

20 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 zagranicą 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	4.5
14:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	cze	6.5	6.8	8.4	6.0
14:00	POL	PPI r/r (%)	cze	1.9	2.2	2.5	1.8
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	cze		1160	1092	1215
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 globalna: Dzień upłynie pod znakiem posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. W Stanach Zjednoczonych zostaną opublikowane cotygodniowe dane z tamtejszego rynku pracy oraz kolejny regionalny odczyt koniunktury za lipiec - tym razem z okręgu Filadelfia.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Produkcja przemysłowa w czerwcu wzrosła o 4,5 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosła o 2,7 proc.
- GUS: Sprzedaż detaliczna w czerwcu wzrosła o 6,0 proc. w ujęciu rocznym, a w ujęciu miesięcznym wzrosła o 0,9 proc.
- MF: Ministerstwo wyemitowało obligacje PP0722 o wartości 2 mld zł dla Bankowego Funduszu Gwarancyjnego - podał resort w komunikacie.

Decyzja RPP (06.09.2017)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	0.562	0.007
stopy bez zmian		100%		USAGB 10Y	2.268	0.000
obniżka 25 bps		0%		POLGB 10Y	3.258	0.000
PROGNOZA mBanku		bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

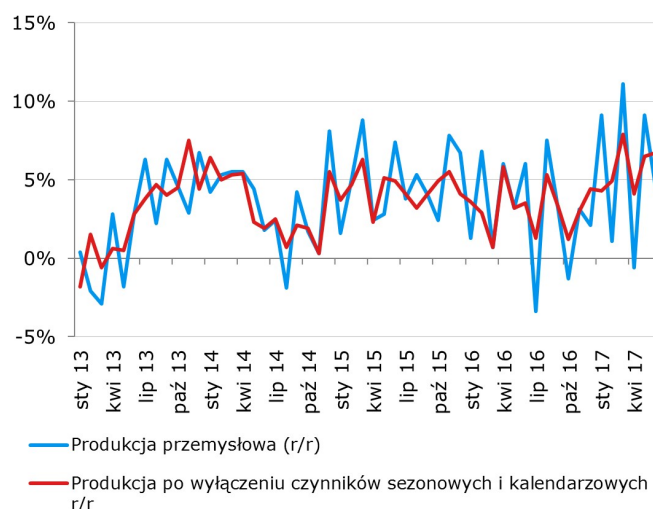
Dziś decyzja EBC

Dziś o 13:45 zostanie opublikowana decyzja EBC w sprawie stóp procentowych i skali miesięcznych zakupów aktywów finansowych, a o 14:30 głos zabierze prezes Draghi. Nie należy spodziewać się zmian w polityce pieniężnej i na posiedzeniu nie zostaną przedstawione nowe projekcje. W normalnych okolicznościach lipcowe posiedzenie miałoby mocno wakacyjny charakter, ale EBC w swej retoryce stąpa obecnie po cienkiej linie, co oznacza że słowa Dragiego będą śledzone z dużą uwagą. Z jednej strony, bank wkroczył już na ścieżkę normalizacji, którą rozpoczął od drobnych, ale jednoznacznych zmian w retoryce, a także od zakomunikowanej w trakcie przemówienia w Sintrze (teoretycznie źle zinterpretowanego) modyfikacji postrzegania procesów inflacyjnych. Spekulacje o możliwym ogłoszeniu zwijania programu QE na sierpniowej konferencji w Jackson Hole tylko dolały oliwy do ognia – pytań o tę kwestię na pewno dziś nie zabraknie. Z drugiej strony, percepcja zmiany nastawienia EBC przyczyniła się już do wyraźnego wzrostu rentowności obligacji w strefie euro i solidnego umocnienia waluty (w ujęciu koszykowym 5% r/r i 6% od kwietnia b.r. – przekłada się to w modelach EBC na spadek inflacji o ok. 0,3-0,4 pkt. proc. w perspektywie 1-1,5 roku). Chęć ograniczenia tych rynkowych tendencji sprawi zapewne, że retoryka EBC będzie dziś mocno zmiekczana i prezes Draghi będzie wplatał możliwie jak najwięcej gołębih akcentów do swych wypowiedzi. Ustabilizowanie euro i rentowności bez wycofania się z normalizacji będzie można uznać za sukces.

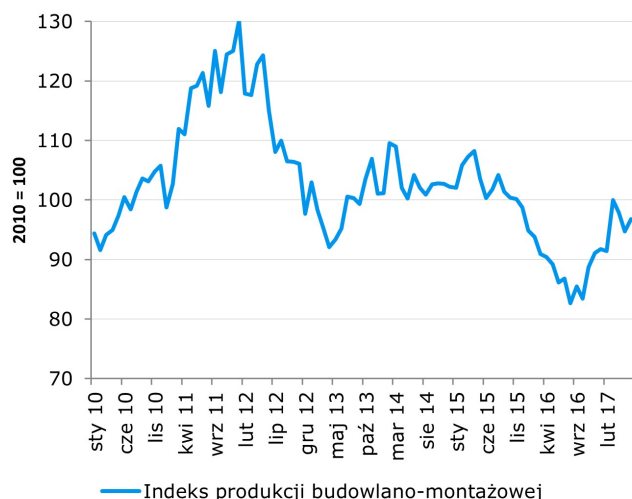


Czerwcowe dane przypieczętowują nieznaczne obniżenie dynamiki PKB w II kwartale do 3,8%. Procesy cenowe tłumione przez bazy statystyczne i nośniki energii.

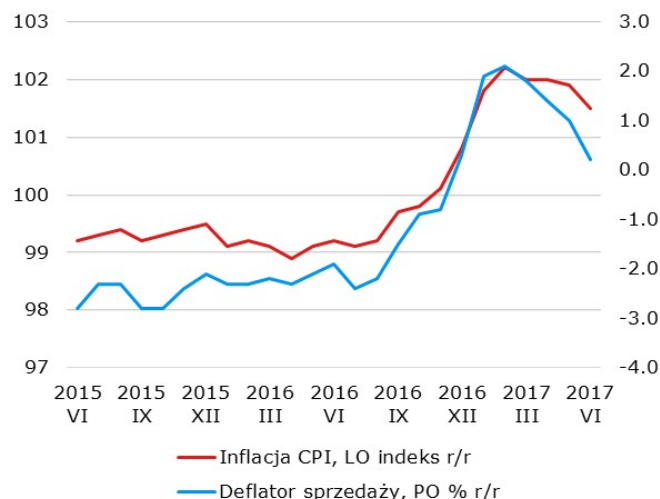
Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w czerwcu o 4,5% r/r, zgodnie z naszą prognozą (4,4%) i nieznacznie powyżej konsensusu (ok. 4%). Spowolnienie w porównaniu do maja to zasługa mniej korzystnego układu dni roboczych (zamiast +1, różnica dni roboczych wyniosła -1 r/r), który zdjął z dynamiki rocznej całego agregatu ok. 5 pkt. proc. Struktura odczytu przynosi pewne pozytywne niespodzianki – silnie spowolniło górnictwo (z +2,3 do -4,7% r/r) i produkcja energii (z 9,6 do 2,1% r/r – efekt normalizacji pogody i powrotu do typowo sezonowej wielkości produkcji), co oznacza całkiem solidny wynik przetwórstwa. W ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła o 0,7% m/m po wyłączeniu czynników kalendarzowych i sezonowych i jest to wynik prawdopodobnie zaniżony przez słabość górnictwa i produkcji energii – odwraca się tym samym sytuacja z poprzedniego miesiąca, kiedy to niezły wynik całej produkcji maskował skromny wzrost produkcji w przetwórstwie. Ogólny obraz zakończonego właśnie kwartału jest niezmienny – w II kwartale momentum przemysłu wyraźnie osłabło (i jest nadzwyczaj spójne chociażby ze wskazaniami PMI), co od kilku miesięcy wiążemy z procesem równoważenia zbyt wysokich zapasów nagromadzonych przez przedsiębiorstwa na przełomie roku. Patrząc szerzej, trend jest wzrostowy a II kwartał przyniósł normalizację po wybujałych wynikach I kwartału.



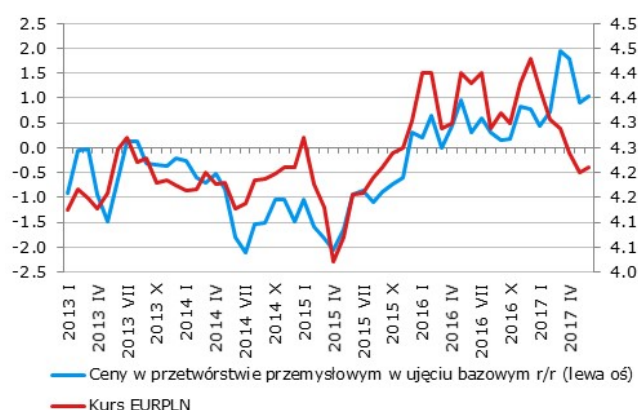
Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w czerwcu o 11,6%, nieco powyżej prognoz (my i rynek ok. 10% r/r). W ujęciu miesięcznym zanotowano, po odsezonowaniu, wzrost o 2,1%, co tylko częściowo niweluje ostatnie dwa miesiące spadków. Teza o negatywnym wpływie warunków pogodowych na produkcję budowlaną w maju jest oczywiście nieweryfikowalna, niemniej jednak czerwcę odbicie jest przynajmniej z nią spójne. Brak silniejszego impetu po stronie produkcji można wiązać ze wciąż ostrożną działalnością inwestycyjną przedsiębiorstw prywatnych (za wyjątkiem idącego na rekord budownictwa mieszkaniowego). Taki impet nie jest jednak, z uwagi utrzymujący się do sierpnia włącznie ciąg niskich baz statystycznych, konieczny do osiągnięcia dwucyfrowych dynamik produkcji budowlano-montażowej. W naszej opinii obok efektów bazowych do napędzania inwestycji powinny się włączyć w drugiej połowie roku uruchamiane stopniowo inwestycje publiczne finansowane z nowej perspektywy budżetowej.



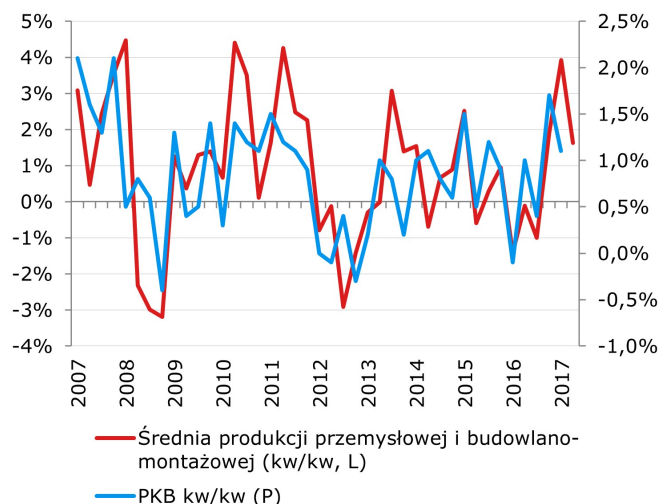
Sprzedaż detaliczna w ujęciu nominalnym wzrosła w czerwcu o 6,0% (nasza prognoza 6,4%); stanowi to oczekiwane spowolnienie w stosunku do maja. Jest to wynik ogólnego obniżenia dynamik sprzedaży praktycznie po wszystkich kategoriach prócz paliw oraz prasy i książek (tam odnotowano wzrosty – „czytelniczo” ma się w ostatnich miesiącach nadzwyczaj dobrze, rosnąc średnio szybciej niż cała sprzedaż detaliczna). Na uwagę zasługuje jednak silniejsze spowolnienie w kategorii włókno i odzież (z 11,4% do 7,7%) oraz AGD (7,8% r/r do 2,7%). Według naszych szacunków większość spowolnienia sprzedaży to reakcja na zmianę liczby dni roboczych (z +1 w poprzednim miesiącu do -1 w miesiącu bieżącym). Stopniowo narastający efekt bazowy spowodowany przez wypłaty z programu 500+ będzie miał w kolejnych miesiącach narastająco niekorzystny wpływ na dynamiki roczne. Tym niemniej, z uwagi na świetną kondycję rynku pracy nie spodziewamy się istotnego spadku dynamiki sprzedaży towarów i konsumpcji w ogóle (w tym ostatnim przypadku w grę wchodzi spowolnienie z około 5% w pierwszych miesiącach roku do 4,0-4,2% w drugiej połowie roku). Szacunki konsumpcji realnej ratuje deflator sprzedaży detalicznej i sprzedaż towarów liczona w ujęciu realnym. Silne przeważenie tej miary cen w kierunku cen paliw, żywności i generalnie towarów (przypomnijmy nasze wyniki szatkowania wzrostów cen konsumenta: ceny towarów zawróciły w ujęciu rocznym przy dalszym wzroście cen usług) sprawia, że w czerwcu znów ocieramy się o deflację, gdyż sprzedaż realna wzrosła aż o 5,8% (niewielkie hamowanie w stosunku do 7,4% przed miesiącem) spychając deflator sprzedaży do 0,2%. To ewidentne wsparcie dla nominalnej siły nabywczej rosnącej w rekordowym już tempie (patrz nasz wczorajszy komentarz do danych z rynku pracy).



Ceny producentów obniżyły się w czerwcu o 1,8% w ujęciu rocznym (bardzo blisko naszej prognozy na poziomie 1,9%). Za istotny spadek z 2,5% odnotowanych w poprzednim miesiącu odpowiada efekt bazowy z ubiegłego roku, rewizja (-0,1 pkt. proc.) oraz silne spadki cen w górnictwie, produkcji koks i rafinacji ropy naftowej (prawie po 5%). Tym samym, indeks cen w przetwórstwie w ujęciu bazowym drgnął nawet lekko w górę, rozkorelowując się pod względem poziomu z kursem walutowym (patrz wykres). Jakkolwiek korelacja pomiędzy zmianami cen w ujęciu rocznym i kursem będzie kontynuowana, generalnie ruchy kursowe nie są obecnie warunkiem koniecznym do utrzymania wzrostowej trajektorii cen w przetwórstwie (wzrost kosztów pracy i spadki rentowności przedsiębiorstw wymuszają dostosowania cenowe). Sytuację można traktować analogicznie do inflacji bazowej w koszyku konsumenckim. Będzie to proces kumulatywny, lecz powolny. W międzyczasie efekty wzrostu cen powodowane przez czynniki ekonomiczne są maskowane przez procesy stricte statystyczne (baza) lub globalne (zmiany cen energii). Moment zniwelowania tych pierwszych i nawet lekkiego odwrócenia tych drugich wyznaczy moment silniejszego wzrostu inflacji.



Dane czerwcowe przypieczętowały losy PKB w II kwartale – jak można szacować na podstawie kompletu danych miesięcznych, wzrost PKB był nieco niższy niż 4% i wyniósł najprawdopodobniej ok. 3,8% r/r, przy słabszym niż w poprzednich dwóch miesiącach momentum (por. wykres poniżej).

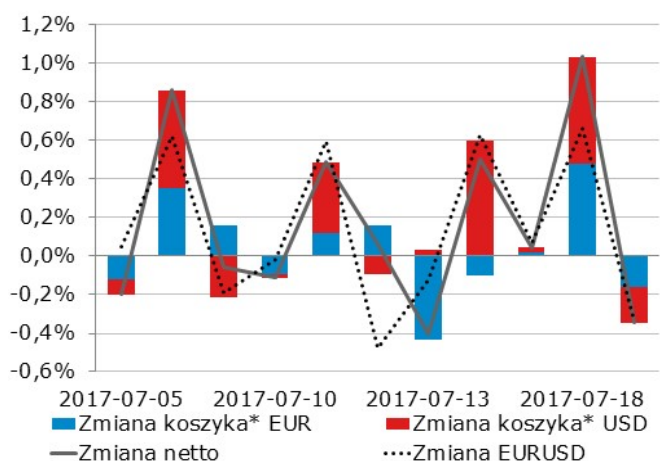


Dane należy określić jako neutralne z punktu widzenia RPP. Potwierdzając stabilizację wzrostu wokół 4% i realizację preferowanego przez RPP scenariusza (*Goldilocks economy* / gospodarka idealnie zrównoważona), wspierają status quo w polskiej polityce pieniężnej. Ujawnione niedawno jastrzębie skrzydło w łonie RPP (Gatnar, Hardt, Zubelewicz) również nie znajduje w danych ze sfery realnej wsparcia dla swojego podejścia, jako że wynika ono z innych przesłanek. Dopóki inflacja (zwłaszcza bazowa) nie zacznie zaskakiwać in plus, zmiany tego status quo są mało prawdopodobne, a ruchy na krzywej dochodowości będą związane z czynnikami globalnymi.

EURUSD fundamentalnie

EURUSD koryguje się w dół w ślimaczym tempie. Kluczowa dla dalszych losów tej pary walutowej jest dzisiejsza decyzja EBC. Średnioterminowo można śmiało zakładać, że dżin wyższych stóp procentowych został wypuszczony z butelki (w obecnej chwili strefa euro nie potrzebuje już tak niskich stóp jak jeszcze choćby 2 lata wcześniej). Krótkoterminowo rynek – swoim standardowym zwyczajem – mógł nieco przestrzelić z pozycjonowaniem w EUR a dzisiejsze oczekiwane gołębie komentarze Draghi'ego mogą to pozycjonowanie nadszarpnąć (nie przywiązywalibyśmy dużej wagi do tego, że pewne złagodzenie tonu EBC jest oczekiwane; rynki reagują na komunikację banków centralnych bardzo często z dziecięcą naiwnością). Z tego względu należałoby oczekiwać dziś kontynuacji korekty EURUSD w dół. Skalę tej korekty ogranicza zmiana optyki średnioterminowej oraz fakt, że duża rolę we wzrostach EURUSD odegrał ostatnio słabszy dolar, a na istotną zmianę oczekiwań w zakresie przyszłego funkcjonowania gospodarki amerykańskiej się nie zanoszą, zwłaszcza że grudniowa podwyżka jest wyceniana na 40%, a więc wciąż z pewną nadwyżką wobec poziomu, do którego rynki dochodzą w momencie, kiedy faktyczne szanse na podwyżkę są bliskie zeru.

Dekompozycja zmian EUR/USD



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

EURUSD technicznie

Pozycja: Brak.

Preferencja: Kanał wzrostowy (górną granicą).

Kurs zerodował górną granicę kanału wzrostowego na wykresie tygodniowym. Notowania cofnęły się po wyznaczeniu nowych maksimów lokalnych (1,1583), lecz poprzednio pokonane maksa lokalne nie zdołały jeszcze posłużyć za wsparcie. Mimo dywergencji na dziennym korekta jest niemrawa. Drogo do silniejszych spadków otworzyłoby złamanie MA55 na wykresie 4h. Z uwagi na zbliżające się wydarzenia makro dużej wagi (dzisiejsze posiedzenie EBC) pozostajemy nadal poza rynkiem.

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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN zaczął dzień od systematycznego osłabienia (łącznie o ok. 2 grosze w stosunku do euro), które do pewnego stopnia można wiązać z komentarzami na temat procedury praworządności płynącymi z KE - w konsekwencji, obserwowaliśmy zarówno osłabienie złotego do walut regionu (można to uznać za kluczowy barometr ryzyka politycznego), jak i umiarkowaną wyprzedaż krajowych SPW. Natura procesów decyzyjnych KE i przebieg procedury sprawiają, że czynnik ten w najbliższym czasie może jedynie przejściowo wpływać na notowania złotego, ustępując czynnikom bardziej pilnym. Do tych drugich należy dzisiejsze posiedzenie EBC. Jeśli zostanie ono odebrane gołębio, złoty powinien się umocnić. W przypadku jastrzębiej niespodzianki koszykowe umocnienie euro wypchnie EURPLN do góry.

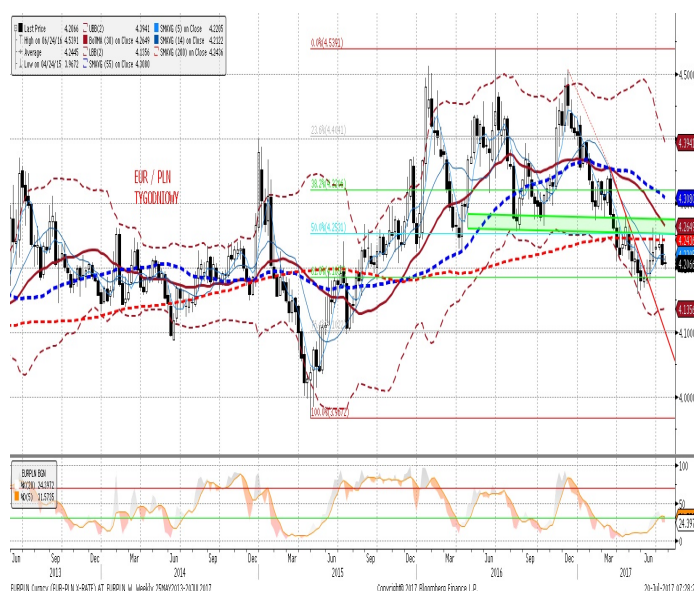
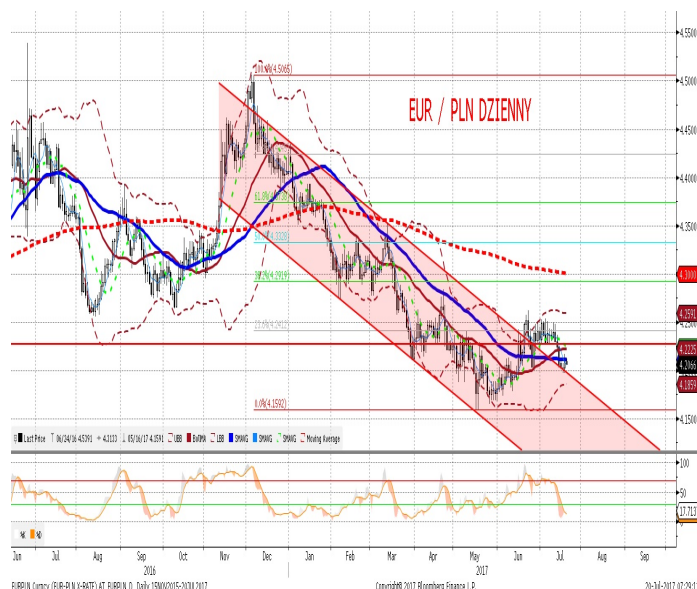
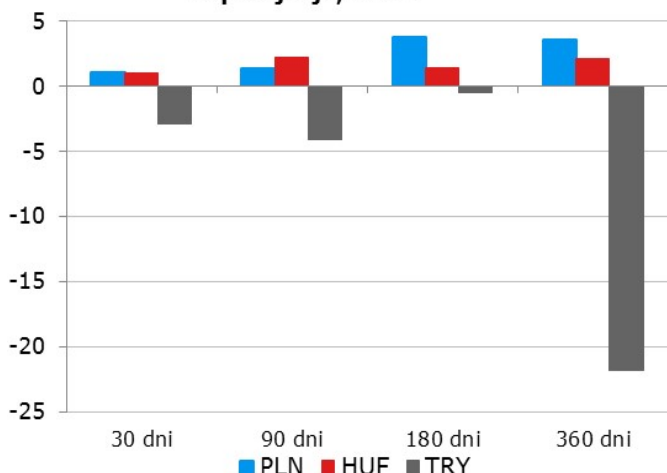
EURPLN technicznie

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).

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. Wczorajsza próba wybicia w górę została odrzucona przez MA55 na dziennym i MA30 na 4h. 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

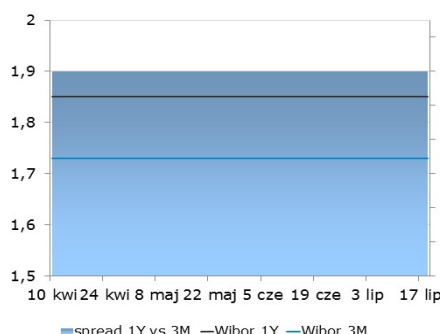
Ruchy walutowe w regionie (względem EUR). Wzrost - aprecjacja, spadek - deprecjacja, w %.



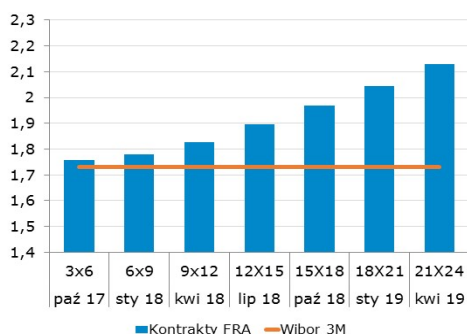
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.75	1.79	ON	1.30	1.70	EUR/PLN	4.2057
2Y	1.90	1.94	1M	1.45	1.65	USD/PLN	3.6486
3Y	2.02	2.06	3M	1.51	1.71	CHF/PLN	3.8256
4Y	2.16	2.20					
5Y	2.31	2.35					
6Y	2.43	2.47					
7Y	2.53	2.57					
8Y	2.61	2.65					
9Y	2.69	2.73					
10Y	2.75	2.79					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.64	1.69	EUR/USD	1.1511
1x4	1.72	1.75	EUR/JPY	128.89
3x6	1.73	1.76	EUR/PLN	4.2050
6x9	1.75	1.78	USD/PLN	3.6536
9x12	1.80	1.83	CHF/PLN	3.8213

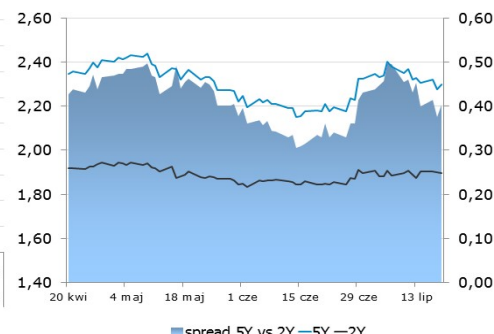
WIBOR 3M i 1Y



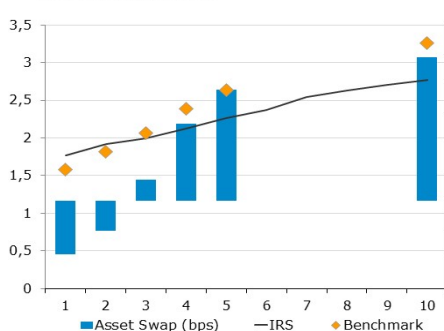
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



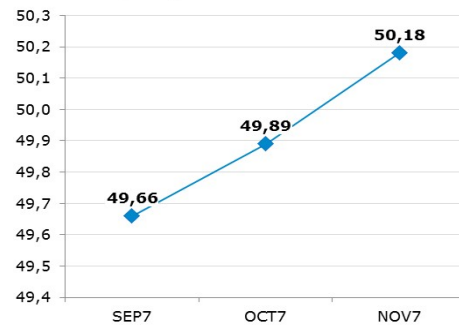
Asset swap i IRS



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.