

14 sierpnia 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		
14.08.2017 PONIEDZIAŁEK							
1:50	JAP	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q2		0.6	0.4 (r)	1.0
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lip		7.1	7.6	6.4
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lip		10.8	11.0	10.4
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze			1.3	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lip	0.8	0.8	0.8	
15.08.2017 WTOREK							
8:00	GER	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q2		0.7	0.6	
10:30	GBR	CPI r/r (%)	lip		2.7	2.6	
14:30	USA	Indeks Empire State (p.)	sie		10.0	9.8	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lip		0.4	-0.2	
16.08.2017 ŚRODA							
9:00	CZE	PKB r/r (%) <i>wstępny</i>	Q2		3.0	3.0	
9:00	HUN	PKB r/r (%) <i>wstępny</i>	Q2		3.5	4.2	
10:00	POL	PKB r/r (%) <i>wstępny</i>	Q2	3.8	3.8	4.0	
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	lip		4.5	4.5	
11:00	EUR	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q2		0.6	0.6	
14:30	USA	Rozpoczęte b. domów (tys)	lip		1225	1215	
20:00	USA	Minutes FOMC	26.07				
17.08.2017 CZWARTEK							
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	lip	5.4	5.4	6.0	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lip	4.3	4.3	4.3	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	05.08				
14:30	USA	Indeks Philly Fed (p.)	sie		18.5	19.5	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		0.2	0.4	
16:00	USA	Indeks koniunktury CB (p.)	lip		0.3	0.6	
18.08.2017 PIĄTEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lip	9.1	8.4	4.5	
14:00	POL	PPI r/r (%)	lip	2.0	2.0	1.8	
14:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lip	6.6	7.9	6.0	
16:00	USA	Wsk. kon. U. Michigan (p.) <i>wstępny</i>	sie		94.0	93.4	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska: Tydzień rozpoczyna się od publikacji inflacji bazowej. Nasze szacunki na podstawie odczytu CPI wskazują na stabilizację rocznego wskaźnika bazowego na poziomie 0,8%. W środę poznamy wstępny szacunek PKB za drugi kwartał. Nie ma wątpliwości, że gospodarka delikatnie spowolniła w drugim kwartale za sprawą wolniejszego wzrostu konsumpcji i tylko częściowego odbicia inwestycji. Przekłada się to wzrost o 3,8%, czyli nieco mniej niż osiągnięte w pierwszym kwartale 4,0% r/r. Dzień później GUS publikuje dane z rynku pracy. Po negatywnej niespodziance w liczbie zatrudnionych w zeszłym miesiącu spodziewamy się odczytu na poziomie 4,3%. Obraz tego agregatu jest coraz mniej pozytywny, mogą już ujawniać się ograniczenia podaży. Publikowane w tym samym czasie dane o wynagrodzeniach pokażą, że nieco one spowolniły (do 5,4%) po wystrzale w zeszłym miesiącu (głównie za sprawą górnictwa), trend w tej kategorii jest jednak wciąż rosnący. Tydzień kończy się wraz z danymi ze sfery realnej. Produkcja przemysłowa powinna przyspieszyć do 9,1% r/r za sprawą dni roboczych i efektów bazy. Przyspieszenia należy także oczekiwać w danych z sektora budowlanego (z 11,6 do 13,1% r/r). Sprzedaż detaliczna w ujęciu nominalnym tylko nieznacznie wzrośnie (do 6,6 z 6,4% r/r), ze względu na równoważące się pozytywne oraz negatywne efekty bazowe. Niewielkie zmiany cen miedzi i ropy spowodowały tylko nieznaczny wzrost dynamiki cen producentów – z 1,8 do 2,0% r/r.

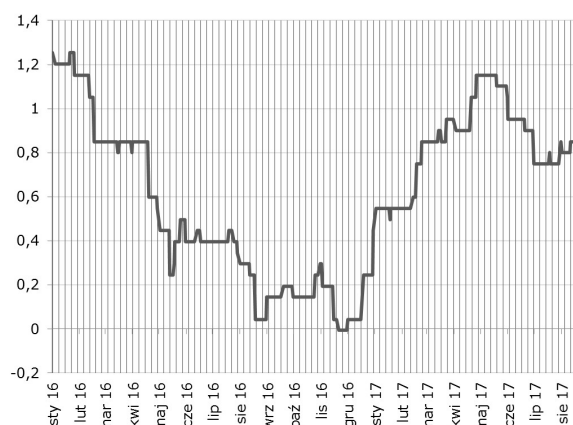
Gospodarka globalna: Tydzień w Europie upłynie pod znakiem publikacji wzrostu PKB w drugim kwartale: wtorek – Niemcy; środa – Czechy, Węgry oraz cała strefa euro. Z pozostałych publikacji warto zwrócić uwagę na dane z Wielkiej Brytanii (inflacja we wtorek oraz stopa bezrobocia publikowana w środę) oraz na produkcję przemysłową w czerwcu w strefie euro (publikowana w poniedziałek, więc pozwoli doprecyzować szacunki PKB). Znacznie więcej publikacji zobaczymy za Oceanem. We wtorek ujrzemy pierwszy regionalny wskaźnik koniunktury (Empire State) oraz dane o sprzedaży detalicznej. Środa to dane z rynku nieruchomości (rozpoczęcie budowy domów), a także Minutes FOMC z lipcowego posiedzenia. Poza standardowymi danymi o liczbie bezrobotnych, w czwartek opublikowane zostaną kolejne wskaźniki koniunktury przemysłowej (regionalny Philadelphia Fed) oraz konsumenneckiej (Conference Board). Najważniejszą publikacją dnia będą jednak dane o produkcji przemysłowej w lipcu. Tydzień w USA kończy się wstępnym wskaźnikiem koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan.

Decyzja RPP (06.09.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.399	-0.002
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.197	0.021
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.436	-0.002
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

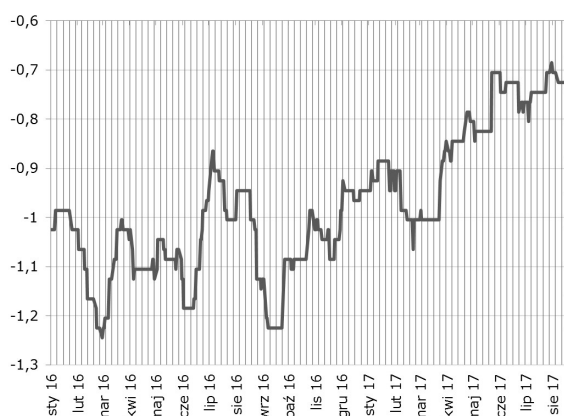
Indeks zaskoczeń dla Polski



Bez zmian (finalne dane o inflacji nie zaskoczyły). Nowy tydzień to seria ważnych odczytów, które mogą poruszyć polskim indeksem zaskoczeń: produkcja przemysłowa, PKB, sprzedaż detaliczna, wynagrodzenia i PPI.

STREFA EURO

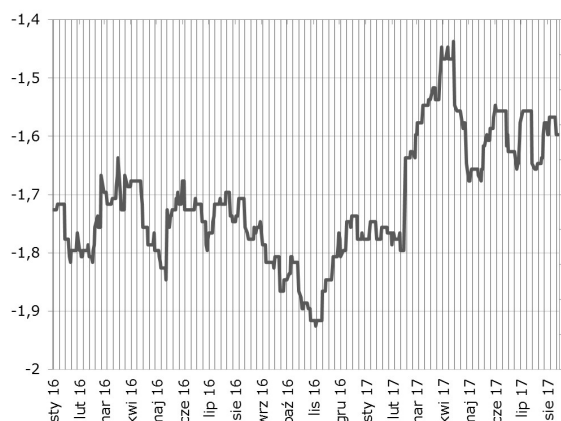
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Bez zmian (brak istotnych publikacji). W rozpoczynającym się tygodniu szansę zaskoczyć mają przede wszystkim dane o produkcji przemysłowej w strefie euro.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA

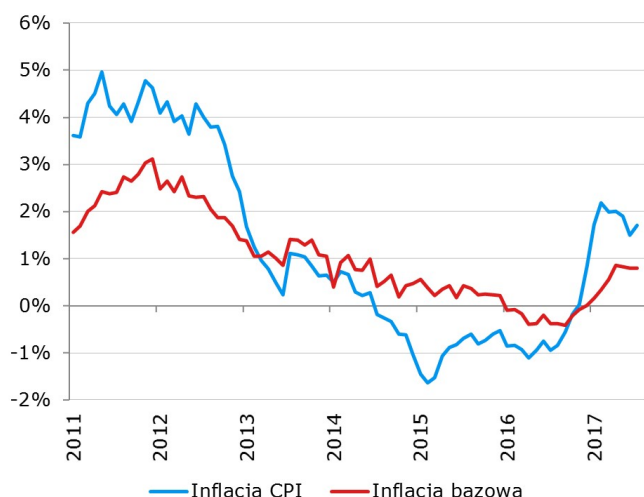


Przez większą część tygodnia indeks zaskoczeń pozostawał stabilny aż do piątku, kiedy to negatywne niespodzianki w danych o inflacji spowodowały jego spadek (kolejny spadkowy tydzień w tym roku...). W kolejnych dniach szansę na odbicie indeksu oferują m.in. dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej.

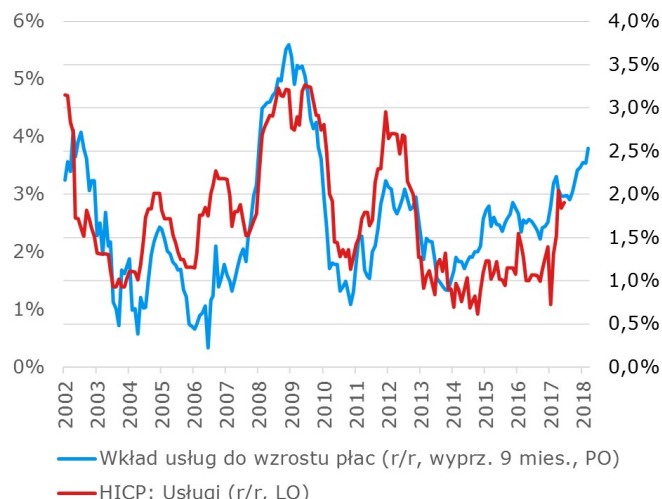
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną 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.

Inflacja rośnie do 1,7% r/r wskutek wyższych cen żywności.

Finalny odczyt inflacji za lipiec uplasował się na poziomie 1,7% r/r. Tak, jak się spodziewaliśmy, wzrost wygenerował się głównie ze względu na niewielkie tylko spadki cen żywności (0,2% m/m wobec 0,9% przed rokiem czy 1,2% w 2015...). Te z kolei były pochodną relatywnie niskich spadków cen warzyw (przy marginalnym spadku cen owoców), wzrostów cen mięs i minimalnego wzrostu cen tłuszczów (wciąż jesteśmy pod dużym wrażeniem jak niewielkie wzrosty cen masła odnotowuje GUS). Wyłamanie z sezonowego wzorca silnych spadków cen żywności w Polsce jest dokładną kopią tego, co wydarzyło się na Węgrzech i w Czechach. Wśród pozostałych elementów koszyka uwagę przykuwa dość silny wzrost w kategorii zdrowie (+0,6%), co jest pochodną relatywnie silnych wzrostów cen wyrobów farmaceutycznych. Dość duże spadki wystąpiły w cenach transportu (1,1% m/m), co związane jest po części ze spadkiem cen paliw (1,7% m/m) jak i usług transportowych. Podobnie, jak w Europie Zachodniej podróżowała turystyka zorganizowana (ponad 4% m/m) i tu w szacunkach GUS zaczyna się pokazywać wzorec coraz bardziej charakterystyczny dla krajów tej części Europy – ale o tym już pisaliśmy w kwietniu i maju. Szacujemy, że inflacja bazowa uplasowała się na poziomie 0,8%.



Kolejne miesiące powinny stać pod znakiem wzrostów cen żywności nieznacznie wyższych od sezonowych wzorców, zatrzymania spadków cen paliw, efektów bazowych z ubiegłego roku oraz powolnego wzrostu inflacji bazowej. Coraz silniej ekspozowanym elementem bazowym powinny być ceny usług, podążające za kosztami pracy w tym sektorze (patrz wykres). W konsekwencji, do końca roku inflacja będzie systematycznie rosła, zaś o grudniowej dynamice cen oraz zachowaniu inflacji w I kwartale zdecydują ceny paliw, które w na przełomie 2016 i 2017 roku wygenerowały potężny efekt bazowy. Warto jednak przypomnieć, że przy bieżących poziomach cen ropy naftowej ledwie kilkudolarowy ruch cen ropy w górę może spowodować, że efekty bazowe należało będzie potraktować jako niebyłe.

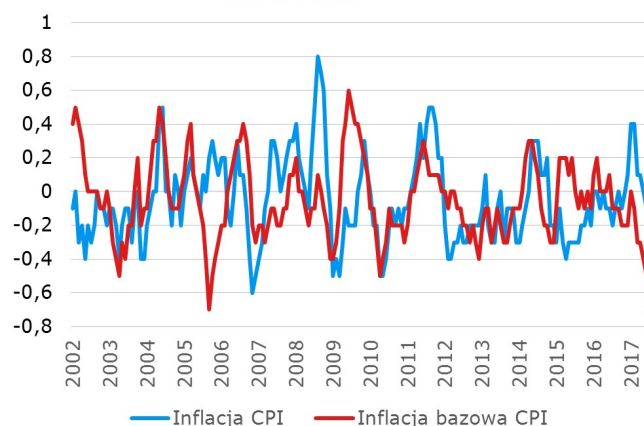


Scenariusz wyższej inflacji – bez względu na przyczynę – wpisuje się bardzo dobrze w tendencje europejskie i oczekiwane działania EBC. Choć RPP pozostanie na razie głucha na sygnały cenowe, skupiając się na średnioterminowych perspektywach inflacji wyznaczonych przez ostatnie projekcje, rynek może być mniej łaskawy dla stóp procentowych, wyceniając nieco wcześniejsze rozpoczęcie cyklu podwyżek. Tym bardziej, że – jak odnosimy wrażenie – opowieści o ograniczeniach podaży na rynku pracy zaczynają zataczać coraz szersze kręgi.

USA: Kolejna negatywna niespodzianka w inflacji.

W lipcu ceny konsumenckie w Stanach Zjednoczonych wzrosły o 1,7% r/r i 0,1% m/m, nieznacznie poniżej konsensusu wynoszącego 1,8% r/r i 0,2% m/m. Po wyłączeniu cen żywności i energii wzrost cen wyniósł 1,7% r/r i 0,1% m/m i był niższy od prognoz (0,2% m/m i przyspieszenie w ujęciu r/r, ale poniżej prognozy zaokrągleń). W przypadku inflacji bazowej jest to piąta z rzędu negatywna niespodzianka i w poszukiwaniu tak długiej serii zaskoczeń należy się cofnąć aż do 2005 r.

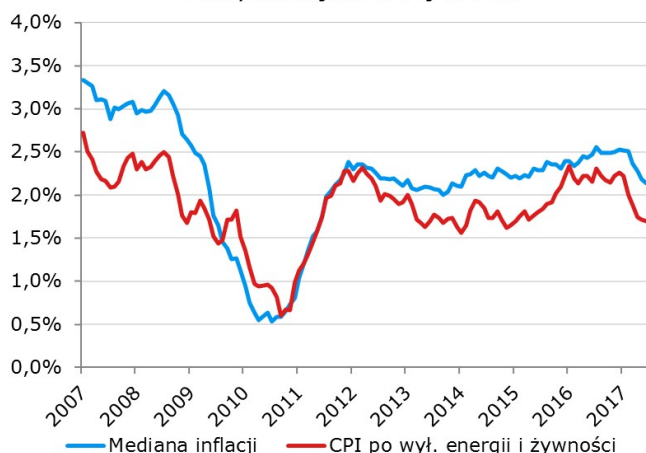
Skumulowane (za ostatnie 6 mies.) zaskoczenie



Charakterystyczny wzorec zachowania inflacji bazowej w ostatnich miesiącach jest taki, że negatywne niespodzianki... nie mają wspólnego wzorca. W lipcu były to usługi hotelowe i nowe samochody, w czerwcu i maju – odzież i obuwie, usługi medyczne i imputowany czynsz właścicieli mieszkań, w marcu i kwietniu – usługi medyczne i usługi telekomunikacyjne. W tle,

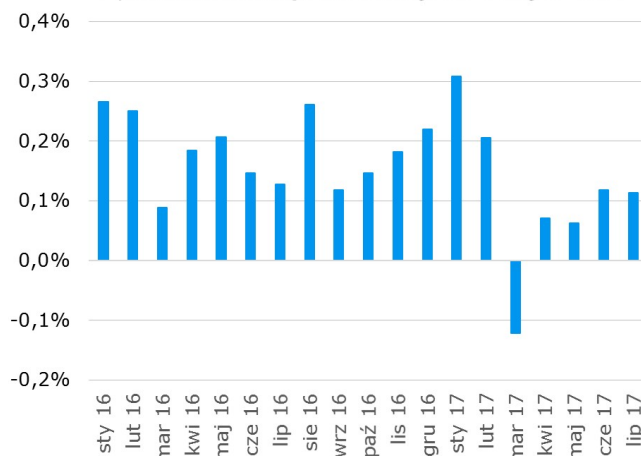
jak można dodać, znajdują się dobra konsumenckie nie wykazujące absolutnie żadnego momentum (cały czas w deflacji, nawiasem mówiąc podobnie, jak w Polsce). Za każdym razem znaczące spadki dotyczyły kategorii mających dużą wagę w koszyku, ale pobieżny rzut oka na cały zbiór danych wskazuje, że w 2017 r. silnie przesunął się „lewy ogon” koszyka inflacyjnego. Dotyczy to zwłaszcza kategorii zazwyczaj stabilnych (usługi medyczne i, zwłaszcza, pewne elementy kategorii mieszkanie) i znajdujących się dotąd w solidnych trendach wzrostowych – w konsekwencji, drgnęła również inflacja medianowa, bodaj najstabilniejsza z dostępnych miar inflacji bazowej. Reasumując, nagromadzenie tak silnych spadków w tak krótkim czasie stanowi, nawet jeśli nie jest odzwierciedleniem szerszych tendencji deflacyjnych, zagadkę i źródło niepewności co do trajektorii inflacji w kolejnych miesiącach.

Miary inflacji bazowej w USA



Dynamika cen jest niska nie tylko sama w sobie (znajduje się i poniżej średniej za ostatnie miesiące, i poniżej 2% na bazie zannualizowanej), ale też rozczarowuje jak na odczyt następujący po wielomiesięcznej stagnacji inflacji bazowej (por. wykres poniżej). Z punktu widzenia Fed stanowi co najmniej powód do dalszego namysłu nad przyczynami słabości inflacji i do prowadzenia ostrożnej polityki pieniężnej (duże wsparcie dla gołębiego skrzydła Fed). Ci uczestnicy rynku, którzy mieli nadzieję na zanegowanie łagodnej retoryki Yellen z ostatnich tygodni musieli w piątek przełknąć gorzką pigułkę. Bezpośrednio po danych dolar osłabił się o ok. 0,5%, a rentowności amerykańskich obligacji skarbowych spadły. W przypadku długiego końca krzywej bardzo szybko zaczęła działać negatywna korelacja z rosnącą giełdą (efekt wzrost apetytu na ryzyko i spadku krótkich stóp proc. w USA). Bez wyraźnego odbicia wahadła zaskoczeń w drugą stronę rynki w dalszym ciągu wyceniać będą łagodne tempo zacieśnienia polityki pieniężnej w USA (obecnie prawdopodobieństwo jeszcze jednej podwyżki do końca roku jest mniejsze niż 50%).

Dynamika miesięczna inflacji bazowej w USA



EURUSD fundamentalnie

Publikacja słabszych danych o CPI (patrz sekcja analiz) zbiegła się z dość silną reakcją na EURUSD, który szybko wysoczył ponad ostatnie maksimum (1,1830), a potem ustabilizował się na wyższym poziomie. Na tym etapie amerykańska polityka pieniężna (przynajmniej – nieco zaburzona w wycenie przez risk-off) traktowana jest już bardzo ekspansywnie. Należy jednak oczekiwać, że rynek z danych nic nowego nie wyczyta (sprzedaż, produkcja w tym tygodniu) i potrzebna jest interpretacja gospodarki przez FOMC, a tu poczekamy dopiero na Jackson Hole, bo publikowane w najbliższą środę „Minutes” mogą być nieco nieaktualne. Czynniki EUR będzie kształtowany w tym tygodniu przez publikację o PKB. Można zaryzykować stwierdzenie, że wyceny na rynku stopy procentowej (znów lekko zaburzone przez risk-off) dostosowały się do wyższych poziomów EURUSD. Nie widzimy jednak powodu, żeby EBC nagle był bardziej jastrzębi (raczej ton dostosowany zostanie do rynku). Impas w polityce pieniężnej po obu stronach Atlantyku, potęgowany przez brak nowych, całłościowych interpretacji ze strony banków centralnych, powinien utrzymywać EURUSD w okolicach 1,18.

EURUSD technicznie

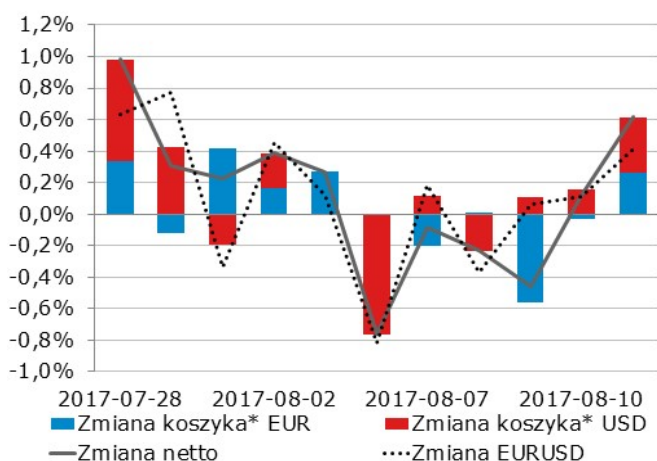
Pozycja: Brak.

Preferencja: Korekta w trendzie wzrostowym.

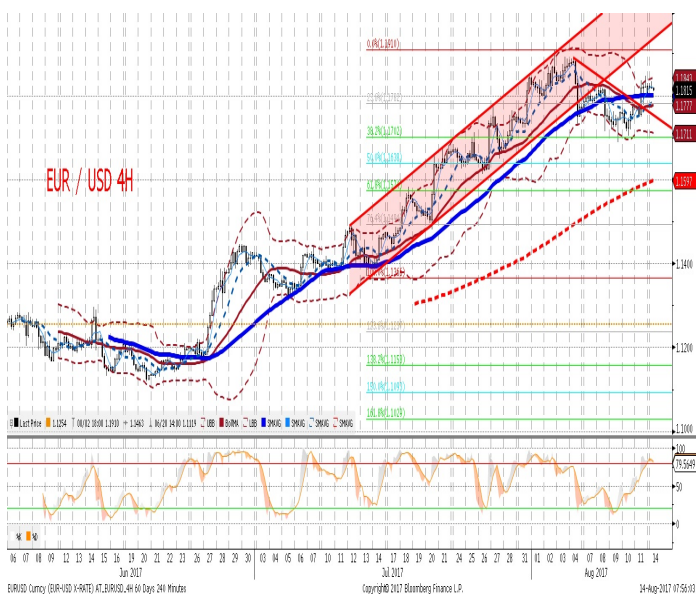
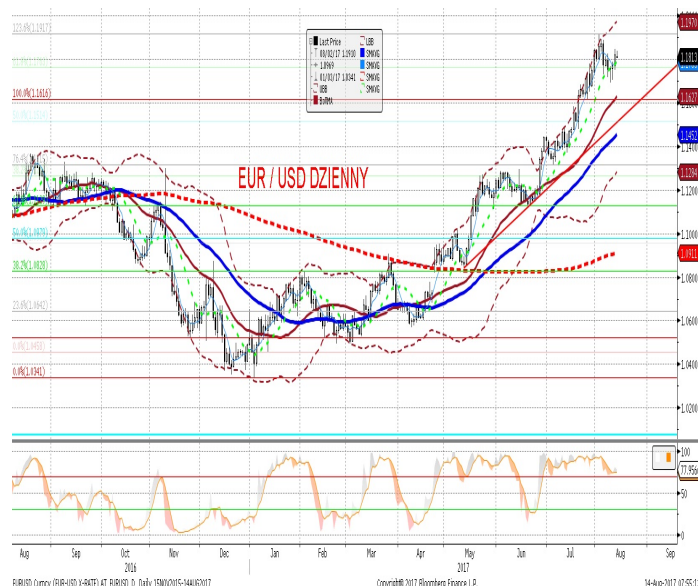
Wzrosty na EURUSD przyhamowały, ale nie ma wyraźnych sygnałów do korekty (dywergencje itp.) na żadnym z wykresów. Notowania na wykresie 4h utknęły w wąskim range pomiędzy 1,17 (Fibo z 4h) a 1,1910 (ostatnie maksimum lokalne). W kwestii wybicia z tej konsolidacji, bardziej prawdopodobny niż kontynuacja korekty spadkowej wydaje się (wciąż) powrót do trendu. Pozostajemy poza rynkiem do czasu wygenerowania przekonującego sygnału technicznego.

Wsparcie	Opór
1,1567/74	1,3993
1,1413	1,2570
1,1104	1,1910

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN wyznaczył nowa lokalne maksima podczas piątkowego handlu (4,2950). Kluczowym czynnikiem dla złotego jest obecnie stosunek inwestorów do ryzyka. Gdy rynki trochę okrzepną – dobra przesłanka to brak kolejnej, panicznej wyprzedaży tuż po starcie sesji azjatyckiej – złoty powinien nieco zyskać do EUR. Nie oczekujemy jednak, że skala spadku EURPLN będzie w tym przypadku znacząca. Przed rynkiem ważne wydarzenia lokalne: kontynuacja wymiany korespondencji pomiędzy KE i rządem (póki co mało satysfakcjonująca dla strony europejskiej) oraz losy prezydenckiego projektu ustawy frankowej. W międzyczasie zostaną opublikowane dane z rynku pracy (wypatrujemy presji płacowej) oraz komplet ze sfery realnej (sprzedaż, produkcja, PKB za II kwartał). Lepsze dane powinny umacniać złotego, choć gospodarczy czynnik krajowy wydaje się obecnie przytłumiony (no chyba, że przyjmujemy że rynki grają błąd w polityce pieniężnej w klasycznym EM – na to jeszcze stanowczo za wcześnie).

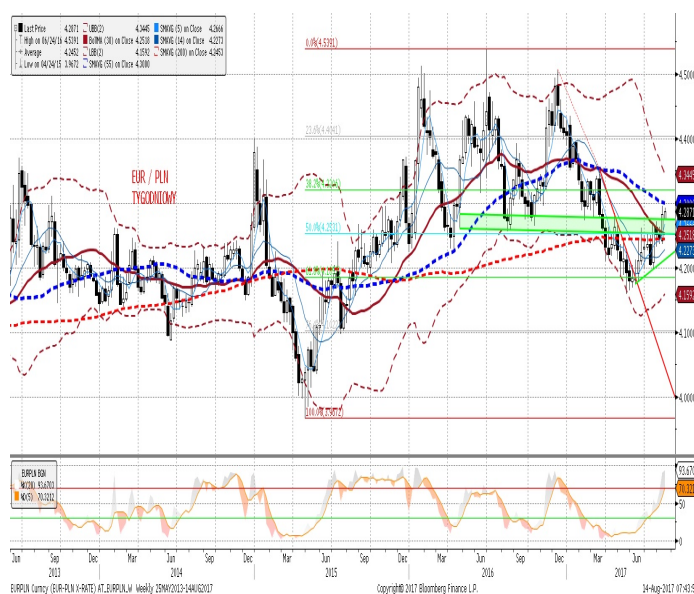
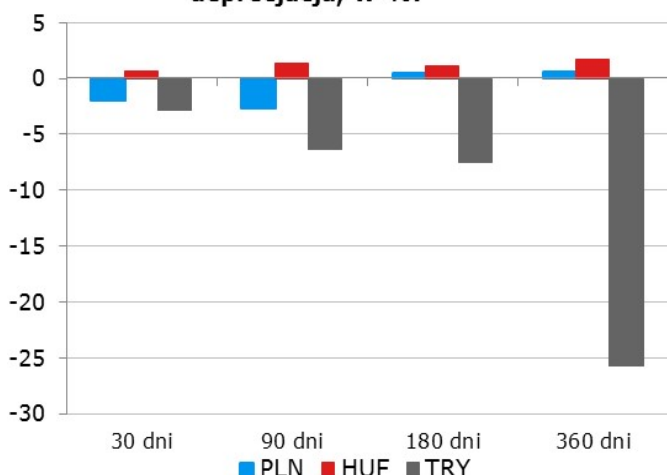
EURPLN technicznie

Pozycja: Mała pozycja short po 4,2881, S/L 4,3050, T/P 4,2650.
Preferencja: Trend wzrostowy; chwilowa korekta? (dywergencja 4h).

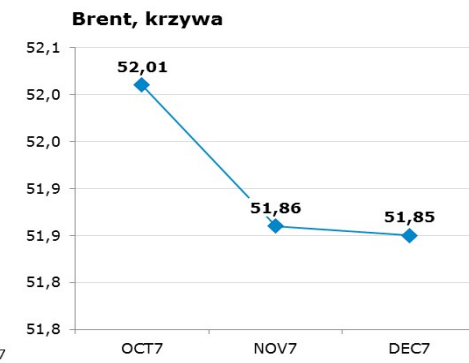
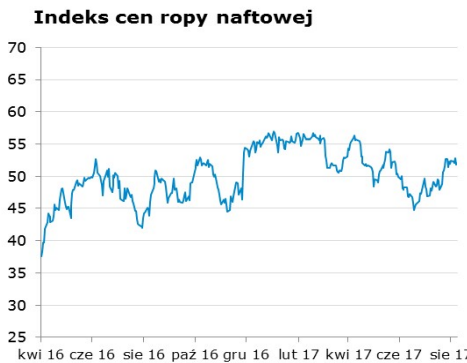
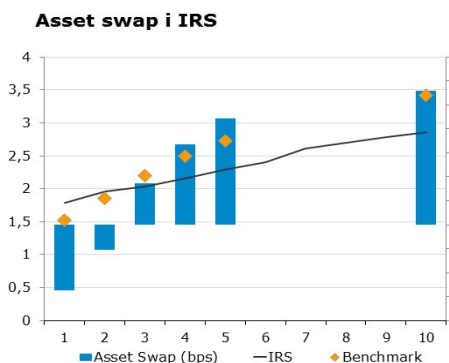
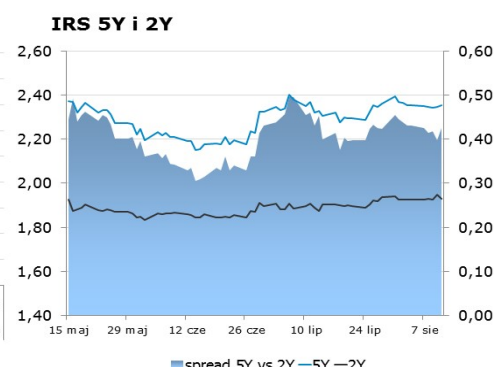
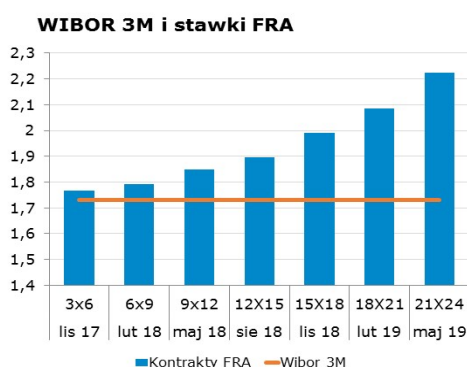
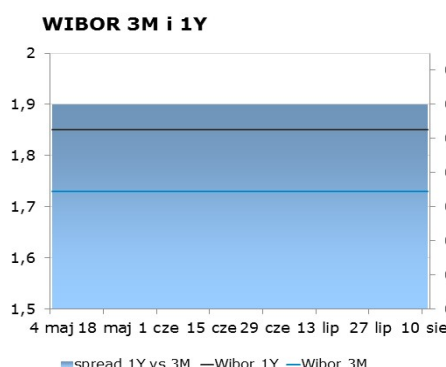
Na wykresie tygodniowym notowania podeszły do MA55, jednak nawet nie dotknęły tej średniej. Pokonanie jej chwilę potrwa. Z kolei na dziennym dotknięta została MA200, co sprokurowało korektę w dół. Na wykresie 4h trwa dywergencja. Decydujemy się na taktyczne zagranie short z S/L ustawionym nieco powyżej MA200 na dziennym i Fibo.

Wsparcie	Opór
4,2008	4,4345
4,1591	4,3137
4,0879	4,2958

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



IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.77	1.81	ON	1.25	1.65	EUR/PLN	4.2851
2Y	1.94	1.98	1M	1.42	1.62	USD/PLN	3.6449
3Y	2.09	2.13	3M	1.54	1.74	CHF/PLN	3.7975
4Y	2.23	2.27					
5Y	2.37	2.41	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.49	2.53	1x2	1.64	1.69	EUR/USD	1.1804
7Y	2.59	2.63	1x4	1.72	1.76	EUR/JPY	128.89
8Y	2.68	2.72	3x6	1.73	1.77	EUR/PLN	4.2853
9Y	2.77	2.81	6x9	1.75	1.79	USD/PLN	3.6251
10Y	2.84	2.88	9x12	1.81	1.85	CHF/PLN	3.7571



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.