

23 lutego 2018

## Raport Dzienny

### Autorzy:

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)

Nasze wszystkie publikacje  
dostępne są na stronie  
internetowej pod adresem:  
[www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/](http://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		
<b>19.02.2018 PONIEDZIAŁEK</b>							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
<b>20.02.2018 WTOREK</b>							
10:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sty	11.0	8.5	2.7	8.6
10:00	POL	Produkcja budowlana r/r (%)	sty	21.0	20.4	12.7	34.7
10:00	POL	PPI r/r (%)	sty	0.3	0.1	0.3	0.2
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	sty	8.5	6.9	6.0	8.2
11:00	GER	Indeks ZEW – oczekiwania (pkt.)	lut		16.0	20.4	17.8
11:00	GER	Indeks ZEW – bieżąca sytuacja (pkt.)	lut		94.0	95.2	92.3
16:00	EUR	Kon. konsumencka KE (pkt.) <i>wstępny</i>	lut		1.0	1.4	0.1
<b>21.02.2018 ŚRODA</b>							
9:00	FRA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>wstępny</i>	lut		58.0	58.4	56.1
9:00	FRA	PMI w usługach (pkt.) <i>wstępny</i>	lut		59.0	59.2	57.9
9:30	GER	PMI w przemyśle (pkt.) <i>wstępny</i>	lut		60.5	61.1	60.3
9:30	GER	PMI w usługach (pkt.) <i>wstępny</i>	lut		57.0	57.3	55.3
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt.) <i>wstępny</i>	lut		59.2	59.6	58.5
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt.) <i>wstępny</i>	lut		57.6	58.0	56.7
15:45	USA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>wstępny</i>	lut		55.5	55.5	55.9
15:45	USA	PMI w usługach (pkt.) <i>wstępny</i>	lut		53.7	53.3	55.9
16:00	USA	Sprzedaż d. na. r. wtórnym (mln)	sty		5.60	5.56 ( r)	5.38
20:00	USA	Minutes FOMC	31.01				
<b>22.02.2018 CZWARTEK</b>							
10:00	GER	Wskaźnik Ifo – oczekiwania (pkt.)	lut		107.9	108.4	105.4
10:00	GER	Wskaźnik Ifo – bieżąca sytuacja (pkt.)	lut		127.0	127.7	126.3
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	sty	4.9	4.8	4.6	4.8
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	17.02		230	229 ( r)	222
<b>23.02.2018 PIĄTEK</b>							
0:30	JAP	CPI r/r (%)	sty		1.3	1.0	1.4
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	sty	6.8	6.9	6.6	
11:00	EUR	CPI r/r (%) <i>finalny</i>	sty		1.3	1.4	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Dziś zostanie opublikowany Biuletyn Statystyczny GUS. Powinien on rzucić nieco światła na zaskoczenia w publikowanych w ostatnich dniach danych (w szczególności, dotyczących rynku pracy). Spodziewamy się również, że wstępny szacunek stopy bezrobocia w styczniu (wg MRPIPS 6,9%) zostanie zrewidowany w dół z uwagi na rewizję liczby osób aktywnych zawodowo w nowym roku.

**Gospodarka globalna:** Spokojny dzień. W Europie zobaczymy jedynie publikację finalnych danych o inflacji HICP.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- NBP: Podaż pieniądza (M3) w styczniu 2018 roku wzrosła o 4,8 proc. rdr do 1 309 614,8 mln zł.
- GUS: Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury w lutym w Polsce wzrósł rdr i mdm, i wyniósł 114,1.
- RPP: Na lutym posiedzeniu opcja stabilizacji stóp w nadchodzących kwartałach utrzymała większość, ale pojawiły się głosy, że przy presji inflacyjnej wyższej od obecnych oczekiwań, zasadne może być rozważenie podwyżki stóp (Minutes). Należy tu jednak dodać, że dyskusja o inflacji koncentruje się na czynnikach obniżających, a nie przyspieszających inflację.
- MF sprzedało w czwartek obligacje OK0720 / PS0123 / WZ0524/ WS0428 / WZ0528 / WS0447 za łącznie 4 mld zł przy popycie 13,1 mld zł.

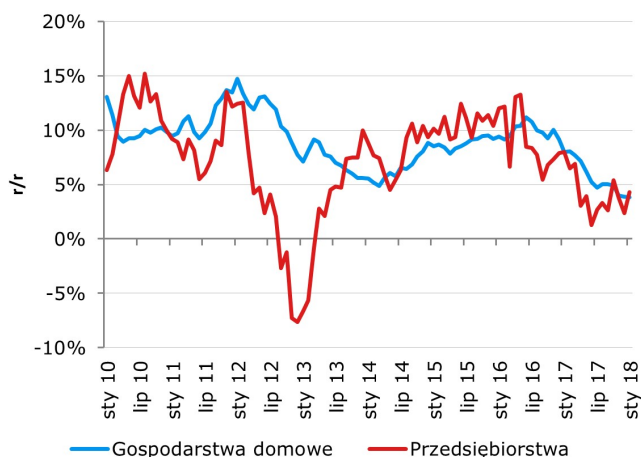
Decyzja RPP (07.03.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.749	0.000
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.926	0.015
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.510	0.002
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Kontynuacja ożywienia kredytowego

W styczniu podaź pieniądza M3 wzrosła o 4,8% r/r, zasadniczo zgodnie z konsensusem i z naszą prognozą.

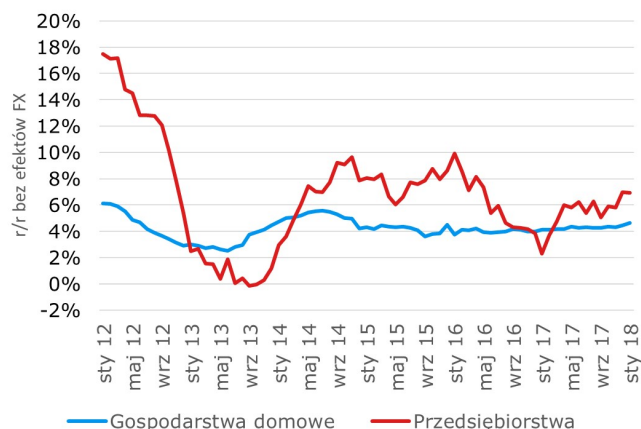
Delikatne przyspieszenie w stosunku do odczytu grudniowego to głównie zasługa odbicia depozytów przedsiębiorstw (z 2,4 do 4,3% r/r), przy jednoczesnym minimalnym spowolnieniu w depozytach gospodarstw domowych (3,8% r/r wobec 3,9% r/r miesiąc wcześniej). Należy podkreślić, że odbicie w kredytach korporacyjnych pozostaje obecnie skromne, choć zaniżone przez umocnienie złotego (bezpośrednio o ok. 1 pkt. proc., do tego dochodzi efekt waluacji dochodów eksporterów), ale trend spadkowy w tej kategorii zakończył się. Tym samym, spodziewamy się, że w bieżącym roku dynamika depozytów korporacyjnych przyspieszy. W przypadku depozytów gospodarstw domowych obok trwającego trendu spadkowego (efekt wygładzania konsumpcji) istotne jest trwające przesuwanie środków z depozytów terminowych do depozytów bieżących. Udział tych drugich w całkowitym zasobie depozytów gosp. domowych wyniósł już tylko 39,2% i jest najniższy w historii.

Depozyty sektora prywatnego (M3)



czasowym szukać śladów załamania inwestycji z 2016 r. (nic dziwnego – główne kanały finansowania inwestycji w Polsce są gdzie indziej). Zamiast tego, największego wkładu do przyspieszenia kredytów korporacyjnych dostarczają kredyty bieżące i na nieruchomości – tylko ta druga kategoria może być wiązana z inwestycjami. Wzrosty pierwszej z nich zaś naszym zdaniem należy wiązać z pogorszeniem płynności części sektora przedsiębiorstw i wzrostem zapotrzebowania na kredyty bieżące i obrotowe.

Dynamika należności od sektora prywatnego (M3)



Wkład pozostałych kategorii do dynamiki M3 był już mniejszy, można natomiast zauważyć, że tam również kontynuowane są trendy z ostatnich miesięcy. W szczególności, dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu kolejny raz rozczarowała i na początku 2018 r. znalazła się na nowym 5-letnim minimum (5,7% r/r). Może to sugerować, że procesy redukcji szarej strefy i uszczelniania systemu podatkowego jeszcze nie wygasły.

Po stronie kredytowej od wielu miesięcy obserwowane jest ożywienie i styczeń b.r. nie był pod tym względem odmienny. Po wyłączeniu czynników kursowych, dynamika kredytów dla przedsiębiorstw utrzymała się w styczniu na poziomie 7% r/r (najwyżej od połowy 2016 r.), podczas gdy w segmencie gospodarstw domowych wzrost wolumenów przyspieszył z 4,4 do 4,6% r/r (3,5-letni rekord). Dla czytelników naszych raportów i komentarzy nie powinno to być zaskoczeniem. W przypadku gospodarstw domowych przyspieszenie jest zasługą wyższej w ostatnich kwartałach produkcji kredytów mieszkaniowych (w samych tylko kredytach złotych rok 2017 był rekordowy, w kredytach mieszkaniowych ogółem wartość nowych kredytów ogółem była większa ostatnio w 2011 roku) oraz stabilnych dynamik w pozostałych kategoriach. Z kolei wiązanie wyższego wzrostu kredytów korporacyjnych z odbiciem inwestycji prywatnych jest naszym zdaniem naciągane. Dynamiki kredytów inwestycyjnych oscylowały w ostatnich latach wokół 10% r/r i próżno w tym szeregu

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD odrobił wczoraj z nawiązką spadki ze środy po publikacji „Minutes” Fed. Nasz model wskazuje, że stało się to głównie za sprawą EUR, choć sama zmiana kursu (close-close) była relatywnie mała. Nie widzimy obecnie dużej przestrzeni do umocnienia EUR. Zbliżają się wybory we Włoszech, co powinno przynajmniej powstrzymać nowych kupujących, koniunktura przestała się monotonicznie poprawiać, a inflacja – z uwagi na efekty mocniejszego EUR – przez długi czas się nie pojawi, a nawet możliwe są w lutym spadki przez efekty bazowe. Na mniej blizszej strefie euro w końcu lepiej będzie można zobaczyć dolara, choć naszym zdaniem duża część dostosowania dolara do danych oraz perspektyw polityki pieniężnej została przystońnięta przez kwestie bliźniaczych deficytów w rozluźnionej polityce fiskalnej. Kiepska sytuacja fiskalna nie poprawi się, a więc będzie to czynnik ciężący dolarowi. Rynek może jednak łatwo ruszyć z 3 do 4 podwyżek w tym roku, co powinno mieć pozytywny wpływ na dolara. Obecnie inwestorzy wycisnęli z samej retoryki banku centralnego wszystko co się da, kolejne ruchy możliwe są przy dalszym przyspieszeniu inflacji. W perspektywie kilku miesięcy stawiamy na dalsze spadki EURUSD.

## EURUSD technicznie

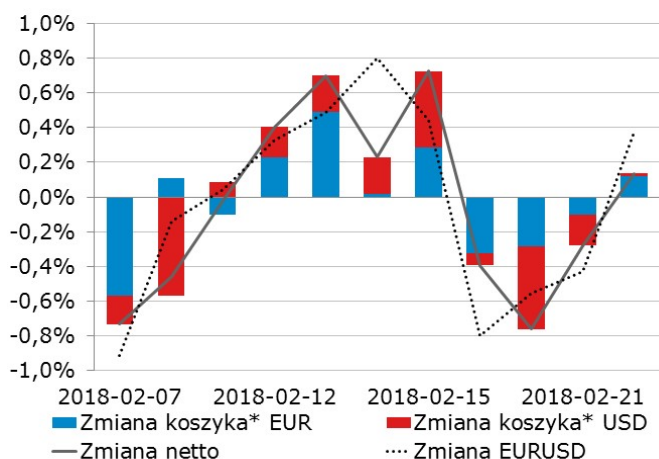
**Pozycja:** Mała pozycja short po 1,2382 z S/L 1,2432 oraz T/P 1,2220.

**Preferencja:** Range (1,2220 – 1,2550).

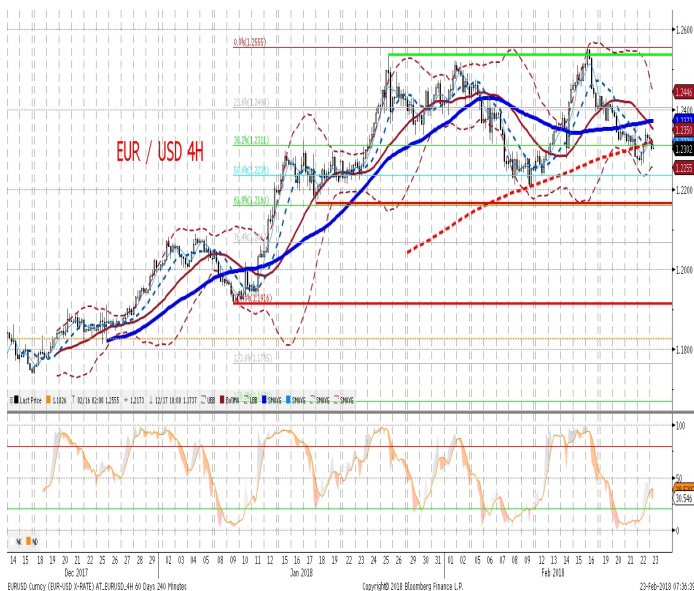
Wczoraj kurs EURUSD skorygował się w górę o prawie figurę, jednak już powrócił do spadków. Notowania wciąż znajdują się poniżej ważnych poziomów na wykresie 4h (MA200 oraz Fibo 38,2%) a także na dziennym (MA30). Oznacza to, że aktualny ruch w dół powinien zakończyć się najwcześniej na dolnej granicy aktualnego range (okolice 1,22). Nasza pozycja short jest na prawie figurowym plusie, jednak okazja do zarobku jest większa. Pozostajemy short, nie zmieniamy parametrów pozycji.

Wsparcie	Opór
1,2216/39	1,3993
1,1859/89	1,3055
1,1554/11	1,2537

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Złoty nie skorygował się – patrz nasz komentarz do EURUSD – bo korekta była wczoraj generowana przez EUR, a więc złoty również pozostał relatywnie słaby, a nawet zdołał się nieznacznie osłabić względem otwarcia i to pomimo dość udanej sesji na GPW oraz udanej aukcji MF. Pozostaje nam napisać to, o czym piszemy od dłuższego czasu. Nawet jeśli stopy wolne od ryzyka skorygują się w najbliższym czasie z uwagi na brak nowych bodźców do wzrostów, to trend jest wzrostowy i sam ich poziom powinien powodować mniejszą atrakcyjność złotego. W dalszym ciągu obstawiamy wzrosty EURPLN a jeśli notowania będą obniżać się w kierunku 4,13-15, można z pewnością oczekiwać zwiększonej liczby kupujących EUR (sprzedających PLN).

## EURPLN technicznie

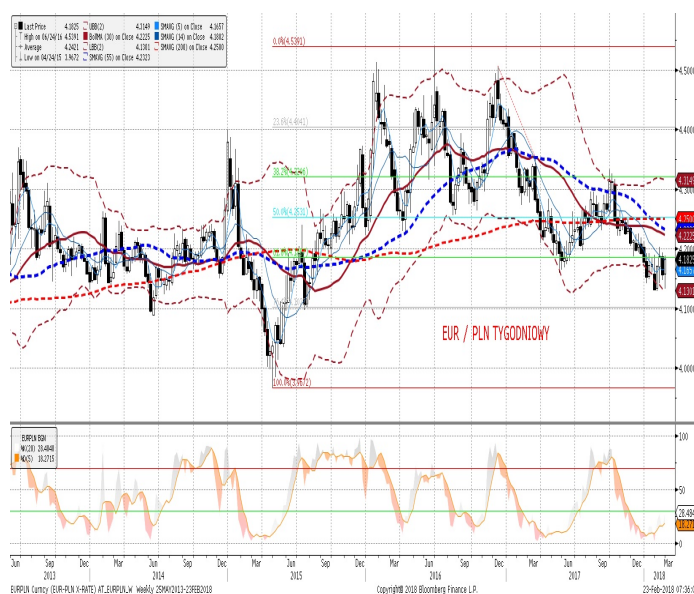
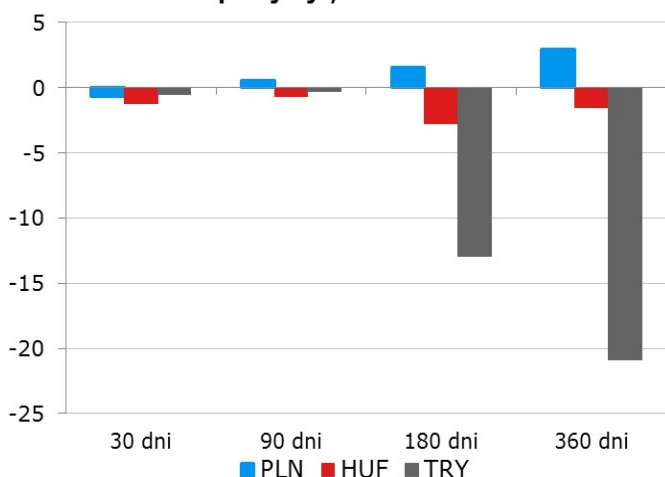
**Pozycja:** Zamykamy po 4,1827 drugą połowę pozycji long zajętej po 4,1353 (474 ticków zysku).

**Preferencja:** Range (4,13–4,18/20).

Wczoraj kurs oscylował pomiędzy poziomami Fibo na wykresie 4h (61,8% oraz 76,4%). Notowania wciąż znajdują się powyżej MA55 na wykresie dziennym, co oznacza, że najbliższym oporem jest pas dawnych minimów i maksimów lokalnych w okolicy 4,19/4,20. Poziom ten wyznacza górną granicę range, który jest aktualnie dominującą formacją. Momentum wzrostowe wygasło. Uważamy, że nie warto już grać o kolejną figurę i decydujemy się na zamknięcie drugiej połowy pozycji long ze sporym zyskiem. Pozostajemy poza rynkiem. Na razie nie zakładamy się, czy w najbliższych dniach dywergencja na wykresie tygodniowym wystarczy do wyłamania w górę z range.

Wsparcie	Opór
4,1293	4,2505
4,0344	4,2255
3,9672	4,2033

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.75	1.79
2Y	1.99	2.03
3Y	2.23	2.27
4Y	2.43	2.47
5Y	2.59	2.63
6Y	2.73	2.77
7Y	2.83	2.87
8Y	2.92	2.96
9Y	3.01	3.05
10Y	3.06	3.10

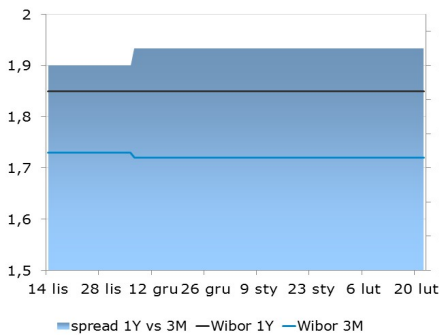
depo	BID	ASK
ON	1.30	1.40
1M	1.40	1.60
3M	1.41	1.61

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1811
USD/PLN	3.4009
CHF/PLN	3.6252

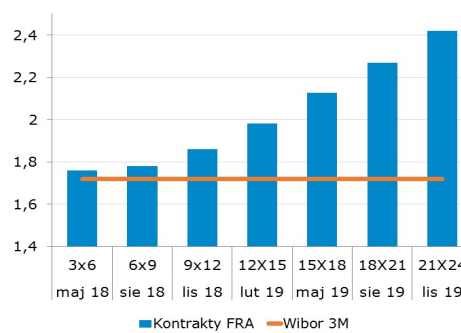
FRA	BID	ASK
1x2	1.65	1.69
1x4	1.70	1.74
3x6	1.72	1.76
6x9	1.73	1.78
9x12	1.82	1.86

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2329
EUR/JPY	131.61
EUR/PLN	4.1795
USD/PLN	3.3906
CHF/PLN	3.6343

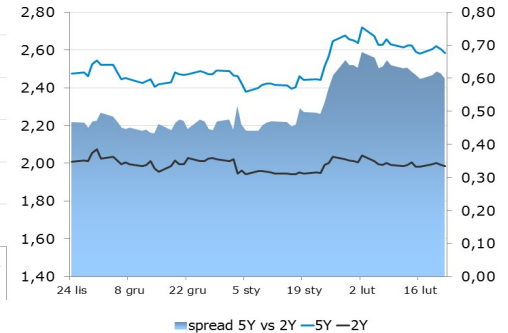
**WIBOR 3M i 1Y**



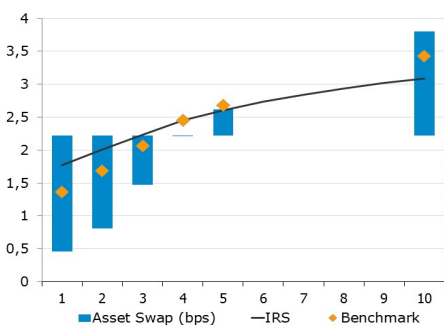
**WIBOR 3M i stawki FRA**



**IRS 5Y i 2Y**



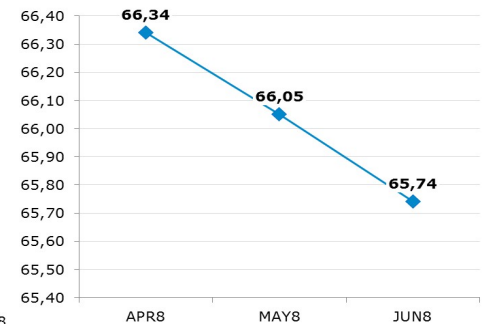
**Asset swap i IRS**



**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](mailto:research@mbank.pl) służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.