

6 kwietnia 2017

## Raport Dzienny

### mBank Research

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  
starszy 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>03.04.2017 PONIEDZIAŁEK</b>							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	mar	55.5	54.6	54.2	53.5
9:50	FRA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	mar		53.4	53.4	53.3
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	mar		58.3	58.3	58.3
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	mar		56.2	56.2	56
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	lut		9.5	9.6	9.5
15:45	USA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	mar		53.4	53.4	53.3
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	mar		57.2	57.7	57.2
<b>04.04.2017 WTOREK</b>							
14:30	USA	Deficyt handlowy (mld USD)	lut		-44.6	-48.2 (r)	43.6
<b>05.04.2017 ŚRODA</b>							
9:50	FRA	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	mar		58.5	58.5	57.5
9:55	GER	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	mar		55.6	55.6	55.6
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	mar		56.5	56.5	56.0
12:15	POL	Decyzja RPP (%)	05.04	1.50	1.50	1.50	1.50
14:15	USA	Zatrudnienie ADP (tys.)	mar		180	245 (r)	263
15:45	USA	PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i>	mar		52.9	52.9	52.8
16:00	USA	ISM w usługach (pkt.)	mar		57.0	57.6	55.2
20:00	USA	Minutes FOMC	15.03				
<b>06.04.2017 CZWARTEK</b>							
8:00	GER	Zamówienia w przemyśle m/m (%)	lut		4.0	-6.8 (r)	3.4
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	01.04		250	258	
<b>07.04.2017 PIĄTEK</b>							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut		-0.2	2.6	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.)	mar		174	235	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	mar		4.7	4.7	
14:30	USA	Przeciętne zarobki godzinowe m/m (%)	mar		0.3	0.2	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka globalna:** Spokojny dzień – zobaczymy tylko cotygodniowe dane z rynku pracy w USA. W Europie warto zwrócić uwagę przede wszystkim na wystąpienia przedstawicieli EBC (Draghi, Praet, Constancio), a także na „Minutes” EBC.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- RPP na śródnym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, referencyjna stopa procentowa NBP wynosić będzie nadal 1,50 proc. w skali rocznej.
- Głapiński: Stopy procentowe w Polsce pozostaną na obecnym poziomie do końca 2017 r. Raczej nie widzę przesłanek do podwyżek stóp w 2018 r.
- MF: Według stanu na koniec marca do wykupu w 2017 r. pozostaje dług o wartości nominalnej 56,3 mld zł wobec 70,5 mld zł na koniec poprzedniego miesiąca.
- USA: Zatrudnienie według ADP w marcu wzrosło o 263 tys. po wzroście o 245 tys. w lutym po korekcie.

Decyzja RPP (17.05.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.252	-0.007
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.332	-0.025
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.466	-0.010
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## RPP nie zmienia polityki i retoryki

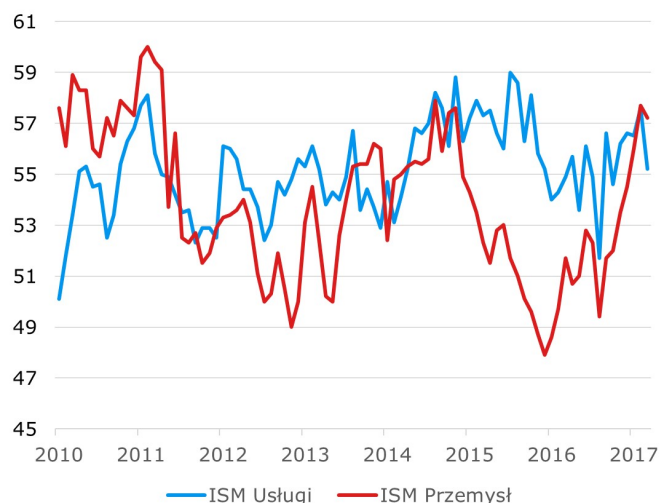
Zgodnie z oczekiwaniami, na kwietniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna to niezmiennie 1,50%). Kosmetycznym poprawkom poddano komunikat po posiedzeniu, ale kluczowy fragment (o ograniczonym ryzyku trwałego przekroczenia celu inflacyjnego) został zachowany w wersji z poprzedniego miesiąca. Również zgodnie z przewidywaniami, konferencja prasowa była utrzymana w gołębim i optymistycznym tonie. W największym skrócie – wszystko przebiega zgodnie z planem i prognozami, którymi dysponuje RPP: napędzany inwestycjami wzrost gospodarczy przyspiesza, inflacja osiągnęła już swoje lokalne maksimum i, w miarę wygasania efektów wzrostu cen paliw i warzyw, będzie łagodnie spadać. W odniesieniu do stóp procentowych prezes Głapiński powtórzył znaną już mantrę RPP o braku potrzeby zmian stóp procentowych do końca roku, ale zaskoczył nieco własną opinią o prawdopodobnym utrzymaniu stóp na bieżących poziomach również w 2018 r.

Jak na razie rynek wydaje się wierzyć retoryce RPP (pomimo jej wyjątkowo optymistycznego tonu w ocenie gospodarki) i wycenia pierwszą podwyżkę stóp procentowych na drugą połowę 2018 r. W naszej opinii jest to równowaga krucha, a wyceny rynkowe pozostają w tej kwestii nieprawdopodobnie odległe. Trend wzrostowy inflacji bazowej jest wyraźnie niedoceniany i efekty wzrostu cen surowców oraz deprecjacji kursu walutowego (nie mówiąc już o postępującym zacieśnianiu rozpedzonego rynku pracy) nie w pełni przefiltrowały się do inflacji. Tak, jak wcześniej rynek nie docenił wpływu wygasania „paliwo-warzywnego” szoku na CPI, tak teraz skupienie się na tych efektach może doprowadzić do zignorowania bardziej fundamentalnych procesów zaszytych w inflacji bazowej. W konsekwencji, kolejne projekcje inflacyjne mogą już pokazywać wyższe ścieżki inflacji i doprowadzić do zaostrzenia retoryki, a ostatecznym rozrachunku – rozpoczęcia podwyżek stóp proc. na początku przyszłego roku.

## USA: Drobną korektą we wskaźnikach koniunktury

Koniunktura w przemyśle (ISM) spadła nieznacznie do 57,2 pkt. w marcu. Lekki spadek to przede wszystkim wynik obniżenia oszacowania produkcji (-5,3 pkt.) przy wzroście zatrudnienia (+4,7 pkt.) i kosmetycznych zmianach w pozostałych sub-indeksach. Przemysł nie wysłał żadnych niepokojących sygnałów: czasy dostaw wydłużają się, coraz wolniejsza staje się realizacja zamówień. Ewidentnie mamy do czynienia ze stromą ścieżką ekspansji, czego kolejne objawy są widoczne w odpowiedziach respondentów dotyczących rosnących cen (sam indeks mierzący tę zmienną ustanowił nowe lokalne maksimum) oraz trudności ze znalezieniem pracowników.

W tym samym miesiącu indeks ISM poza przemysłem skorygował się do 55,2 pkt. z 57,6 pkt. w poprzednim miesiącu. Korekta indeksu jest szeroka i dotyczy praktycznie wszystkich składowych (co ciekawe jednak: podwyższyły się zamówienia eksportowe, co może być wyrazem nieco słabszego dolara na początku nowego cyklu zamówień; solidny spadek dotknął komponent zatrudnienia). Tym niemniej, oszacowania kluczowych indeksów pozostają wciąż grubo powyżej granicy 50 pkt. Odpowiedzi respondentów również pozostają pozytywne, choć branże finansów, ubezpieczeń i ochrony zdrowia mogły być negatywnie dotknięte przez oczekiwania dot. głosowania nad nową ustawą o ochronie zdrowia (to mogło zaważyć na całym indeksie; zapewne faktyczny wynik głosowania zostanie przywitany z ulgą w kolejnym miesiącu).



W nieco szerszym kontekście, wskaźniki koniunktury znajdują się na terytoriach spójnych z silnym wzrostem PKB (ostatnie wskazanie modelu śledzącego zmiany PKB na podstawie danych wysokiej częstotliwości z Atlanta Fed wskazuje na 1,2% w I kwartale, a więc przestrzeń do przyspieszenia pozostaje spora). Tym niemniej, większość tego wzrostu została już zinternalizowana przez uczestników rynku oraz znalazła wyraz w retoryce Fed. Aby oczekiwania na zacieśnienie polityki pieniężnej intensyfikowały się, potrzebna jest dalsza, jednokierunkowa poprawa w danych (w tym na rynku pracy: dalsze wzrosty płac i spadki stopy bezrobocia). Na razie rynek stoi okrakiem pomiędzy jeszcze jedną i dwoma podwyżkami w tym roku. Wczorajsze „Minutes” nie rzuciły w tym temacie wiele nowego światła. Wręcz przeciwnie, potwierdziła się wrażliwość Komitetu na oczekiwaną zmianę polityki gospodarczej Trumpa (obecnie wpływ polityki gospodarczej na procesy makroekonomiczne oczekiwany jest już



później). Rumieńców nabiera wprawdzie dyskusja o kurczeniu bilansu Fed, jednak w obecnym momencie Fed raczej nie zdecyduje się na zastosowanie tego instrumentu obok tradycyjnych podwyżek stóp. To raczej scenariusz zarezerwowany na sytuacje, w których tempo podwyżek będzie musiało zostać wyjątkowo przyspieszone (silny wzrost inflacji bazowej, płac – ewidentnie i jednokierunkowe sygnały dot. przegrzewania się gospodarki). Z tego powodu „Minutes” zostały odebrane raczej gęłbio.

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD praktycznie bez zmian – dane publikowane w ciągu dnia (mocniejszy ADP, słabszy ISM - na temat tego ostatniego więcej piszemy w sekcji analiz) nie przeszkodziły w delikatnym trendzie spadkowym na EURUSD. Zgodnie z naszymi przewidywaniami, najważniejszym wydarzeniem dnia okazała się być publikacja protokołu z marcowego posiedzenia FOMC. Reakcja nań (początkowe umocnienie dolara, a później osłabienie i powrót w okolice wczorajszego otwarcia) to efekt trawienia przez rynki informacji o planach Fed dotyczących zmniejszenia sumy bilansowej (może się to zacząć jeszcze w tym roku, ale będzie traktowane jako substytut podwyżki), a także negatywnego odbioru fragmentu dotyczącego łagodnych warunków finansowych i kursu akcji - tu zadziałała standardowa pozytywna korelacja między notowaniami giełdy (spadającymi), a dolarem (osłabiającym się w konsekwencji). Dzisiejszy dzień w zasadzie z pustym kalendarzem - warto jednak odnotować serię wystąpień przedstawicieli EBC (Draghi, Constancio, Praet) i publikację protokołu z ostatniego posiedzenia banku.

## EURUSD technicznie

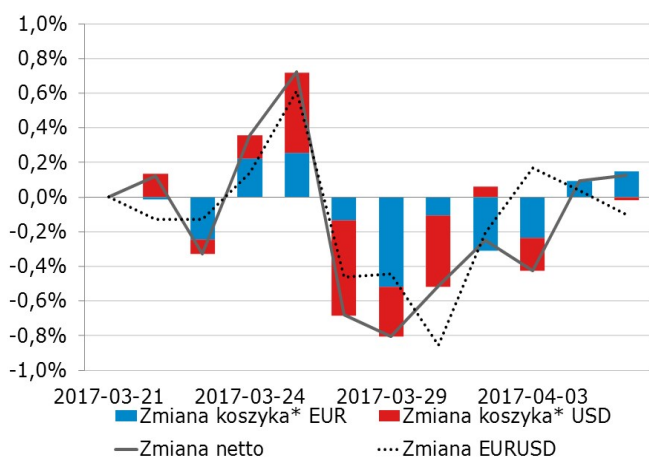
**Pozycja:** Mała pozycja short po 1,0755 z S/L 1,0800 oraz T/P 1,0555.

**Preferencja:** Range 1,03-1,09.

Czwartek był kolejnym dniem konsolidacji w okolicy 1,0630-1,0680. Jeszcze jeden nieudany atak na ważnym poziom wsparcia (splot średnich na wykresie dziennym oraz MA200 i Fibo 61,8% na wykresie 4h) utworzył kolejną dywergencję na wykresie 4h, jednak reakcja kursu jest umiarkowana. Wygląda na to, że pokonany został opór MA30 na wykresie 4h, jednak niewiele to zmienia w szerszym ujęciu. Wciąż dominującą formacją jest range 1,03-1,09, jednak notowania całkowicie wytraciły już momentum spadkowe. Czekamy na impuls spadkowy, przestrzeń do ruchu w dół jest wciąż atrakcyjna. Pozostajemy short, jednak już bez zlecenia warunkowego.

Wsparcie	Opór
1,0635	1,1300
1,0454	1,0993
1,0341	1,0906

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Co nie chce rosnąć, musi spadać. EURPLN zaliczył jedną próbę wzrostu powyżej 4,25 w godzinach porannych, ale dość szybko kurs runął w dół i ok. 16:00 notowania znalazły się w okolicy 4,2250 (prawie 3 gr niżej). Zakończył się okres skorelowania złotego z innymi walutami EM, wczoraj bowiem polska waluta błyszczała na tle innych przedstawicieli koszyka (m.in. ZAR i TRY zanotowały silną deprecjację). W szerszej perspektywie w dalszym ciągu obowiązuje zakres wahań 4,22-4,26 i nie spodziewamy się, aby bez nowego impulsu fundamentalnego miało do niego dojść w najbliższym czasie. Układ czynników (prezes NBP sugerujący utrzymanie stóp proc. bez zmian również w 2018 r., Fed planujący rozpoczęcie zmniejszania bilansu jeszcze w tym roku) sugeruje raczej ruch w kierunku 4,26, zwłaszcza jeśli dopiszą jutrzejsze dane z USA (tzn. mocno zaskoczą w jedną lub drugą stronę).

## EURPLN technicznie

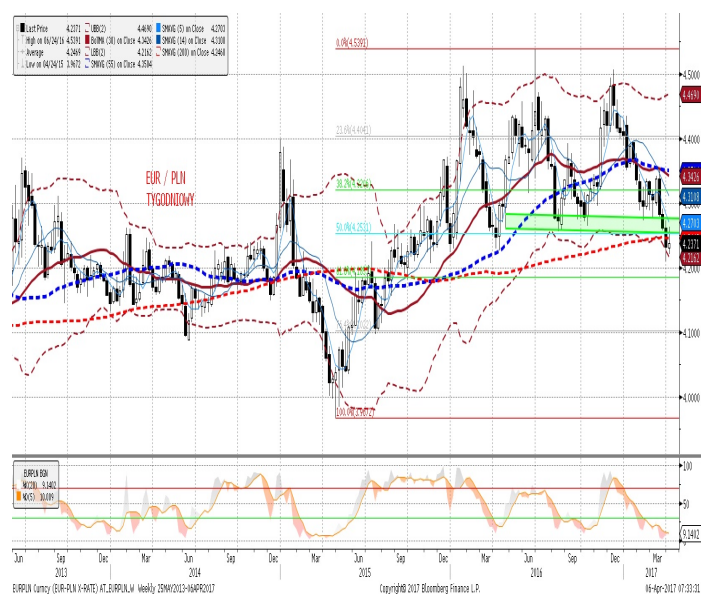
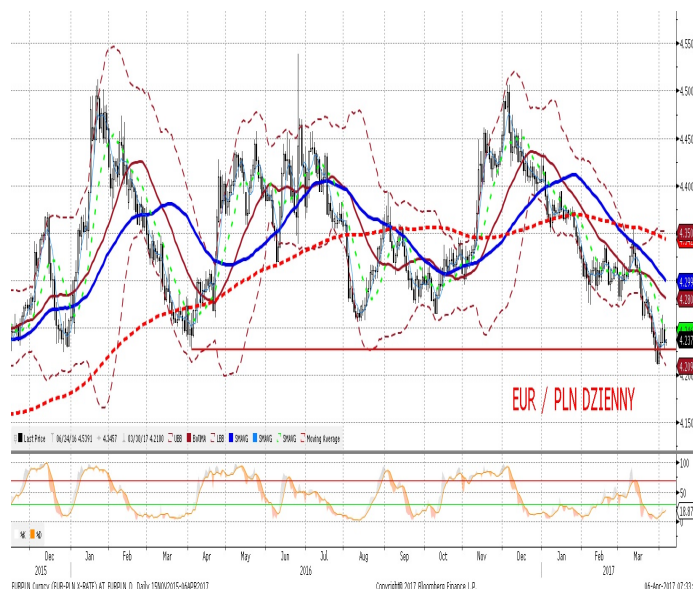
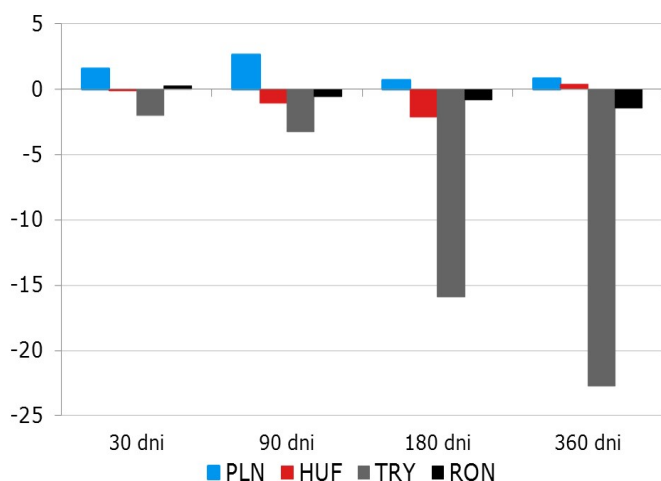
**Pozycja:** Brak.

**Preferencja:** Short EURPLN poniżej 4,26-28.

Wczoraj korekta wzrostowa na kursie EURPLN cofnęła się o prawie 3 figury, jednak nie mamy gwarancji, że ostatecznie się ona zakończyła. Wprawdzie kurs powrócił poniżej MA55 na wykresie 4h, jednak atak na kolejne wsparcie (MA30) okazał się nieudany. W okolicy 4,22-4,23 znajdują się dawne minima lokalne, których ponowne pokonanie może stanowić problem. W szerszej perspektywie wciąż preferujemy granie short, jednak czekamy na lepszą okazję. Nie widzimy bliskich oporów, które mogą posłużyć w ustawieniu zlecenia S/L, dodatkowa wchodzenie short zaraz nad ważnymi wsparciami nie jest optymalne. Pozostajemy poza rynkiem.

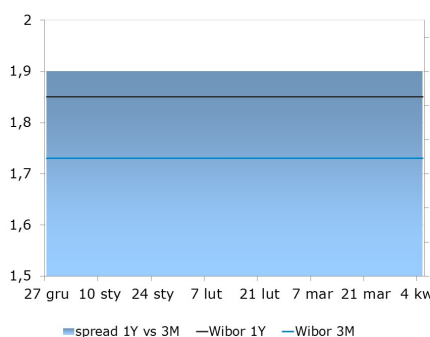
Wsparcie	Opór
4,2100	4,4434
4,1857	4,3536
4,0963	4,2649

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

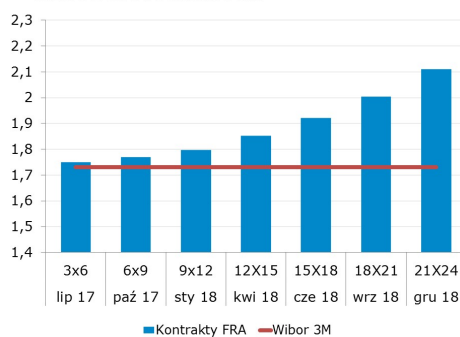


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.75	1.78	ON	1.25	1.65	EUR/PLN	4.2464
2Y	1.89	1.93	1M	1.52	1.72	USD/PLN	3.9783
3Y	2.18	2.22	3M	1.61	1.81	CHF/PLN	3.9684
4Y	2.37	2.41					
5Y	2.54	2.58	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.66	2.70	1x2	1.64	1.69	EUR/USD	1.0661
7Y	2.54	2.58	1x4	1.71	1.74	EUR/JPY	118.02
8Y	2.63	2.66	3x6	1.72	1.75	EUR/PLN	4.2332
9Y	2.71	2.74	6x9	1.74	1.77	USD/PLN	3.9702
10Y	2.78	2.82	9x12	1.77	1.80	CHF/PLN	3.9529

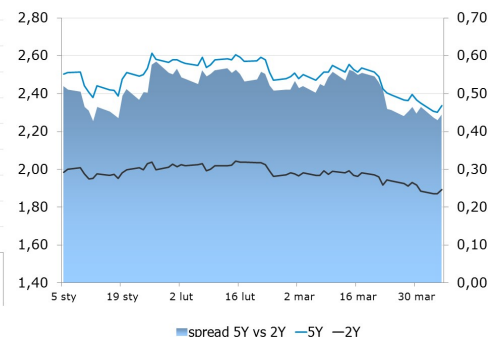
### WIBOR 3M i 1Y



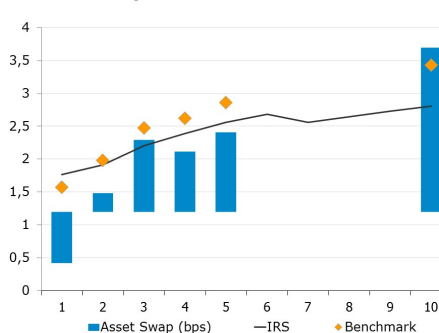
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



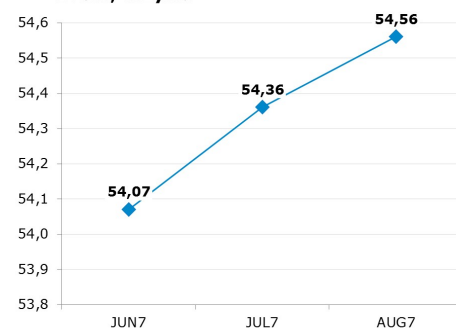
### Asset swap i IRS



### 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.