

9 lipca 2019

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

Maciej Zdrolik
analityk
tel. +48 22 829 02 56
maciej.zdrolik@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 zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
8.07.2019 PONIEDZIAŁEK							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.4	-2.0 (r)	0.3
9:00	POL	Raport o inflacji NBP	lip				
9.07.2019 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	cze		3.7	3.9	
10.07.2019 ŚRODA							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	cze		2.7	2.7	
3:30	CHN	PPI r/r (%)	cze		0.2	0.6	
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.3	0.4	
10:30	GBR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		1.5	-2.7	
20:00	USA	Minutes FOMC	cze				
11.07.2019 CZWARTEK							
9:00	CZE	CPI r/r (%)	cze		2.7	2.9	
14:30	USA	CPI r/r (%)	cze		1.6	1.8	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	06.07		221	221	
12.07.2019 PIĄTEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.2	-0.5	
14:30	USA	PPI r/r (%)	cze		1.6	1.8	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka globalna: Dziś zostaną opublikowane dane o inflacji CPI na Węgrzech, która, po majowym wzroście do 3,9%, w czerwcu wg rynkowego konsensusu lekko spowolni do 3,7%.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

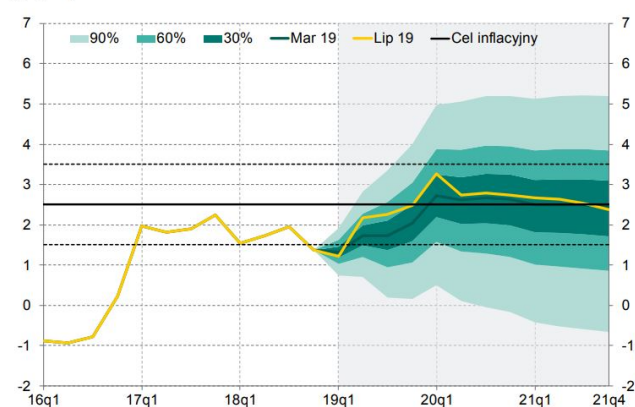
- NBP: Centralna ścieżka projekcji zakłada, że inflacja CPI w 2019 r. wyniesie 2,0 proc., zaś inflacja bazowa ukształtuje się na poziomie 1,7 proc. – wynika z lipcowej projekcji NBP. W porównaniu do marcowego raportu, podniesiono zarówno szacunki inflacji na lata 2019-2021, jak i prognozy dynamiki PKB w latach 2019-2020.
- NBP: Bilans ryzyka dla CPI i PKB wskazuje na prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej scenariusza centralnego projekcji - wynika z lipcowego „Raportu o inflacji”.
- NBP: Czterech członków Rady Polityki Eugeniusz Gatnar, Łukasz Hardt, Jerzy Kropiwnicki i Kamil Zubelewicz – głosowało przeciwko przyjęciu rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2018 r. – podał bank centralny w lipcowym raporcie o inflacji.

Decyzja RPP (11.09.2019)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	-0.384	0.009
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.039	0.003
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.282	0.001
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

NBP dołącza do pesymistów w kwestii inflacji i PKB

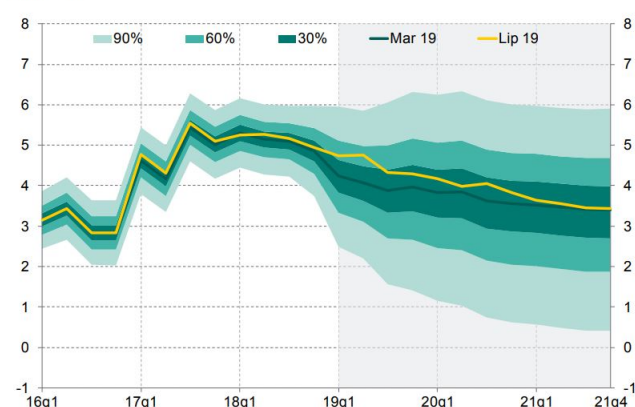
Zręby najnowszych projekcji inflacyjnych poznaliśmy w zeszłym tygodniu w komunikacie po posiedzeniu RPP, wczoraj zaś zaprezentowano najnowszy „Raport o inflacji”. Ogólny wydźwięk nowych projekcji jest jasny i niezmienny w stosunku do poprzednich raportów: PKB będzie niemal monotonicznie spowalniać w kierunku 3,5% r/r, a wzrost inflacji obserwowany obecnie i w przyszłym roku będzie przejściowy. Krótko mówiąc, bez żadnych ruchów w polityce pieniężnej gospodarka sama się zrównoważy. Głównymi czynnikami gwarantującymi samoczynny powrót inflacji do celu są, tradycyjnie już, spowolnienie w gospodarce światowej, wygasanie unijnego cyklu wydatkowego oraz przyspieszanie produktu potencjalnego, łącznie zmniejszające dodatkową lukę popytową i ograniczające wzrost wynagrodzeń relatywnie do wydajności pracy. W konsekwencji – i widzieliśmy to już wielokrotnie – inflacja bazowa wyhamowuje w połowie 2020 roku i zaczyna delikatnie spadać w ostatnich kwartałach projekcji. Pewną nowością i odstępstwem od tradycji pokazywania gasnącej nakładki paliwowo-żywnościowej jest stały impuls inflacyjny ze strony cen energii, ale to jest konsekwencją przyjętego przez NBP założenia o rozciągnięciu podwyżek cen energii w czasie na trzy lata.

Wykres 4.27 Projekcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.25 Projekcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (r/r, %)

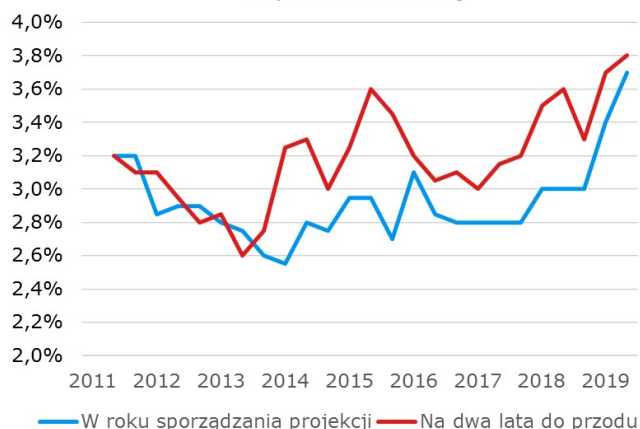


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

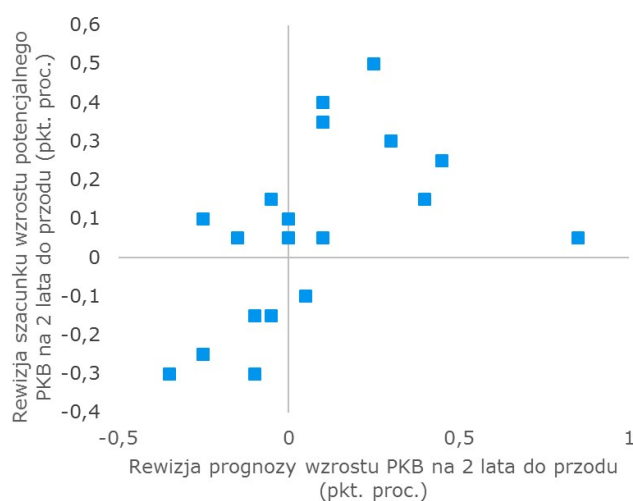
W warstwie diagnostycznej raportu i prezentacji znalazło się sporo wątków, do których sami nawiązywaliśmy. Analitycy NBP zgadzają się z pozytywną oceną wzrostu inwestycji prywatnych w 2019 roku – to właśnie popyt inwestycyjny przedsiębiorstw był głównym motorem rewizji prognoz PKB na najbliższe kwartały. W przypadku inflacji wiele miejsca poświęcono (ponownie) cenom żywności, natomiast wzrosty inflacji bazowej zostały scharakteryzowane jako przejściowe i napędzane przez czynniki jednorazowe i efekty bazowe (tutaj byłoby skłonić spisać protokół rozbieżności). Ciekawym wątkiem okazała się analiza przyczyn relatywnej siły polskiego eksportu – Polska jest relatywnie silnie podpięta pod łańcuchy dostaw i produkcji dóbr konsumpcyjnych, podczas gdy spowolnienie w światowym handlu dotknęło przede wszystkim dóbr inwestycyjnych i pośrednich, a popyt konsumpcyjny w gospodarkach rozwiniętych wciąż rośnie w solidnym tempie. Mimo wszystko jednak, tempo wzrostu PKB na początku roku w strefie euro i w Polsce okazało się być zawyżone przez czynniki jednorazowe i kolejne kwartały przyniosą, odpowiednio, stabilizację i systematyczne spowolnienie. Na początku 2021 r. wzrost PKB spadnie zdaniem NBP poniżej potencjału.

Zachowanie produktu potencjalnego tradycyjnie już idzie pod prąd konwencjonalnym opiniom opartym o procesy demograficzne i niedostatek inwestycji. W istocie rzeczy, obecnie DAE NBP prognozuje wzrost dynamiki produktu potencjalnego na koniec horyzontu prognozy (czyli w 2021 r.) do najwyższego poziomu od kryzysu. Wzrost potencjału o ok. 3,7% w 2021 jest również najszybszym prognozowanym w historii, przynajmniej od momentu, kiedy w „Raporcie o inflacji” i prezentacji do niego zaczęto publikować szacunki potencjalnego PKB i jego dekompozycji. Jeśli uwzględnimy wysokie szacunki potencjału na lata 2018-2020, to NBP nigdy nie był bardziej optymistyczny w kwestii tego, w jakim tempie może polska gospodarka rozwijać się w sposób zrównoważony. Warto zauważyć, że wzrost optymizmu w tej kwestii jest zjawiskiem długotrwałym, a zmiana myślenia odbywała się w ostatnich latach stopniowo i w dużej mierze wynikała z systematycznego przeszacowywania inflacji bazowej w latach 2013-18. Ex post NBP przyznał zresztą w aktualnym „Raporcie o inflacji”, że najnowsze badania wskazują na mniejszą wrażliwość inflacji na zmiany krajowej koniunktury. Przekładając na język formalny, zdaniem ekonomistów NBP krzywa Philipsa jest coraz bardziej płaska i jej płaszczyzna ma asymetryczny charakter (dotyczy w większym stopniu sytuacji, gdy stopa bezrobocia spada). Jako przyczyny takiego stanu rzeczy można wymienić strukturalne zmiany na rynku pracy, globalizację i zmianę zachowania rynków surowcowych w ostatnich latach. Oczywiście, nie wyjaśnia to bezpośrednio zmian szacunków produktu potencjalnego – one są przynajmniej częściowo wynikowe względem zmiany sposobu myślenia o procesach inflacyjnych.

Szacunki wzrostu produktu potencjalnego w
"Raportach o inflacji"



Komentując ostatnie posiedzenie RPP wyrażaliśmy wątpliwość, czy członkowie RPP są w stanie wyobrazić sobie trwały wzrost inflacji, a NBP taką trajektorię zaprognozować. W świetle najnowszego „Raportu o inflacji” jest to wątpliwe – fakt życia w świecie niskiej inflacji i niskiego wzrostu PKB został w dużej mierze zinternalizowany przez banki centralne i NBP nie wyróżnia się pod tym względem.



Kluczowa kwestia została poruszona już w końcówce konferencji. Co musiałoby się stać, aby projekcja wskazała na inflację trwale orbitującą w okolicy górnego ograniczenia pasma dopuszczalnych odchyleń od celu? Innymi słowy, jakie założenia doprowadziłyby NBP do zaprognozowania trwałego wzrostu inflacji? Zdaniem przedstawicieli DAE NBP scenariusz makroekonomiczny musiałby się zmienić na korzystniejszy i sytuacja w gospodarce światowej musiałaby się znacząco poprawić. Druga możliwość to silne negatywne szoki podaży. Nie jest jasne, czy takie założenia doprowadziłyby faktycznie do trwale wyższej prognozowanej ścieżki CPI. Po pierwsze, faktycznie zrealizowany okres wyższego wzrostu głównych partnerów handlowych (cały 2017 i początek 2018) projekcje przeszły suchą stopą i poprawa koniunktury zagranicą (ex post słusznie) została uznana za przejściową. Po drugie, prognozy spowolnienia wzrostu zagranicą są spójne z przewidywaniami innych instytucji, oceną pozycji cyklicznej głównych gospodarek i niskimi szacunkami wzrostu produktu potencjalnego tamże, który działa jak magnes dla prognoz wzrostu PKB. Optymistyczny scenariusz dla gospodarki światowej jest więc jednocześnie nieprawdopodobnym. Po trzecie, zmiana natury szoków podaży na świecie (strukturalnie niższy popyt, elastyczna podaż surowców energetycznych) sprawia, że prognozowanie trwałych i silnych negatywnych szoków tego rodzaju traci uzasadnienie. Po czwarte, z w/w powodów szoki zaobserwowane ex post zostaną uznane za przejściowe, jak miało to miejsce wielokrotnie.

EURUSD fundamentalnie

Wczoraj dzień bez większych wydarzeń na EURUSD, dolar lekko się umocnił na fali piątkowego umocnienia po danych z rynku pracy. Dzisiejszy dzień zapowiada się równie spokojnie – wpływ na dolara mogą mieć jedynie wystąpienia członków Fed (choć tu z większą uwagą będzie śledzone dopiero jutrzejsze wystąpienie Powella przed Kongresem), gdzie będzie można doszukiwać się sygnałów co do reakcji Fed na piątkowe dane (najprawdopodobniej nie zmieniają one decyzji co do lipcowej obniżki). W dłuższym horyzoncie sytuacja EURUSD pozostaje bez zmian – lokalne minimum zostało już ustanowione wiele tygodni temu, a przestrzeń do stymulacji monetarnej jest znacznie większa w USA, co przemawia za słabszym dolarem.

EURUSD technicznie

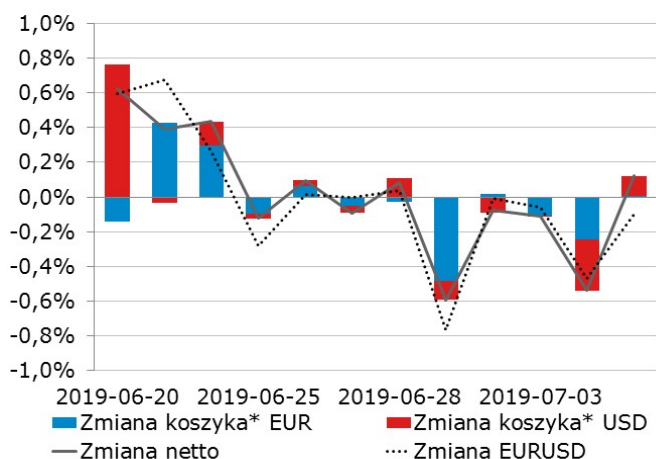
Pozycja: Brak.

Preferencja: Range.

Notowania wróciły do kanału spadkowego na wykresie dziennym i nabrały regularnego rytmu (duża czarna świeca, trzy dni konsolidacji, duża czarna świeca, itp.). Najbliższym poziomem wsparcia jest minimum lokalne z połowy czerwca (1,1181). Teoretycznie, ostatnia fala spadkowa pogłębiła tylko dywergencję na wykresie 4H, ale po ostatnim fiasku jesteśmy ostrożniejsi w kwestii tego rodzaju sygnałów. Bez pozycji, czekamy na wyklarowanie sytuacji.

Wsparcie	Opór
1,0864	1,1815
1,0341	1,1651
1,0000	1,1570

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Złoty nieznacznie osłabiał się wczoraj wobec euro, na fali piętkowego ruchu i typowych korelacji z EURUSD (mocniejszy dolar to słabszy złoty). O ile krótkoterminowe korelacje mogą powodować osłabienie złotego kanałem dolarowym, o tyle szerszy obraz na tej parze walutowej jest naszym zdaniem niezmienny. Złoty wyłamał się z rocznego zakresu wahań i w sprzyjających warunkach globalnych ma szansę na dalsze umocnienie (trzeba przy tym pamiętać, że będzie ono łagodniejsze niż epizody korekt deprecjacyjnych). W najbliższych dniach nie widać na horyzoncie istotnych czynników, które mogłyby złotym mocniej szarpnąć – dziś jedyną publikacją wartą uwagi jest odczyt węgierskiego CPI, ale jego przełożenie na EURPLN będzie zerowe.

EURPLN technicznie

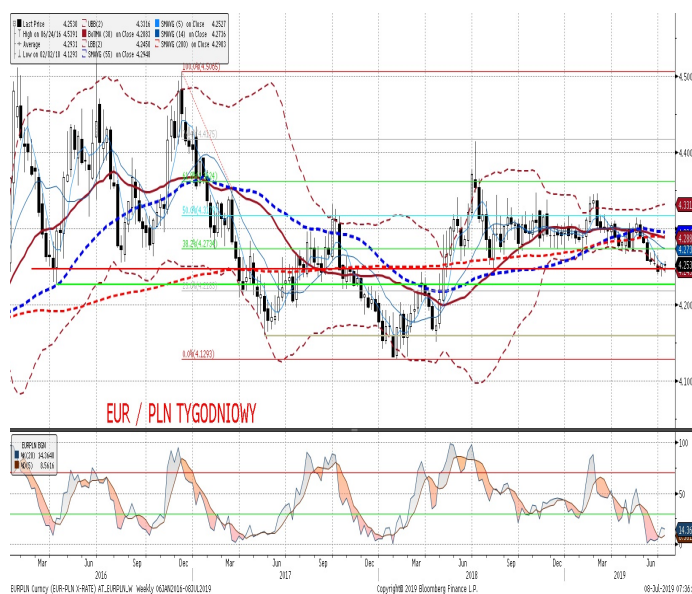
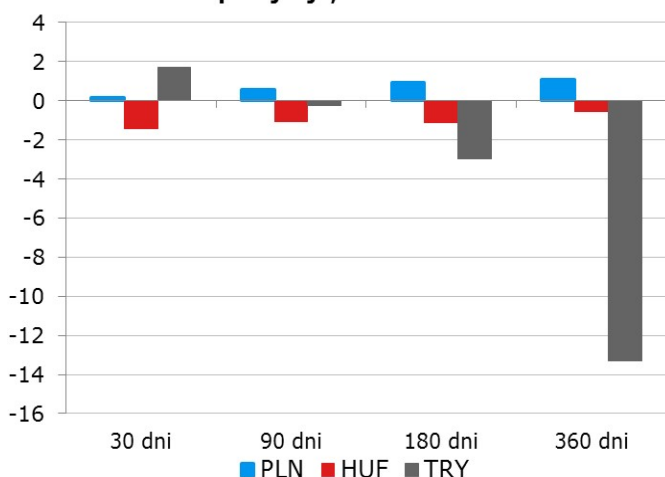
Pozycja: Mała pozycja long po 4,2425, S/L 4,2340, T/P 4,26.

Preferencja: Nowy range?

Do T/P zabrakło ledwie 7 pipsów, a notowania odbiły się od oporu wyznaczonego przez minima lokalne ze stycznia (wcześniej stanowiły ono ważne wsparcie dla kursu). Na wykresie 4H nie kluczowe opory znajdują się nieco wyżej (MA200 i Fibo na 4,2620), nie ma tam również dywergencji. Z tego względu decydujemy się na pozostawienie pozycji bez zmian i czekamy na ponowny atak na 4,26.

Wsparcie	Opór
4,2030	4,3460
4,1511	4,3142
4,1293	4,2588

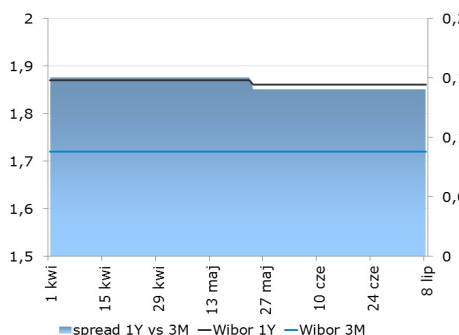
Ruchy walutowe w regionie (względem EUR). Wzrost - aprecjacja, spadek - deprecjacja, w %.



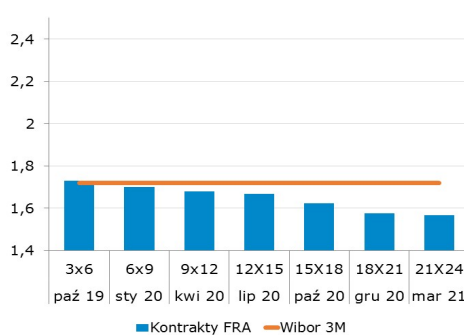
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.69	1.73	ON	1.35	1.50	EUR/PLN	4.2519
2Y	1.69	1.73	1M	1.40	1.60	USD/PLN	3.7857
3Y	1.69	1.73	3M	1.54	1.74	CHF/PLN	3.8194
4Y	1.72	1.76					
5Y	1.76	1.80					
6Y	1.80	1.84					
7Y	1.84	1.88					
8Y	1.88	1.92					
9Y	1.92	1.96					
10Y	1.96	2.00					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.61	1.67	EUR/USD	1.1213
1x4	1.69	1.75	EUR/JPY	121.91
3x6	1.69	1.73	EUR/PLN	4.2544
6x9	1.66	1.70	USD/PLN	3.7946
9x12	1.64	1.68	CHF/PLN	3.8146

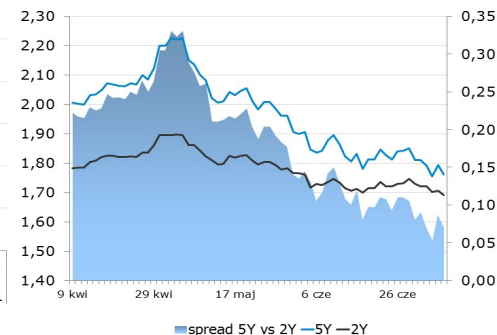
WIBOR 3M i 1Y



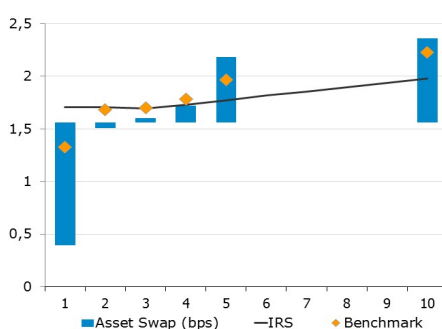
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



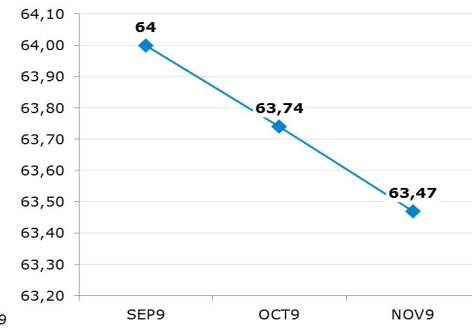
Asset swap i IRS



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 art. 83c Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o Obrocie Instrumentami Finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 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.