

4 grudnia 2018

## Raport Dzienny

### Autorzy:

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)

Maciej Zdrolik  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[maciej.zdrolik@mbank.pl](mailto:maciej.zdrolik@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)

Nasze wszystkie publikacje  
dostępne są na stronie  
internetowej pod adresem:  
[www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/](http://www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/)

Można nas również śledzić w  
serwisie Twitter:  
[@mbank\\_research](https://twitter.com/mbank_research)

## Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
<b>03.12.2018 PONIEDZIAŁEK</b>							
2:45	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	lis		50.1	50.1	50.2
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	lis	51.6	50.3	50.4	49.5
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt.)	lis		51.5	51.5	51.8
10:30	GBR	PMI w przemyśle (pkt.)	lis		51.7	51.1	53.1
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	lis		57.5	57.7	59.3
<b>04.12.2018 WTOREK</b>							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
<b>05.12.2018 ŚRODA</b>							
2:45	CHN	PMI w usługach (pkt.)	lis		50.8	50.8	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>final</i> (pkt.)	lis		53.1	53.1	
10:30	GBR	PMI w usługach (pkt.)	lis		52.5	52.2	
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		0.2	0.0	
	POL	Decyzja RPP (%)	gru	1.50	1.50	1.50	
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	lis		195	227	
16:00	USA	ISM poza przemysłem (pkt.)	lis		59.0	60.3	
<b>06.12.2018 CZWARTEK</b>							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	paź		-0.4	0.3	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	01.12		225	234	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	paź		-2.0	0.7	
<b>07.12.2018 PIĄTEK</b>							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.3	0.2	
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	paź		0.7	-1.8	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	lis		199	250	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lis		3.7	3.7	
14:30	USA	Przeciętne wynagrodzenie godzinowe m/m (%)	lis		0.3	0.2	
16:00	USA	Koniunktura kons. UMich (pkt.)	gru		97.0	97.5	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Brak istotnych danych. Dziś rozpoczyna się dwudniowe posiedzenie RPP.

**Gospodarka globalna:** Brak istotnych danych.

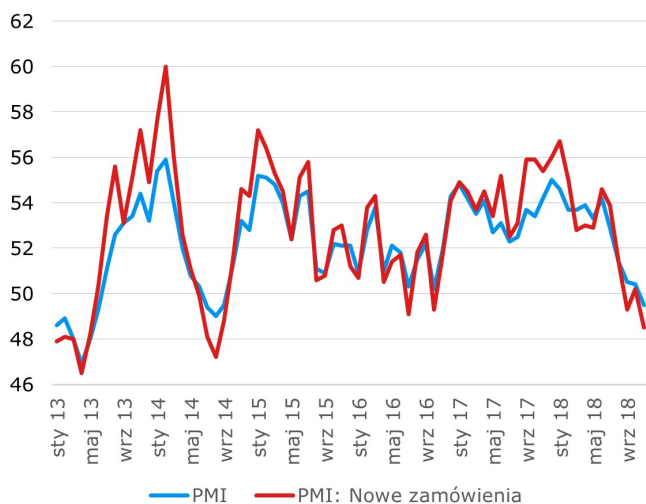
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **Markit:** Wskaźnik PMI dla Polski w listopadzie był na poziomie 49,5 pkt. wobec 50,4 pkt. w październiku i wobec prognozy 50,5 pkt. – podała firma Markit.
- **EUR:** Indeks PMI w przemyśle wyniósł w XI 51,8 pkt. wobec 52,0 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca – podano końcowe wyliczenia.
- **USA:** Wskaźnik aktywności w przemyśle w listopadzie wzrósł do 59,3 pkt., z 57,7 pkt. w poprzednim miesiącu – podał Instytut Zarządzania Podażą (ISM).

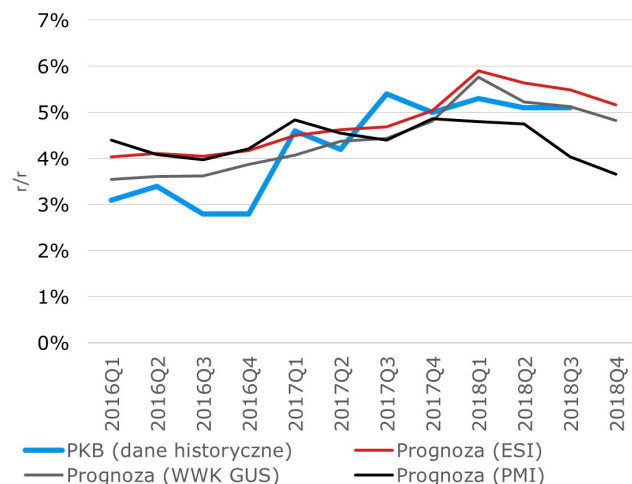
Decyzja RPP (05.12.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.338	-0.007
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.975	-0.045
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.045	0.002
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## PMI poniżej 50 pkt. po raz pierwszy od 2014 roku

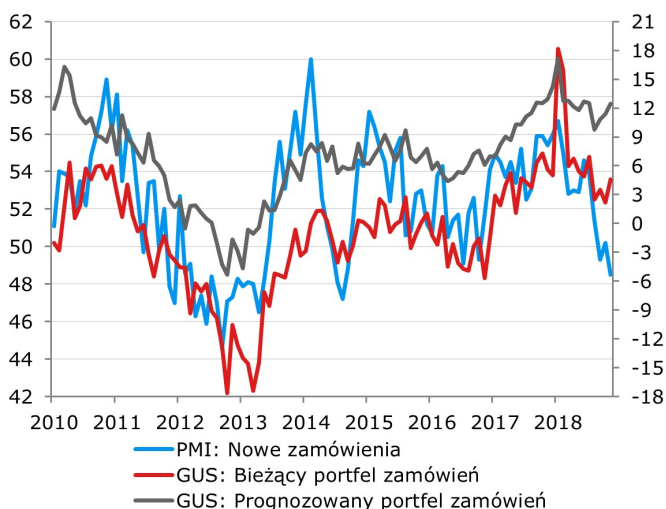
Wbrew oczekiwaniom zakładającym stabilizację, wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu spadł w listopadzie z 50,4 do 49,5 pkt. Jest to pierwszy spadek poniżej 50 pkt. od sierpnia 2014 roku. Warto przy tym pamiętać, że bariera 50 pkt. ma w dużej mierze umowny charakter i nie odpowiada historycznie żadnej jakościowej zmianie, ani w alternatywnych wskaźnikach koniunktury, ani w „twardych” danych.



tury ma rację. Wg najprostszej i z punktu widzenia rynków finansowych najlepszej metryki – błędu prognozy ex post – PMI w prognozowaniu wzrostu PKB radzi sobie w ostatnich kwartałach zdecydowanie najgorzej. Częściowo wynika to z faktu objęcia przez konkurentów większości sektorów (wobec ograniczenia do przetwórstwa przemysłowego w PMI), częściowo zaś z relatywnie większego pesymizmu wobec samego przetwórstwa w danych PMI. W konsekwencji, o ile PMI jest użytecznym miernikiem krótkoterminowych wahań przetwórstwa i wygodną podstawą do narracji, o tyle jego obecny poziom z pewnością nie oddaje stanu całej gospodarki.



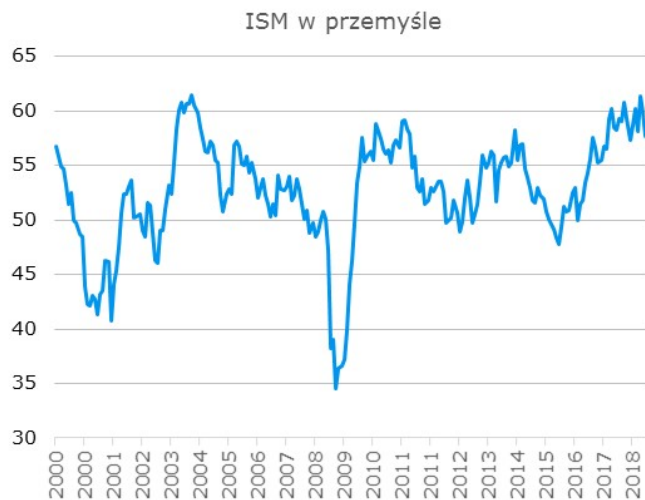
Dalszy spadek PMI był w listopadzie napędzany przez gorsze oszacowania produkcji (pierwszy spadek poniżej 50 pkt. od 2016 r.), nowych zamówień (z 50,2 do 48,5) i zatrudnienia (drugi miesiąc spadków z rzędu). Nieco, ale nieznacznie, zamortyzował to wzrost skali zakupów. Obrazu spowalniającej gospodarki dopełnia dalszy spadek zaległości produkcyjnych oraz pogorszenie prognoz na następne 12 miesięcy. W chwili obecnej optymizm ankietowanych wygląda najgorzej od stycznia 2013 r. (!!!) – pod tym względem pogorszenie nastrojów w Polsce i w Niemczech przebiega bardzo podobnie. Wreszcie, gasnąca koniunktura nie przyniosła spadków presji kosztowej i inflacyjnej – ta ostatnia ukształtowała się w myśl ankiet PMI na najwyższym poziomie od czterech miesięcy.



Listopad przyniósł jeszcze większy rozdźwięk między wskazaniami PMI i indeksów koniunktury GUS w przemyśle – nie tylko pod względem poziomu, ale również kierunku zmian. Naturalnym w tej sytuacji wydaje się pytanie, który wskaźnik koniunkt-

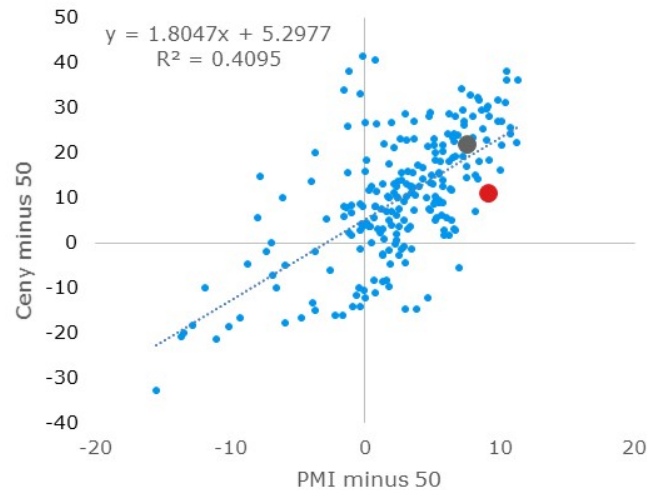
## USA: poprawa koniunktury w przemyśle

Listopad przyniósł poprawę koniunktury w przemyśle, choć należy przyznać, że indeksy i tak poruszają się na poziomach, przy których jest ona niezmiennie bardzo dobra. Indeks ISM dla przemysłu wzrósł w listopadzie do 59,3 pkt. (z 57,7 pkt. przed miesiącem), przebijając konsensus rynkowy.



Poprawa wystąpiła we wszystkich przekrojach, od produkcji, po nowe zamówienia i zatrudnienie, aż po zwiększenie niezrealizowanych zamówień i wciąż bardzo długie czasy dostaw (to jedyny indeks opisujący sferę realną, który nieznacznie spadł, ale znajduje się powyżej 60 pkt. więc trudno mówić o kierunkowym sygnale). Komentarze respondentów potwierdzają liczby, choć daje się zauważyć pewien powiew pesymizmu związany w dużej mierze z brakiem pracowników. Dodatkowo, część respondentów wskazuje, że obecnie wysoki popyt to wciąż element działań wyprzedzających przed kolejną rundą podwyżek ceł (ciekawe jak ten element będzie wyglądał w grudniu, po czasowym zawieszeniu broni na linii USA-Chiny).

Uwagę uczestników rynku przykuł prawdopodobnie głównie indeks cenowy, który obsunął się o 11 pkt. Jest to głównie konsekwencja spadków ceny ropy naftowej, choć z odpowiedzi respondentów widać też, że wzrosty kosztów spowodowały raczej obniżenie marż niż podwyżki cen wyrobów gotowych. Nie jest to jednak wniosek z przeważającej części odpowiedzi, a ankietowane firmy odnoszą się do tematu jedynie incydentalnie. Gwałtowność spadku indeksu cenowego dobrze widać na wykresie (ruch od szarego punktu do czerwonego). Obecne poziomy indeksu cenowego znajdują się sporo poniżej typowych dla bieżącej koniunktury w przemyśle.



Sam indeks cenowy nie był powodem silnego spadku rentowności obligacji 10-letnich w USA oraz osłabienia dolara. Ruch należy wiązać raczej z brakiem woli administracji do przedstawienia szczegółów zawieszenia broni z wojnie celnej z Chinami (brak szczegółów = kiepskie porozumienie). Zadziałały także czynniki techniczne i ciśnienie, które wisi nad stopą wolną od ryzyka od kilku dni. Wygląda na to, że rynki dopiero teraz przesunęły się w stronę preferowanego przez nas scenariusza mniej agresywnych podwyżek Fed oraz niższego wzrostu w 2019 roku. Jest to o tyle ciekawe, że obecna zmiana ciśnienia przebiega póki co w kontrze do danych bieżących. Może to oznaczać, że nie będzie trwała. Poglądu na gospodarkę nie zmieniamy, ale specyficzne zachowanie rynku może sugerować, że inwestorzy przestrzelili.

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD domknął wczoraj w ciągu dnia lukę, która powstała w reakcji na wieści o zawieszeniu broni w wojnie handlowej, ale ostatecznie dzień upłynął pod znakiem wzrostów, które były kontynuowane dziś rano. Pomimo tych informacji i pozytywnych niespodzianek w danych o koniunkturze w przemyśle (ISM, delikatna rewizja europejskiego PMI w górę), wczoraj odnotowano dalsze silne spadki stóp procentowych w USA. Spadek dysparytetu stóp procentowych między USA i strefą euro to jeden z najważniejszych czynników sprzyjających wzrostom EURUSD. Oczekiwania dotyczące łagodniejszej polityki pieniężnej na świecie (w tym i w Stanach Zjednoczonych) również nie są pozytywne dla dolara, bo implikują utratę przez dolara głównej przewagi wobec pozostałych głównych walut świata. Taka swista rekonwergencja będzie sprzyjać wzrostom EURUSD. Dziś kalendarz publikacji makro jest pusty.

## EURUSD technicznie

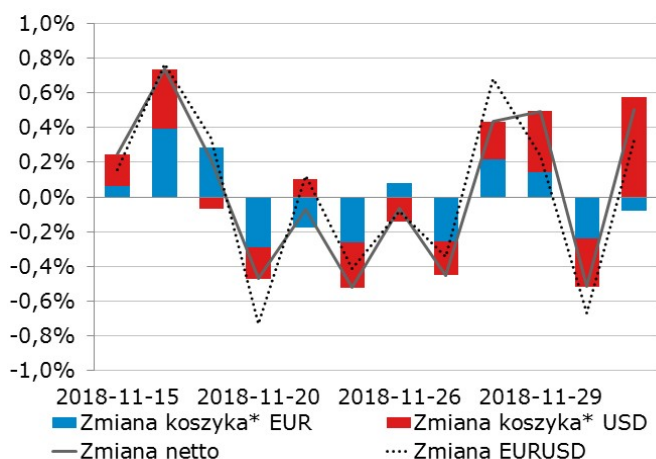
**Pozycja:** Mały long po 1,1362, S/L 1,1200, T/P 1,18.

**Preferencja:** Range 1,13-1,18.

Nasza pozycja jest obecnie na niewielkim plusie. Notowania ponownie dotarły do MA200 na 4h. Nadal jednak obserwujemy problem z przekroczeniem lokalnych maksimów i wspomnianej średniej. Jeśli poranna próba się nie powiedzie, kurs znów prawdopodobnie zawróci w okolice 1,13. Dopuszczamy taką zmienność i gramy nadal long z szerokim zleceniem S/L.

Wsparcie	Opór
1,1216	1,1815
1,0906	1,1651
1,0341	1,1500/15

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Dwie fale aprecjacji (poranna i popołudniowa) sprowadziły EURPLN poniżej 4,28 po raz pierwszy od września. Pierwszy etap umocnienia złotego można postrzegać jako element pozytywnej reakcji aktywów EM na wiadomości o rozejmie w wojnie handlowej USA-Chiny, drugi – to już konsekwencja spadków rynkowych stóp procentowych na świecie i napływu kapitału na lokalny rynek obligacji. Wydaje się zatem, że wczoraj złoty zyskiwał zarówno na optymizmie, jak i na pesymizmie co do perspektyw gospodarki światowej. Takie sytuacje, nie trzeba dodawać, nie zdarzają się często i, biorąc pod uwagę bliskość dolnego ograniczenia obowiązującego od miesięcy zakresu wahań, można spodziewać się odnawiania zakładów na słabszego złotego. Obecne warunki (oczekiwania spowolnienia w gospodarce światowej) powinny im sprzyjać, jako że złoty w warunkach słabszego popytu zewnętrznego powinien pełnić funkcję amortyzującą ten negatywny szok.

## EURPLN technicznie

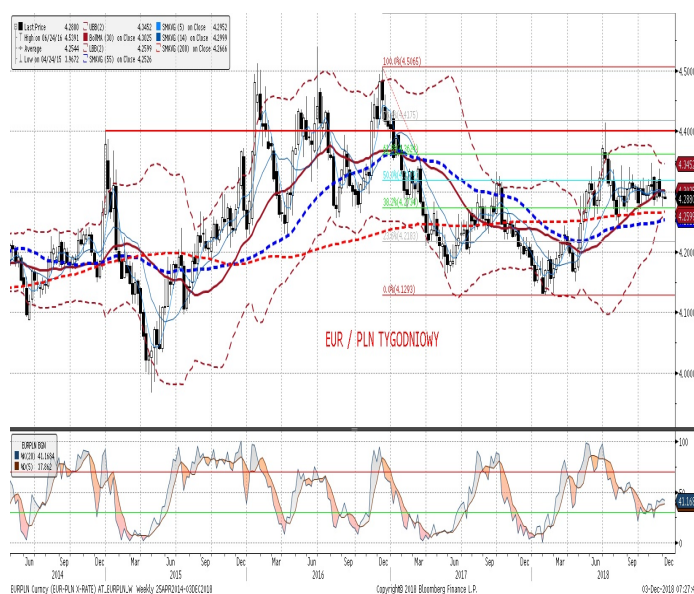
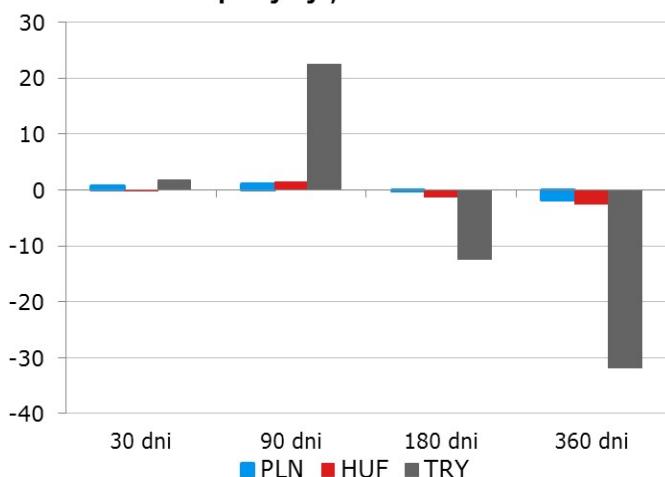
**Pozycja:** Warunkowa, mała long po 4,2650, S/L 4,2550, T/P 4,34.

**Preferencja:** Range 4,25-35

Linia trendu wzrostowego z dziennego została złamana, na 4h utworzyła się odwrócona flaga, a oscylatory potwierdzają nowe minima lokalne (= brak dywergencji). Wciąż wierzymy, że range zostanie zachowany, a dzienna zmienność pozwoli na zajęcie pozycji blisko poprzednich minimów. Dlatego zdecydowaliśmy się obniżyć poziom wejścia na pozycję long do 4,2650.

Wsparcie	Opór
4,2657	4,4142
4,2030	4,3570
4,1511	4,3401

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.74	1.78
2Y	1.86	1.90
3Y	2.00	2.04
4Y	2.14	2.18
5Y	2.26	2.30
6Y	2.36	2.40
7Y	2.44	2.48
8Y	2.52	2.56
9Y	2.58	2.62
10Y	2.65	2.69

depo	BID	ASK
ON	1.25	1.55
1M	2.32	2.52
3M	1.90	2.10

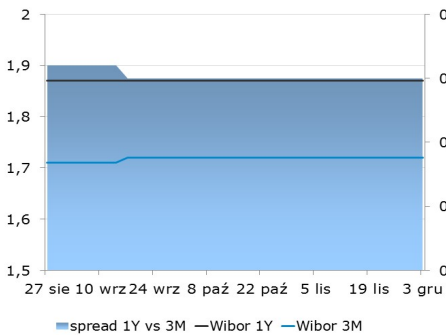
FRA	BID	ASK
1x2	1.61	1.67
1x4	1.71	1.75
3x6	1.71	1.75
6x9	1.73	1.77
9x12	1.75	1.79

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2818
USD/PLN	3.7672
CHF/PLN	3.7768

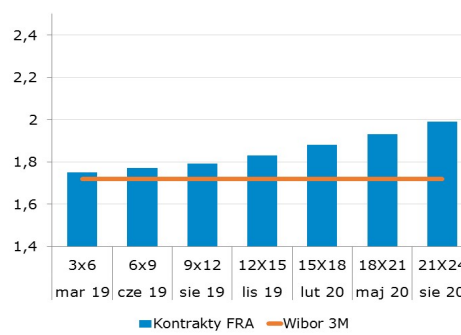
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1352
EUR/JPY	129.04
EUR/PLN	4.2761
USD/PLN	3.7670
CHF/PLN	3.7731

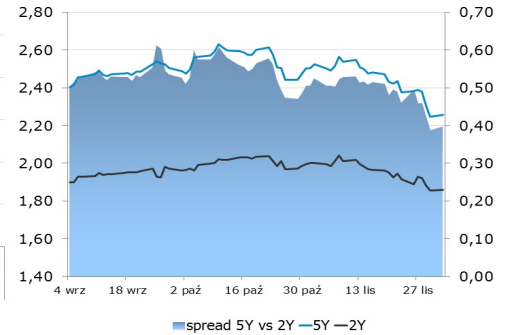
WIBOR 3M i 1Y



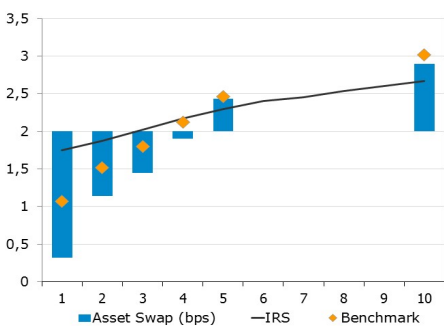
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



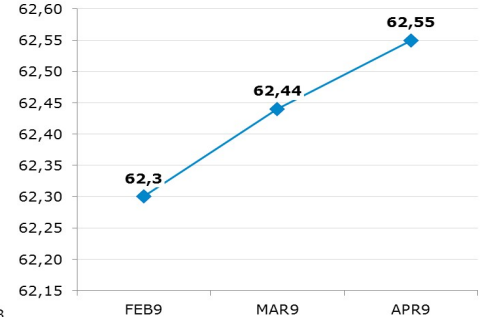
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



**Uwaga!**

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z art. 83c Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o Obrocie Instrumentami Finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego, pochodzą z serwisów informacyjnych (Reuters, Bloomberg) i mają charakter wyłącznie informacyjny.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.

Skrzynka pocztowa [research@mbank.pl](mailto:research@mbank.pl) służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.