

17 lipca 2017

Raport Dzienny

mBank Research

www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/
[@mbank_research](https://twitter.com/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		
17.07.2017 PONIEDZIAŁEK							
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q2		6.8	6.9	6.9
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze		6.5	6.5	7.6
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	cze		10.6	10.7	11.0
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	lip		15.0	19.8	
	POL	Wykonanie budżetu (mln PLN)	cze			-161 (r)	
18.07.2017 WTOREK							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	cze		2.8	2.9	
11:00	EUR	CPI r/r (%) <i>finalny</i>	cze			1.4 (r)	
11:00	GER	Indeks ZEW – oczekiwania (pkt.)	lip			18.6	
11:00	GER	Indeks ZEW – bieżąca sytuacja (pkt.)	lip			88.0	
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	cze	5.2	5.0	5.4	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	cze	4.4	4.3	4.5	
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego (%)	18.07		0.90	0.90	
19.07.2017 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze	4.4	3.9	9.1	
14:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	cze	6.5	6.8	8.4	
14:00	POL	PPI r/r (%)	cze	1.9	2.2	2.5	
14:30	USA	Rozpoczęte b. domów (tys.)	cze		1160	1092	
20.07.2017 CZWARTEK							
13:45	EUR	Decyzja ECB (mld EUR)	20.07			60	
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	20.07			0.000	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.07			247	
14:30	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	lip		20.0	27.6	
16:00	EUR	Koniunktura kons. KE (pkt.)	lip			-1.3	
21.07.2017 PIĄTEK							
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	cze	5.7	5.9	6.2	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska: W poniedziałek powinny zostać opublikowane dane na temat wykonania budżetu za czerwiec. Nieoficjalne informacje wskazują, że miesiąc ten zakończył się z nadwyżką 2-5 mld PLN, głównie za sprawą wpłaty zysku NBP. Wtorek będzie dniem danych z rynku pracy. Oczekujemy, że przeciętne wynagrodzenie wzrosło w czerwcu w ujęciu rocznym o 5,2% (zgodnie z ostatnim trendem), a roczna dynamika zatrudnienia wprowadzi spadnie do 4,4%, jednak wynika to głównie z efektu bazy – w miesięcznym ujęciu wciąż liczymy na solidny wzrost. W środę poznamy dane z przemysłu i handlu. Według naszych prognoz produkcja przemysłowa w ujęciu rocznym spowolniła w czerwcu do 4,4% r/r za sprawą efektów kalendarzowych oraz unormowania produkcji energii. Efekty kalendarzowe także wpłyną na spowolnienie dynamiki sprzedaży detalicznej (z 8,4% do 6,5% rdr), wpływ na tę kategorię może mieć także baza związana z efektem „500+”. Odbicie powinniśmy ujrzeć w dynamice produkcji budowlano-montażowej, głównie za sprawą normalizacji pogody. Za dalszy spadek wskaźnika PPI (1,9% r/r po 2,5% zanotowanych w maju) odpowiadają głównie cena ropy oraz baza statystyczna. Na koniec tygodnia opublikowane zostaną informacje o podaży pieniądza M3, gdzie powinniśmy zaobserwować dalsze spowolnienie w pieniądzu gotówkowym.

Gospodarka globalna: Poniedziałek to dane z Chin: już wiemy, że lepsze. Wtorek przyniesie wyłącznie dane z europejskiej gospodarki. Na pierwszy ogień pójść inflacje w Wielkiej Brytanii oraz strefie euro (finalne dane). Następnie ujrzemy jedno z pierwszych wskaźników koniunktury za lipiec – niemieckie indeksy ZEW. Po południu decyzję na temat stóp procentowych podejmie Bank Węgier. Środa będzie dniem stosunkowo spokojnym, warto wspomnieć jedynie o danych z amerykańskiego rynku nieruchomości (rozpoczęte budowy domów). Najważniejszym wydarzeniem tygodnia będzie czwartkowa decyzja EBC. Silna reakcja po jedynie wspomnianym ograniczeniu zakupów oraz aprecjacja EUR (w ujęciu realnym o 5% w ciągu ostatnich 3 miesięcy) sugeruje, że konferencja przebiegnie w mniej jaskrawym tonie, natomiast z obranego kursu EBC się nie wycofa. Za Oceanem, poza standardowymi danymi o nowych bezrobotnych, poznamy kolejny regionalny wskaźnik koniunktury, tym razem z okolic Filadelfii. Piątek będzie dniem bez ważnych publikacji z gospodarki światowej.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

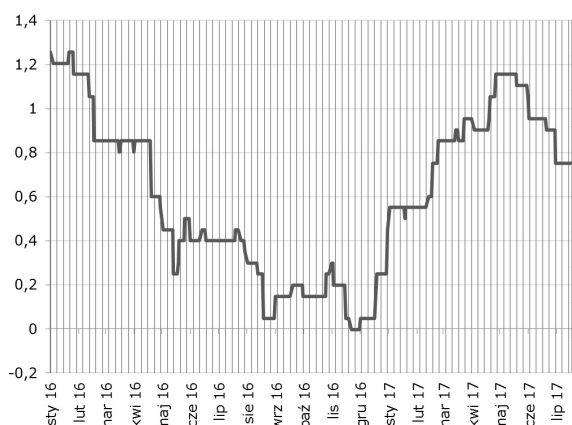
- S&P: Ostatnie zmiany legislacyjne potwierdzają osłabienie otoczenia instytucjonalnego w Polsce, co miało wpływ na obniżkę ratingu przez S&P w styczniu 2016 r.
- CHN: Produkt Krajowy Brutto Chin wzrósł w II kw. 2017 r. o 6,9 proc. rdr – poinformowało w komunikacie biuro statystyczne w Pekinie.

Decyzja RPP (06.09.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.590	-0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	0.000	0.013
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.328	-0.006
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

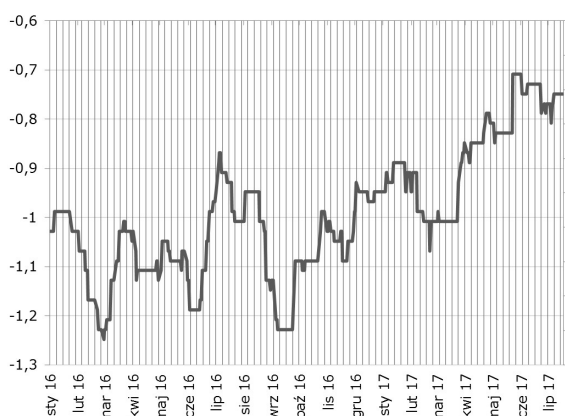
Indeks zaskoczeń dla Polski



Bez zmian (finalny odczyt inflacji okazał się być zgodny z danymi flash). Publikacje w tym tygodniu (płace, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, PPI) to cała seria okazji do poruszenia polskim indeksem zaskoczeń.

STREFA EURO

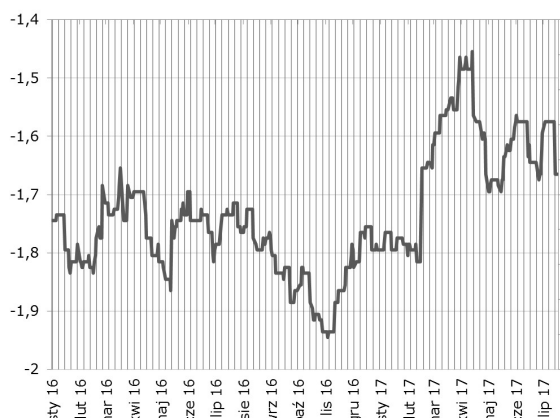
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Bez zmian (brak publikacji). Poza indeksem ZEW, nowy tydzień nie przynosi żadnych okazji do zaskoczeń.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA



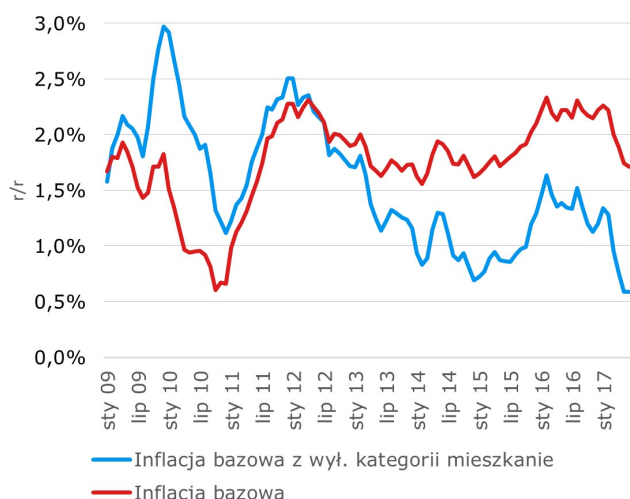
Duża seria negatywnych zaskoczeń (sprzedaż detaliczna, inflacja CPI, koniunktura konsumencka) spowodowała silny spadek amerykańskiego indeksu zaskoczeń. Rozpoczynający się tydzień powinien przynieść stabilizację indeksu – jedyne okazje do poruszenia nim to dane o koniunkturze i cotygodniowy raport z rynku pracy.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

USA: Konsumenci i inflacja wciąż rozczarowują

Piątkowa seria publikacji w Stanach Zjednoczonych przyniosła praktycznie same rozczarowania: spadek sprzedaży detalicznej, dalsze spowolnienie inflacji i pogorszenie koniunktury konsumenckiej. Dane o produkcji przemysłowej nie zaskoczyły (ani pozytywnie, ani negatywnie) i nie zmieniły bieżącego obrazu sektora przemysłowego – dlatego na tych ostatnich nie będziemy się skupiać.

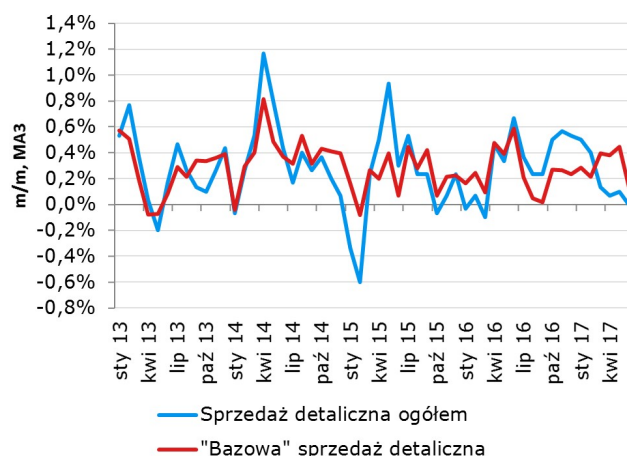
Inflacja CPI w czerwcu wyniosła 1,6% (oczekiwano 1,7%) wobec 1,9% zanotowanych w maju – spadek inflacji wynika głównie z niższych cen nośników energii, ale negatywne niespodzianki zanotowano również w kategoriach bazowych (inflacja bazowa: +0,1% m/m wobec oczekiwanych 0,2%). Wewnątrz inflacji bazowej można zwrócić uwagę na wolniejsze wzrosty cen usług wynajmu (ale spójne ze stabilnym wzrostem cen nieruchomości w poprzednich kwartałach) i kompletny kolaps dynamiki cen usług medycznych. W konsekwencji, inflacja bazowa znalazła się blisko minimów z obecnego cyklu, a inflacja bazowa z wyłączeniem kategorii mieszkanie – na jednym z najniższych w historii poziomów (por. wykres poniżej). Przetarasowania w kategoriach bazowych sprawiają również, że odwrócił się trend na do tej pory stabilnych miarach fundamentalnej presji cenowej (takich jak inflacja medianowa czy inflacja cen sztywnych).



Sprzedaż detaliczna spadła w ujęciu miesięcznym o 0,2% (wobec oczekiwań wzrostu o 0,1%). Słabość całego agregatu to oczywiście efekt cenowy (paliwa) i konsekwencja stagnacji sprzedaży samochodów, ale te czynniki są stosunkowo najprecyzyjniej prognozowane. Problematiczne okazało się zachowanie „bazowej” sprzedaży detalicznej – sprzedaż po wyłączeniu paliw i samochodów spadła o 0,1% m/m, a wyłączenie dodatkowo materiałów budowlanych nie zmienia dynamiki miesięcznej. W efekcie, momentum sprzedaży jest już praktycznie zerowe i, gdyby nie usługi, trudno byłoby liczyć na wzrost konsumpcji prywatnej w II kwartale (obecna prognoza FRB Atlanta to i tak solidne +2,9% SAAR). W danych o konsumpcji próżno szukać efektów wystrzału koniunktury po wyborach prezydenckich w 2016 r. i wynika to z szeregu niezależnych od siebie czynników. Po pierwsze, poprawa sentymentu nastąpiła w grupach wieku i wykształcenia o stosunkowo niskiej płynności i niewielkiej sile nabywczej (innymi słowy, koniunktura konsumencka jest indeksem o stałych wagach, konsumpcja jest ważona siłą nabywczą jednostek). Po drugie, w przeciwnym kierunku oddziałuje wzrost inflacji i spowolnienie w realnych dochodach do dys-

pozycji. Po trzecie, w przeszłości wybory prezydenckie nigdy nie przyniosły istotnego statystycznie wzrostu konsumpcji (obecny epizod wyróżnia się największą w historii poprawą sentymentu).

Momentum nominalnej sprzedaży detalicznej



Słabsze dane o inflacji wpisują się niemal idealnie w zaprezentowaną ostatnio w trakcie wystąpienia J.Yellen w Kongresie retorykę dotyczącą zwiększonej niepewności. Istotnie, gwałtowny i jednostronny (wyłącznie negatywne zaskoczenia) wzrost zmienności w inflacji bazowej nie doczekał się jak na razie przekonującego wyjaśnienia i im dłużej będzie trwał, tym trudniej argumentować, że odpowiadają zań czynniki jednorazowe. Dodatkowo, zachowanie inflacji w 2017 r. wspiera tezy wysnuwane przez gołębie skrzydło Fed, na temat całkowicie płaskiej lub niedziałającej krzywej Philipsa. Dodatkowo, ewidentna zadyszka konsumentów stawia pod znakiem zapytania możliwość istotnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w II kwartale i, tym samym, pojawienia się silniejszej presji na wzrost zatrudnienia i uruchomienia krzywej Philipsa. Dodajmy, że jeśli za tę zadyszkę odpowiada wejście rynku sprzedaży samochodów w trend spadkowy, to zacieśnienie polityki pieniężnej sprzedaży samochodów nie pomoże, bo istotna część krańcowej sprzedaży była finansowana kredytem konsumenckim. Dla rynków dane podobne do piątkowych stanowią kolejny asumpt do obniżania stopy wolnej od ryzyka i odsuwania prognoz podwyżek stóp procentowych w czasie. My podtrzymujemy opinię, że w najbliższym czasie (tj. we wrześniu) dojdzie to ogłoszenia rozpoczęcia redukcji bilansu, które traktowane jest przez Fed jako instrument niezwiązany z prowadzeniem anty-cyklicznej polityki pieniężnej. Instrumentem reakcji na ewentualne pozytywne zaskoczenia w danych będzie kolejna podwyżka stóp procentowych. W bieżącej sytuacji rozsądnym terminem wydaje się dopiero grudzień.

EURUSD fundamentalnie

Gorsze od oczekiwań dane z USA (sprzedaż detaliczna i inflacja CPI) zakończyły na pewien czas umocnienie dolara - po piątkowych publikacjach kurs wystrzelił w górę i dotarł w okolice 1,1475 (o 3/4 centa). Kolejne plotki z EBC (jakoby bank obawiał się podania ostatecznej daty zakończenia QE) tym razem przeszły bez echa na rynkach. Obecnie czynnik europejski w EURUSD pozostaje w najlepszym razie uśpiony, a większa część ruchów na EURUSD wynika z zachowania dolara (USDJPY od wielu miesięcy lepiej niż EURUSD pokazuje kierunek dla dolara). Nowy tydzień dla dolara przynosi raczej luźny kalendarz: poza regionalnymi wskaźnikami koniunktury nie zobaczymy danych o istotnym wpływie na rynki, na chwilę obecną nie ma również zaplanowanych wystąpień przedstawicieli banków centralnych. Ciekawiej kształtować się będzie sytuacja po stronie EUR - posiedzenie EBC nie przyniesie wprawdzie nowych zapowiedzi dotyczących polityki pieniężnej, ale potencjał do zaskoczenia rynków (w obie strony - odnosimy wrażenie, że oczekiwania są ustawione na ostrzu noża) jest znaczący.

EURUSD technicznie

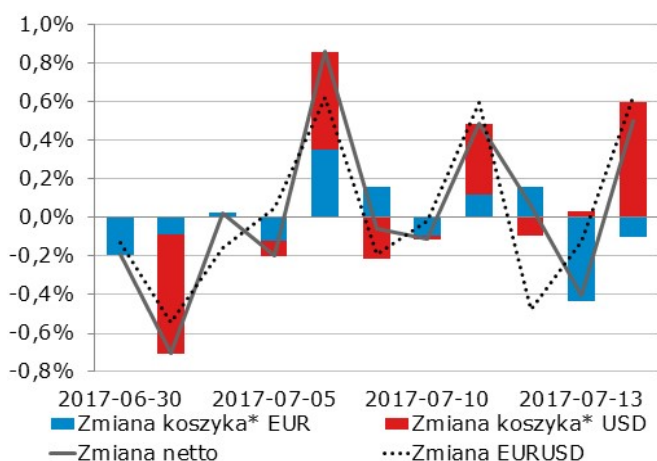
Pozycja: Mała pozycja short po 1,1479 z S/L 1,1505 oraz T/P 1,1340.

Preferencja: Kanał wzrostowy (górną granicą).

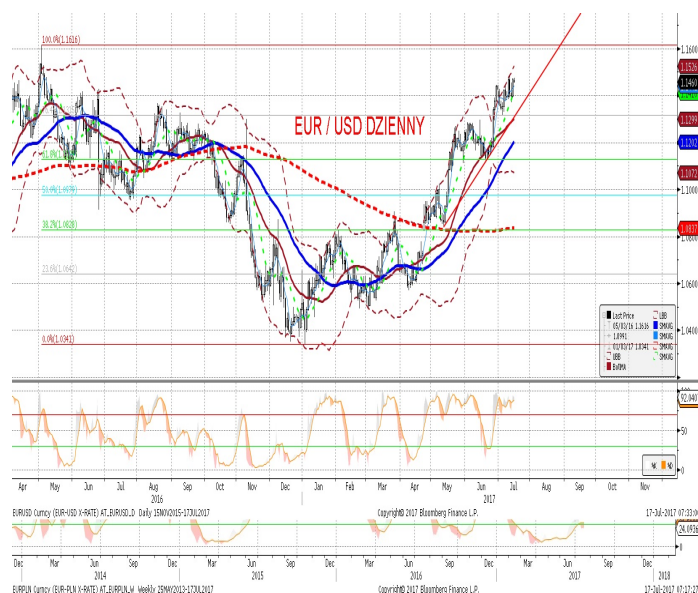
Kurs nadal znajduje się przy górnej granicy kanału wzrostowego na wykresie tygodniowym, na dziennym obserwujemy delikatną dywergencję a na 4h widoczny jest wyraźnie podwójny szczyt (z drugim wierzchołkiem niższym). Gdy padnie MA55 na wykresie 4h, zasięg dalszych spadków jest spory (przynajmniej do poprzedniego pasma wahań). Pozostawiamy małą pozycję short i liczymy na około półtorej figury zysku.

Wsparcie	Opór
1,1296	1,1711
1,1104	1,1616
1,0821	1,1489

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN blisko 4,20, a główną siłą napędową dla umocnienia złotego była negatywna niespodzianka w danych amerykańskich (CPI i sprzedaż detaliczna - więcej na ten temat można przeczytać w sekcji analiz). Spadek globalnej stopy wolnej od ryzyka obecnie sprzyja polskim aktywom (wyższy dysparytet, brak presji ze strony głównych banków centralnych) i dopóki nie pojawi się element silnego wzrostu awersji do ryzyka, takie sprzyjające dla złotego okoliczności będą w dalszym ciągu trwać. Nowy tydzień przynosi wprawdzie całą serię krajowych publikacji (jutro dane z rynku pracy, w środę produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna), ale nie należy spodziewać się, że wpłyną one na notowania złotego. Najważniejszym spośród czynników globalnych oddziałujących na złotego będzie decyzja EBC.

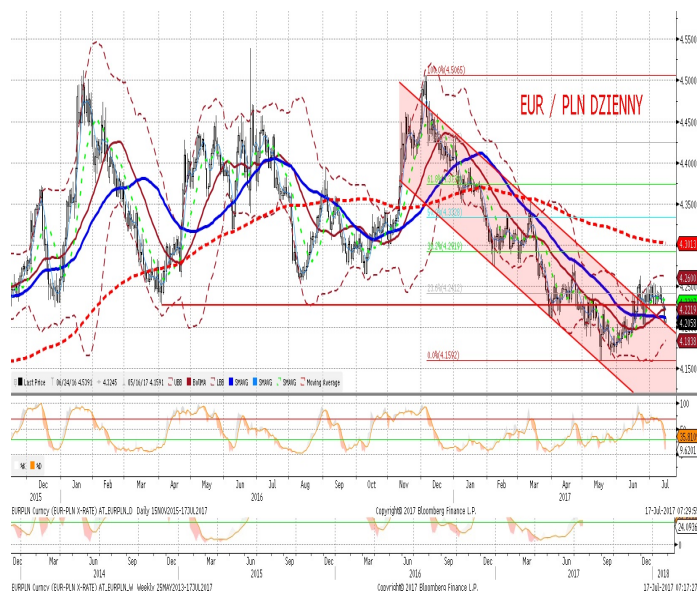
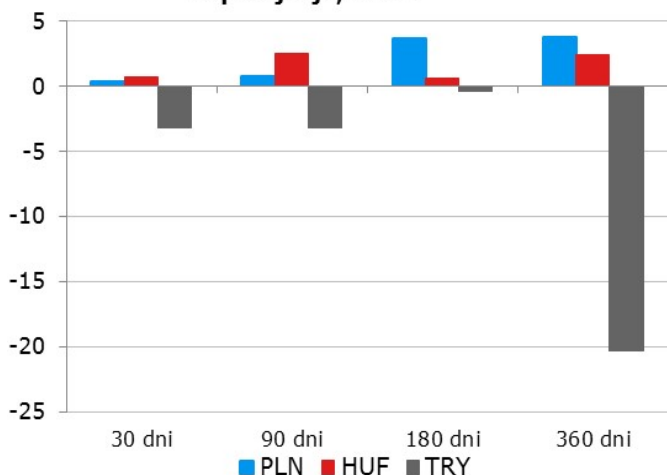
EURPLN technicznie

Pozycja: Mała pozycja short po 4,2060 (S/L 4,2250, T/P 4,16).
Preferencja: Dół range 4,20-4,26 (duże prawdopodobieństwo wybicia).

Na tygodniowym wykresie doszło do gwałtownego odrzucenia notowań przez okolice MA200 i pasma minimów z ubiegłego roku. Na dziennym wykresie notowania minęły z kolei wsparcie na MA30 i MA55 i znajdują się na górnym ograniczeniu kanału spadkowego. MA200 padała też na wykresie 4h, gdzie aktualnie powiewa odwrócona flaga. Kontynuacja spadków jest prawdopodobna, stąd też decydujemy się na zajęcie małej pozycji short po 4,2060.

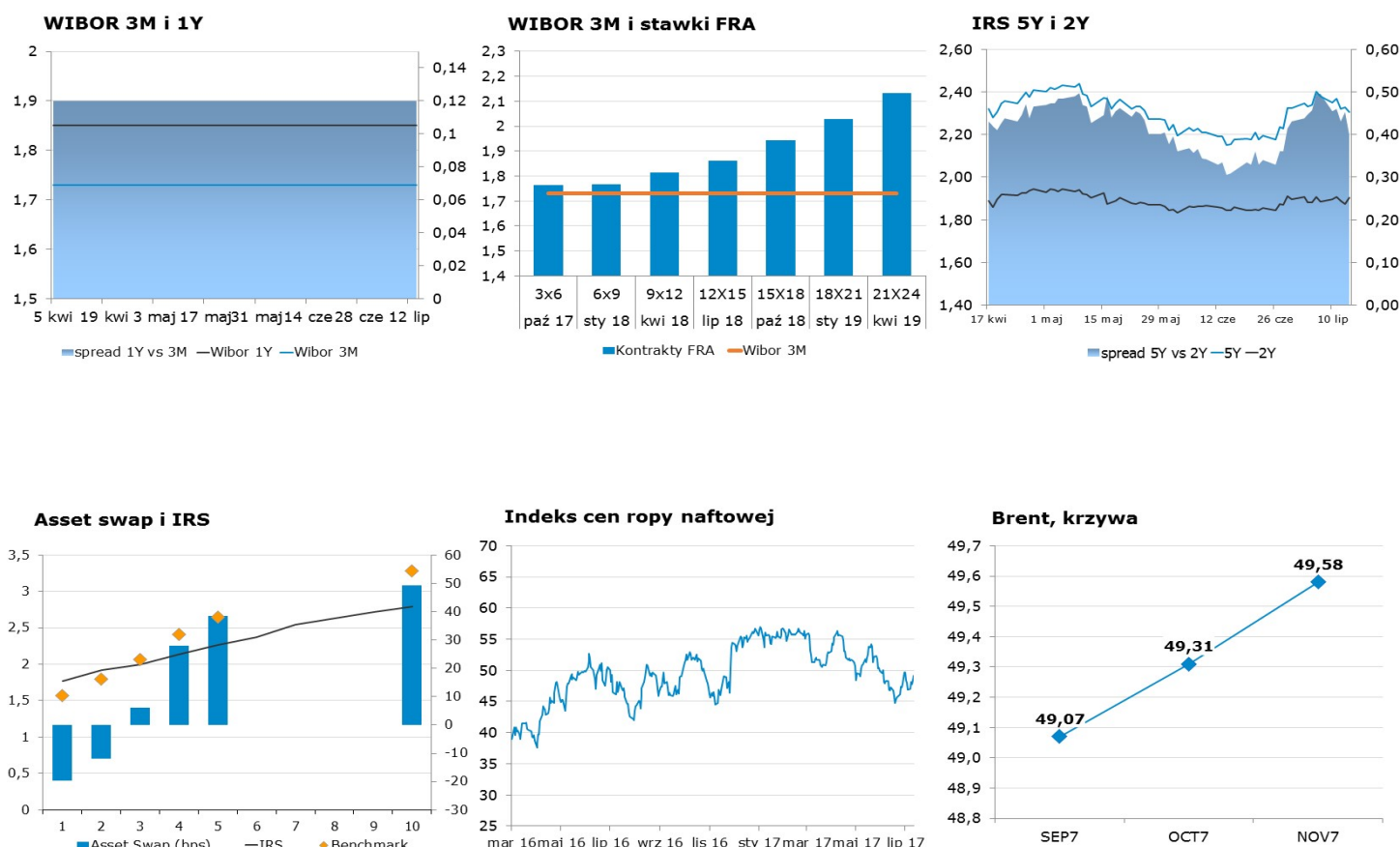
Wsparcie	Opór
4,2008	4,4345
4,1591	4,3137
4,0879	4,2622

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	1.30	1.70	EUR/PLN	4.2194
2Y	1.90	1.94	1M	1.47	1.67	USD/PLN	3.6986
3Y	2.03	2.07	3M	1.51	1.71	CHF/PLN	3.8162
4Y	2.18	2.22					
5Y	2.32	2.36					
6Y	2.43	2.47					
7Y	2.53	2.57					
8Y	2.62	2.66					
9Y	2.70	2.74					
10Y	2.77	2.81					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.65	1.69	EUR/USD	1.1462
1x4	1.71	1.75	EUR/JPY	128.98
3x6	1.73	1.77	EUR/PLN	4.2065
6x9	1.73	1.77	USD/PLN	3.6654
9x12	1.77	1.81	CHF/PLN	3.8068



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.