

19 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		
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	9.8
18.07.2017 WTOREK							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	cze		2.9	2.9	2.6
11:00	GER	Indeks ZEW – oczekiwania (pkt.)	lip		18.0	18.6	17.5
11:00	GER	Indeks ZEW – bieżąca sytuacja (pkt.)	lip		88.0	88.0	86.4
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	cze	5.2	5.0	5.4	6.0
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	cze	4.4	4.3	4.5	4.3
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego (%)	18.07		0.90	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 budowy domów (tys.)	cze		1160	1092	
20.07.2017 CZWARTEK							
13:45	EUR	Decyzja ECB (mld EUR)	20.07		60	60	
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	20.07		0.000	0.000	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.07		245	247	
14:30	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	lip		23.7	27.6	
16:00	EUR	Koniunktura kons. KE (pkt.)	lip		-1.2	-1.3	
21.07.2017 PIĄTEK							
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	cze	5.7	5.9	6.2	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dziś 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 (różnica dni roboczych spadła z +1 do -1 r/r) oraz unormowania produkcji energii po wystrzale w maju. Efekty kalendarzowe także wpłyną na spowolnienie dynamiki sprzedaży detalicznej (z 8,4% do 6,5% rdr), a wpływ na tę kategorię może mieć także baza związana z efektem „500+” (czerwiec 2016 był już miesiącem pełnych wypłat tych środków). Odbicie powinniśmy ujrzeć w dynamice produkcji budowlano-montażowej, głównie za sprawą wygaśnięcia niekorzystnych czynników pogodowych, które mogły negatywnie wpłynąć na produkcję w maju. Za dalszy spadek wskaźnika PPI (1,9% r/r po 2,5% zanotowanych w maju) odpowiadają głównie: niższe ceny ropy w PLN oraz baza statystyczna.

Gospodarka globalna: Spokojny dzień: dane z amerykańskiego rynku nieruchomości powinny pokazać nieznaczne odbicie w liczbie rozpoczętych budów i wydanych pozwoleń.

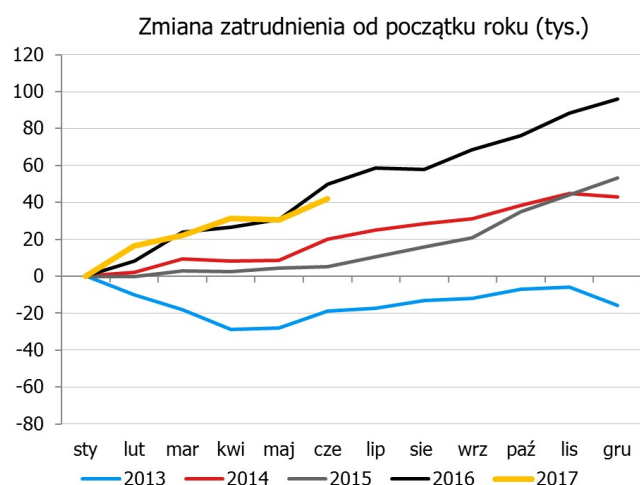
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Przeciętne wynagrodzenie brutto w czerwcu wyniosło 4.508,1 zł, co oznacza, że rdr wzrosło o 6,0 proc. Zatrudnienie w VI rdr wzrosło o 4,3 proc. vs konsensus wzrostu o 4,3 proc. i po wzroście o 4,5 proc. w V
- NBP: Firmy optymistycznie oceniają sytuację w kraju i spodziewają się dalszej niewielkiej poprawy koniunktury - wynika z badania NBP.
- USA: Indeks nastrojów wśród amerykańskich firm budowlanych, przygotowany przez National Association of Home Builders (NAHB), wyniósł w lipcu 64 pkt. - poinformowała NAHB w komunikacie.

Decyzja RPP (06.09.2017)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	0.577	-0.003
stopy bez zmian		100%		USAGB 10Y	2.268	0.010
obniżka 25 bps		0%		POLGB 10Y	3.308	0.000
PROGNOZA mBanku		bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

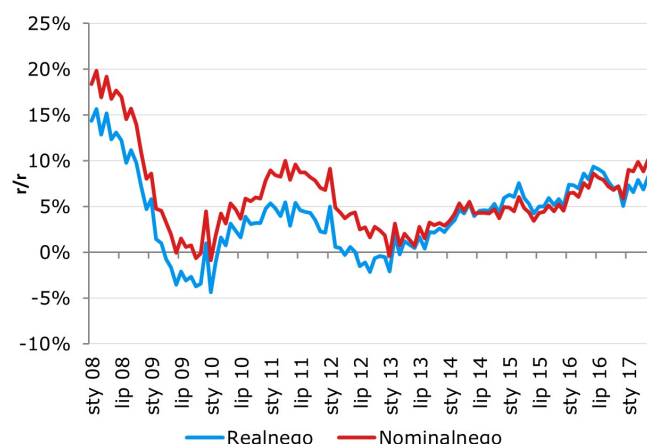
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw po raz pierwszy powyżej 6 mln, płace wrzucają piąty bieg.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw okazało się nieco niższe od naszej prognozy (4,3% wzrost w ujęciu rocznym względem naszych oczekiwań na poziomie 4,4%), ale przekroczyło 6 mln etatów (5mln zostało przekroczone w 2007 roku). W ujęciu miesięcznym stworzono 11 tys. etatów. To mniej niż rekordowe 19 tys. z ubiegłego roku i bliżej sezonowej normy w granicach 8-10 tys. dla tej fazy cyklu koniunkturalnego. 4,3% wzrost zatrudnienia w ujęciu rocznym wygląda wciąż bardzo solidnie. W połączeniu z pozytywnymi perspektywami zatrudnienia ujawnionymi w dzisiejszym raporcie NBP jesteśmy spokojni w zakresie popytu na pracę w Polsce. Inną historią jest strona popytowa rynku pracy oraz perspektywa jej niedopasowania do bieżącego popytu przy bieżących cenach (płacach). Tu jesteśmy już mniej optymistyczni. Uważamy, że bilansowanie popytu i podaży będzie możliwe tylko i wyłącznie przy stałe, lecz umiarkowanie przyspieszających płacach.



Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w czerwcu aż o 6,0% r/r, istotnie powyżej konsensusu rynkowego i naszych prognoz (odpowiednio, 5,0 i 5,2% r/r). Jak co miesiąc, z określeniem przyczyn zaskoczenia musimy wstrzymać się jeszcze przez ok. tydzień, do publikacji Biuletynu Statystycznego. Wzrost wynagrodzeń o 6% jest, pomijając jednorazowe efekty podwyżki składki rentowej w 2012 r., to najwyższy odczyt od 2009 roku. W pewnym stopniu nasza teza o zbliżającym się silnym przyspieszeniu płac znajduje zatem potwierdzenie już teraz. Czynniki sprzyjające szybkim wzrostom płac nominalnych zasadniczo nie zmieniły się – nierównowaga popytu i podaży pracy systematycznie rośnie – a doniesienia prasowe z ostatnich tygodni wskazują na pojawienie się dodatkowego czynnika w postaci wyższych żądań płacowych pracowników z Ukrainy (nawet o 30% wyższe stawki). Niezależnie od przyczyn (ruch bezwizowy Ukrainy z resztą UE), oznacza to zerwanie kotwicy, która w ostatnich kwartałach utrzymywała dynamikę wynagrodzeń pracowników fizycznych i nisko wykwalifikowanych na niskich poziomach.

Dynamika funduszu płac



Dynamika nominalnego funduszu płac wyniosła 10,6% r/r i ustanowiła nowe cykliczne maksimum, podczas gdy fundusz płac liczony w cenach stałych rośnie już o 9,1% r/r, a zatem prawie tak szybko, jak w okresie najgłębszej deflacji w latach 2015-2016 r. Wypada nam tylko powtórzyć w tym miejscu tezę, że obawy o wyhamowania wzrostu konsumpcji z powodu powrotu inflacji całkowicie się nie sprawdziły.

Dane powinny być neutralne dla RPP, zwłaszcza że informacja o wyższych płacach w czerwcu zbiegła się z poranną publikacją raportu o koniunkturze NBP, który sugeruje, że naciski płacowe zmniejszyły się w stosunku do poprzedniego kwartału. Ta prognostyczna zagwozdzka to zbyt mało, aby uciszyć uaktywnione ostatnio bardziej jastrzębie skrzydło w RPP (Gatnar, Hardt, Zubelewicz), bo i powody zastrzeżenia tych członków są inne niż kwestie zacieśnienia rynku pracy i płynące z tego skutki dla presji kosztowej i popytowej w gospodarce. Jednorazowo wyższe płace to także zbyt mało, aby spowodować zmianę (gołębiej) retoryki całego gremium, zwłaszcza że inflacja się ustabilizowała a odłożenie podatku paliwowego ad acta znacząco zmniejsza ryzyko trwałego wzrostu inflacji ponad 2% przed II kwartałem 2018 roku.

Najnowsze badania koniunktury NBP potwierdzają wypłaszczenie tempa wzrostu PKB.

Najnowsze badania koniunktury potwierdzają, że moment silnego przyspieszenia PKB mamy obecnie już za sobą, a kolejny odczyt może być nawet delikatnie niższy od tego zanotowanego w I kwartale. Tym niemniej, ścieżka balansowania wokół 4% wzrostu pozostaje jak najbardziej aktualna. Plany inwestycyjne przedsiębiorstw nieznacznie poprawiają się, wzrosty zatrudnienia będą kontynuowane (co ciekawe, w tym aspekcie oceny są coraz lepsze), płace będą rosły umiarkowanie (zmniejszenie nacisków płacowych wobec poprzedniego kwartału), a polityka cenowa przedsiębiorstw ulegnie złagodzeniu. W takim otoczeniu konsumpcja indywidualna powinna pozostać ważnym filarem wzrostu PKB. Słowem: *Goldilocks economy*.

Jakkolwiek badania koniunktury prawdopodobnie idealnie wpisują się w bieżący obraz gospodarki i retorykę RPP, trudno nam ekstrapolować wnioski zawarte w badaniach na przyszłość w kształcie identycznym do bieżącego. Naszym zdaniem główny zgrzyt stanowi rynek pracy. Zgadza się z tezą, że ekspansja stanowisk słabiej płatnych faktycznie może utrzymywać w ryzach bieżącą presję płacową. Zgadza się też, że korelacje wspierają tezę, że podwyżki płac występują tam, gdzie obserwowane są naciski płacowe i dużo częściej mają związek z wydajnością pracy (która obecnie cały czas obniża się). Tym niemniej bardzo trudno nam uwierzyć, że poszerzanie zasobu pracujących o osoby o niskich żądaniach płacowych będzie trwało wiecznie (zwróćmy uwagę na solidny, bo ponad 25% wzrost żądań płacowych pracowników z Ukrainy, który nagle pojawił się w lipcu – piszemy o tym także w naszej analizie miesięcznych danych o wynagrodzeniach i zatrudnieniu).

Narracja idąca w poprzek dobrze znanych relacji makroekonomicznych (zacieśnienie rynku pracy = wzrost płac = wzrost inflacji) jest póki co bezpieczna, bo z tym problemem borykają się też inne banki centralne (choćby Fed). Tym niemniej, są przykłady, gdzie relacja ta wciąż działa (Rumunia) lub gdzie rządy faktycznie wystąpienia takiej relacji obawiają się i traktują ją jako zagrożenie wzrostu (Węgry i ograniczenie formalności związanych z zatrudnianiem między innymi ludności bałkańskiej). Naszym zdaniem rynek pracy coraz bliższy jest pełnemu zatrudnieniu i silniejsze wzrosty płac muszą się pojawić. Rentowność medianowego przedsiębiorstwa systematycznie spada i kwestia przełożenia wyższych kosztów na ceny też wydaje się kwestią czasu. Kwestię płac i cen będziemy uważnie śledzić w kolejnych wskaźnikach makro. Póki co przekonania o *Goldilocks economy* nie zamierzamy atakować, bo tak właśnie z perspektywy bieżącej to wygląda.

EURUSD fundamentalnie

Przebiecie 1,15 spowodowało przerwanie tamy i falę zleceń S/L, która wyniosła EURUSD prawie w okolice 1,16. Obecnie najważniejszym tematem dla rynków jest kontynuacja łagodnej polityki pieniężnej na świecie (wczoraj negatywna niespodzianka w danych o inflacji w Wielkiej Brytanii wsparła ten trend niewiary w normalizację), a obok obligacji głównym beneficjentem takich trendów jest euro (Fed jest zaawansowany w zacieśnianiu polityki pieniężnej, EBC nie będzie już łagodzić, obie gospodarki też już skonwergowały, jeśli chodzi o tempo wzrostu PKB i, częściowo, inflację). Dziś dzień bez publikacji danych makro i wystąpień przedstawicieli banków centralnych - w oczekiwaniu na jutrzejsze posiedzenie EBC można spodziewać się pewnej realizacji zysków. Tym niemniej, należy pamiętać, że w przeszłości aprecjacje EURUSD powyżej obecnych poziomów ograniczały werbalne interwencje EBC, co pozwalało zachować wieloletni range (1,05-1,15). Kilkoprocentowe umocnienie euro w ostatnich miesiącach ma już silne, negatywne przełożenie na inflację w modelach banku i może być traktowane jako substytut innych form zacieśnienia polityki pieniężnej.

EURUSD technicznie

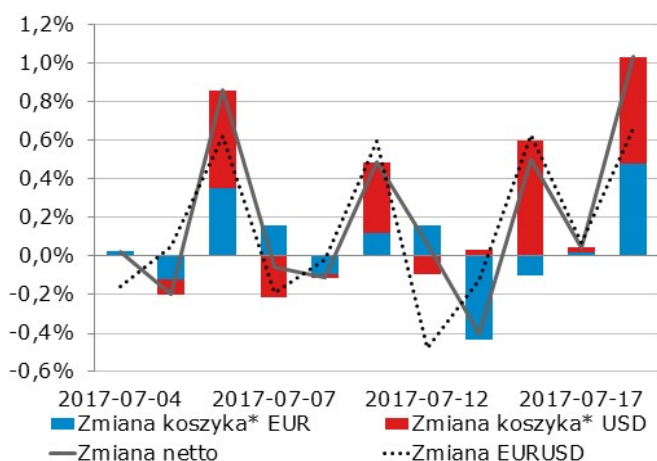
Pozycja: Brak.

Preferencja: Kanał wzrostowy (górną granicę).

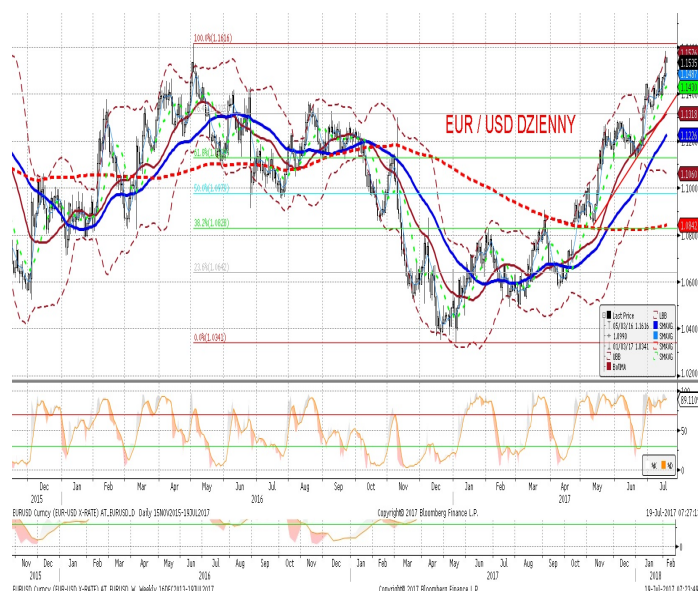
Kurs zerował górną granicę kanału wzrostowego na wykresie tygodniowym. Notowania cofnęły się wczoraj po wyznaczeniu nowych maksimum lokalnych (1,1583), lecz poprzednio pokonane maksima lokalne nie zdołały jeszcze posłużyć za wsparcie. Długi cień na świecy ponad wstęgą Bollingera na 4h jest kiepskim sygnałem, jeśli nie jest podparty dywergencją. Stąd też cofnięcie notowań traktujemy jedynie jako lokalną, niewielką korektę, a nie zanegowanie uprzedniego ruchu w górę. Z uwagi na zbliżające się wydarzenia makro dużej wagi (posiedzenie EBC w czwartek) pozostajemy nadal chwilowo poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,1296	1,1808
1,1104	1,1711
1,0821	1,1616

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN z mozołem przebił się wczoraj przez 4,20, ale w końcu poziom ten padł i obecnie notowania mają już 4,19 z przodu. Dobry sentyment wobec krajów regionu (forint umacniał się wczoraj w podobnej skali, tempie i momencie) sprawił, że wyróżniały się one spośród koszyka EM, gdzie dominowało umocnienie do dolara i osłabienie do rosnącego dynamicznie euro. Wczorajsze dane (pozytywne zaskoczenie płacami - więcej na ten temat można przeczytać w sekcji analiz) nie wpłynęły na krajowy rynek FX i jest mało prawdopodobne, aby dzisiejsze publikacje miały wywrzeć większy wpływ. O ile na rynkach dominuje gra na luźniejszą politykę pieniężną na świecie (co zdejmuje presję z dysparytetu między polskimi i zagranicznymi stopami procentowymi), o tyle zbliżające się posiedzenie EBC ogranicza skalę zakładów. Z tego względu złoty powinien do tego czasu pozostać stabilny i pozostać w pobliżu 4,20.

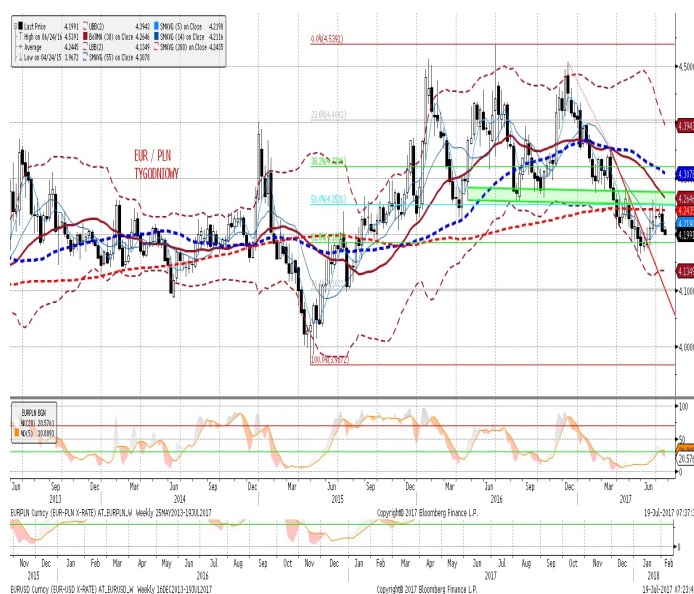
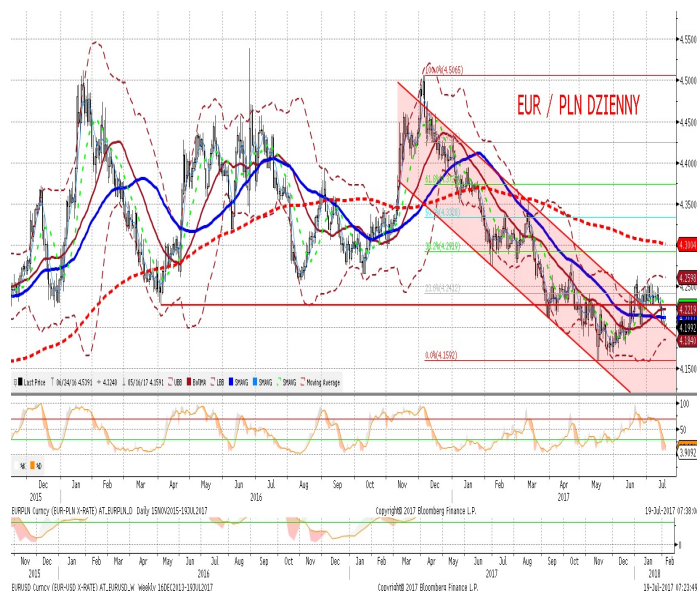
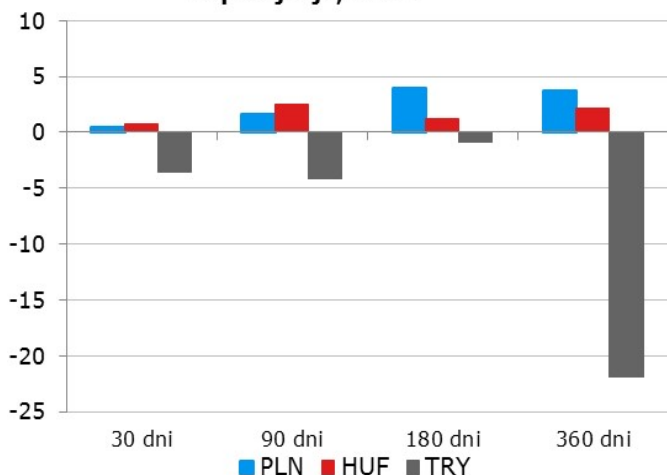
EURPLN technicznie

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

Bez większych zmian. 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 a kurs przebiega w dół (nie ma dywergencji, ruchy oscylatora odzwierciedlają układ minimów w tym dziwnym mikro-trendzie utworzonym z proporcja flagi). Kontynuacja spadków jest prawdopodobna, stąd też decydujemy się utrzymanie małej pozycji short zajętej po 4,2060.

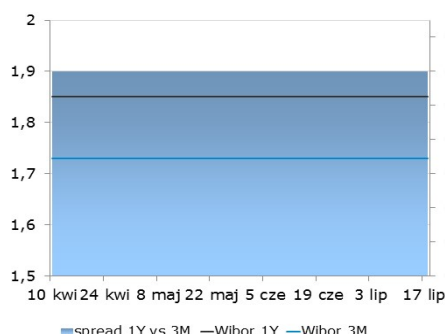
Wsparcie	Opór
4,2008	4,4345
4,1591	4,3137
4,0879	4,2622

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

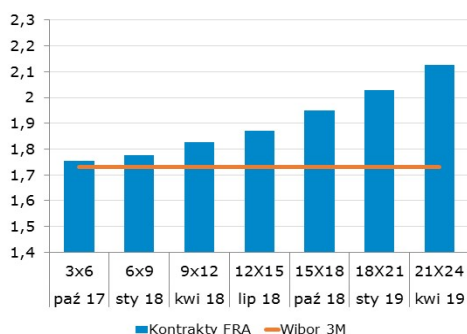


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.75	1.79	ON	1.30	1.70	EUR/PLN	4.2032
2Y	1.90	1.94	1M	1.49	1.69	USD/PLN	3.6469
3Y	2.02	2.06	3M	1.53	1.73	CHF/PLN	3.8088
4Y	2.16	2.20					
5Y	2.29	2.33	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.40	2.44	1x2	1.65	1.69	EUR/USD	1.1552
7Y	2.51	2.55	1x4	1.72	1.75	EUR/JPY	129.46
8Y	2.59	2.63	3x6	1.73	1.76	EUR/PLN	4.2002
9Y	2.67	2.71	6x9	1.74	1.78	USD/PLN	3.6348
10Y	2.75	2.79	9x12	1.79	1.83	CHF/PLN	3.8097

WIBOR 3M i 1Y



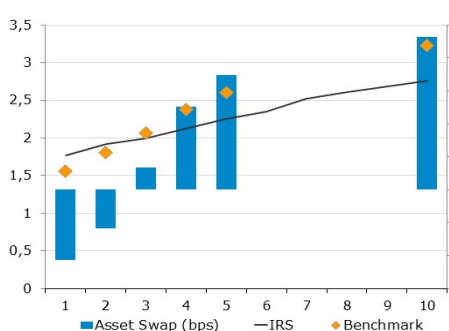
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



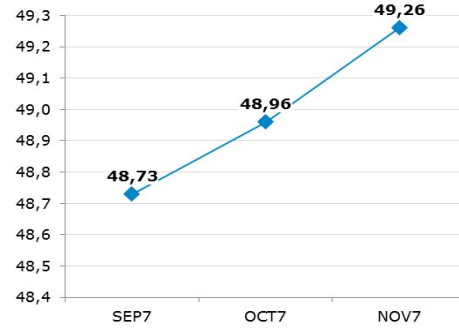
Asset swap i IRS



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.