, w maju, według metodologii Eurostatu, wyniosła w Polsce 4,8 proc., wobec 4,8 proc. w kwietniu.
- USA: Wskaźnik aktywności w przemyśle (ISM) w czerwcu wyniósł 57,8 pkt. wobec 54,9 pkt. w poprzednim miesiącu.

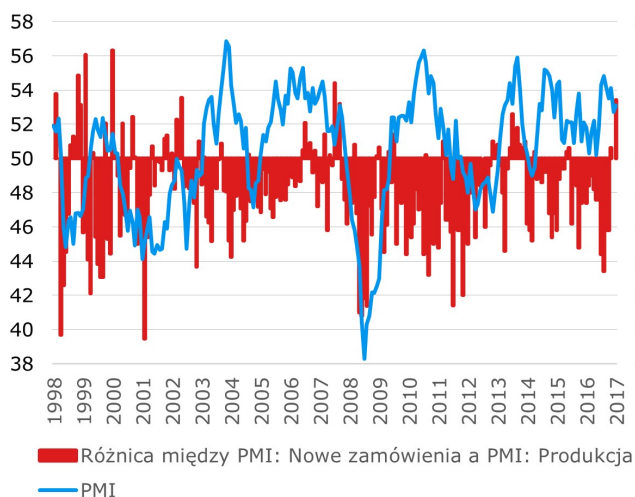
Decyzja RPP (05.07.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.489	-0.006
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	0.000	0.000
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.350	-0.041
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

PMI odbija bardzo powoli

W czerwcu PMI dla polskiego przemysłu wzrósł z 52,7 do 53,1, poniżej konsensusu (53,7) i nieco bliżej naszej prognozy (53,4). Skala odbicia PMI okazała się też być mniejsza od odnotowanej przez analogiczne wskaźniki KE (ESI) i GUS.

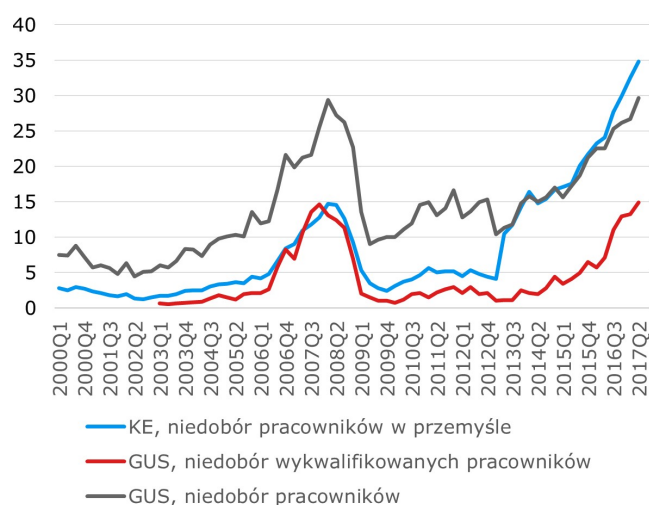


Główną przyczyną rozczarowania zachowaniem PMI był nierównomierny charakter wzrostów poszczególnych wskaźników składających się na indeks. O ile bowiem subindeks nowych zamówień odbił w sposób zdecydowany (z 53,4 do 55,2 – najwyżej od lipca 2015 r.), o tyle ocena produkcji praktycznie się nie zmieniła (53,5 wobec 53,4 miesiąc wcześniej), a subindeks zatrudnienia znalazł się na najniższym poziomie od 34 miesięcy. Nigdzie indziej zresztą nie widać tak dużego rozkorelowania PMI i wskaźników koniunktury GUS, jak właśnie w ocenach zatrudnienia – w badaniach GUS osiągnęły one właśnie nowe wieloletnie maksimum. Obrazu polskiej gospodarki na półmetku 2017 r. dopełnia dalsze hamowanie indeksów odnoszących się do procesów cenowych.



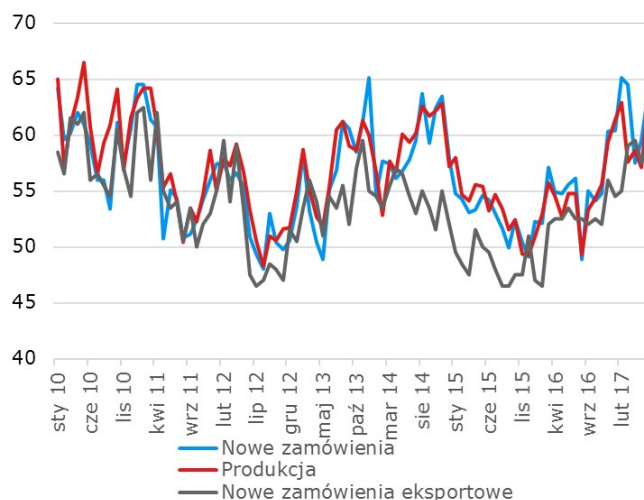
Choć struktura PMI w czerwcu nie różni się znacząco od majowej, możemy pokusić się o kilka wniosków. Po pierwsze, słabość produkcji (zwłaszcza relatywnie do nowych zamówień) jest sygnałem wciąż trwającego równoważenia stanu zapasów w polskim przemyśle po wystrzale na przełomie roku. W tym kontekście odbicie nowych zamówień (zwłaszcza krajowych) to dobry prognostyk. Po drugie, istotna przewaga nowych za-

mówień nad produkcją jest zjawiskiem rzadkim (przez ostatnie 19 lat ta różnica przekraczała +1 tylko w 7% przypadków) i, jeszcze rzadszym w fazach ekspansji. Nie jest jasne, jak to samo w sobie interpretować. Po trzecie, jeśli to PMI ma w kwestii zatrudnienia rację (a nie jest to wcale pewne), to nie musi to być złym prognostykiem – być może zatrudnienie w przemyśle osiągnęło poziom nasycenia i sektor boryka się z ograniczeniami podażowymi, na których rosnąca intensywność wskazuje wszystkie dostępne badania przedsiębiorstw (por. wykres poniżej). Te ograniczenia mogą wbić klin pomiędzy prognozowane zatrudnienie (w badaniach koniunktury GUS), a percepcję jego faktycznej realizacji (PMI). Wreszcie, biorąc pod uwagę bardzo ścisłą korelację między PMI a produkcją przemysłową w ostatnich miesiącach, można pokusić się o stwierdzenie, że czerwcowe dane przypieczętują niższe momentum w przemyśle (i całym PKB) w II kwartale.

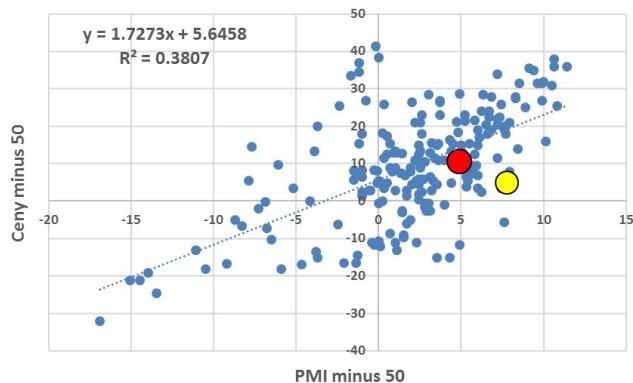


Koniunktura w USA: wyraźna poprawa

O ile poprzedni raport o koniunkturze potwierdzał stabilizację koniunktury w II kwartale na nieco wyższym poziomie niż w pierwszym (potwierdzenie ożywienia), czerwcowy sugeruje, że po raz kolejny gospodarka przyspieszyła. Odczyt na poziomie 57,8 pkt. uplasował się znacząco powyżej ostatniego odczytu i oczekiwań analityków (w obu przypadkach odnotowano różnicę in plus ok. 3 pkt. proc.).



Wszystkie komponenty ISM podniosły się, i to w podobnej skali, oprócz komponentu cenowego (por. wykres poniżej i widoczny na nim ruch z punktu czerwonego do żółtego na wykresie rozrzutu). Poprawa koniunktury jest więc ilościowo bardzo spójna, a komentarze dołączone do publikacji dokładają spójności w warstwie jakościowej: wszystkie są dobre lub bardzo dobre.



Miesiąc wcześniej rynki funkcjonowały w trybie liquidity trades. Stabilizacja indeksów koniunktury oraz obniżenie wskaźników cenowych powodowało silne płaszczenie krzywych i grę na luzną przez długi czas politykę pieniężną. Obecnie jesteśmy już po zakręcie spowodowanym jastrzębią retoryką banków centralnych, której potwierdzeniem nagle stały się lepsze odczyty ze sfery realnej (ale wciąż słabe z nominalnej), póki co jednak w sferze oczekiwań formułowanych w badaniach ankietowych. Inwestorzy próbują dorabiać sobie historię do nowej rzeczywistości, która pojawiła się w zasadzie deus ex machina kilka dni po tym, jak banki centralne próbowały utrzymać gołębią, a nie jastrzębią retorykę. Nowa narracja rynkowa to ograniczenie płynności na rynkach finansowych spowodowane czy to zmniejszeniem zakupów aktywów (EBC), czy podwyżkami stóp i zmniejszeniem bilansu (Fed).

W konsekwencji, obserwujemy dokładną odwrotność liquidity trades i wciąż silną korelację indeksów giełdowych z obligacjami, tyle że w przeciwną stronę niż zazwyczaj (spadki na giełdach równoczesne ze spadkami cen obligacji). Jak pisaliśmy w komentarzu do słów Draghiego, likwidacji liquidity trades towarzyszyć będą okresowe wybuchy awersji do ryzyka. Im jednak koniunktura lepsza, tym mocniejsze uzasadnienie dla większej jastrzębności banków centralnych. Dlatego też okresy awersji do ryzyka powinny być coraz krótsze i płytsze. Docelowy model funkcjonowania rynków finansowych (ujemna korelacja giełdy i obligacji) wróci dopiero zapewne w momencie, kiedy dodatkowy popyt ze strony banków centralnych zniknie na dobre, a na to jeszcze poczekamy. Może się on jednak pojawiać okresowo. Na chwilę obecną jednak wydaje się, że po okresie pewnego szoku wywołanego przez nagłą wyższą stopę wolnej od ryzyka, inwestorzy giełdowi znów ruszą na zakupy. Powinno to łączyć się z dalszą zmianą pozycjonowania na rynku obligacji i kontynuacją (aczkolwiek w mniej gwałtownym tempie) wzrostów rentowności. Nie raz widzieliśmy już, że w takich warunkach polskie obligacje mogą sobie radzić całkiem nieźle, zwłaszcza że konsensus rynkowy sugeruje znaczne umocnienie złotego w średnim terminie (okolice 4 na EURPLN, istotnie poniżej bieżącego poziomu), a skala wycenianego ryzyka kredytowego jest wciąż znacząca (51 pb na 10-letnim ASW).

EURUSD fundamentalnie

Kolejne spadki EURUSD sprowadziły notowania poniżej 1,1350. Sprzyjało temu kilka czynników: lepsze od oczekiwań dane z USA (produkcja budowlana i ISM - na temat tej ostatniej publikacji można przeczytać w sekcji analiz), wzrost awersji do ryzyka na światowych rynkach dziś w nocy z uwagi na wystrzelenie rakiety przez Koreę Płn., a także realizacja zysków na pozycjach długich w euro (jak wskazywaliśmy we wczorajszym komentarzu, bez przełomu w danych inflacyjnych lub nowych sygnałów ze strony EBC, skręt wykonany w zeszłym tygodniu przez Dragiego nie będzie już prowadzić do dalszego umocnienia euro). Oznacza to, z jednej strony, brak potencjału do dalszego umocnienia euro, z drugiej zaś – możliwość spadków EURUSD z uwagi na mocniejszego dolara. Dziś kalendarz publikacji makro pustoszeje, a na pierwszy plan powinny wysunąć się kwestie apetytu na ryzyko, a także poprawa danych makroekonomicznych w USA.

EURUSD technicznie

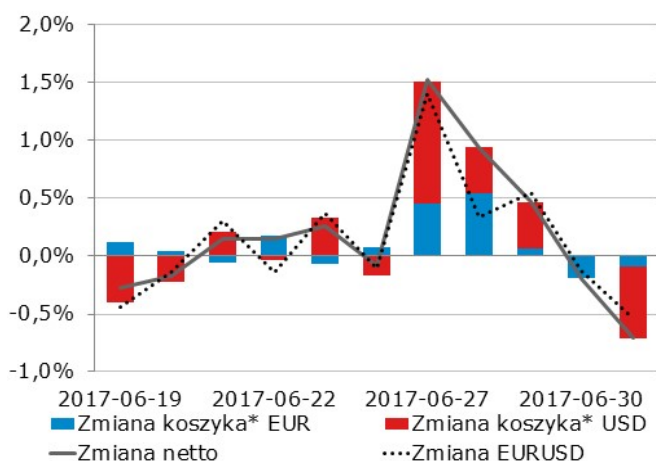
Pozycja: Brak.

Preferencja: Trend wzrostowy.

Korekta na kursie EURUSD systematycznie realizuje się. Wczoraj przełamana została MA30 na wykresie 4h, a na wykresie dziennym powstała dywergencja wspierająca dalszy spadek. Nie jest to jeszcze sygnał przełamania trendu wzrostowego, dlatego kluczowe pytanie dotyczy aktualnie zasięgu korekty. W okolicy 1,13 znajdują się ważne poziomy techniczne – górna granica dawnego range oraz MA55 na wykresie 4h. Inne interwały wskazują jednak na dużo większą przestrzeń do spadku. Według wykresu dziennego jest korekta powinna zakończyć się w okolicy 1,1250 (MA30 i dawny trend wzrostowy), a według tygodniowego nawet poniżej 1,12 (dolna granica kanału wzrostowego). Szukamy dobrej okazji do zajęcia pozycji short, jednak poczekamy na sygnał zakończenia korekty. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,1296	1,1711
1,1104	1,1616
1,0821	1,1428

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Wzrost stopy wolnej od ryzyka na rynkach globalnych przy jednoczesnej stabilizacji (krótki koniec jest przyspawany obietnicą utrzymywania stóp procentowych bez zmian na coraz to dłuższy okres) lub nawet spadkach stóp procentowych w Polsce (sektor 5-10 lat, częściowo działa tu idiosynkratyczny czynnik niskiej podaży SPW w najbliższych miesiącach) doprowadził do silnego osłabienia złotego w dniu wczorajszym. EURPLN wzrósł z 4,23 do ponad 4,25, a USDPLN - z 3,69 do 3,74. EURPLN znajduje się obecnie blisko ważnych poziomów (górne ograniczenie zakresu wahań) - jego przełamanie dostarczyłoby technicznego paliwa, zwłaszcza przy obecnym układzie czynników fundamentalnych (obok zawężających się na niekorzyść złotego dysparytetów, osłabiać złotego może również wzrost napięcia geopolitycznego, o ile się utrzyma).

EURPLN technicznie

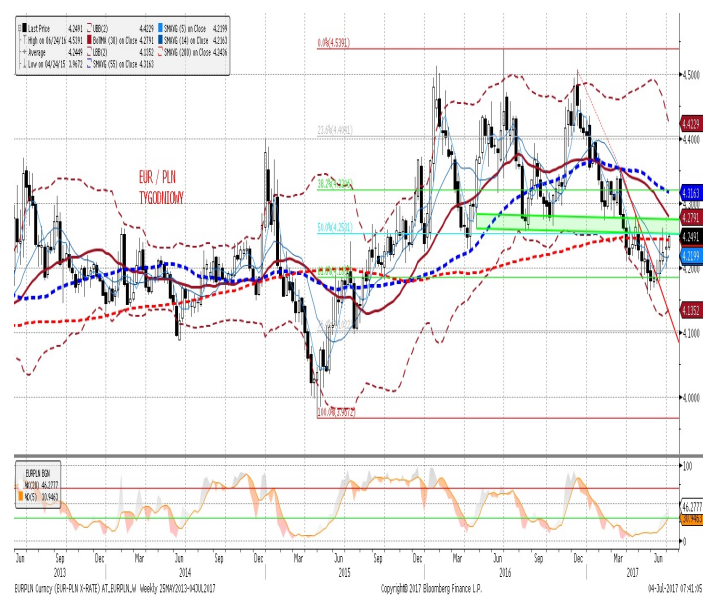
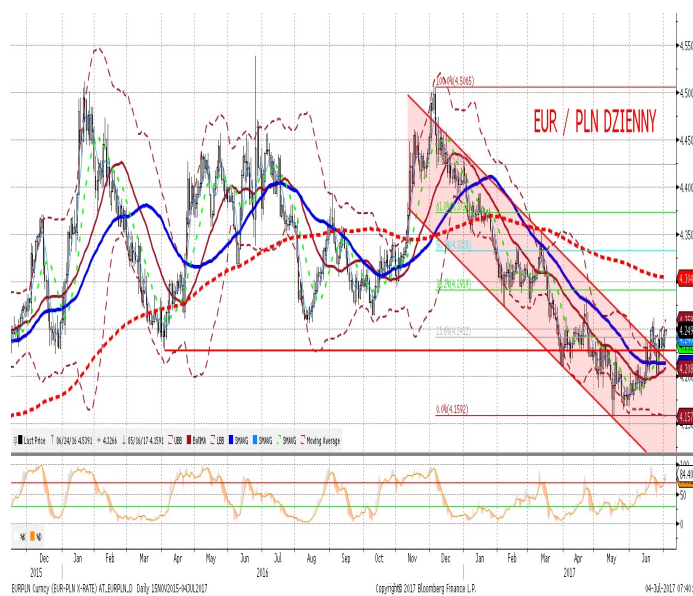
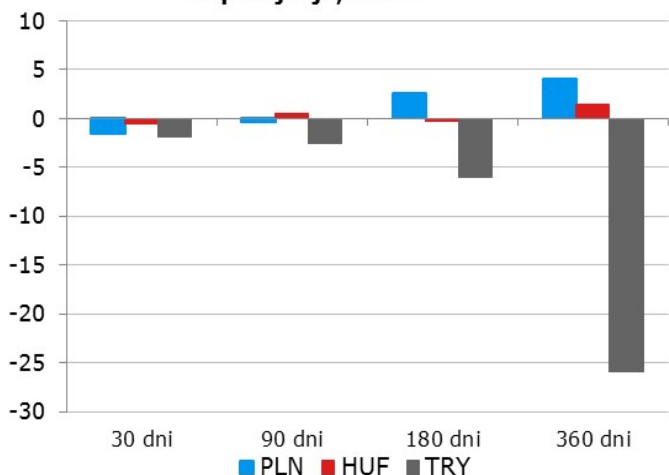
Pozycja: Zajęta warunkowo pozycja short po 4,25 z S/L 4,2650 oraz T/P 4,2205 dla połowy pozycji.

Preferencja: Range 4,20-4,26.

Notowania EURPLN wczoraj w drugiej części sesji dynamicznie wzrosły przebijając poziom 4,25. Zajęliśmy przez to warunkowo pozycję short ustawioną pod ruch ramach range. Postulowaliśmy, że formacja ta znajduje się w obszarze 4,20-4,26, jednak możliwy jest także węższy obszar 4,22-4,25. Właśnie rozpozna się ruch w dół po odbiciu od 4,25. Nawet jeżeli spadek nie jest wsparty dywergencją, to momentum spadkowe powinno wystarczyć aby kurs doszedł do 4,22. Wcześniejsze poziomy techniczne (MA30 i MA55 na wykresie 4h) nie powinny być skutecznymi wsparciami, o ile właśnie nie będą się splatały. Pozostajemy z pozycją short, ustawiamy zlecenie T/P dla połowy pozycji zaraz ponad poziomem 4,22.

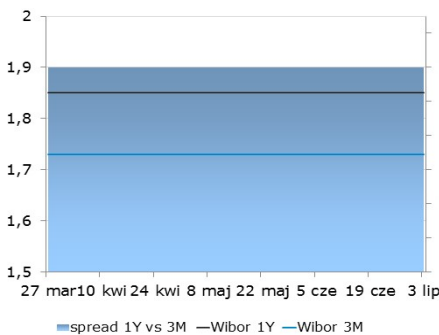
Wsparcie	Opór
4,2008	4,4345
4,1591	4,3137
4,0879	4,2622

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

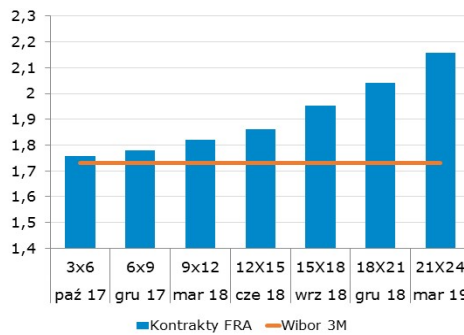


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.75	1.79	ON	1.25	1.65	EUR/PLN	4.2331
2Y	1.90	1.94	1M	1.52	1.72	USD/PLN	3.7196
3Y	2.03	2.07	3M	1.61	1.81	CHF/PLN	3.8735
4Y	2.18	2.22					
5Y	2.33	2.37	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.44	2.48	1x2	1.64	1.70	EUR/USD	1.1363
7Y	2.54	2.58	1x4	1.72	1.75	EUR/JPY	128.82
8Y	2.63	2.67	3x6	1.72	1.76	EUR/PLN	4.2477
9Y	2.71	2.75	6x9	1.74	1.78	USD/PLN	3.7385
10Y	2.77	2.81	9x12	1.78	1.82	CHF/PLN	3.8788

WIBOR 3M i 1Y



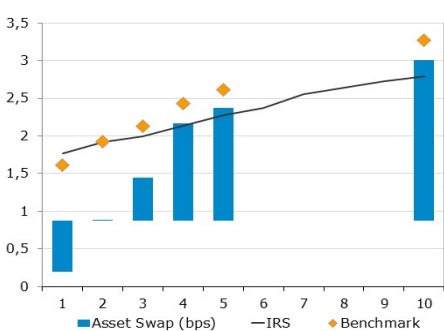
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



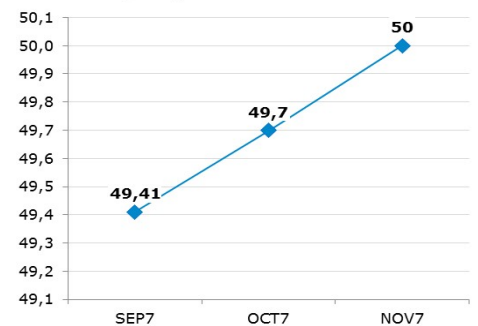
Asset swap i IRS



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.