

17 lipca 2018

Raport Dzienny

Autorzy:

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

Nasze wszystkie publikacje
dostępne są na stronie
internetowej pod adresem:
www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/

Można nas również śledzić w
serwisie Twitter:

[@mbank_research](https://twitter.com/mbank_research)

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
16.07.2018 PONIEDZIAŁEK							
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q2		6.7	6.8	6.7
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze		6.5	6.8	6.0
9:00	POL	Projekcje DAE NBP					
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	cze	0.6	0.6	0.5	0.6
14:00	POL	Rachunek bieżący (mln EUR)	maj	406	52	-21	42
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	maj	17200	17325	17176	17251
14:00	POL	Import (mln EUR)	maj	17000	17410	16862	17153
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	cze		0.5	1.3 (r)	0.5
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	lip		21.0	25.0	22.6
17.07.2018 WTOREK							
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	cze	7.0	7.0	7.0	
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	cze	3.6	3.7	3.7	
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	maj		4.2	4.2	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.5	-0.1	
18.07.2018 ŚRODA							
10:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze	7.0	6.0	5.4	
10:00	POL	Produkcja budowlana r/r (%)	cze	21.1	20.4	20.8	
10:00	POL	PPI r/r (%)	cze	3.8	3.7	2.8	
10:30	GBR	CPI r/r (%)	cze		2.6	2.4	
11:00	EUR	CPI r/r (%) <i>finalny</i>	cze		2.0	1.9 (r)	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	cze		1320	1350	
14:30	USA	Pozwolenia na b. domów (tys.)	cze		1330	1301	
19.07.2018 CZWARTEK							
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.07		221	214	
14:30	USA	Indeks Phily Fed (pkt.)	lip		21.5	19.9	
20.07.2018 PIĄTEK							
1:30	JAP	CPI r/r (%)	cze		0.8	0.7	
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	cze	9.0	8.2	7.6	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dziś GUS opublikuje miesięczne dane z rynku pracy. Roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw powinna spaść w czerwcu do 3,6% z 3,7% miesiąc wcześniej. Oczekujemy również, że nominalny wzrost płac ustabilizuje się na poziomie z maja (7,0% r/r). Dynamika tej kategorii jest napędzana głównie przez przemysł oraz budownictwo.

Gospodarka globalna: Dane z brytyjskiego rynku pracy powinny pokazać utrzymanie relatywnie niskiej stopy bezrobocia, umiarkowanego tempa wzrostu płac i solidnego wzrostu liczby pracujących. W Stanach Zjednoczonych zostaną dziś opublikowane dane o produkcji przemysłowej – tu zobaczymy solidne odbicie produkcji w czerwcu po spadkach w maju. Ważnym punktem kalendarza będzie również przedstawienie przed Kongresem półrocznego raportu o polityce pieniężnej przez J.Powella.

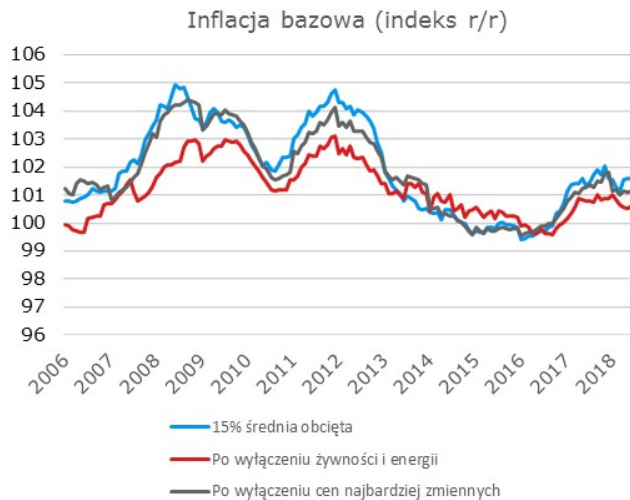
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **Ancyparowicz:** Jeżeli nie pojawią się zagrożenia zewnętrzne, to Rada Polityki Pieniężnej może pozostawić stopy proc. na niezmiennym poziomie przez całą swoją kadencję, czyli do 2022 r. Podwyżki stóp proc. są mało prawdopodobne, a obniżki całkowicie wykluczone.
- **NBP:** Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, w relacji rdr wyniosła w czerwcu 0,6 proc. wobec 0,5 proc. w maju.
- **NBP:** Kamil Zubelewicz głosował przeciwko przyjęciu pozytywnej oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2017 r.

Decyzja RPP (05.09.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.364	-0.003
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.860	0.011
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.211	0.024
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

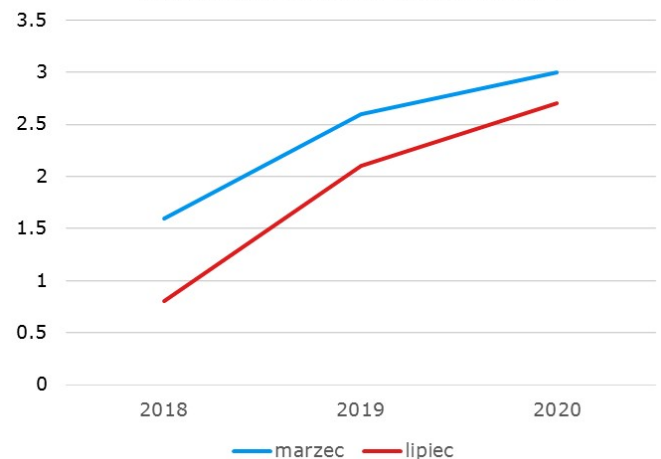
Inflacja bazowa i projekcja inflacyjna NBP

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) wyniosła w czerwcu 0,6% r/r. Ta miara inflacji pozostaje najniższa ze wszystkich podawanych przez NBP. Tym niemniej, wszystkie poruszają się w cyklu w tandemie, a rozbieżności dotyczą tylko poziomów, ale nie kierunku.



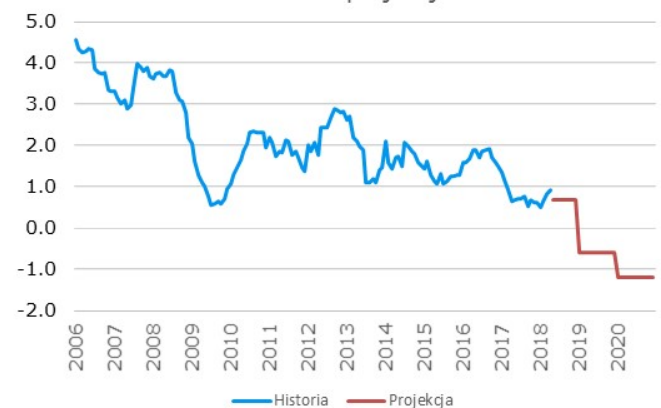
Najnowsza projekcja ścieżki inflacji przygotowana przez NBP została obniżona względem poprzedniej, marcowej projekcji. Sam fakt rewizji inflacji bazowej w dół jest dla nas zagadkowy. Oczywiście model NECMOD ma wiele stopni swobody, jednak naszym zdaniem głównym czynnikiem, który zdecydował o obniżeniu ścieżki inflacji przy de facto bardziej pro-inflacyjnym zbiorze wskaźników gospodarki, było dostosowanie modelu do bieżącej rzeczywistości, a więc obecnie niskiej inflacji bazowej. Jest to logicznie atrakcyjne posunięcie, gdyż dopasowuje stan zmiennej nieobserwowalnej do bieżącego zbioru zmiennych obserwowalnych (podobnie postępuje teraz Fed). W konsekwencji, luka popytowa w latach 2016-2017 jest obecnie uznawana przez NBP za większą niż poprzednio (rewizja w dół o 0,3%). Sama rewizja luki nie wystarcza jednak do obniżenia ścieżki inflacji bazowej. Doszło także prawdopodobnie do przeszacowania w dół wrażliwości inflacji bazowej na zmienne makro (lub zadziałały tu korekty eksperckie – tego nie wiemy). Przeszacowanie modelu (o ile do niego doszło) prowadzące do większego uwzględnienia bieżących danych w oszacowaniach parametrów na pewno poprawiają jego dopasowanie do bieżącej rzeczywistości. Z doświadczenia wiemy jednak, że nie musi to wcale poprawiać predykcji z modelu, jeśli nie ma jednoznacznych przesłanek, aby sądzić, że mechanika funkcjonowania gospodarki uległa trwałej zmianie.

Porównanie projekcji inflacji bazowej



Pomijając jednak sam fakt rewizji, nawet bieżąca ścieżka inflacji bazowej sprawia, że w horyzoncie projekcji polityka pieniężna – mierzona realną stopą repo deflowaną inflacją bazową – jest wyjątkowo ekspansywna. Dzieje się to w gospodarce, w której płace rosną po 7%, dynamika liczby pracujących spada, stopa bezrobocia osiąga nowe, rekordowe minima, dynamika jednostkowych kosztów pracy delikatnie przyspiesza (ale wciąż – chyba dość zagadkowo – plasuje się pomiędzy 3 a 4% r/r), a luka popytowa pozostaje średnio około 1,5% powyżej potencjalnego PKB. Zasadne jest w tym wypadku pytanie, czy jest to optymalna polityka pieniężna i czy taka ścieżka stóp zostanie zrealizowana.

Stopa repo realna (deflowana inflacją bazową) + średnioroczna projekcja NBP



Naszym zdaniem bieżące, spokojne nastawienie RPP wynika w dużej mierze z bieżących obserwacji niskiej inflacji. Nastawienie Rady zmieni się w momencie, kiedy inflacja bazowa będzie plasować się wyżej. A przestrzeń do zmiany nastawienia jest spora, gdyż podobnie jak w poprzednich epizodach wydłużania *forward guidance* przez prezesa następuje зараżenie tego typu poglądami innych członków RPP (patrz wczorajsze wypowiedzi Ancyparowicz). Nie jest to scenariusz na najbliższe miesiące, ponieważ inflacja bazowa będzie pozostawała komfortowo niska. Nie zmieniamy jednak zdania, że do podwyżki stóp procentowych dojdzie pod koniec 2019 roku. Utrzymanie bieżącej restrykcyjności polityki pieniężnej (nadal pozostajemy w orbicie stopy repo deflowanej inflacją bazową – patrz wcześniejszy wykres) wymaga, *ceteris paribus*, około 200 pb podwyżek do końca 2020 roku. Choćby z tego punktu widzenia oczekiwanie rozpoczęcia cyklu pod koniec 2019 roku nie wydaje się scenariuszem



nadmiernie wygórowanym. Podobnie na tym tle wyglądają bieżące oczekiwania rynkowe dotyczące głębokości cyklu podwyżek (ledwie kilka).

EURUSD fundamentalnie

EURUSD przebił wczoraj poziom 1,17 pomimo dobrych danych z USA (koniunktura, sprzedaż detaliczna). O ile czynniki fundamentalne sprzyjają wciąż mocnemu dolarowi, o tyle znakomita ich większość jest już najprawdopodobniej wyceniona i uwzględniona przez uczestników rynku w ich zakładach. W konsekwencji, na EURUSD dominuje zachowanie graczy technicznych oraz dryf w górę, w omawianej tutaj parze walutowej sprzyjający raczej wspólnej walucie. Wznowienie aprecjacji dolara będzie wymagać nowych sygnałów. Być może takowych dostarczą dzisiejsze pozycje z kalendarza makro – najważniejszą będzie wystąpienie J.Powella przed Kongresem (o 16:00). Nie można również wykluczyć, że część wczorajszego ruchu to zasługa pozycjonowania przed tym wydarzeniem.

EURUSD technicznie

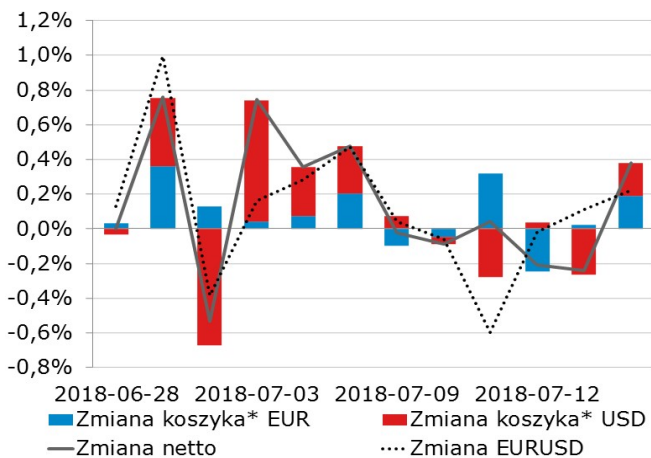
Pozycja: Brak.

Preferencja: Range (1,15-1,18).

Przez większą część wczorajszej sesji notowania EURUSD konsolidowały się w wąskim range 1,1700–1,1720, momentum wzrostowe z piątku wyraźnie wygasło. Kurs znajduje się zaraz pod MA55 na wykresie dziennym (tym razem to średnia zbliżyła się do notowań), jednak ważnym oporem są dopiero okolice 1,18. Właśnie tam znajduje się góra aktualnego range. Nie widzimy na razie sygnałów wybicia z tej formacji, a aktualne notowania nie zachęcają do grania range od strony pozycji short, ani long. Czekamy na dojsie do górnej lub dolnej granicy range, wtedy zdecydujemy, czy będziemy grali na uchwianie, czy wybicie z formacji.

Wsparcie	Opór
1,1510	1,2183
1,1187	1,1851
1,0341	1,1791

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Złoty mocniejszy – wczoraj testowany był (bez powodzenia) poziom 4,30 na EURPLN. Złotemu obecnie pomagają przede wszystkim osłabienie dolara (wczoraj EURUSD ostatecznie przebił 1,17), a także związana z nim poprawa sentymentu wobec rynków wschodzących. Tym niemniej, należy zauważyć, że żadna ze strukturalnych słabości złotego nie została wyeliminowana. W szczególności, perspektywa utrzymywania niskich stóp procentowych (realnie ujemnych) w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej zapewnia złotemu dużą wrażliwość na epizody wyprzedzały walut EM. Na liście najsilniej tracących walut rynków wschodzących jeszcze zobaczymy złotego. Dziś najprawdopodobniej zobaczymy kontynuację prób przełamania poziomu 4,30 na EURPLN, choć nie będą one związane z żadną z dzisiejszych publikacji (dane z rynku pracy bez wpływu na notowania).

EURPLN technicznie

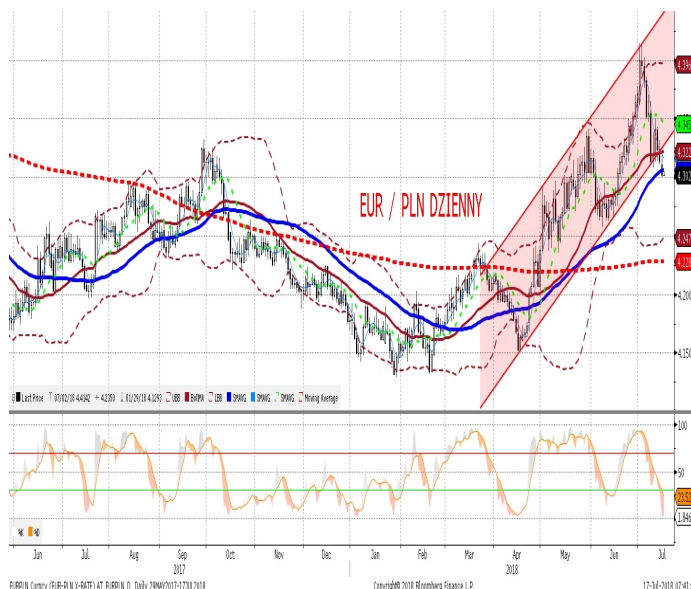
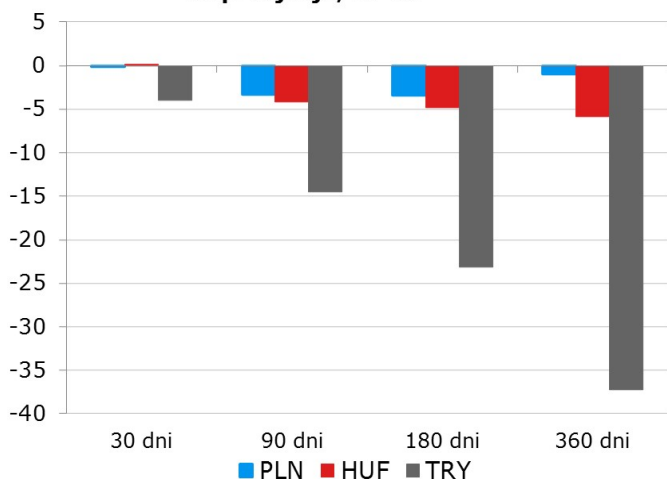
Pozycja: Złapane zlecenie S/L po 4,3020 na pozycji long zajętej po 4,3238 i 4,3152 (218 i 132 ticki straty).

Preferencja: Wybicie w dół z kanału wzrostowego.

Kurs EURPLN kontynuował wczoraj ruch w dół, nie zrealizowała się wyczekiwana przez nas formacja podwójnego dna. Notowania przebiły MA55 na wykresie dziennym, przez co złapaliśmy zlecenie S/L. Ruch w dół zatrzymał się jednak nieoczekiwanie w okolicy 4,30. Nie uważamy tego za ważny poziom techniczny, aktualnie najważniejszym wsparciem są dopiero okolice 4,26 (dawne minimum lokalne). Nie jesteśmy przekonani, czy spadek będzie dzisiaj kontynuowany. Szersze ujęcie na to wskazuje (wybicie w dół z kanału), ale możliwa jest korekta wzrostowa. Po zostajemy poza rynkiem, czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

Wsparcie	Opór
4,2600	4,5065
4,2284	4,4142
4,2030	4,3409

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.77	1.81
2Y	1.92	1.96
3Y	2.10	2.14
4Y	2.28	2.32
5Y	2.44	2.48
6Y	2.57	2.61
7Y	2.67	2.71
8Y	2.76	2.80
9Y	2.84	2.88
10Y	2.92	2.96

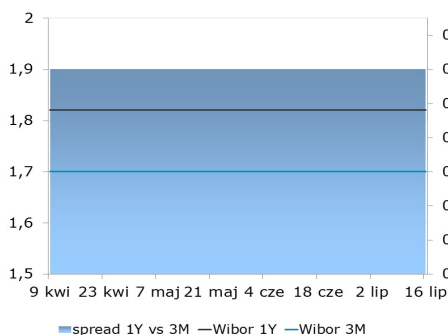
depo	BID	ASK
ON	1.32	1.58
1M	1.61	1.81
3M	1.46	1.76

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3076
USD/PLN	3.6828
CHF/PLN	3.6816

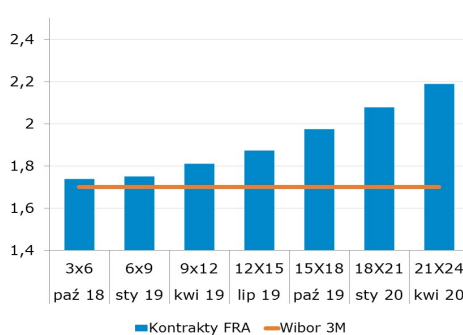
FRA	BID	ASK
1x2	1.62	1.66
1x4	1.68	1.74
3x6	1.70	1.74
6x9	1.71	1.75
9x12	1.77	1.81

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1709
EUR/JPY	131.48
EUR/PLN	4.3003
USD/PLN	3.6735
CHF/PLN	3.6837

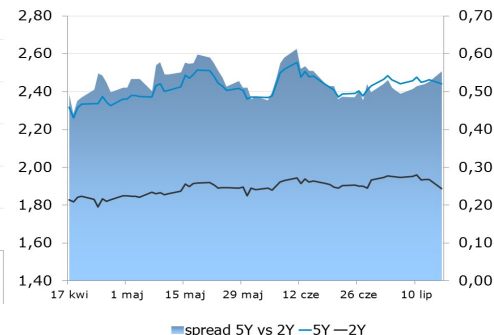
WIBOR 3M i 1Y



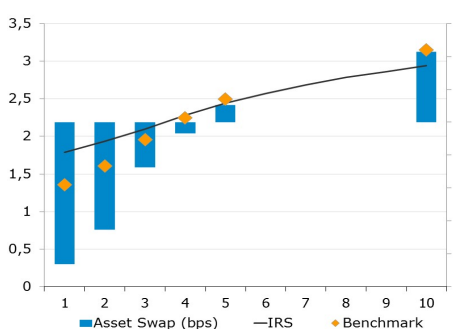
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



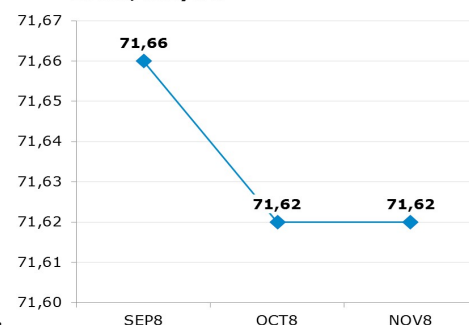
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



Uwaga!

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z § 9 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. 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 (Dz. U. z 2015 r. poz. 878 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego, pochodzą z serwisów informacyjnych (Reuters, Bloomberg) i mają charakter wyłącznie informacyjny.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.

Skrzynka pocztowa research@mbank.pl służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.