

4 sierpnia 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 zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
31.07.2017 PONIEDZIAŁEK							
3:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	lip		51.5	51.7	51.4
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	cze		9.2	9.2 (r)	9.1
11:00	EUR	CPI r/r (%)	lip		1.3	1.3	1.3
14:00	POL	CPI r/r (%) <i>wstępny</i>	lip	1.6	1.6	1.5	1.7
15:45	USA	Chicago PMI (pkt.)	lip		59.0	65.7	58.9
01.08.2017 WTOREK							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	lip	53.6	53.3	53.1	52.3
9:50	FRA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	lip		55.4	55.4	54.9
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	lip		58.3	58.3	58.1
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	lip		5.7	5.7	5.7
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	lip		56.8	56.8	56.6
11:00	EUR	PKB kw/kw <i>wstępny</i> (%)	Q2		0.6	0.5 (r)	0.6
14:30	USA	Dochody g. domowych m/m (%)	cze		0.4	0.3 (r)	0.0
14:30	USA	Wydatki g. domowych m/m (%)	cze		0.1	0.2 (r)	0.1
15:45	USA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	lip		53.2	53.2	53.3
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	lip		56.4	57.8	56.3
02.08.2017 ŚRODA							
14:15	USA	Zatrudnienie ADP (tys.)	lip		185	191 (r)	178
03.08.2017 CZWARTEK							
9:50	FRA	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	lip		55.9	55.9	56.0
9:55	GER	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	lip		53.5	53.5	53.1
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	lip		55.4	55.4	55.4
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	03.08		0.250	0.250	0.250
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	29.07		242	245	240
15:45	USA	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	lip		56.9	54.2	54.7
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	lip		56.8	57.4	53.9
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	cze		3.0	-0.3 (r)	3.0
04.08.2017 PIĄTEK							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	cze		0.5	1.1 (r)	1.0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.)	lip		180	222	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lip		4.3	4.4	
14:30	USA	Przeciętne płace godz. m/m (%)	lip		0.3	0.2	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	cze		-45.8	-46.5	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna: Dzisiaj uwagę uczestników rynków przykuja publikacje z amerykańskiego rynku pracy. Aktualnie spodziewany jest mniejszy niż w poprzednim miesiącu przyrost zatrudnienia poza rolnictwem (o ok. 180 tys. etatów - ISM i ADP to ryzyko w dół dla tej prognozy), przy jednoczesnym spadku stopy bezrobocia oraz niewielkim przyspieszeniu dynamiki płac w ujęciu miesięcznym. Publikowane równocześnie dane o bilansie handlowym nie wzbudzą już takiego zainteresowania.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- MF na czwartkowym przetargu zamiany odkupiło obligacje DS1017 / WZ0118 / PS0418 łącznie za 5,50 mld zł, a sprzedało obligacje OK0419 / WZ1122 / PS0123 / WZ0126 / DS0727 / WS0447 łącznie za 5,76 mld zł.
- CZE: Narodowy Bank Czeski (CNB) podwyższył główną stopę procentową, dwutygodniową stopę repo, o 20 pb do 0,25 proc.
- USA: Wskaźnik aktywności w usługach (ISM) w lipcu spadł do 53,9 pkt., wobec 57,4 pkt. w czerwcu.

Decyzja RPP (06.09.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.447	-0.004
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.225	0.000
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.360	-0.020
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

Czeski bank centralny jako pierwszy w regionie rozpoczyna zacieśnianie polityki pieniężnej

Zgodnie z oczekiwaniami wczoraj czeski bank centralny (CNB) podwyższył główną stopę procentową z 0,05 do 0,25% – jest to dla tego banku centralnego pierwsza podwyżka stóp procentowych od lutego 2008 r. i następuje zaledwie kilka miesięcy po uwolnieniu kursu korony.

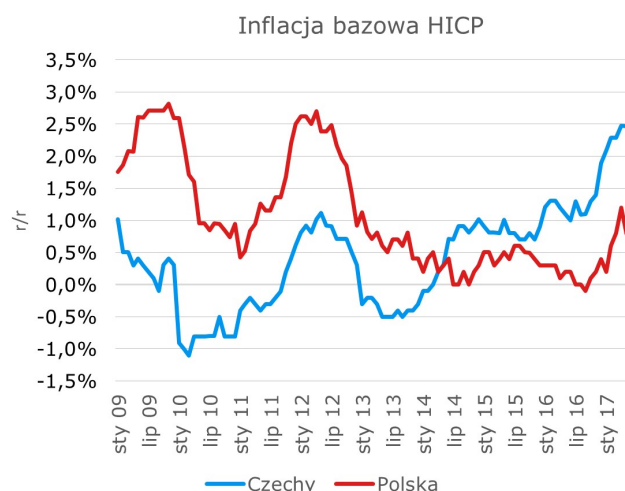
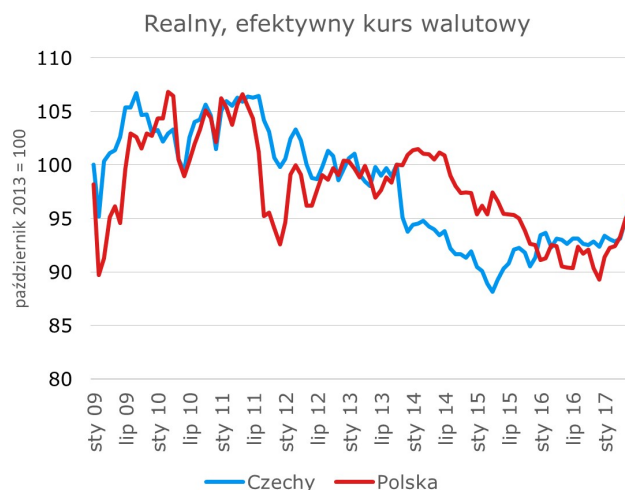
Aktualne prognozy banku centralnego wskazują na stabilizację stóp procentowych na bieżącym poziomie do połowy przyszłego roku. Na II połowę 2018 r. bank przewiduje rozpoczęcie bardziej zdecydowanego cyklu zacieśnienia, w tempie jednej podwyżki na kwartał (wtedy zdaniem Czechów ma ruszyć EBC). Wczorajsza decyzja była motywowana przede wszystkim pozytywnym scenariuszem makroekonomicznym dla czeskiej gospodarki (w porównaniu do poprzedniej projekcji in plus zaskoczyła przede wszystkim konsumpcja prywatna) i ryzykiem dalszego wzrostu inflacji. Jednocześnie, w myśl obecnych projekcji, zarysowana powyżej ścieżka stóp procentowych gwarantuje zatrzymanie trendu wzrostowego inflacji i jej łagodny spadek lekko poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Co ciekawe, prognoza stóp proc. jest obciążona ryzykiem w górę, związanym z zachowaniem korony czeskiej, która z uwagi na wciąż nie zrównoważone pozycjonowanie (pisaaliśmy na ten temat, komentując uwolnienie jej kursu) może nie umocnić się w stopniu prognozowanym obecnie przez bank i spójnym z makroekonomicznymi fundamentami.

Warto w tym miejscu skontrastować sytuację Polski i Czech. Nie będziemy powtarzać znanych tez faktów dotyczących strukturalnych podobieństw i różnic tych gospodarek, z punktu widzenia przyszłej trajektorii polityki pieniężnej nieporównywalnie ważniejsza jest pozycja cykliczna. Jak się okazuje, w myśl większości kryteriów Polska i Czechy znajdują się w podobnym punkcie.

1. Luka popytowa jest w obydwu krajach domknięta i względnie stabilna w horyzoncie bieżących prognoz banków centralnych.
2. Obydwa kraje przeżyły w ostatnich latach silny spadek bezrobocia i zacieśnienie rynków pracy – stopa bezrobocia jest oczywiście strukturalnie niższa w Czechach, ale to w Polsce zanotowano głębszy spadek.
3. Bieżąca dynamika jednostkowych kosztów pracy jest praktycznie identyczna w Polsce i w Czechach (ok. 3-4% nominalnie), jedyna znacząca różnica w danych płacowych to ich struktura – w Czechach w większym stopniu wzrost płac jest napędzany przez usługi nierynkowe.
4. Obydwe gospodarki operują przy wysokim poziomie wykorzystania mocy produkcyjnych – w Polsce jest on nawet (relatywnie do historycznej średniej) wyższy i bliski maksimum wszechczasów.
5. Względem momentu przed ustanowieniem sztywnego kursu korony czeskiej (październik 2013 r.), w ujęciu koszykowym polski złoty i czeska korona osłabiły się praktycznie w takim samym stopniu – jedyna różnica to rozkład deprecjacji w czasie i jej przyczyny.

Jedyny czynnik istotnie różnicujący Polskę i Czechy to inflacja, a zwłaszcza inflacja bazowa. O ile bowiem trend wzrostowy inflacji bazowej w Polsce liczy sobie niecały rok i nie przekracza ona

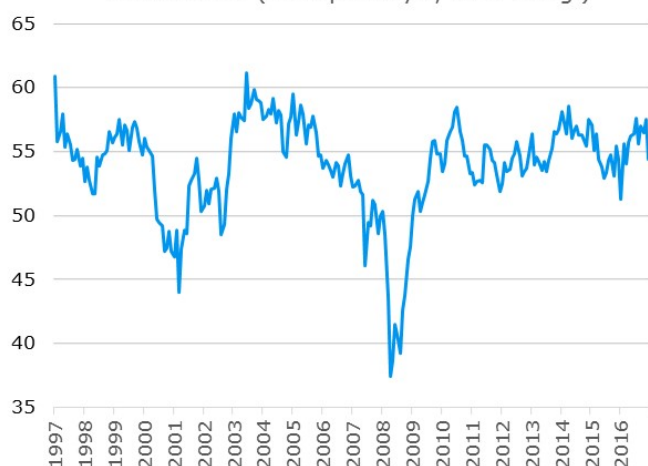
jeszcze 1%, o tyle w Czechach deflacja koszyka bazowego zakończyła się jeszcze na początku 2014 r. i obecny poziom inflacji bazowej to 2,5%. Dla polskiej polityki pieniężnej nie jest to wniosek nowy, pośrednio potwierdza ogromną rolę generowanego w kraju komponentu inflacji dla perspektyw stóp procentowych na kolejne kwartały. Stanowi również wsparcie dla naszego bazowego scenariusza, w którym dalszy wzrost inflacji bazowej i wyzyszczenie efektów bazowych z kategorii niebazowych skłania RPP do zmiany nastawienia na bardziej jastrzębie już w I połowie 2018 r.



USA: dużo słabsza koniunktura w usługach

Koniunktura poza przemysłem obniżyła się znacząco. Spadek indeksu ISM sprowadził jej oszacowanie do 53,9 pkt. z 57,4 pkt. przed miesiącem (wskazanie aktywności gospodarczej, czyli „stary” indeks ISM obniżył się w podobnej skali, z 60,8 pkt. do 55,9 pkt.). Odczyt był znacząco niższy od oczekiwań rynkowych na poziomie 57 pkt. (59,6 pkt. dla „starego” ISM). Spadki wystąpiły we wszystkich przekrojach i w raporcie nie ma wewnętrznych niespójności. Obniżeniu aktywności towarzyszyło zmniejszenie presji na wydłużenie czasów dostaw i wyhamowanie tempa budowania zaległości produkcyjnych.

Średnie ISM (20% przemysł, 80% usługi)

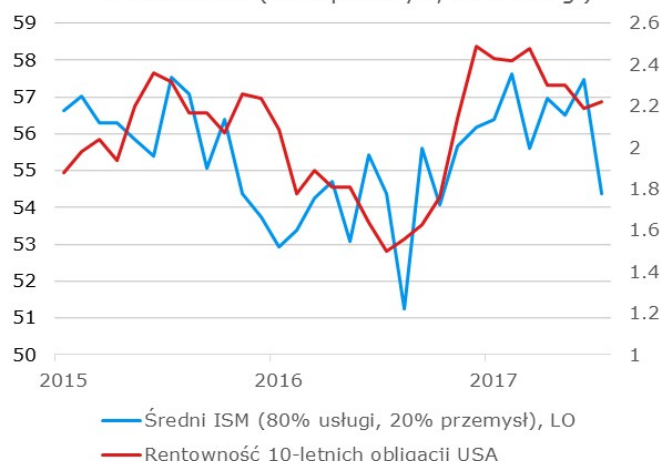


Ewidencja wskaźniki koniunktury wskazują na skokowe obniżenie aktywności gospodarczej. I to właśnie ta nagłość osłabienia koniunktury stawia pod znakiem zapytania jego trwałość. W ostatnim czasie gospodarka nie doznała żadnych negatywnych szoków. Inwestycje ruszają, konsumpcja napędzana jest wprawdzie w coraz większym stopniu oszczędnościami (które w relacji do dochodu zaczynają zbliżać się do wartości bardzo niskich), a sprzedaż aut minęła już górny punkt zwrotny, ale konsument wsparty jest silnym rynkiem pracy, niskimi stopami (lub szerzej, bardzo luźnymi warunkami finansowania, zważywszy na cykliczną pozycję gospodarki mierzoną odchyleniem stopy bezrobocia od NAIRU) oraz ujawnia wciąż duży optymizm mierzony ankietami konsumentów. Innymi słowy, można znaleźć czynniki, które sprawiają, że gospodarka nie będzie rosła w tempie odrzutowym, lecz brakuje powodów do nagłego i agresywnego spowolnienia. Mniej popularne, aczkolwiek nawet lepiej korelujące się z PKB wskaźniki koniunktury – np. siostrzany PMI, liczony przez Markit, nie odnotował spadku w lipcu i od marca nieprzerwanie rośnie.

Patrząc na proste zestawienie koniunktury w USA z rentownościami 10-letnich obligacji można dostrzec dość silną, choć oczywiście niedoskonałą korelację (prezentujemy jeszcze raz oszacowanie koniunktury w USA, ale tym razem w dużym powiększeniu). Widoczne jest niedopasowanie poziomu stóp i koniunktury gospodarczej. Wczorajsza reakcja rynkowa na publikację była umiarkowana (po dużo słabszym odczycie ISM rentowności ostatecznie obniżyły się o 1-2pb) i można ją tłumaczyć pozycjonowaniem rynku (kolejna podwyżka stóp została już oddalona, przed nami ważna publikacja NFP oraz inflacja w przyszłym tygodniu). Zdajemy sobie sprawę, że rynek na obecnym etapie dyskontuje już łagodną ścieżkę stóp, ale także że przy braku istotnego, pozytywnego szoku gospodarczego hipoteza secular stagnation będzie cały czas żywa, zwłaszcza przy ta-

kich niespodziankach w danych.

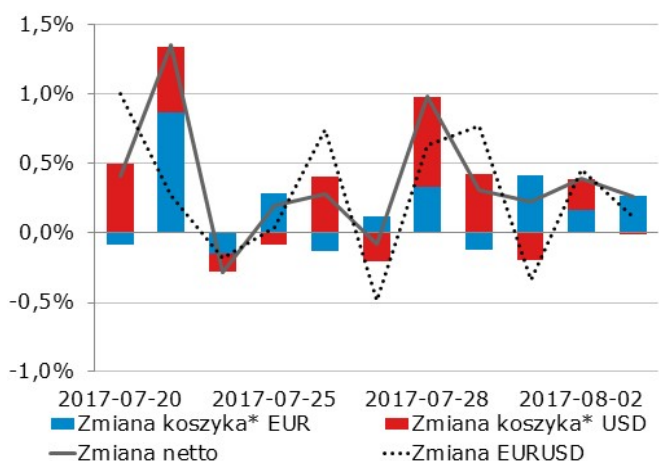
Średnie ISM (20% przemysł, 80% usługi)



EURUSD fundamentalnie

EURUSD dryfował wczoraj przez dużą część sesji wokół 1,1850. Publikacja gorszych danych o ISM w usługach (patrz sekcja analiz) spowodowała nieznaczne podbicie notowań w okolice 1,1870-80 i stamtąd też dziś startują. EURUSD kreśli liczne techniczne sygnały o wyczerpaniu trendu wzrostowego. Brakuje jednak zapalnika, który mógłby powodować rozpoczęcie korekty w dół. Mogą nim być dzisiejsze dane o NFP. Rynek nie będzie się bardzo interesował samą liczbą etatów (to zdeterminuje pierwszą reakcję i będzie ona standardowa). Kluczowe jest zachowanie stopy bezrobocia (oczekiwany niewielki spadek) i płac (oczekiwany niewielki wzrost po serii negatywnych zaskoczeń). To te zmienne zdeterminują, czy ruch na EURUSD wywołany samą liczbą etatów się utrzyma. Rozpędzenie gospodarki i trend rynku pracy sugerują dalsze spadki bezrobocia oraz podwyżki płac w średnim terminie. Niestety nie implikuje to ciągłych spadków (podwyżek), a tym bardziej zaskakiwania rynku. Tym samym uważamy, że bieżące oczekiwania stawiają poprzeczkę dość wysoko. Czynnikiem osłabiającym działanie efektu zaskoczenia jest duże osłabienie dolara, które ostatnio obserwowaliśmy i wspomniana już korekcyjna struktura na EURUSD (oraz indeksie dolarowym).

Dekompozycja zmian EUR/USD



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

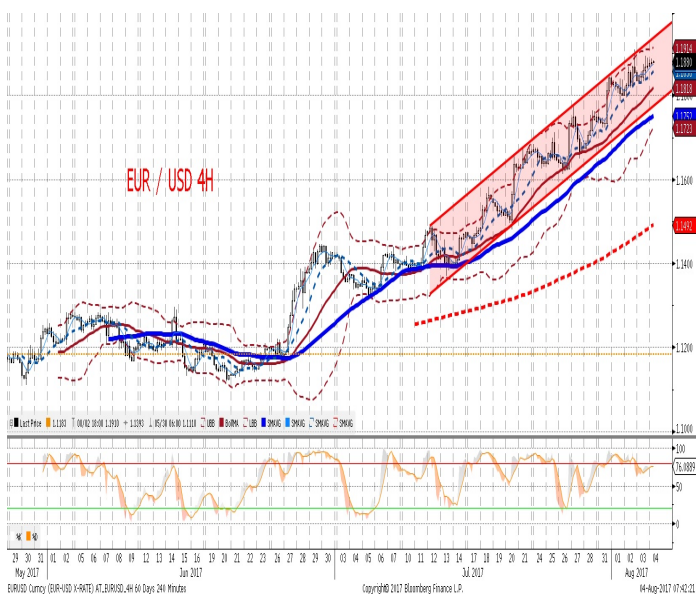
EURUSD technicznie

Pozycja: Mała pozycja short po 1,1855 z S/L 1,1915.

Preferencja: Trend wzrostowy (spodziewamy się korekty).

Kurs EURUSD przez większość wczorajszej sesji rósł w sposób systematyczny, ale umiarkowany. Notowania zbliżają się do poziomu 1,19, przez co nasza kontrariańska pozycja short traci aktualnie około 30 ticków. Wciąż istnieją perspektywy do zarobku za sprawą dywergencji na wykresie 4h. Zasięg potencjalnej korekty powinien wynieść przynajmniej figurę, jednak nie wykluczamy większego ruchu. Zlecenie S/L jest wciąż ustawione ponad ostatnim maksimum lokalnym. Pozostawiamy pozycje short i czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

Wsparcie	Opór
1,1592	1,3993
1,1413	1,2570
1,1104	1,2004



EURPLN fundamentalnie

Niespodziewanie złoty odzyskał w dniu wczorajszym wigor - notowania EURPLN w połowie dnia zaczęły spadać i ostatecznie w godzinach wieczornych na moment znalazły się poniżej 4,24 za EUR. Nie jest to oczywiście duża zmiana (ledwie 2 gr), ale w porównaniu do marazmu wcześniejszych dni jest to znacząca zmiana, powiązana z wyłamaniem z krótkoterminowego zakresu wahań. Co więcej, wczorajsze zachowanie złotego jest sprzeczne ze wszystkimi zwyczajowymi korelatami: EURUSD wczoraj wzrósł, inne waluty regionu osłabiały się w stosunku do euro, na warszawskiej GPW notowano raczej trend boczny. Być może o umocnieniu zdecydował napływ środków inwestorów *real money* na rynek obligacji (efekty cenowe mogą być obserwowane z opóźnieniem), być może w ten sposób EURPLN zamknął lukę w stosunku do forinta (który umocnił się kilka dni wcześniej). Dziś rynki będą żyć danymi z USA – zaskoczenie in plus powinno podnieść stopę wolną od ryzyka na świecie i osłabić złotego, zaskoczenia in minus mogą przyczynić się do jego dalszego umocnienia.

EURPLN technicznie

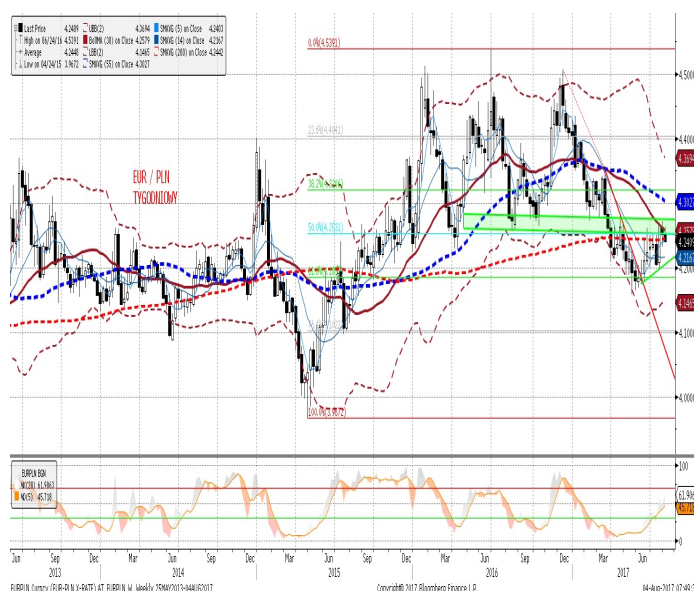
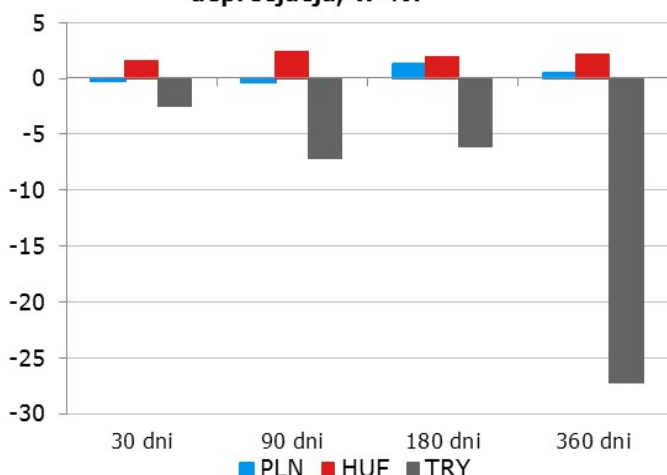
Pozycja: Otwieramy po 4,2409 małą pozycję long z S/L 4,23.

Preferencja: Trend wzrostowy.

Wczoraj kurs EURPLN wybił się w dół z obszaru konsolidacji 4,25/2,56. Kluczowe okazało się przebicie splotu MA30/MA55 na wykresie 4h. Spadek zatrzymał się jeszcze przed kolejnymi ważnymi wsparciami, przez co zabrakło około pół figury do warunkowego zajęcia pozycji long. W szerszym ujęciu wczorajszy ruch niewiele zmienia. Po wybiciu z trendu spadkowego (trwał on od końca zeszłego roku) kurs realizuje aktualnie solidną korektę wzrostową. Korekta powinna sięgnąć przynajmniej 4,29/4,30 (ważne opory na wykresie dziennym – w tym Fibo 38,2% – albo tygodniowym). Wprawdzie realizacja opisanego scenariusza może zająć parę tygodni, ale aktualne poziomy sprzyjają graniu long już teraz. Wykorzystamy średnie na wykresie dziennym (MA30) oraz 4h (MA200) do ustawienia zlecenia S/L.

Wsparcie	Opór
4,2008	4,4345
4,1591	4,3137
4,0879	4,2716

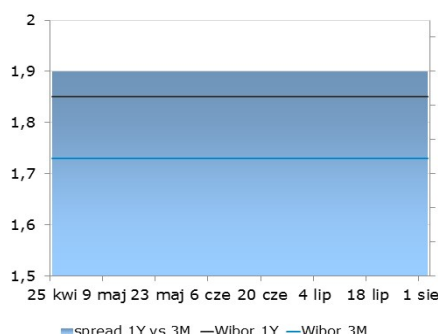
Ruchy walutowe w regionie (względem EUR). Wzrost - aprecjacja, spadek - deprecjacja, w %.



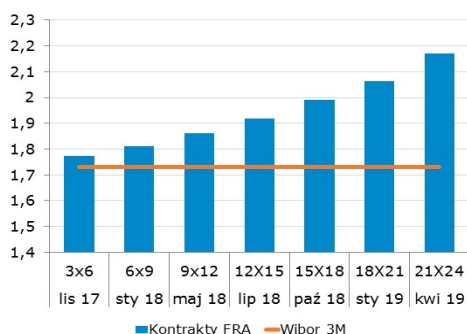
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.76	1.80	ON	1.20	1.50	EUR/PLN	4.2538
2Y	1.93	1.97	1M	1.40	1.60	USD/PLN	3.5918
3Y	2.07	2.11	3M	1.59	1.80	CHF/PLN	3.7072
4Y	2.22	2.26					
5Y	2.36	2.40					
6Y	2.49	2.53					
7Y	2.59	2.63					
8Y	2.69	2.73					
9Y	2.77	2.81					
10Y	2.83	2.87					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.64	1.69	EUR/USD	1.1867
1x4	1.72	1.75	EUR/JPY	130.59
3x6	1.74	1.77	EUR/PLN	4.2397
6x9	1.76	1.81	USD/PLN	3.5720
9x12	1.81	1.86	CHF/PLN	3.6861

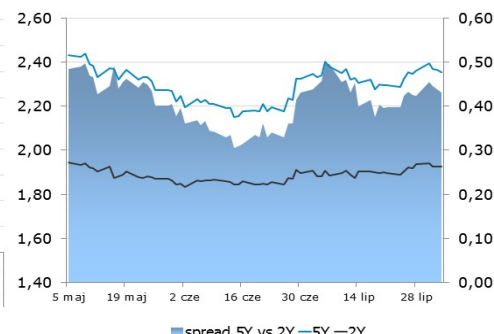
WIBOR 3M i 1Y



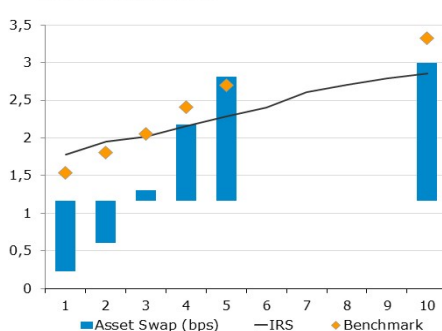
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



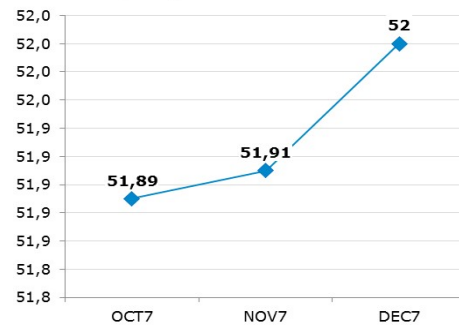
Asset swap i IRS



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.