

11 lipca 2017

## Raport Dzienny

mBank Research

[www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/](http://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](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Marcin Mazurek  
analityk  
tel. +48 22 829 01 83  
[marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
[piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

Karol Klimas  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[karol.klimas@mbank.pl](mailto: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](http://www.mbank.pl)

## Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
<b>10.07.2017 PONIEDZIAŁEK</b>							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	cze		1.6	1.5	1.5
3:30	CHN	PPI r/r (%)	cze		5.5	5.5	5.5
9:00	POL	Raport o inflacji NBP	lip				
<b>11.07.2017 WTOREK</b>							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	cze		2.0	2.1	
14:00	POL	CPI r/r final (%)	cze	1.5	1.5	1.9	
<b>12.07.2017 ŚRODA</b>							
9:00	CZE	CPI r/r (%)	cze		2.3	2.4	
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	maj			4.6	
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj			0.5	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	cze	0.9	0.8	0.8	
20:00	USA	Beżowa księga	lip				
<b>13.07.2017 CZWARTEK</b>							
14:30	USA	PPI r/r (%)	cze			2.4	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	01.07				
<b>14.07.2017 PIĄTEK</b>							
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	maj	-163	-247	-275	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	maj	15800	16083	15176	
14:00	POL	Import (mln EUR)	maj	16200	16182	15090	
14:30	USA	CPI r/r (%)	cze			1.9	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	cze		0.1	-0.3	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.3	0.0	
16:00	USA	Koniunktura kons. UMich (pkt.)	lip			95.1	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Dzisiaj zostaną opublikowane finalne dane o inflacji za czerwiec. Spodziewamy się potwierdzenia odczytu flash na poziomie 1,5% r/r. Niespodzianka w porównaniu do oryginalnych prognoz (1,8%) wynika naszym zdaniem z niskiej realizacji cen żywności, przy jednoczesnym wzroście inflacji bazowej do 0,9% (oficjalne dane zostaną opublikowane w środę). Silny (o ok. 4%) spadek cen paliw w ujęciu miesięcznym to najmniej kontrolowany element czerwcowej inflacyjnej układanki.

**Gospodarka globalna:** Jediną publikacją będzie wskaźnik CPI na Węgrzech publikowany o godzinie 9:00.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Łon: Lipcowa projekcja inflacji i PKB oraz bieżąca sytuacja makroekonomiczna wskazują na brak potrzeby zmian stóp procentowych.
- Hardt: Jeśli kolejna projekcja będzie wskazywać, że realne stopy procentowe będą pozostawać ujemne, to próby podniesienia stopy referencyjnej mogą zostać podjęte już na początku 2018 r.
- NBP: Centralna ścieżka projekcji zakłada wzrost PKB w 2017 na poziomie 4,0 proc., a wzrost cen na poziomie 1,9 pro. Luka popytowa domknie się w II połowie 2017 r., a w II połowie 2017 r. podwyższony wzrost PKB będzie wynikał z odbudowy inwestycji.
- MRPIPS: Stopa bezrobocia w czerwcu wyniosła 7,2 proc. vs 7,4 proc. w maju.

Decyzja RPP (06.09.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.549	0.014
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.380	0.018
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.370	-0.060
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Projekcja inflacyjna uzasadnia utrzymywanie stóp procentowych bez zmian

Wczoraj opublikowany został najnowszy Raport o inflacji NBP. Zasadnicze zręby lipcowej projekcji inflacyjnej poznaliśmy już w komunikacie po ostatnim posiedzeniu RPP, sam raport i towarzysząca mu prezentacja stanowią użyteczne podsumowanie aktualnego stanu wiedzy o gospodarce i jej otoczeniu, jakim dysponuje Rada. Omawianie całego dokumentu w tym miejscu nie ma oczywiście sensu, dlatego skupimy się na najważniejszych elementach i czynnikach ryzyka dla nich.

Po pierwsze, warto zwrócić uwagę na prognozowaną, spadkową ścieżkę wzrostu gospodarczego. Tak, jak należało się tego spodziewać, jest ona konsekwencją wygasania wzrostu inwestycji publicznych w kolejnych latach, przy delikatnym przyspieszeniu po stronie inwestycji prywatnych. Przez myśl nie przeszłoby nam negocjować wyliczeń NBP dotyczących absorpcji środków UE. Tym niemniej, taka trajektoria inwestycji publicznych jest niespójna i z przebiegiem poprzedniej perspektywy, i z kalendarzem wyborczym, który sprzyja wysokiemu wydatkowaniu w całym horyzoncie projekcji, a nawet w kolejnym, nieuwzględnionym już w projekcji 2020 (wybory prezydenckie). Co więcej, nie jest jasne, dlaczego (pomimo całej litanii czynników sprzyjających ich wzrostowi wymienianych przez NBP) inwestycje prywatne będą, po relatywnie dobrym przełomie 2017/18, spowalniać. Taka ścieżka inwestycji gwarantuje jednak, przy delikatnie wzrostowej trajektorii produktu potencjalnego, stabilizację luki popytowej na minimalnie dodatnim poziomie w całym horyzoncie prognozy.

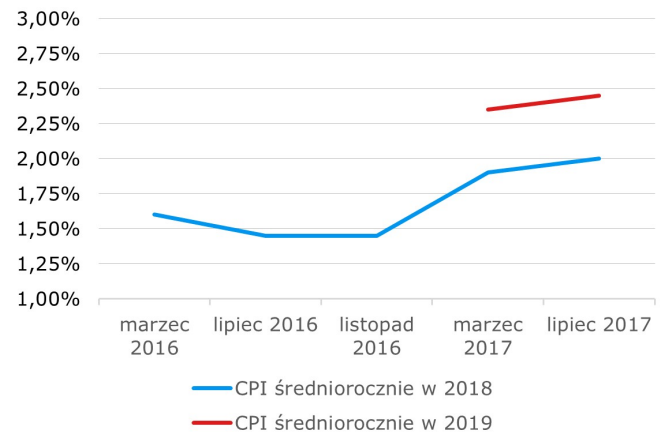
Po drugie, w projekcji dynamika wynagrodzeń rośnie do ok. 6% r/r już na początku 2018 r. Zaistnieniu istotnej presji cenowej z tego tytułu zapobiega jednak przyspieszenie produktywności pracy, które zapewnia stabilizację dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Jest to tradycyjny trick NBP w projekcjach, który jednak od wielu lat nie realizuje się (projekcja zakłada ok. 3% wzrost wydajności pracy, średnia za ostatnie 5 lat to 1,8% r/r). Z tego względu prognoza dla presji płacowej jest obciążona ryzykiem w górę.

Po trzecie, przy stabilizacji inflacji bazowej (wynik w/w czynników) na poziomie 2-2,5% w horyzoncie projekcji – tempo dojścia do tego poziomu może wszelako być zbyt niskie, biorąc pod uwagę zachowanie części miar momentum inflacji bazowej w ostatnich miesiącach – o osiągnięciu, przebicium lub niedostrzeleniu celu inflacyjnego decydują trajektorie cen żywności i nośników energii. Te, tradycyjnie już, będą się zdaniem NBP stabilizować w kolejnych latach. Oznacza to, co oczywiste (i zauważył to na ostatniej konferencji RPP K. Zubelewicz), że ścieżka inflacji w projekcji jest postawiona na ostrzu noża. Wynika to zarówno z czysto statystycznych efektów ewentualnego wzrostu cen żywności i energii, jak i efektów drugiego rzędu, które wówczas mogą wystąpić. Wreszcie, dla porządku dodajmy, że proponowana opłata paliwowa nie została uwzględniona w projekcji.

Reasumując, lipcowa projekcja inflacyjna pokazuje świat w bardzo różowych barwach: wzrost gospodarczy niejako samoczynnie zbiegnie do dynamiki produktu potencjalnego; przyspieszeniu w płacach towarzyszyć będzie wysoki wzrost wydajności pracy; inflacja sama powróci do celu na koniec horyzontu prognozy. Jest to obraz zarówno prawdopodobny, jak i w śred-

nim terminie obciążony szeregiem ryzyk (najpewniej w kierunku wyższej inflacji). Warto zauważyć, że kierunek rewizji prognoz inflacji w średnim terminie w kolejnych projekcjach NBP jest dodatni. Sugeruje to nie tylko, że do zacieśnienia monetarnego w Polsce dojdzie, ale również, że rynki mogą (przy sprzyjających danych) zacząć je wyceniać wcześniej niż na początku 2019 r., jak ma to miejsce obecnie.

Kolejne projekcje inflacji (środkie 50% przedziału)



## EURUSD fundamentalnie

EURUSD stabilny. Dziś kalendarz danych pozostaje bardzo ubogi. Uwagę można zwrócić na przemówienia Brainard i Kashkarięgo. Nie wydaje nam się jednak, aby słowa bankierów centralnych były w stanie obecnie zmienić równowagę rynkową. Funkcja reakcji Fed została już do tej pory dobrze przebadana i tym samym pewne odstępstwa od normy pojawiające się w komentarzach będą raczej traktowane jak szum. Fed nie ma żadnych argumentów, aby popędzić zacieśnienie polityki pieniężnej. Kluczowa dla krótkoterminowej ścieżki stóp procentowych będzie piątkowa inflacja. Korekta na rynku stopy procentowej (to akurat zdiagnozowaliśmy poprawnie: ruch rentowności w Niemczech był większy niż w USA) póki co tylko zatrzymała stabilizację EURUSD.

## EURUSD technicznie

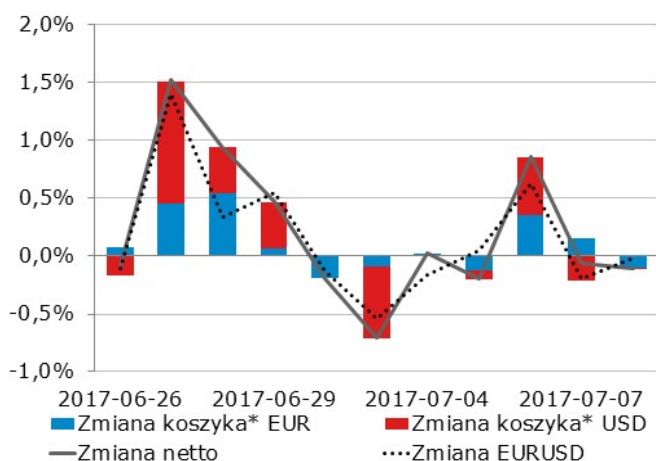
**Pozycja:** Mała pozycja short po 1,1407 z S/L 1,1455.

**Preferencja:** Trend wzrostowy.

Zmienność intraday na kursie EURUSD była wczoraj bardzo niska. W pierwszej części sesji notowania lekko spadły, ale nie wystarczyło to do przebicia spłotu MA30/MA55 na wykresie 4h. Zajęta wczoraj kontrariańska pozycja short jest na niewielkim plusie. W szerszym ujęciu prawie nic się nie zmieniło. Na wykresie dziennym powstaje formacja podwójnego szczytu, która może przełamać trend wzrostowy, a przestrzeń do spadku wewnątrz kanału wzrostowego na wykresie tygodniowym jest wciąż spora. Ostatnie maksima lokalne pomogły przy ustalaniu pozycji S/L. Pozostawiamy pozycję short na razie bez zlecenia T/P.

Wsparcie	Opór
1,1296	1,1711
1,1104	1,1616
1,0821	1,1445

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

EURPLN stabilny. Złoty nie jest beneficjentem uspokojenia nastrojów na rynkach; kluczem jest zapewne mała skala osłabienia, które dotknęło złotego podczas korekty globalnych rentowności w górę. Pozostaje nam powtórzyć to, co wczoraj. Bezpośrednim zagrożeniem dla złotego mogłyby być ujemne realne stopy oraz brak nowych impulsów w zakresie przyspieszenia PKB (temat mógł się zgrać). Nie zgrały się naszym zdaniem jeszcze kwestie fiskalne (trwała poprawa strumienia PKB to ciągle niespodzianki budżetowe in plus) a zrównoważenie gospodarki to wciąż spory atut w świecie, kiedy kapitał może nagle zacząć wracać do strefy euro i USA. Ostatnie zachowanie złotego pokazuje, że pomiędzy tymi dwoma rządami czynników utworzyła się pewna równowaga. Wydaje się, że w obecnym momencie można ją ekstrapolować w przyszłość.

## EURPLN technicznie

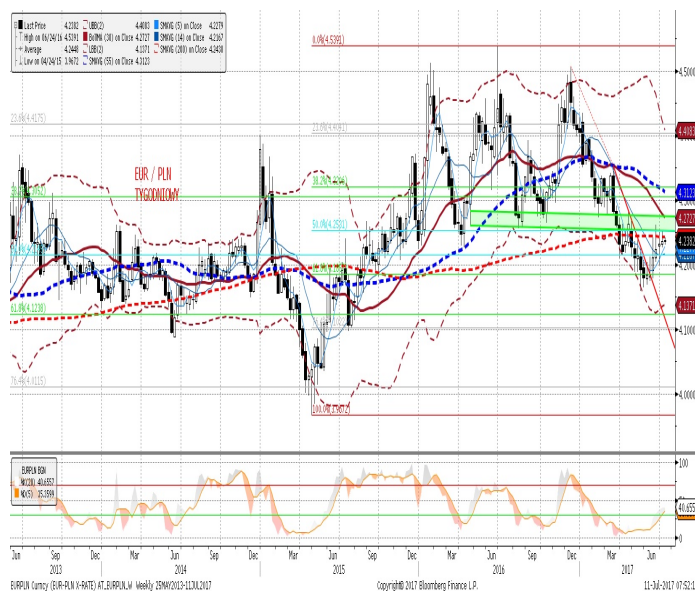
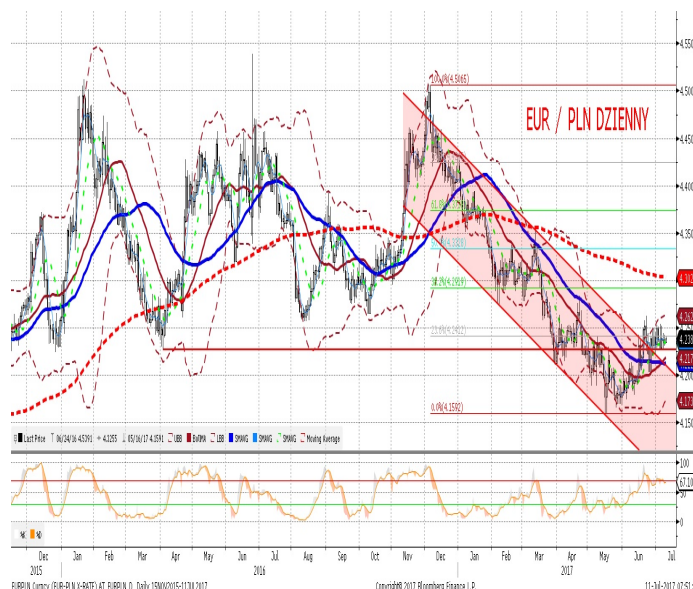
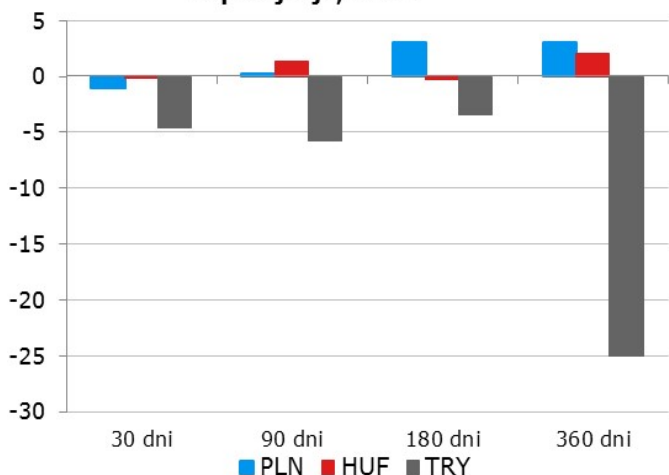
**Pozycja:** Mała pozycja short po 4,25 z S/L 4,2630 oraz T/P 4,2180.

**Preferencja:** Range 4,20-4,26.

Wczorajszy dzień nie przyniósł większych zmian na kursie EURPLN. Notowania wprawdzie podejmowały próby spadków, jednak za każdym razem ruch w dół szybko cię cofał. Aktualnie obserwujemy konsolidację wokół spłotu MA30 i MA55 na wykresie 4h, czyli mniej więcej w środku wąskiego range 4,2250/4,25. Wciąż nie widzimy wyraźnych sygnałów kierunkowych, które mogą spowodować wybiec z tej formacji. Wciąż możliwy jest jednak powrót do ruchu w szerszym range 4,20-4,25, dlatego pozostawiamy pozycję short (zarabia w tej chwili niewiele ponad figurę). Najważniejszym wsparciem jest aktualnie dawne minimum lokalne (4,2269). Czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

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
1Y	1.76	1.80
2Y	1.90	1.94
3Y	2.04	2.08
4Y	2.19	2.23
5Y	2.35	2.39
6Y	2.50	2.54
7Y	2.60	2.64
8Y	2.69	2.73
9Y	2.76	2.80
10Y	2.81	2.85

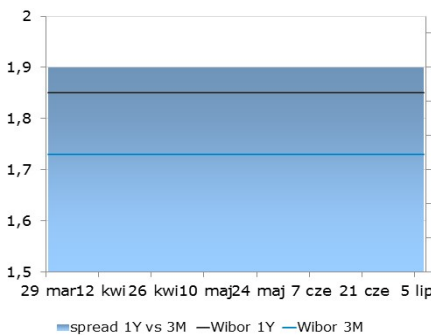
depo	BID	ASK
ON	1.30	1.70
1M	1.43	1.83
3M	1.55	1.90

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2348
USD/PLN	3.7160
CHF/PLN	3.8521

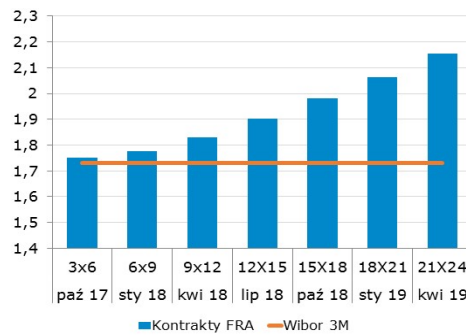
FRA	BID	ASK
1x2	1.65	1.69
1x4	1.72	1.75
3x6	1.72	1.75
6x9	1.75	1.78
9x12	1.80	1.83

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1397
EUR/JPY	129.97
EUR/PLN	4.2330
USD/PLN	3.7159
CHF/PLN	3.8433

### WIBOR 3M i 1Y



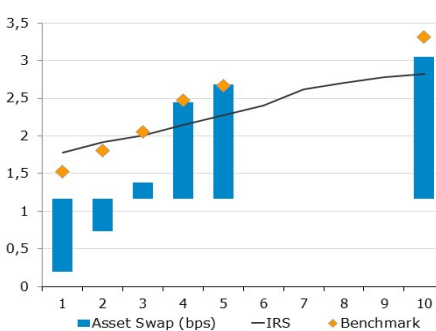
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



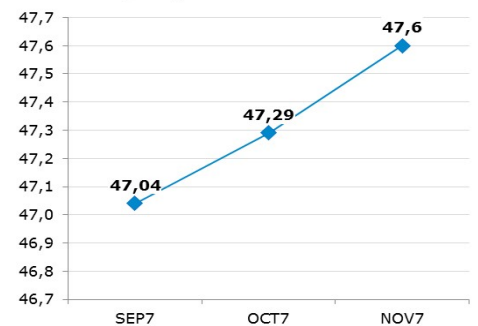
### Asset swap i IRS



### 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.