

2 sierpnia 2019

Raport Dzienny

Autorzy:

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

Maciej Zdrolik
analityk
tel. +48 22 829 02 56
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

Nasze wszystkie publikacje
dostępne są na stronie
internetowej pod adresem:
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		
29.07.2019 PONIEDZIAŁEK							
9:00	SPA	Inflacja HICP <i>flash</i> r/r (%)	lip		0.6	0.6	0.7
30.07.2019 WTOREK							
7:30	FRA	PKB <i>wstępny</i> kw/kw (%)	Q2		0.3	0.3	0.2
11:00	EUR	ESI (pkt.)	lip		102.6	103.3	102.7
14:00	GER	Inflacja HICP <i>flash</i> r/r (%)	lip		1.2	1.5	1.1
14:30	USA	Wydatki gosp. domowych m/m (%)	cze		0.3	0.5 (r)	0.3
14:30	USA	Dochody gosp. domowych m/m (%)	cze		0.4	0.4 (r)	0.4
14:30	USA	Inflacja PCE r/r (%)	cze		1.5	1.4 (r)	1.4
16:00	USA	Indeks Conference Board (pkt.)	lip		124.4	124.3 (r)	135.7
31.07.2019 ŚRODA							
3:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	lip		49.6	49.4	49.7
3:00	CHN	PMI poza przemysłem (pkt.)	lip		54.0	54.2	53.7
8:45	FRA	Inflacja HICP <i>flash</i> r/r (%)	lip		1.2	1.4	1.3
10:00	POL	CPI <i>flash</i> r/r (%)	lip	2.7	2.6	2.6	2.9
11:00	EUR	PKB <i>wstępny</i> kw/kw (%)	2Q		0.2	0.4	0.2
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	cze		7.5	7.6 (r)	7.5
11:00	EUR	Inflacja HICP <i>flash</i> r/r (%)	lip		1.1	1.2	1.1
14:15	USA	Zatrudnienie wg ADP m/m (tys.)	lip		143	112 (r)	156
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	31.07		2.25	2.50	2.25
1.08.2019 CZWARTEK							
3:45	CHN	Caixin PMI (pkt.)	lip		49.5	49.4	49.9
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	lip		48.0	48.4	47.4
9:50	FRA	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	lip		50.0	51.9	49.7
9:55	GER	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	lip		43.1	45.2	43.2
13:00	GBR	Decyzja Banku Angli (%)	1.08		0.75	0.75	0.75
13:00	CZE	Decyzja Banku Czech (%)	1.08	2.00	2.00	2.00	2.00
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	27.07		212	207 (r)	215
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	lip		52.1	51.7	51.2
2.08.2019 PIĄTEK							
11:00	EUR	PPI r/r (%)	cze		0.8	1.6	
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	cze		1.3	1.3	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	lip		155	224	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lip		3.6	3.7	
14:30	USA	Przeciętne wynagrodzenie godzinowe m/m (%)	lip		0.2	0.2	
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	cze		0.4	-0.7	
16:00	USA	Wskaźnik Uniwersytetu Michigan (pkt.)	lip		98.5	98.4	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna: Dziś zostaną opublikowane dane z amerykańskiego rynku pracy (za lipiec). Po relatywnie dobrym czerwcu, kiedy to wzrost liczby zatrudnionych pobił oczekiwania, w lipcu można spodziewać się spadku tempa tworzenia miejsc pracy do ok. 160 tys. etatów. Stopa bezrobocia i dynamika przeciętnego wynagrodzenia godzinowego najprawdopodobniej utrzymały się na niezmiennym poziomie. Dzień zakończy się publikacją finalnych danych o koniunkturze konsumenckiej z badania Uniwersytetu Michigan.

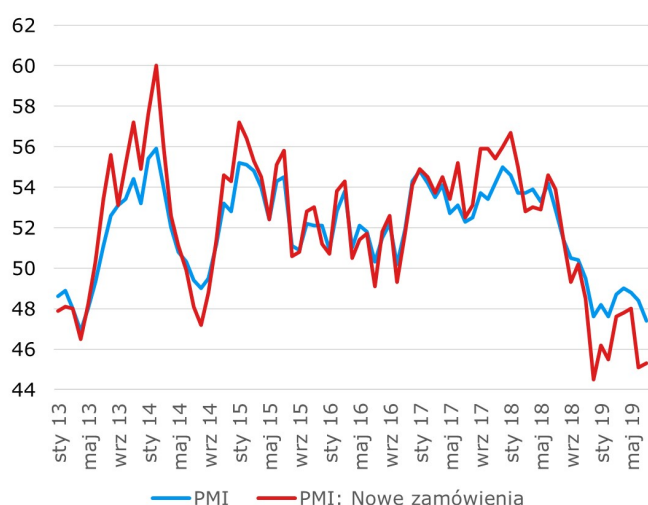
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu spadł z 48,4 pkt. w czerwcu do 47,4 pkt. w lipcu - podał Markit.
- MF: Nadwyżka sektora rządowego i samorządowego w I kwartale wyniosła 14,5 mld zł, czyli 2,8 proc. PKB.
- EUR: Indeks PMI w przemyśle wyniósł w VII 46,5 pkt. wobec 47,6 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca - podano końcowe wyliczenia.
- USA: Wskaźnik aktywności w przemyśle w lipcu spadł do 51,2 pkt., z 51,7 pkt. w poprzednim miesiącu - podał Instytut Zarządzania Podażą (ISM).

Decyzja RPP (11.09.2019)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	-0.478	-0.028
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.897	-0.009
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.181	-0.014
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

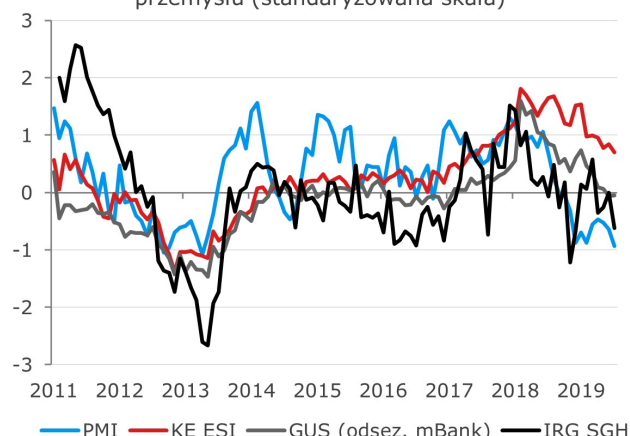
Dalsze pogorszenie nastrojów w polskim przemyśle

W lipcu wskaźnik PMI spadł z 48,4 do 47,4 (uplasował się zatem w połowie drogi między konsensusem rynkowym, a naszą pesymistyczną prognozą), co stanowi nowe 6-letnie minimum dla tego indeksu. Odnosząc się bezpośrednio do samego PMI, można zauważyć, że lipcowy spadek wskaźnika miał nietypową strukturę. Oceny produkcji i nowych zamówień (w tym eksportowych) poprawiły się bowiem nieznacznie, a pogorszenie sentymentu napędzały: niższa ocena zatrudnienia (powrót poniżej granicy 50 pkt.) oraz znaczący spadek aktywności zakupowej przedsiębiorstw. Ten drugi czynnik, wiązany z redukcją kosztów magazynowania przez przedsiębiorstwa można postrzegać jako jeszcze jeden wymiar trwającej od dłuższego czasu restrukturyzacji sektora. Sugeruje to również, że perspektywy przenoszenia wyższych kosztów na odbiorców pozostają ograniczone.



W przypadku PMI ani poziom, ani fakt pozostawania poniżej 50 pkt. nie mają większego praktycznego znaczenia. Użyteczność wskaźnika wyznacza jego stopień skorelowania z innymi miarami aktywności ekonomicznej, a w przypadku PMI (jak wielokrotnie wskazywaliśmy) jest on ograniczony. Innymi słowy, miesięczne wahania wskaźnika i jego poziom same w sobie niewiele mówią o tym, co dzieje się z produkcją przemysłową. Liczy się trend, który jest jednoznaczny i wspólny dla wszystkich dostępnych indeksów koniunktury w polskim przemyśle (zestawienie poniżej). Jednocześnie, wśród nich PMI jest tym najbardziej pesymistycznym i porównanie zdolności predykcyjnych (wobec produkcji przemysłowej) wypada na jego niekorzyść.

Wybrane indeksy koniunktury dla polskiego przemysłu (standaryzowana skala)

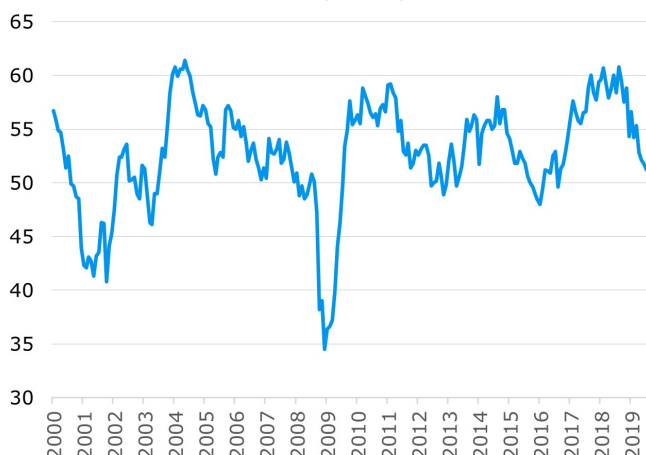


Jak zatem kształtuje się obraz polskiego przemysłu w świetle całego zestawu wskaźników koniunktury? Generalnie, oceny nowych zamówień, stanu produkcji czy przewidywanej sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa znajdują się na poziomach notowanych ostatnio w 2016 r., przed okresem przemysłowego boomeru, jaki wystąpił między końcówką 2016 r. a początkiem 2018 r. Jednocześnie, jedynie w świetle PMI obecna sytuacja przetwórstwa przemysłowego jest porównywalna ze spowolnieniem z lat 2012-13. Przekładając to na język twardych danych, wyhamowanie produkcji przemysłowej z ok. 8% r/r na przełomie 2017 i 2018 do 3-4% r/r obecnie jest zupełnie spójne ze wskazaniami większości indeksów koniunktury. Efekty kalendarzowe mogą tę dynamikę wychylić w obie strony, w szczególności w dół, jak miało to miejsce w czerwcu. Właśnie ze względu na wyhamowanie trendu w produkcji przemysłowej możliwy był jej spadek w ujęciu rocznym w poprzednim miesiącu (gdyby analogiczne wahnięcie dni roboczych wydarzyło się 1,5 roku wcześniej, jego efektem byłby spadek dynamiki produkcji do ok. 1%). Reasumując, spowolnienie w polskim przemyśle jest niezaprzeczalnym faktem i nie można mówić o jego całkowitej niewrażliwości na czynniki globalne. Jego losy w kolejnych miesiącach będą zderzane nie przez czynniki globalne (kolejna salwa w wojnie handlowej USA-Chiny jest kolejnym kamyczkiem do ogródka pesymistów), a przez efekty stymulacji fiskalnej. W najbliższym czasie polska gospodarka przeżyje zastrzyk fiskalny warty ok. 1% PKB – nieracjonalnym byłoby oczekiwać, że nie wpłynie to na koniunkturę w Polsce.

USA: ISM w przemyśle nieco gorszy

Wskaźnik ISM w przemyśle obniżył się w lipcu do 51,2 pkt z 51,7 pkt. miesiąc wcześniej. Odczyt był słabszy od oczekiwań, bo odmienny sygnał wysłały wskaźniki regionalne (prócz okręgu Chicago, który tym razem pokazał nowy kierunek, choć jest to bardziej przypadek niż reguła w kontekście jednomiesięcznej prognozy).

ISM w przemyśle



Kompozycja indeksu zgadza się ze wskazaniami jakościowymi dostarczonymi w formie komentarzy. Widać ogólne obniżenie aktywności i marginalny wzrost nowych zamówień (słabość zamówień eksportowych sugeruje, że nad wodą utrzymuje je tylko komponent krajowy). Podbicie indeksu nowych czasów dostaw może być bardziej symptomem zapychania się (lub restrukturyzacji) kanałów dostaw niż przyspieszenia popytu. Wskazania indeksu powoli konwergują z narracją dołączoną przez uczestników ankiety i jest to konwergencja w kierunku niższego wzrostu. Problemy Boeinga wydają się w tym momencie cyklu dodatkowym obciążeniem dla gospodarki. Pojawiają się także wzmianki o przenoszeniu na odbiorców finalnych wyższych kosztów płynących z ceł. Póki co nie widać ich w zagregowanym indeksie cenowym, który nie dość, że wskazuje na niższe tempo wzrostu cen, to jeszcze skala hamowania rośnie. Moment cyklu oraz presja konkurencyjna na coraz „szybszym” rynku skłaniają nas do twierdzenia, że przenoszenie kosztów finalnych w dół łańcucha produkcji, dystrybucji i wreszcie konsumpcji będzie bardzo trudne i możliwe tylko w jednostkowych przypadkach. Z odświeżką może przyjść nowa runda ceł na chińskie towary, która tym razem skupia się na produktach konsumenckich. To podbije inflację, ale jest to także szok podaży, który bank centralny traktować będzie jako zagrożenie dla wzrostu konsumpcji (o ile skokowo i jednocześnie nie podskoczą płace, co jest mało prawdopodobne) i tylko przejściowe podbicie inflacji. Reasumując, raport ISM wraz z działaniami administracji D. Trumpa stanowią idealną podkładkę do gry na dalsze obniżki stóp w USA.

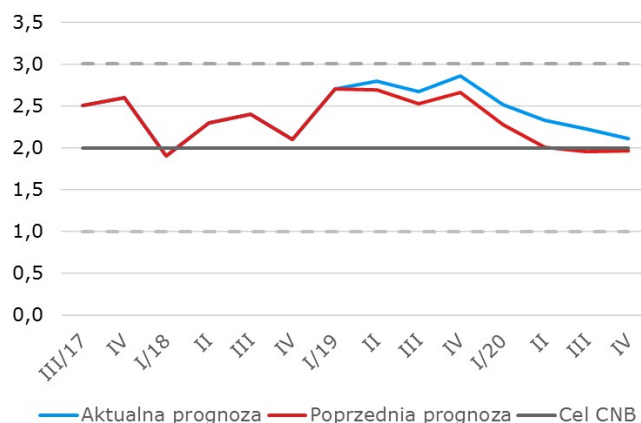
Na południu bez zmian – CNB pozostawia stopę referencyjną na 2%

Zgodnie z oczekiwaniami Bank Czech jednomyślnie zdecydował wczoraj o pozostawieniu głównej stopy procentowej na niezmiennym (2%) poziomie. W komunikacie zmienił się natomiast bilans ryzyk ze zrównoważonego na lekko antyinflacyjny. Wśród przyczyn wymieniano spowolnienie u głównych partnerów handlowych, możliwy wzrost protekcjonizmu na

świecie i wciąż nierozwiązaną kwestię Brexitu. Wraz z decyzją CNB poznaliśmy też nowe projekcje inflacyjne Banku.

Analitycy CNB lekko podwyższyli prognozę inflacji na najbliższe kwartały, do czego przyczyniły się: wciąż ciasny rynek pracy, ceny żywności i nowowprowadzone zmiany w podatkach pośrednich (akcyza na alkohol i wyroby tytoniowe). Z początkiem 2020 roku (podobnie jak w poprzedniej prognozie) inflacja zaczyna wygasać (zanika efekt podwyżek cen administrowanych), choć wolniej niż w dotychczasowej projekcji, za sprawą m.in. wspomnianej zmiany akcyzy. Podwyższono też prognozę PKB, napędzanego popytem krajowym. W reakcji na powyższe czynniki, analitycy Banku prognozują jedną podwyżkę stóp w tym roku oraz 2 obniżki w przyszłym (choć jak wskazywał prezes J. Rusnok nie jest to scenariusz, którym będzie podążał Bank – więcej poniżej). Skutkuje to prognozą mocniejszej korony w przyszłym roku.

Ścieżka centralna CPI - prognozy Banku Czech



Prezes CNB J. Rusnok de facto wykluczył na konferencji scenariusz zmian stóp przedstawiony w raporcie (najpierw podwyżka, potem 2 obniżki). Wskazał, że zarząd „doszedł do wniosku, że obecnie nie ma potrzeby aktywnego działania w zakresie polityki monetarnej. (...) Dlatego ostatecznie zdecydował się przyjąć strategię wygładzenia ścieżki stóp procentowych”. Dodał, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stabilizacja stóp i może zaakceptować wynikającą z tego nieco wyższą inflację niż ta ujęta w prognozie oraz że następny krok może być zarówno obniżka, jak i podwyżka stóp (choć nie ma silnego prawdopodobieństwa obniżki stóp w najbliższym czasie).

Stabilne stopy procentowe CNB pozostają także naszym zdaniem najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na ten rok. Przyszły rok to w dynamicznie zmieniającym się otoczeniu globalnym czysta karta, którą w najbliższym czasie będzie dopiero można zapisać. Rynek obstawia obecnie obniżki stóp procentowych i jakkolwiek na dzień dzisiejszy ich skala może być uznana za nieco przesadzoną, luzowanie polityki pieniężnej wśród głównych banków centralnych i brak widocznej poprawy w globalnym cyklu sugerują, że potencjał na odwrócenie tych zakładów pozostaje w krótkim terminie bardzo ograniczony.

EURUSD fundamentalnie

Echa posiedzenia FOMC i konferencji J.Powella było słychać wczoraj do połowy dnia, a EURUSD spadł aż do 1,1020 we wczesnych godzinach popołudniowych. Punktem zwrotnym było rozczarowanie w danych o koniunkturze w USA (więcej na ten temat można przeczytać w sekcji analiz), a dalsze, delikatne osłabienie dolara zostało wywołane przez informację o planach nałożenia nowych cel na Chiny przez USA. Ponowne zainstalowanie zakładów o obniżki stóp procentowych w USA nastąpiło zatem w mniej niż 24 godziny po konferencji J.Powella i nie należy się temu dziwić - eskalacja wojen handlowych wypełnia co do litery definicję ryzyk dla wzrostu, od których Fed chce ubezpieczyć amerykańską gospodarkę. Co więcej, polityka handlowa stała się już sprawdzonym sposobem na wymuszenie pożądanego przez prezydenta USA działań w polityce pieniężnej. Wszystko to sprawia, że bilans ryzyk dla ścieżki stóp procentowych w USA przesunął się w dół. W szczegółach kluczowe pozostaną dane, a dzisiejsza publikacja raportu z rynku pracy jest ku temu pierwszą okazją. Reakcja na nie powinna być asymetryczna: rozczarowanie wzmocni zakłady o niskie stopy procentowe, dobre dane mogą zostać zignorowane.

EURUSD technicznie

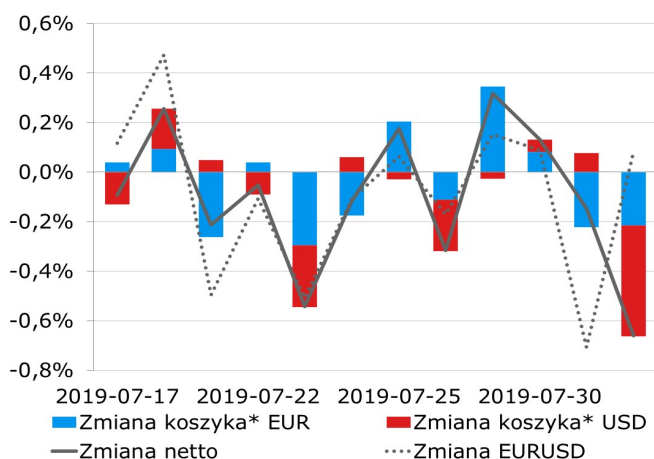
Nowa pozycja: Duży long po 1,1080, S/L 1,1020

Preferencja: Range/fałszywe wybicie w dół.

Nasze przeczucie okazało się słuszne. Notowania zdywergowały na wykresie dziennym i 4h. Wchodzimy dużą pozycją long po 1,1080. S/L ustawiamy nieco poniżej minimów z ubiegłych dni, które to pokrywa się z poziomami wsparcia wyznaczonymi na początku 2017 roku. Solidny ruch notowań w górę potwierdzi fałszywe wybicie i może stać się zaczynem większego ruchu w górę.

Wsparcie	Opór
1,1024	1,1651
1,0864	1,1570
1,0341	1,1412

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Złoty otrzymał wczoraj dwa ciosy - najpierw zaszkodził mu wzrost awersji do ryzyka po posiedzeniu FOMC i skokowym umocnieniu dolara, później zaś decyzja prezydenta Trumpa o nałożeniu ceł na pozostałą część importu z Chin do USA (wejście w życie od 1 września). Kombinacja tych dwóch czynników wywindowała EURPLN aż w okolice 4,31. W pierwszym kroku wzrost awersji do ryzyka jest dla polskich aktywów złą wiadomością. W średnim okresie tak być wcale nie musi. Po pierwsze, reakcja polityki pieniężnej w USA (kolejne cięcia stóp procentowych) jest już rozpoznana i będzie wkrótce rozgrywana przez rynki. Po drugie, jeżeli inwestorzy zaczną różnicować produkt w ramach uniwersum EM, Polska powinna relatywnie zyskiwać. Po trzecie, poprzednie epizody eskalacji wojen handlowych przynosiły utrwalenie zakładów o niskie stopy procentowe w PLN. Niestety, dla złotego oznacza to starcie przeciwstawnie działających czynników. Wydaje się w tej sytuacji, że w najbliższym czasie pozostanie on w dobrze znanym zakresie wahań (4,24-4,34).

EURPLN technicznie

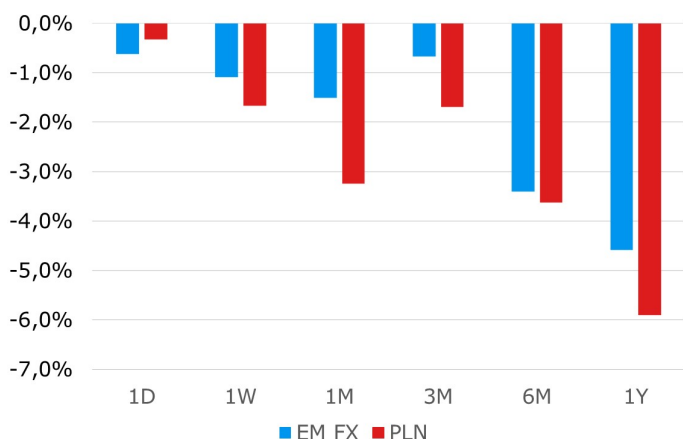
Nowa pozycja: Dokładamy kolejny, mały short po 4,3087, S/L 4,3200, T/P 4,2460. **Pozycja:** Mały short po 4,2881, S/L 4,3200, T/P 4,2460.

Preferencja: Nowy range (4,24-4,30).

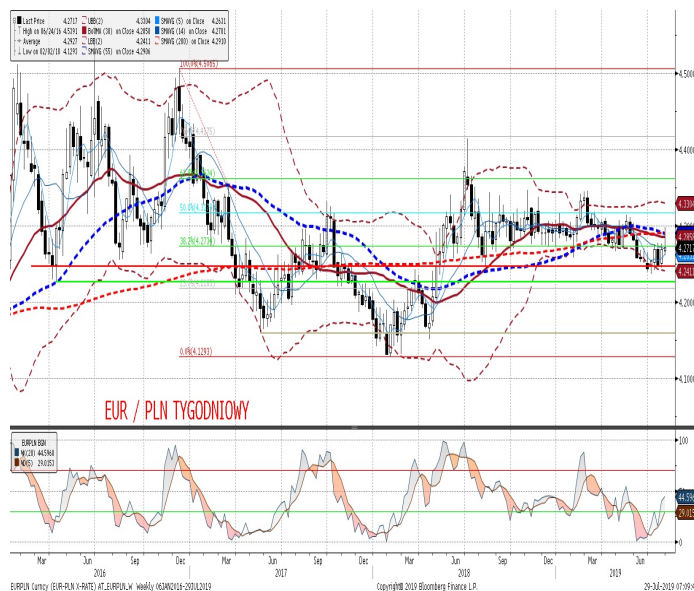
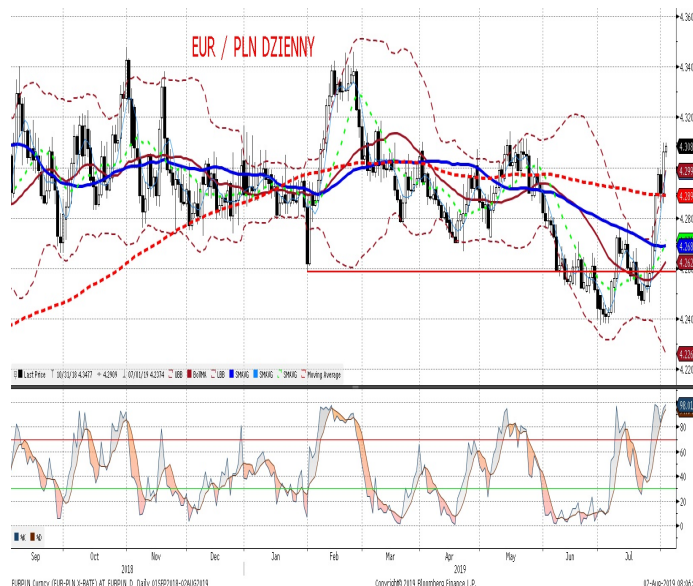
MA200 okazała się skuteczną odskocznia dla notowań. Trudno jednoznacznie stwierdzić, czy ruch miał podłoże stricte techniczne (patrz analiza fundamentalna). Ustanowione zostały jednak nowe, lokalne minima. Bez względu na przyczynę, notowania bliskie są dywergencji na 4h. Bliskość poziomów oporu skłania nas do zdublowania pozycji (i taki właśnie mieliśmy zamiar). Preferowany przez nas scenariusz techniczny dla EURUSD powinien być wsparciem dla spadków EURPLN.

Wsparcie	Opór
4,2374	4,3460
4,1511	4,3142
4,1293	4,2588

Zmiana kursu PLN na tle indeksu walut rynków wschodzących JPM (EM FX)



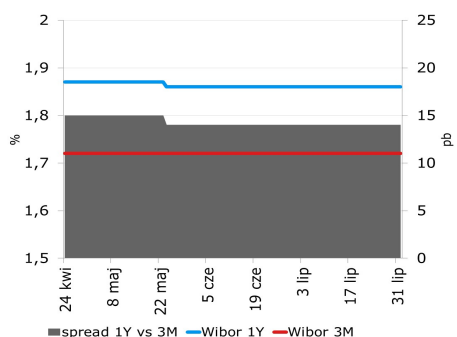
Uwaga: Wzrost = aprecjacja do dolara, spadek = deprecjacja do dolara



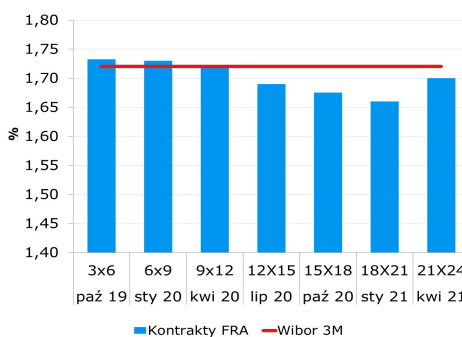
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.69	1.73	ON	1.33	1.53	EUR/PLN	4.2931
2Y	1.74	1.78	1M	1.46	1.66	USD/PLN	3.8860
3Y	1.73	1.77	3M	1.49	1.69	CHF/PLN	3.9058
4Y	1.75	1.79					
5Y	1.79	1.83					
6Y	1.83	1.87					
7Y	1.87	1.91					
8Y	1.90	1.94					
9Y	1.94	1.98					
10Y	1.98	2.02					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.63	1.68	EUR/USD	1.1085
1x4	1.71	1.73	EUR/JPY	119.00
3x6	1.69	1.73	EUR/PLN	4.3089
6x9	1.69	1.73	USD/PLN	3.8879
9x12	1.68	1.72	CHF/PLN	3.9322

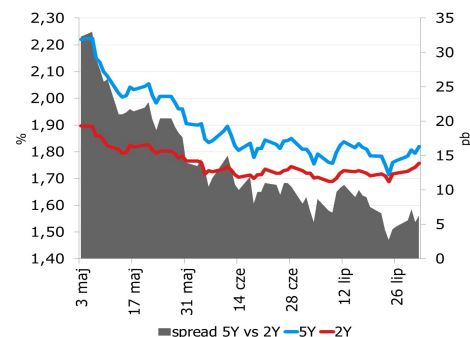
WIBOR 3M i 1Y



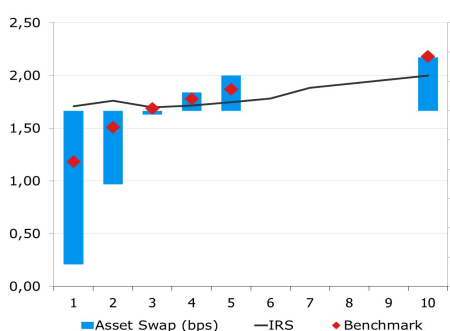
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



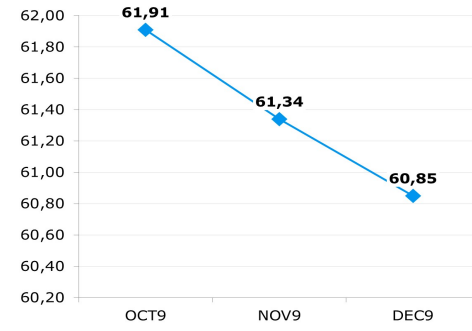
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Ropa 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 służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.