

2 marca 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>26.02.2018 PONIEDZIAŁEK</b>							
16:00	USA	Sprz. nieruchomości na r. pierw. (tys.)	sty	647		643 (r)	593
<b>27.02.2018 WTOREK</b>							
9:00	SPA	CPI r/r (%) <i>flash</i>	lut	0.9		0.6	1.1
11:00	EUR	ESI (pkt.)	lut	114.0		114.9 (r)	114.1
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego (%)	lut	0.90		0.90	0.90
14:00	GER	CPI r/r (%) <i>flash</i>	lut	1.5		1.6	1.4
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwale m/m (%)	sty	-2.3		2.6 (r)	-3.70
16:00	USA	Koniunktura konsumencka CB (pkt.)	lut	125.7		124.3 (r)	130.8
<b>28.02.2018 ŚRODA</b>							
0:50	JAP	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty	-4.0		2.9	-6.6
2:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	lut	51.2		51.3	50.3
2:00	CHN	PMI w usługach (pkt.)	lut	55.0		55.3	54.4
8:45	FRA	CPI r/r (%) <i>flash</i>	lut	1.4		1.3	1.2
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	lut	5.4		5.4	5.4
10:00	POL	PKB r/r <i>finalny</i> (%)	Q4	5.1		5.1	5.1
11:00	EUR	CPI r/r (%) <i>flash</i>	lut	1.2		1.3	1.2
14:30	USA	PKB kw/kw <i>drugi szacunek</i> (%)	Q4	2.5		2.6	2.5
15:45	USA	Chicago PMI (pkt.)	lut	64.1		65.7	61.9
16:00	USA	Podpisane umowy na sp. dom. m/m (%)	sty	0.5		0.0 (r)	-4.7
<b>01.03.2018 CZWARTEK</b>							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	lut	53.9		54.3	54.6
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>finalny</i> (pkt.)	lut	58.5		58.5	58.6
10:30	GBR	PMI w przemyśle (pkt.)	lut	55.0		55.3	55.2
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	sty	8.6		8.6 (r)	8.6
14:30	USA	Wydatki gosp. domowych m/m (%)	sty	0.2		0.4	0.2
14:30	USA	Dochody gosp. domowych m/m (%)	sty	0.3		0.4	0.4
14:30	USA	Inflacja PCE r/r (%)	sty	1.6		1.5	1.5
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	24.02	226		220 (r)	210
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	lut	58.7		59.1	60.8
<b>02.03.2018 PIĄTEK</b>							
16:00	USA	Koniunktura konsumencka UMich (pkt.)	lut	98.0		99.9	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka globalna:** Spokojny dzień. Dziś zobaczymy tylko dane o koniunkturze konsumenckiej w USA (finalny odczyt wskaźnika Uniwersytetu Michigan).

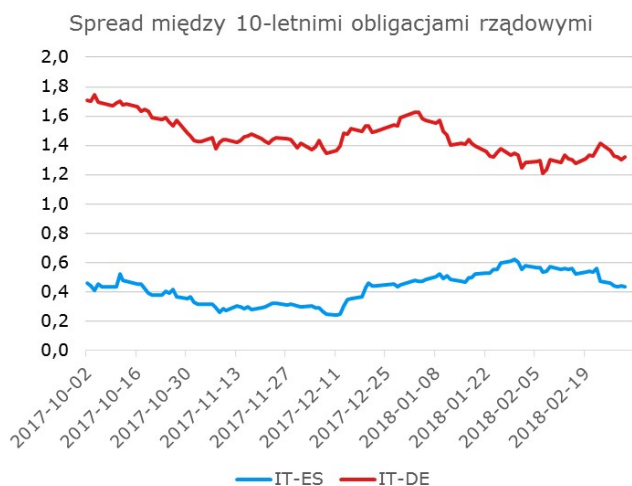
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Markit: Wskaźnik PMI dla Polski w lutym spadł do 53,7 pkt. z 54,6 pkt. w styczniu i wobec prognozy 54,2 pkt.
- Eurostat: Stopa bezrobocia, po dostosowaniu sezonowym, w styczniu, według metodologii Eurostatu, wyniosła w Polsce 4,5 proc., wobec 4,5 proc. w grudniu.
- USA: Deflator PCE w styczniu wyniósł 1,7 proc. rdr, wobec 1,7 proc. w grudniu i konsensusu 1,7 proc. rdr.
- USA: Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu spadła o 10 tys. do 210 tys. Jest to najniższy odczyt od 1969 r.
- USA: Wskaźnik aktywności w przemyśle (ISM) w lutym wzrósł do 60,8 pkt. z 59,1 pkt. w poprzednim miesiącu.

Decyzja RPP (07.03.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.655	-0.005
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.819	0.022
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.380	0.000
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

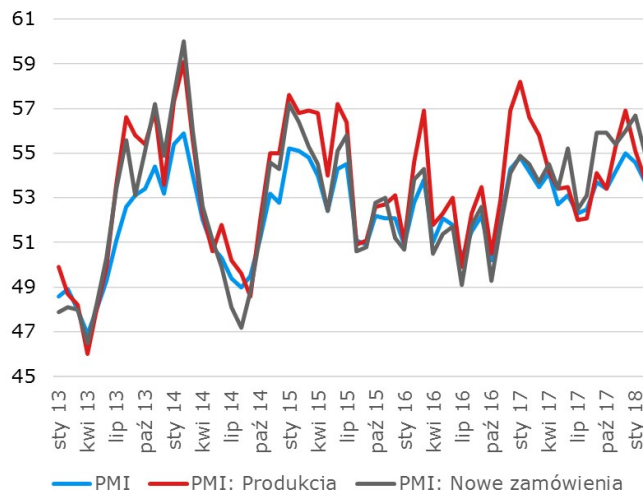
## Przed nami wyborczy weekend w Europie

W niedzielę poznamy wyniki dwóch ważnych głosowań. W Niemczech rozstrzygnięte zostanie wewnętrzpartyjne referendum ws. udziału SPD w koalicji rządzącej. We Włoszech poznamy wstępne wyniki wyborów parlamentarnych. Zaczniemy od tego, że inwestorzy nie wierzą w negatywny scenariusz: rezygnacja Martina Schulza ze stanowiska przewodniczącego SPD jest postrzegana jako gwarancja uspokojenia buntu w partii; Silvio Berlusconi z kolei (ten Berlusconi) natomiast jest postrzegany jako gwarant stabilności i proeuropejskiego kursu we Włoszech, pomimo wcześniejszej historii konfliktów z innymi liderami europejskimi. Naszym zdaniem niewiele trzeba, aby Włochy zagościły w nagłówkach gazet na kolejne miesiące. Zwycięstwo Ruchu Pięciu Gwiazd bez samodzielnej większości i rząd mniejszościowy, sformowany przez centroprawicę (Forza Italia + Liga + Bracia Włosi) to praktycznie scenariusz bazowy. Niewiele trzeba, żeby premierem został otwarcie kontestujący euro Salvini, a wtedy rozgrywać może się negatywny scenariusz z włoskimi bankami w roli głównej, który już w Europie widzieliśmy.

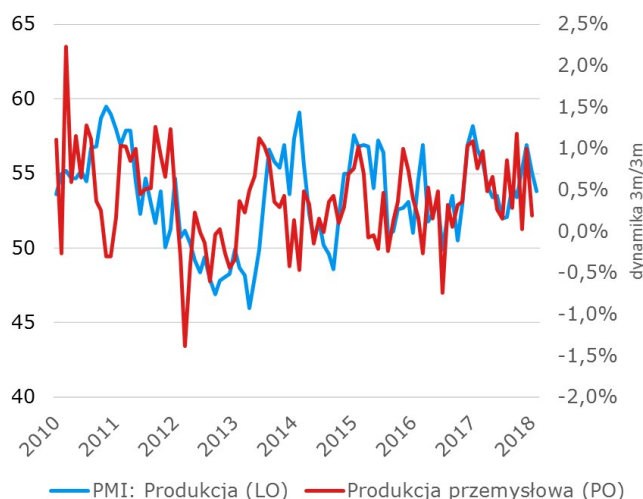


## Polski PMI spadł w lutym w ślad za europejskimi odpowiednikami

W lutym wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu spadła z 54,6 do 53,7, blisko naszej prognozy (53,9) i poniżej konsensusu rynkowego (54,2). Jest to najniższy poziom PMI od października. Spadki indeksu były napędzane przez niższe oceny produkcji (spadek z 55,1 do 53,8), nowych zamówień (spadek z 56,7 do 55,0) i zapasów pozycji zakupionych (spadek z 52,2 do 48,3). Na tym tle subindeks zatrudnienia wygląda relatywnie dobrze (w lutym 52,8 wobec 53,1 miesiąc wcześniej). W pozostałych elementach PMI zanotowano niewielkie zmiany: utrzymanie wzrostu zaległości produkcyjnych, niewielki spowolnienie kosztów produkcji i cen wyrobów gotowych, wysoki optymizm ankietowanych przedsiębiorstw.



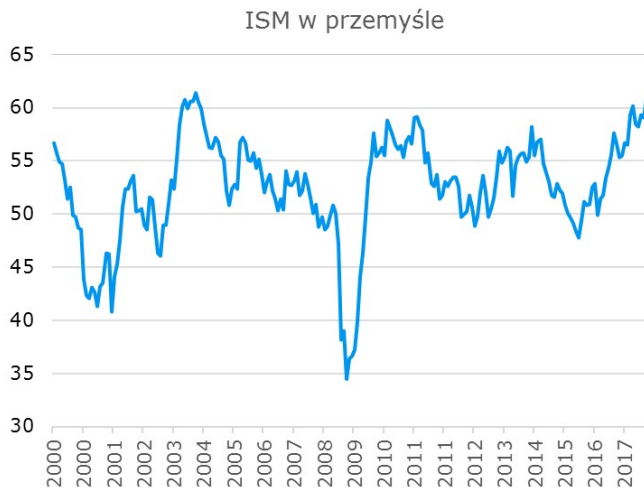
Spadek PMI był zasadniczo zgodny ze wskazaniami zmian w innych indeksach koniunktury, od danych GUS po wskaźniki koniunktury z Europy Zachodniej, ale oznacza to utrzymanie znaczącego rozżewu między poziomem jednego a drugich. Innymi słowy, PMI jest obecnie spójny z istotnie niższym wzrostem PKB niż faktycznie obserwujemy i z istotnie gorszą koniunkturą zagranicą niż w rzeczywistości została zmierzona. Jest to tym bardziej interesujące, że w strefie euro wskaźniki PMI przeszacowują siłę gospodarki i są spójne z wyższym wzrostem PKB niż podawanym przez rachunki narodowe. Odmienne role i siła usług tłumaczy przynajmniej część tych różnic, ale względna słabość polskiego przemysłu (w porównaniu do Węgier i Czech, gdzie PMI szoruje o 60 pkt.) tak, jak mierzy go PMI, utrudnia traktowanie tego wskaźnika jako adekwatnego barometru nastrojów przedsiębiorstw.



Tym niemniej, korelacja PMI z krótkoterminową dynamiką produkcji przemysłowej działa wciąż całkiem dobrze i sugeruje umiarkowane momentum w przetwórstwie przemysłowym w lutym (niewielki wzrost m/m po wyłączeniu czynników sezonowych). Spadek PMI nie wpłynął na rynek. RPP może co najwyżej odnotować ten odczyt jako potwierdzenie scenariusza stabilizacji / spowolnienia PKB w kolejnych kwartałach, a zatem wsparcie dla gołębiego nastawienia.

## USA: Rekordowy ISM w cieniu nowych ceł

W lutym wskaźnik ISM w amerykańskim przemyśle wzrósł z 59,1 do 60,8, bijąc na głowę oczekiwania delikatnego pogorszenia koniunktury. Jest to nowy 14-letni rekord dla sentymentu w amerykańskim przemyśle i jeden z najwyższych odczytów w ostatnich 30 (sic!) latach.



Szczegóły odczytu nie są już tak jednoznacznie optymistyczne, jak wskazywałyby na to sam zagregowany wskaźnik. Wzrost ISM to głównie zasługa znacznego wzrostu subindeksu zatrudnienia (z 54,2 do 59,7 – to po fatalnym styczniu raczej normalizacja i powrót do poziomów z II połowy 2017 r.) i wydłużenia czasu dostaw. Oceny nowych zamówień i produkcji nieznacznie spadły w ostatnim miesiącu (odpowiednio, z 64,5 do 62,0 i z 65,4 do 64,2). Fani relacji nowe zamówienia – zapasy odnotują jej znaczące pogorszenie w lutym, tj. wzrost zapasów relatywnie do nowych zamówień. Z drugiej strony, zapasy klientów są wciąż postrzegane jako zbyt małe (i wskaźnik ten w lutym spadł), co sugerowałoby utrzymanie wzrostu popytu na wyroby przemysłowe w kolejnych miesiącach. Wreszcie, słaby dolar oddziałuje obecnie dwojako na amerykański przemysł: sprzyja wzrostowi zamówień eksportowych, które w lutym znalazły się na 7-letnim maksimum; podnosi koszty produkcji via ceny dóbr importowanych.

Wisienką na torcie są komentarze ankietowanych, które wprost przepełnia optymizm dotyczący perspektyw wzrostu w tym roku, ekspansji rynkowej, planów inwestycyjnych, itp., a także nieobce również polskim pracodawcom problemy ze znalezieniem pracowników. Reasumując, choć struktura ISM w lutym sugeruje możliwość korekty w najbliższym czasie, przemysł w USA pozostaje w bardzo dobrej formie (jak gdyby cykl koniunkturalny w USA przeżywał drugą młodość).

## USA: Prezydent zapowiada wprowadzenie ceł na stal i aluminium

Pozytywnym akcentem zakończylibyśmy komentarz do danych o koniunkturze, gdyby nie wieczorne obwieszczenie o zamiarze wprowadzenia przez administrację prezydenta Trumpa ceł importowych na stal (w wysokości 25%) i aluminium (w wysokości 10%). Jakkolwiek decyzja ta nie została formalnie podjęta (obwieszczenie padło na otwartym spotkaniu prezydenta z przemysłowcami), warto pochylić się nad przesłankami i skutkami tej decyzji.

1. Cła dotyczyć będą ok. 2% całkowitego importu Stanów Zjednoczonych i będą największym pod względem zasięgu protekcjonistycznym działaniem rządu USA od lat. Zdecydowana większość importu stali i aluminium pochodzi z Kanady, a lista krajów najbardziej dotkniętych tą decyzją obejmuje ponadto Koreę Płd., Brazylię, Meksyk, Islandię i Rosję. Wbrew retoryce i popularnemu pogładowi, pozostali producenci azjatyccy (Chiny i Japonia) zostaną dotknięci w minimalnym stopniu.
2. Ze względu na doniosłą rolę stali i aluminium w procesach produkcyjnych innych dóbr, można spodziewać się, że efekt cenowy ceł (w krótkim okresie to głównie konsekwencja ich wprowadzenia) będzie dotyczyć szerokiego katalogu dóbr konsumenckich i inwestycyjnych, od samochodów i puszek na napoje po materiały budowlane. W jakim stopniu i horyzoncie wyższe koszty zostaną przerzuczone na konsumentów, zależy chociażby od pozycji konkurencyjnej producentów. Można oczekiwać, że w dłuższym okresie cła zostaną w stu procentach przerzuczone na konsumentów dóbr finalnych (w tym kontekście ta kategoria obejmuje także podatników finansujących inwestycje infrastrukturalne).
3. Uzasadnienie dla ceł (względny bezpieczeństwa narodowego) i nietransparentny proces ich wprowadzenia zwiększają prawdopodobieństwo odpowiedzi ze strony partnerów handlowych USA, prawdopodobieństwo i tak wysokie. Można mieć pewność, że ten ruch ze strony USA nie będzie jednostronny.
4. Efekty realne wprowadzenia ceł będą i pozytywne, i negatywne. Pierwsze będą skoncentrowane w hutnictwie metali i będą dotyczyć producentów krajowych dóbr objętych cłem. Negatywne rozłożą się (przy założeniu niepełnego przełożenia kosztów na ceny dóbr finalnych) pomiędzy krajowych producentów dóbr wykorzystujących stal i aluminium jako komponenty, a konsumentów dóbr finalnych płacących wyższe ceny. Efekt? Niższa konsumpcja prywatna.
5. Krajowi producenci stali i aluminium dysponują mocami wytwórczymi, ale nie jest jasne, jak szybko moce te mogą zostać uruchomione i jakich nakładów to wymaga. W średnim okresie ci producenci powinni zwiększyć inwestycje.
6. Nie należy się spodziewać reakcji Fed na czynnik jawnie egzogeniczny, jakim jest wprowadzenie ceł. Tym niemniej, niepewność co do skali przełożenia ceł na ceny dóbr konsumenckich oznacza, że uczestnicy rynku przy każdym kolejnym odczycie inflacji nie będą w stanie rozstrzygnąć, w jakim stopniu jej wzrost jest konsekwencją wzrostu presji popytowej, a w jakim – ceł. To oznacza, że oczekiwania jastrzębiego Fed będą się utrzymywać.
7. Wreszcie, ryzyko eskalacji i wojny handlowej będzie napędzać obawy o wzrost gospodarczy w USA i w ogólności na świecie. Jest to negatywne dla giełd. Dla rynków obligacji oznacza płaszczenie krzywych dochodowości.



## EURUSD fundamentalnie

Marsz dolara w górę, wsparty przez dobre dane z amerykańskiej gospodarki (w pewnym momencie EURUSD spadł do poziomu 1,2155), został zatrzymany przez informację o wprowadzeniu przez Stany Zjednoczone ceł importowych na stal i aluminium. Kanałów wiążących tę informację z dolarem jest kilka: korelacja z giełdą (po obwieszczeniu silne spadki amerykańskich indeksów), obawy o negatywne skutki dla amerykańskiej gospodarki, wpływ na inne gospodarki świata. Na temat tej decyzji więcej piszemy dziś w sekcji analiz, warto jednak odnotować, że ten krok nie pozostanie bez odpowiedzi głównych partnerów handlowych i choć daleko jest do pełnowymiarowej wojny handlowej lub wprowadzania zaporowych ceł, rynki będą postrzegać ten krok jako realizację negatywnych ryzyk dla wzrostu gospodarczego na świecie. Jednocześnie, z tych względów cła te najprawdopodobniej nie wpłyną na politykę Fed. W kolejnych dniach na rynku FX będą ścierać się dwa czynniki: obawy o wzrost w USA (negatywne dla dolara) i napływy do dolara jako do bezpiecznej przystani (pozytywne dla dolara). Od tego, który z nich zwycięży, zależy kierunek dalszego ruchu EURUSD.

## EURUSD technicznie

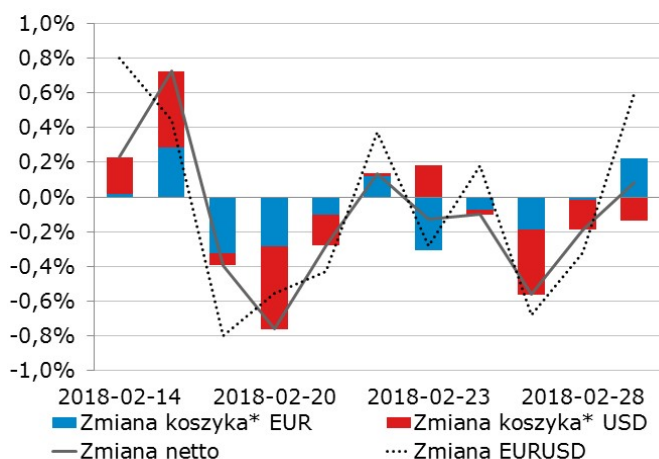
**Pozycja:** Brak.

**Preferencja:** Range (1,2160 – 1,2550).

Wczoraj notowania EURUSD odbiły się od ważnego poziomu w okolicy 1,2160, czyli dolnej granicy nowego, szerszego range, co sugeruje że formacja ta się obroniła. Ruch w górę był początkowo dynamiczny (jego przyczyn można szukać w czynnikach fundamentalnych – czytaj więcej obok), jednak zatrzymał się już na MA55. Dywergencja na wykresie tygodniowym sugeruje, że wybiecie z range nastąpi raczej w dół niż w górę. Z tego powodu dościslenie do górnej granicy formacji stoi pod znakiem zapytania, szczególnie, że w okolicy 1,2250/2350 średnie ruchome tworzą solidny pas oporu. Uważamy, że jest zbyt wcześnie aby wejść short (nie chcemy jeszcze grać wyprzedzająco wybiecia z range po aktualnych poziomach), a granie tej formacji od strony pozycji long jest obciążone zbyt dużym ryzykiem. Pozostajemy poza rynkiem.

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 słabszy o prawie dwa grosze. W pierwszej połowie dnia osłabienie przebiegało krok w krok z wyprzedzają na warszawskiej giełdzie i spadkami rynkowych stóp procentowych - obok odpływów z tego pierwszego rynku osłabienie waluty można zatem przypisać zawężeniu dysparytetów stóp procentowych i choćby czysto mechanicznemu przesunięciu w dół ścieżki oczekiwanych stóp procentowych NBP w wyniku ruchu całej krzywej dochodowości. W drugiej połowie nie, po pojawieniu się informacji o wprowadzeniu przez Stany Zjednoczone ceł importowych na stal i aluminium, złoty osłabił się w ślad za wzrostami EURUSD. Ostatecznie jednak złoty pozostaje w wielotygodniowym zakresie wahań i prawdopodobnie bez nowych informacji lub znaczącej zmiany nastawienia do rynków wschodzących nie należy się spodziewać złotego słabszego niż 4,20 za EUR. Dzisiejszy kalendarz bez znaczących publikacji i tak pozostanie do końca przyszedłego tygodnia.

## EURPLN technicznie

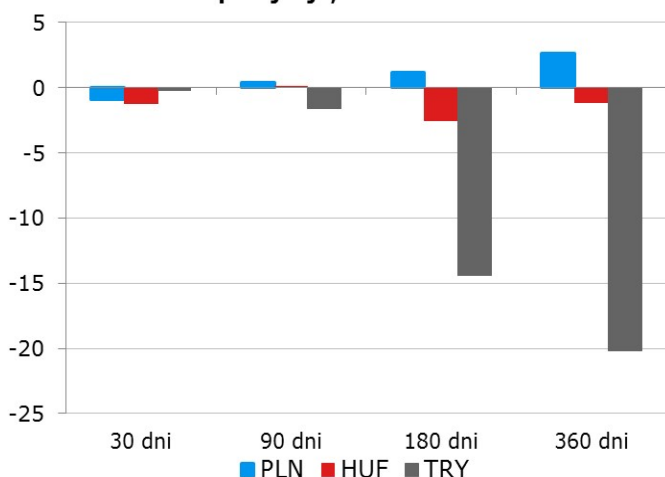
**Pozycja:** Otwieramy pozycję short po 4,1892 z S/L 4,2050.

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

Wczoraj kurs EURPLN przebił ostatnie maksimum lokalne (4,1879), impulsem do ruchu w górę było odbicie od MA30 na wykresie 4h. Zgodnie z naszymi przeprowadzaniem, notowania powróciły do ruchu w ramach range. Górna granica tej formacji znajduje się już blisko (powinny być to okolice maksimum lokalnego 4,2032). Na wykresach o szerokim interwale nie widzimy na razie sygnałów wylamania z górę z tej range, dlatego jest to dobra okazja do grania tej formacji od strony pozycji short (ruch w dół powinien być wspierany przez dywergencję na 4h). Nawet jeżeli kurs nie dojdzie w okolice dolnej granicy range (4,12/4,13), to okazja do zarobku i tak jest już atrakcyjna, na razie nie ustalamy zlecenia T/P.

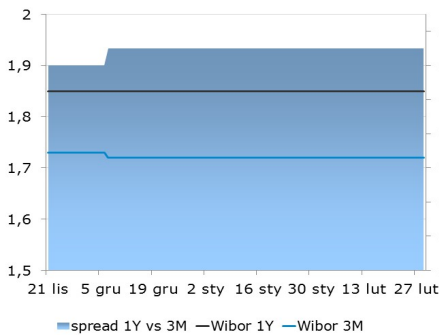
Wsparcie	Opór
4,1293	4,2505
4,0344	4,2255
3,9672	4,2033

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

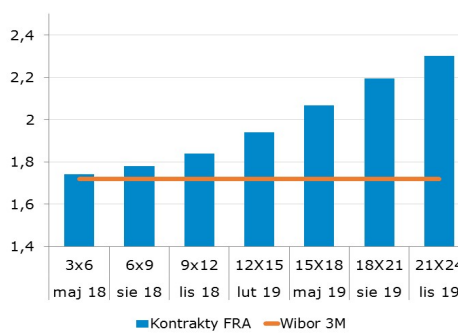


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.74	1.78	ON	1.15	1.55	EUR/PLN	4.1854
2Y	1.95	1.99	1M	1.61	1.81	USD/PLN	3.4356
3Y	2.16	2.20	3M	1.44	1.64	CHF/PLN	3.6333
4Y	2.34	2.38					
5Y	2.49	2.53	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.62	2.66	1x2	1.65	1.69	EUR/USD	1.2265
7Y	2.72	2.76	1x4	1.71	1.74	EUR/JPY	130.32
8Y	2.80	2.84	3x6	1.71	1.74	EUR/PLN	4.1878
9Y	2.89	2.93	6x9	1.73	1.78	USD/PLN	3.4153
10Y	2.95	2.99	9x12	1.80	1.84	CHF/PLN	3.6324

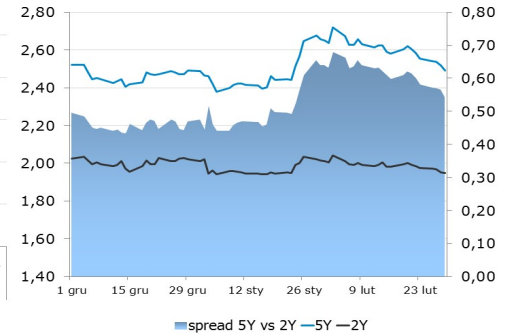
### WIBOR 3M i 1Y



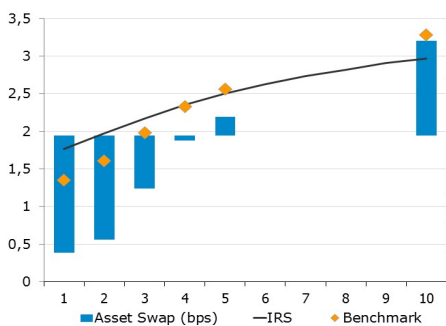
### WIBOR 3M i stawki FRA



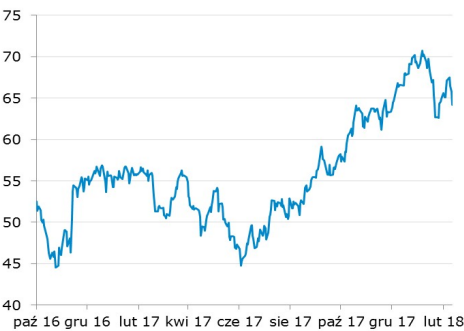
### IRS 5Y i 2Y



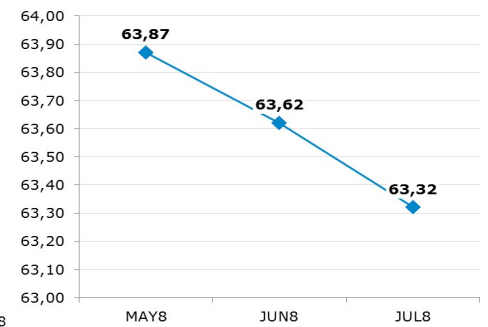
### Asset swap i IRS



### 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.