

10 marca 2017

## Raport Dzienny

### Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 66  
[ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Marcin Mazurek  
starszy 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  
<http://www.mbank.pl>

### Kalendarium danych

#### Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
<b>06.03.2017 PONIEDZIAŁEK</b>							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sty		1.0	1.3	1.2
<b>07.03.2017 WTOREK</b>							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	sty		-2.5	5.2	-7.4
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	sty		-48.5	-44.3	-48.5
<b>08.03.2017 ŚRODA</b>							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		2.7	-2.4 ( r )	2.8
9:00	HUN	CPI r/r (%)	lut		2.8	2.3	2.9
12:10	POL	Decyzja RPP (%)	lut	1.50	1.50	1.50	1.50
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	lut		185	261 ( r )	298
<b>09.03.2017 CZWARTEK</b>							
2:30	CHN	CPI r/r (%)	lut		1.8	2.5	0.8
2:30	CHN	PPI r/r (%)	lut		7.5	6.9	7.8
9:00	CZE	CPI r/r (%)	lut		2.4	2.2	2.5
13:45	EUR	Decyzja ECB (%)	mar		-0.400	-0.400	-0.400
13:45	EUR	Decyzja ECB (mld EUR)	mar		80	80	80
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	04.03		238	223	243
<b>10.03.2017 PIĄTEK</b>							
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		0.5	-0.9	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.)	lut		200	227	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	lut		4.7	4.8	
14:30	USA	Przeciętne zarobki godzinowe m/m (%)	lut		0.3	0.1	

### Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka globalna:** Dziś z rumieńcami na twarzy czekamy na NFP (14:30). Można zapytać, czy po tak dobrych częściowych odczytach z rynku pracy (osiągnięte kilkudziesięcioletnie minimum na rejestracjach bezrobotnych, blisko 300 tys. odczyt ADP – takie wystrzały korelują się dobrze z wystrzałami na NFP, utrzymanie wysokich wskaźników koniunktury dot. zatrudnienia, zwłaszcza w usługach) są jeszcze uczestnicy rynku oczekujący słabszego odczytu? Zapewne nie. Konsensus naszym zdaniem plasuje się obecnie na poziomie 200-220 tys. przy niewielkim spadku stopy bezrobocia (4,7) i umiarkowanie silnym odczycie dynamiki płac (0,3% – zaskoczenia układają się tu w kratkę; ostatnio było in minus). Uważamy, że silny odczyt będzie przyczynkiem do budowania się oczekiwań na szybsze zacieśnienie monetarne w USA (+ kolejne podwyżka docelowej stopy procentowej; Fed wydaje się w tym aspekcie nieco pro-cykliczny). Dziś jednak możemy jednak zobaczyć pewną realizację zysków. Inwestorzy muszą dojrzeć do kolejnej zmiany (już i tak optymistycznego) „view” a najważniejsi rynkowi generatorzy opinii nie skracają tak szybko jak notowania rynkowe.

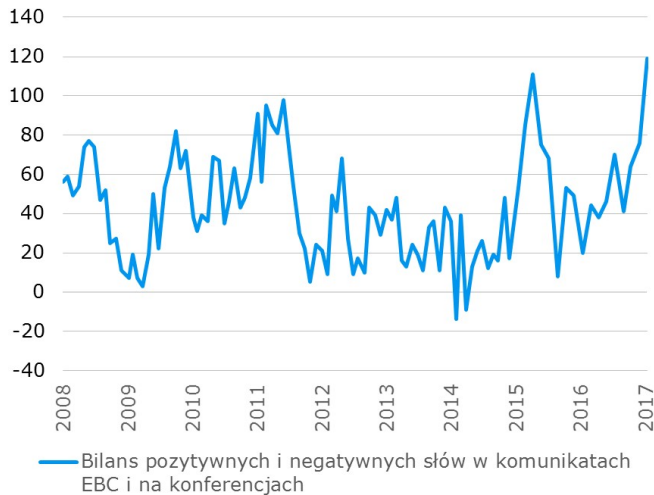
### Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Puls Biznesu: Po lutym wzrost dochodów z VAT wyniósł 40 proc. rdr.
- EUR: EBC podwyższył szacunki inflacji w strefie euro do 1,7 proc. z 1,3 proc. na '17, do 1,6 proc. z 1,5 proc. na '18. w '19 bez zmian 1,7 proc. rdr.
- USA: Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu w USA wzrosła o 20 tys. do 243 tys. z 223 tys. tydzień wcześniej po rewizji.

Decyzja RPP (04.04.2017)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%	GERGB 10Y	0.440	0.020
stopy bez zmian		100%	USAGB 10Y	2.613	0.008
obniżka 25 bps		0%	POLGB 10Y	0.000	0.000
<b>PROGNOZA mBanku</b>		<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

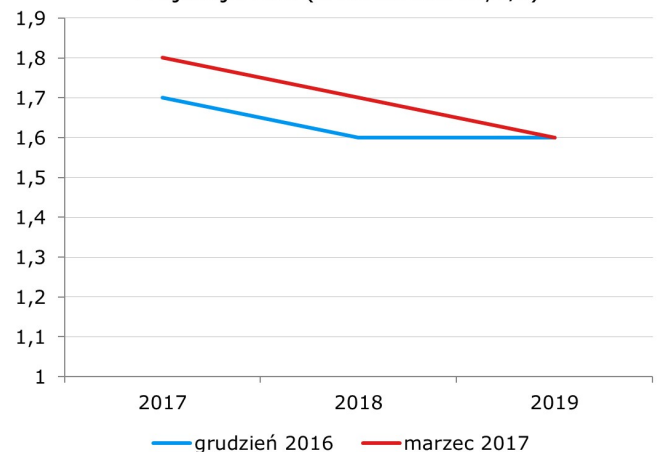
## EBC wykonuje malutki kroczek na drodze do zacieśnienia

Na wczorajszym posiedzeniu Europejski Bank Centralny nie zmienił stóp procentowych i utrzymał program skupu aktywów w niezmiennym kształcie (80 mld EUR / miesiąc do końca tego miesiąca, od kwietnia do końca b.r. 60 mld EUR / miesiąc). O ile zmian w parametrach polityki pieniężnej nie należało się spodziewać, o tyle wątpliwości przed posiedzeniem dotyczyły ewentualnych zmian w retoryce i modyfikacji projekcji inflacyjnych. Retoryka prezesa Draghiego okazała się faktycznie nieco bardziej jastrzębia niż na wcześniejszych posiedzeniach.

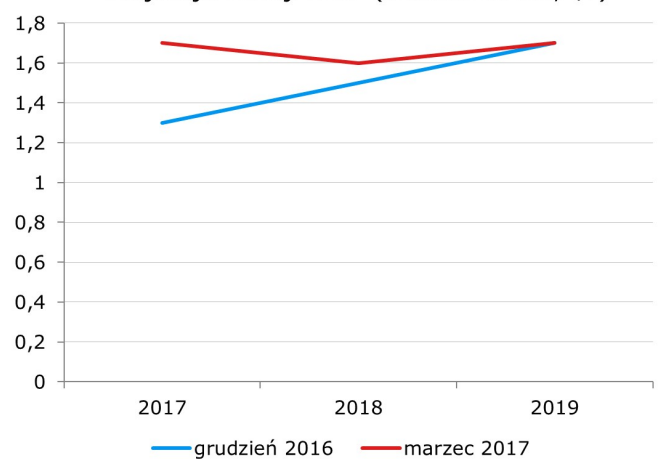


Po pierwsze, Draghi wielokrotnie chwalił stan gospodarki w strefie euro, cytując wybujałe wskaźniki koniunktury, poprawiającą się sytuację na rynku pracy i solidny wzrost w ostatnim kwartale (w istocie, optymizm EBC był największy od lat – patrz wykres powyżej). Znalazło to odzwierciedlenie w wyższych prognozach wzrostu PKB. Po drugie, zmieniła się ocena bilansu ryzyk dla gospodarki: jest on teraz bardziej zrównoważony, a negatywne ryzyka są mniej wyraźne (skrajne scenariusze mniej prawdopodobne). Po trzecie, z komunikatu usunięto zdanie „jeśli będzie to wymagane, w celu osiągnięcia celów statutowych Rada Gubernatorów użyje wszystkich dostępnych instrumentów”. Z jednej strony, wynika to z rezygnacji z TLTRO – prezes Draghi powiedział wprost, że najbliższe będzie ostatnim i ich dalsze stosowanie nie było dyskutowane. Z drugiej, jest to efekt konsensusu w ramach Rady Gubernatorów, że podejmowanie dalszych działań łagodzących politykę pieniężną nie jest już „pilne”. Po czwarte, dyskutowana była kwestia modyfikacji forward guidance, tak aby bank nie sygnalizował już możliwości dalszego obniżania stóp procentowych. Dyskusja ta była „pobieżna”, co sugeruje, że cięższy się to poparciem zdecydowanej mniejszości w łonie RG. Wreszcie, wprowadzenie ocena słowna inflacji nie zmieniła się ani o jotę, ale EBC podwyższył ścieżkę inflacji na 2017 i 2018 rok, a szczególnie projekcje zawierają nieznacznie wyższą trajektorię inflacji bazowej.

Projekcje PKB (średniorocznie, r/r)



Projekcje inflacji HICP (średniorocznie, r/r)



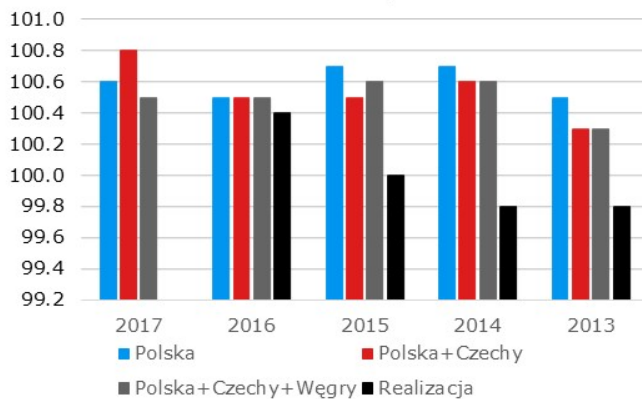
Efektom jastrzębiej retoryki EBC było umocnienie euro (o 0,5%) i silny wzrost rentowności długich obligacji. EBC, modyfikując swoją retorykę, wykonał pierwszy mały krok na drodze do normalizacji polityki pieniężnej. W najbliższych miesiącach nie należy się spodziewać podwyżek stóp procentowych (dogodny moment będzie zapewne na początku 2018 r.), ale EBC będzie stopniowo „jastrzębieć” wraz z kontynuacją dobrych danych z europejskiej gospodarki. Oczekiwaniami i wycenami rynkowymi będzie również naszym zdaniem sterować inflacja bazowa w strefie euro. Z punktu widzenia polskiego rynku obligacji jastrzębi EBC to zła wiadomość. Z jednej strony, zmniejsza to relatywną atrakcyjność polskich obligacji względem europejskich. Z drugiej zaś, stawia pod znakiem zapytania preferowany scenariusz RPP – trudno sobie wyobrazić sytuację, gdy inflacja w Polsce będzie spowalniać, podczas gdy europejska – przyspieszy.

## Po odczytach inflacji z regionu pozostajemy z prognozą inflacji 1,9% r/r

Odczyty z regionu (Czechy, Węgry) w lutym okazały się po raz kolejny wyższe od oczekiwań oraz wyższe od odczytów styczniowych. W obu przypadkach za przyspieszenie odpowiedzialne są wyższe ceny żywności, które wyznaczyły maksima lutowe w próbie (Czechy) lub poziomy tym ekstremom bliskie (Węgry). W tym samym czasie odczyty inflacji w ujęciu bazowym pozostały w ujęciu rocznym względnie stabilne.

Z uwagi na odmiennosć mechanizmów pass-through i inną charakterystykę cykliczną Polski, interesują nas głównie ceny żywności. Te w lutym zachowują się bardzo nietypowo i polskie dane nie odzwierciedlają dokładnie skali zmian w regionie, lecz jedynie ich kierunek. Dlatego też odczyty z regionu traktujemy jako okazję do korekty wyliczeń dokonanych stricte na danych polskich, przy czym najbardziej istotny dla tej korekty jest wynik modelu łączącego ceny polskie, czeskie i węgierskie (sekwencję napływu informacji odzwierciedlają na wykresie słupki od lewej do prawej, przy czym ostatni odczyt jest tym faktycznie podanym przez GUS).

Inflacja żywności m/m w lutym - korekty na podstawie kolejnych napływających informacji



Posługując się zależnościami tego typu oraz łącząc je z założeniami do prognozy (całkiem niemały wzrost cen owoców i warzyw w lutym, ale połączony ze spadkami w innych kategoriach będących pokłosiem niższych cen mięs oraz umocnienia kursu walutowego) stwierdzamy, że czujemy się komfortowo z przedziałem wzrostu cen żywności +0,4-0,6% m/m w lutym. To prawa część rozkładu zmian cen żywności m/m w lutym w Polsce. W konsekwencji podtrzymujemy prognozę inflacji w Polsce na poziomie 1,9% r/r. Zwracamy też uwagę na rewizję poprzedniego odczytu z uwagi na zmianę wag (najprawdopodobniej w dół).

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD wyżej po nieco bardziej jastrzębiej konferencji EBC (więcej w sekcji analiz). Sugerowaliśmy we wczorajszym komentarzu, że tak właśnie może się stać. Pozostaje pytanie, czy jest to już moment, aby odnawiać zakłady na spadki EURUSD? Dzisiejsze NFP są już w dużej mierze zdyskontowane przez rynek. Oczywiście jednak przy tak dobrej kondycji gospodarki można obstawiać szybsze zacieśnienie. Realizacja zysków na EURUSD do pewnego stopnia wystąpi (warto brać pod uwagę opory w okolicach 1,0660), jednak nie sądzimy, że będzie to coś więcej niż tylko lokalny fenomen. Odpowiadając na zadane pytanie: chyba warto jeszcze zachować cierpliwość i dać czas uczestnikom rynku. W najbliższych tygodniach zakłady na Fed pewnie jeszcze się wzmocnią, zaś kwestie związane z zacieśnieniem polityki pieniężnej przez EBC mogą zostać łatwo przysłonięte przez wydarzenia polityczne. Spadki EURUSD są nadal naszym preferowanym scenariuszem; szukamy alfy i idealnego poziomu.

## EURUSD technicznie

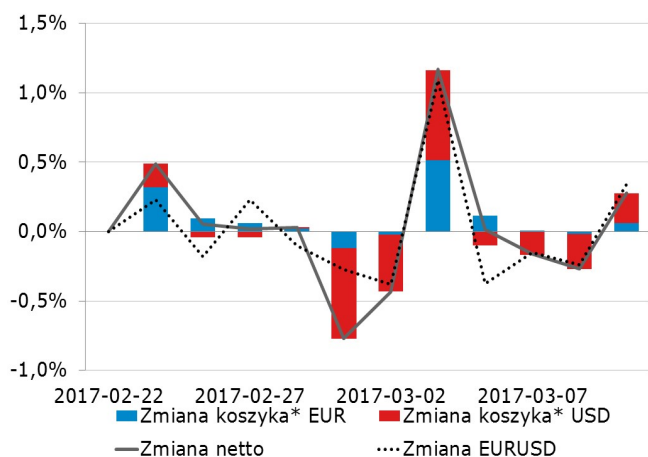
**Pozycja:** Mały short po 1,0556 z S/L 1,0660.

**Preferencja:** Short EURUSD poniżej 1,0829.

Przełamania splotu MA30 / MA55 na wykresie 4h nie traktujemy jako sygnału załamania trendu spadkowego. Średnie te od dłuższego czasu nie działają jako skuteczne wsparcia / opory, a za wczorajszą zmienność intraday odpowiadają w sporej części czynniki fundamentalne (czytaj więcej obok). Zachowanie MA55 na wykresie dziennym świadczy o tym, że wciąż możemy liczyć na spadek kursu w najbliższym okresie, z perspektywą ruchu do 1,0341. Ze względu na czynniki fundamentalne pozostajemy z małą pozycją short – wprawdzie poziomy są atrakcyjne, żeby zwiększyć pozycję, ale publikacje z amerykańskiego rynku pracy mogą znacznie poruszyć kursem (czytaj więcej obok).

Wsparcie	Opór
1,0454	1,0913
1,0341	1,0829
1,0000	1,0665/79

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

EURPLN wyżej. Bardziej jastrzębie posiedzenie EBC (więcej czytaj w sekcji analiz) zachwiało zakładami na EM. Jeśli dodamy do tego nabierające rozpędu zakłady na szybsze (i większe) zacieśnienie polityki pieniężnej w USA, otrzymamy koktajl wybuchowy dla całego uniwersum rynków wschodzących. Odpiływem kapitału będą dotknięte przede wszystkim kraje słabe cyklicznie, niezrównoważone i o niskich stopach realnych. Polska na szczęście spełnia tylko ostatnie kryterium, jednak zmniejszenie przeważenia na EM zadziała również negatywnie na złotego (choć nie tak silnie jak na inne waluty). Uważamy, że będzie to impuls wystarczający do wywindowania kursu w okolice 4,40 (patrz też sekcja techniczna obok). Dziś czekamy na NFP. Trudno się spodziewać, że ktoś jeszcze oczekuje słabego odczytu. Tym samym duża część gry na zacieśnienie Fed jest już w cenach. Nie można jednak wykluczyć, że w związku ze świetną kondycją rynku pracy zakłady na dalsze zacieśnienie zaczną się przesunąć na bliższe miesiące. Z tego powodu raczej nie spodziewamy się silnej realizacji zysków na EURPLN i spadków kursu poniżej 4,30. Siły prowadzące do słabszego złotego są w grze; warto grać z trendem.

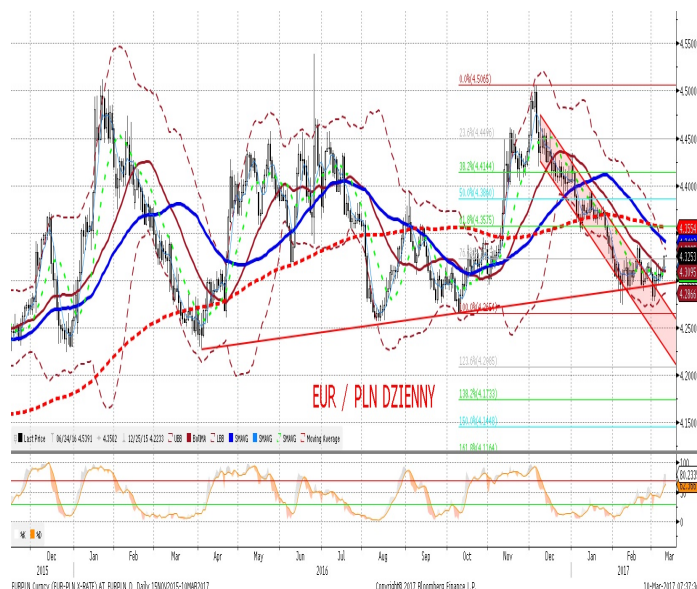
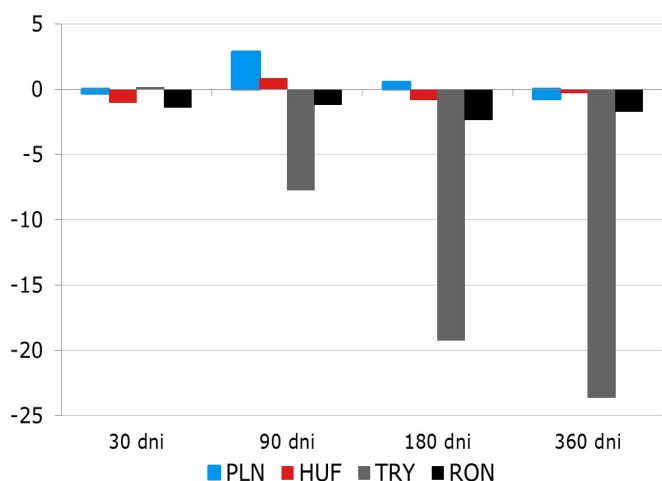
## EURPLN technicznie

**Pozycja:** Mały long po 4,2982, S/L po 4,2550, T/P po 4,36 (potencjalnie 4,41-50).

**Preferencja:** Long EURPLN powyżej strefy wsparć 4,26-28. Wczoraj kurs EURPLN wyraźnie przełamał opór MA30 na wykresie dziennym, co jest sygnałem ostatecznego przełamania dłuższego trendu spadkowego. Na wykresie 4h także padł bardzo ważny opór – MA200. Nasza pozycja long zarabia już ponad dwie figury, jednak okazja do zarobku jest większa (spodziewamy się ruchu w okolice 4,35/4,37). Najpierw jednak musi zostać pokonany poziom 4,3350 (maksimum lokalne i Fibo 38,2%). Z tego powodu wstrzymujemy się ze zwiększeniem pozycji (rozważamy możliwość dołożenia po lepszych poziomach), pozostawiamy małą pozycję long.

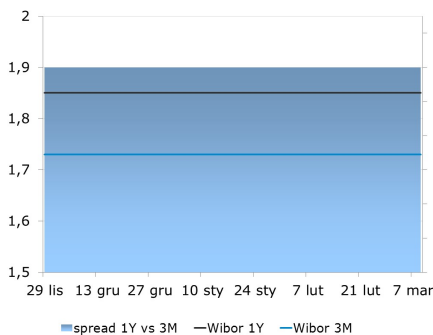
Wsparcie	Opór
4,2734	4,44345
4,2559	4,3729
4,2269	4,3372

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

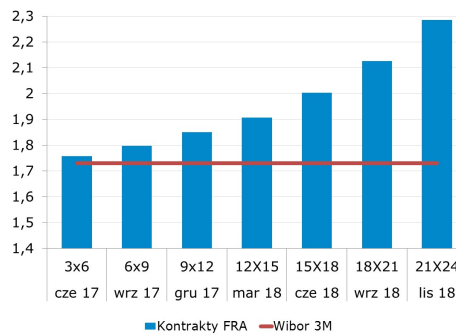


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.75	1.79	ON	1.40	1.70	EUR/PLN	4.3146
2Y	1.97	2.02	1M	1.38	1.78	USD/PLN	4.0864
3Y	2.18	2.22	3M	1.68	1.88	CHF/PLN	4.0252
4Y	2.37	2.41					
5Y	2.54	2.58	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.66	2.70	1x2	1.65	1.69	EUR/USD	1.0574
7Y	2.74	2.77	1x4	1.70	1.76	EUR/JPY	121.55
8Y	2.83	2.86	3x6	1.72	1.76	EUR/PLN	4.3212
9Y	2.92	2.95	6x9	1.76	1.80	USD/PLN	4.0896
10Y	3.01	3.05	9x12	1.81	1.85	CHF/PLN	4.0276

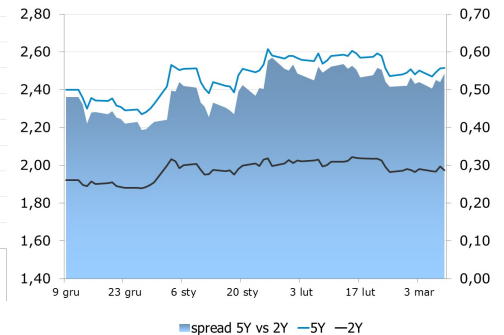
### WIBOR 3M i 1Y



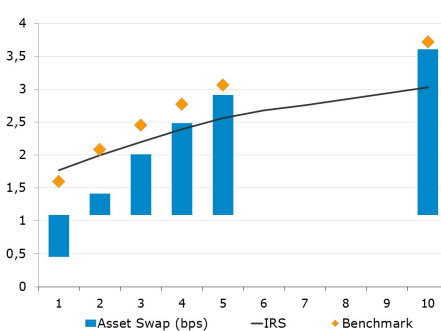
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



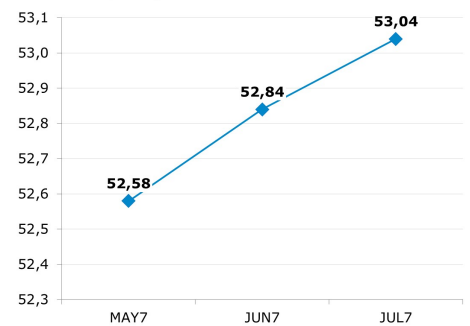
### Asset swap i IRS



### 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 danych 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.