

12 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>12.03.2018 PONIEDZIAŁEK</b>							
9:00	POL	Publikacja Raportu o inflacji NBP	mar				
<b>13.03.2018 WTOREK</b>							
13:30	USA	CPI r/r (%)	lut		2.2	2.1	
<b>14.03.2018 ŚRODA</b>							
3:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	sty-lut		9.8	10.2	
3:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sty-lut		6.2	6.8	
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		-0.4	0.4	
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lut		0.3	-0.3	
13:30	USA	PPI r/r (%)	lut		2.8	2.7	
<b>15.03.2018 CZWARTEK</b>							
10:00	POL	CPI r/r (%)	lut	1.7	1.8	1.9	
13:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	mar		15.0	13.1	
13:30	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	mar		22.5	25.8	
13:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.03		225	231	
<b>16.03.2018 PIĄTEK</b>							
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	lut	7.0	7.2	7.3	
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lut	3.7	3.7	3.8	
13:30	USA	Pozwolenia na budowę domów (tys.)	lut		1280	1326	
13:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	lut		1320	1377 ( r)	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	sty	2150	624	-1152	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sty	16950	16931	15232	
14:00	POL	Import (mln EUR)	sty	17300	17152	16500	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	sty	1.0	1.0	0.9	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lut	1.0	1.0		
15:00	USA	Wsk. koniunktury kons. U.Mich (pkt.)	mar		99.0	99.7	

## W tym tygodniu...

**Gospodarka polska:** W czwartek zostaną opublikowane dane o inflacji za luty. Spodziewamy się dalszego spadku rocznej dynamiki cen z uwagi na niższe ceny paliw oraz kontynuację korekty cen żywności. Z lutową publikacją wiąże się również zmiana wag w koszyku dóbr i usług konsumenckich, ale nie spodziewamy się, aby tegoroczna zmiana przyniosła rewizję odczytu styczniowego. Inflacja bazowa najprawdopodobniej ukształtowała się na poziomie 1% zarówno w styczniu, jak i w lutym (oficjalne dane NBP opublikuje w piątek). Piątek rozpocznie się od publikacji danych GUS o wynagrodzeniach i zatrudnieniu. Spodziewamy się delikatnego spowolnienia w wynagrodzeniach (efekt niższej dynamiki płac w przetwórstwie przemysłowym) i zatrudnieniu (uważamy, że z uwagi na narastające problemy ze znalezieniem pracowników powtórzenie dynamik miesięcznych z 2017 r. jest mało prawdopodobne). Tego samego dnia zostaną opublikowane dane o bilansie płatniczym za styczeń. Bardzo duży napływ środków z UE zadecyduje o nadwyżce na rachunku obrotów bieżących, podczas gdy saldo handlowe zanotuje znaczącą poprawę (silny spadek deficytu).

**Gospodarka globalna:** We wtorek zostaną opublikowane dane o inflacji CPI za luty – spodziewane jest delikatne przyspieszenie cen konsumpcyjnych przy stabilnym zachowaniu inflacji bazowej. W środę przyjdzie pora na dane o sprzedaży detalicznej i inflacji producenckiej (również za luty) – pierwsze z nich przyniosą odbicie sprzedaży w ujęciu miesięcznym (po kiepskim styczniu), drugie – nieznaczny wzrost dynamiki cen. W czwartek i w piątek zostaną opublikowane pierwsze wskaźniki koniunktury za miesiąc marzec (Philly Fed i Empire State oraz koniunktura konsumencka wg Uniwersytetu Michigan, odpowiednio). W Europie rozpoczynający się tydzień będzie bardzo spokojny – jedyna warta uwagi publikacja to szacunek produkcji przemysłowej za miesiąc styczeń.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Kwieciński: Nie ma wątpliwości, że dynamiki inwestycji i PKB w 2018 r. osiągną zakładane przez rząd cele - powiedział na konferencji w Bukowinie Jerzy Kwieciński, minister inwestycji i rozwoju.
- GER: W Niemczech w styczniu produkcja przemysłowa spadła o 0,1 proc. mdm, podczas gdy w poprzednim miesiącu spadła o 0,5 proc., po korekcie z -0,6 proc. – poinformował w komunikacie urząd statystyczny.
- USA: Liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w Stanach Zjednoczonych w lutym wzrosła o 313 tys. wobec wzrostu o 239 tys. przed miesiącem, po korekcie z 200 tys. – podał amerykański Departament Pracy w komunikacie.

Decyzja RPP (11.04.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.637	-0.004
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.905	0.013
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.264	0.018
<b>PROGNOZA mBanku</b>		<b>bez zmian</b>		
Dotyczy benchmarków Reuters				

## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

### POLSKA

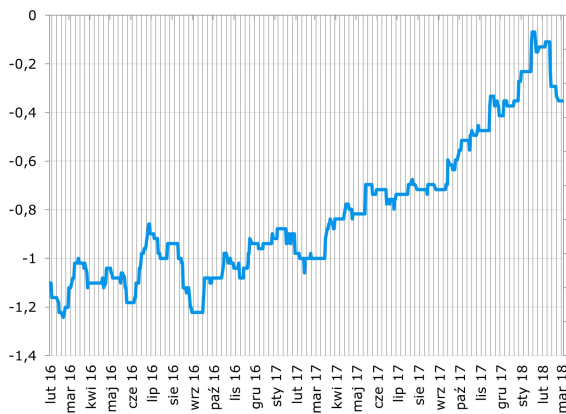
Indeks zaskoczeń dla Polski



Bez zmian (brak publikacji makro). Nowy tydzień przyniesie dane z rynku pracy oraz odczyt inflacji. Nie jest zatem wykluczone, że polski indeks zaskoczeń poruszy się w tym tygodniu.

### STREFA EURO

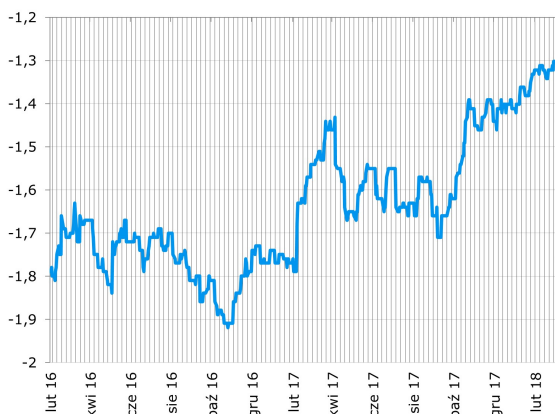
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Bez zmian (brak zaskoczeń). W najbliższych dniach, wobec braku publikacji makro, można spodziewać się stabilizacji indeksu.

### USA

Indeks zaskoczeń dla USA



Zaskoczenia in plus w danych o zatrudnieniu przeważały nad rozczarowaniami w danych o płacach, stąd kontynuacja wzrostów amerykańskiego indeksu zaskoczeń. W nowym tygodniu nie zabraknie okazji do dalszych wzrostów (dane o produkcji przemysłowej, inflacji i koniunkturze).

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

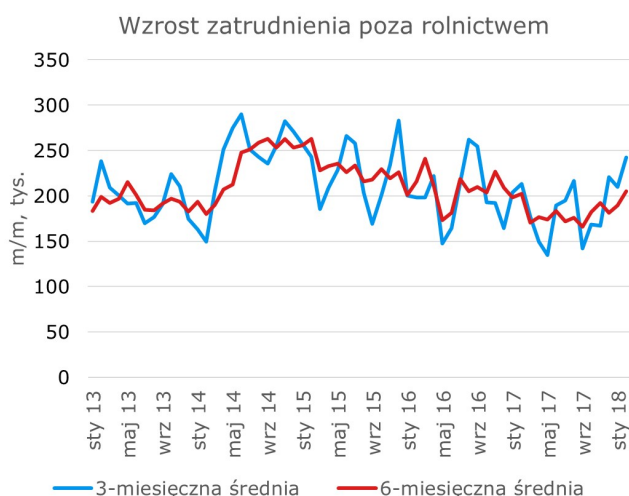
## Inflacja w regionie zaskakuje w dół

Odczyty w regionie zaskoczyły w lutym w dół (Węgry 1,9% r/r wobec 2,1% r/r w poprzednim miesiącu oraz oczekiwanych 2,0% r/r; Czechy 1,8% r/r vs. 2,2% r/r poprzednio i oczekiwanych 2,0% r/r). Gdyby zastosować metodę naiwnego prognozowania opartego na odchyleniu od konsensusu (inflacja spada obniża się o podwójną liczbę punktów procentowych wobec tego, co zakłada konsensus), inflacja w Polsce powinna znaleźć się w lutym na poziomie 1,5% r/r. Nie obstawiamy aż tak drastycznego zaskoczenia, jednak scenariusz 1,6% r/r uznajemy za bardziej prawdopodobny od naszej dotychczasowej prognozy 1,7% r/r i tym samym rewidujemy nasz szacunek w dół. Inflację bazową pozostawiamy na poziomie 1,0% r/r.

Głównym źródłem zaskoczenia mogą być ceny żywności, które w ostatnim miesiącu zaskoczyły nas wyraźnie in plus. Zarówno na Węgrzech, jak i w Czechach odczyty tej kategorii uplasowały się poniżej wartości typowych. W szczególności dotyczy to Czech, gdzie wystąpiła silna, spadkowa korekta cen w ujęciu miesięcznym. Po stronie bazowej nie widać znaczącego przyspieszenia względem analogicznego miesiąca roku ubiegłego ani w Czechach, ani na Węgrzech. Inflacja bazowa w obu krajach kształtuje się poniżej oczekiwań banków centralnych. Wyraźniejszy wzrost cen usług wydaje się póki co ograniczony do lutego i jako taki nie pozwala na sformułowanie tezy, że inflacja tej części koszyka znacząco się rozpędza. Zarówno Czechy, jak i Węgry znajdują się póki co w tej samej sytuacji co Polska: inflacja płacowa rośnie silnie, bez przełożenia na ceny konsumenckie. Póki co tylko czeski bank centralny utrzymuje jednak, że inflacja w przyszłości musi z tego powodu wzrosnąć.

## USA: Duża pozytywna niespodzianka w danych NFP, płace dalej nie chcą przyspieszać

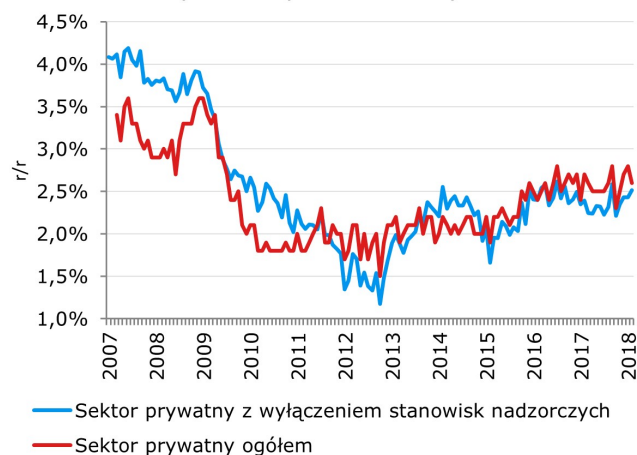
Dynamika zatrudnienia w Stanach Zjednoczonych w lutym zaskoczyła najmocniej od końca 2009 roku – zamiast oczekiwanego 200 tys. przyrostu liczby zatrudnionych, w gospodarce amerykańskiej przybyło aż 313 tys. miejsc pracy. Tak duży przyrost może być postrzegany jako element szerszej tendencji, tj. delikatnego przyspieszania na bazie 3-miesięcznej i 6-miesięcznej średniej (por. wykres poniżej).



Przegląd struktury sektorowej zatrudnienia wywołuje wrażenie, jak gdyby w lutym gospodarka wrzuciła inny bieg, solidne (po 30-50 tys.) wzrosty zanotowano bowiem w przemyśle, budow-

nictwie, usługach biznesowych, a nawet w chimerycznym w 2017 r. handlu detalicznym. Wyniki drugiego z badań, przeprowadzanego wśród gospodarstw domowych, są jeszcze bardziej fantastyczne – liczba pracujących wzrosła o 785 tys. (!!!), wypychając do góry wskaźniki zatrudnienia i aktywności zawodowej. Stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie 4,1% piąty miesiąc z rzędu. Dodatkowym smaczkiem raportu jest wydłużenie tygodnia pracy (z 34,4 do 34,5 godzin). Łączna liczba godzin przepracowanych rośnie obecnie o ok. 1,5% r/r, co nie wróży zbyt dobrze statystykom produktywności. Ten ostatni wniosek jest zresztą spójny z rozczarowującymi wynikami płac – wzrost o 0,1% m/m i rewizje w dół poprzednich odczytów sprawiają, że dynamika nominalnych wynagrodzeń jest tak odległa od wyrwania się z przedziału 2,5-3% r/r, jak w niemal dowolnym miesiącu obecnej fazy ożywienia.

Dynamika płac nominalnych



Wysoki wzrost zatrudnienia i liczby przepracowanych godzin (to wszakże paliwo dla wzrostu gospodarki) i rozczarowanie w płacach to idealny wynik dla giełd i tak też faktycznie się stało. To właśnie wzrost indeksów giełdowych zdecydował ostatecznie o wzrostach stóp procentowych. Powrót Goldilocks economy stawia pod znakiem zapytania część założeń dotyczących pozycji cyklicznej amerykańskiej gospodarki. Jeśli bowiem jest ona nadal w stanie generować tak wysokie dynamiki zatrudnienia przy absolutnym braku presji płacowej, to założenia co do wysokości naturalnej stopy bezrobocia i granic pełnego zatrudnienia mogą być błędne. To zaś oznacza, że przekonanie wielu uczestników rynku (odzwierciedlone niską wycenioną stopą docelową) co do skali możliwego i bezpiecznego zacieśnienia monetarnego ze strony Fed jest błędne. Innymi słowy, być może stopy procentowe w średnim okresie wcale nie muszą być niskie, a obecny cykl zacieśnienia monetarnego wcale nie musi się kończyć w okolicy 3%, jak zakłada to sam Fed i jego obserwatorzy.

## EURUSD fundamentalnie

Świetny raport o NFP w zasadzie nie miał wpływu na notowania EURUSD (więcej w sekcji analiz). Przejściowo wygenerowana zmienność nie doprowadziła do zwiększenia zakresu spadków kursu. Powodem jest zapewne wciąż niemrawy wzrost płac. Póki przyrosty zatrudnienia są tak duże, póty rynek będzie wierzył we wzrost płac utrzymywał – oczywiście implikacją jest utrzymanie, ale nie poszerzenie oczekiwań na zacieśnienie monetarne. Kluczowe w tym tygodniu są dane o inflacji (wtorek – tym razem najpierw inflacja konsumenta, a dopiero dzień później produkcja). Niespodzianka w górę podbije dolara, niespodzianka w dół może przejściowo ostudzić nastroje. Obok inflacji zobaczymy jeszcze dane o sprzedaży i produkcji, jednak mają one obecnie drugorzędne znaczenie. Z uwagi na możliwe przyspieszenie oczekiwań na zacieśnienie politykę pieniężną w USA (przyspieszenie inflacji) uważamy, że dolar może się jeszcze w krótkim terminie umocnić. Nie spodziewamy się jednak, że umocnienie to będzie głębokie (1,20 na EURUSD wydaje się obecnie granicą trudną do osiągnięcia). W średnim terminie bardziej prawdopodobna jest aprecjacja EURUSD, a więc kontynuacja trendu.

## EURUSD technicznie

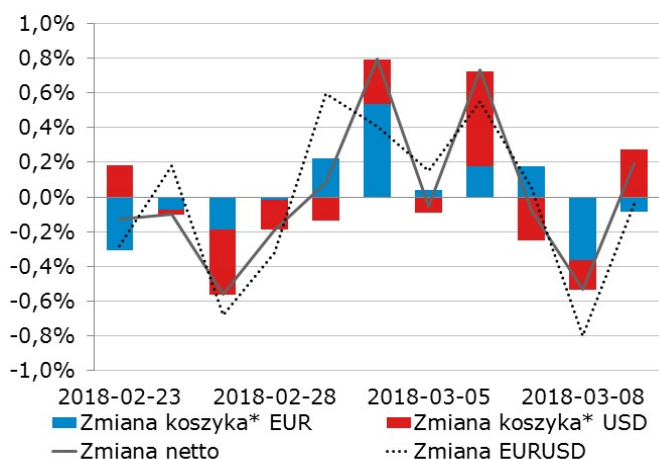
**Pozycja:** Brak.

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

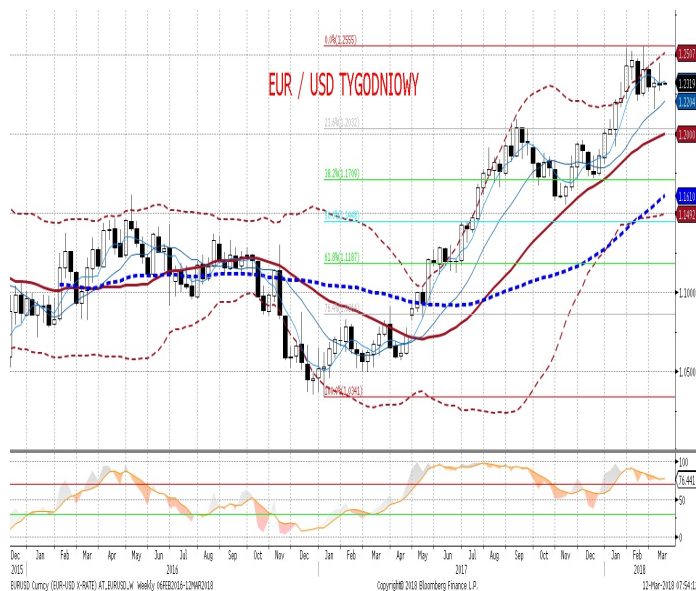
Formacja range, którą jakiś czas temu zidentyfikowaliśmy wygląda w szerszej perspektywie nieco mniej pewnie. Przeważają przy tym sygnały spadkowe ze słabnącym momentum na wykresie tygodniowym oraz fałszywym wybiciem w górę na wykresie dziennym. Póki co pozostajemy poza rynkiem, gdyż kurs znajduje się dokładnie w środku zidentyfikowanego range. Zalecamy wzmoczoną czujność w okolicach 1,22 oraz 1,25.

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

EURPLN stopniowo opada. Dziś startujemy z poziomu 4,19. Wygląda na to, że działanie negatywnego czynnika krajowego (aspekt stóp procentowych) powoli wyczerpuje się. Nadal trudno nam jednak obstawiać, że notowania szybko powrócą do 4,13-14. Oczywiście oczekiwania na zacieśnienie monetarne w Polsce plasują się obecnie na bardzo niskim poziomie, jednak zanim RPP zmieni retorykę (i zanim będą ku temu podstawy w postaci wzrostu inflacji bazowej), poczekamy jeszcze kilka dobrych miesięcy. W tym czasie globalne stopy procentowe mają szansę na kolejny krok w górę. To będzie niekorzystne dla złotego. W tym tygodniu poznamy przede wszystkim dane o inflacji (więcej w sekcji analiz – widzimy ryzyko w dół) oraz z rynku pracy. Raczej trudno obstawiać, że dane te przyspieszą oczekiwania na zacieśnienie monetarne, a tym samym umocnią złotego.

## EURPLN technicznie

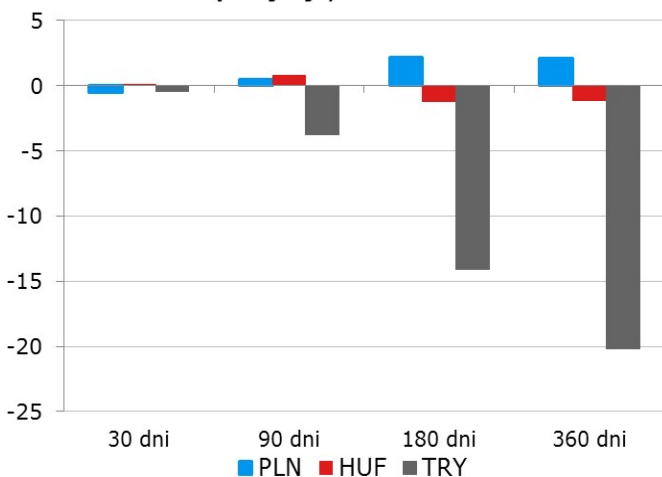
**Pozycja:** Long EURPLN po 4,1911, S/L 4,1750.

**Preferencja:** Wybicie w górę z range (4,13–4,18/20).

Dziś powinny rozstrzygnąć się losy EURPLN. Dywergencja na wykresie 4h zadziałała i sprowadziła notowania do poziomu MA55, która póki co trzyma i odpowiada za trend na tym interwale. Tymczasem wykresy 1d oraz 1w wyglądają dla złotego bardziej korzystnie. Na 1d notowania zawróciły tuż pod MA200 i momentum wzrostowe spada. Na 1w z kolei ostatnia zawrotka kursu wygląda jak odrzucenie przez jedną z najkrótszych średnich. Nie świadczy to dobrze o sile kupujących. Jeśli MA55 na 4h pęknie, wszystkie sygnały ostrzegawcze z 1d oraz 1w również się zrealizują. Jeśli trend wzrostowy się utrzyma, dojdzie do ich zamazania. Próbuje gry z trendem long EURPLN.

Wsparcie	Opór
4,1293	4,3206
4,0344	4,2500
3,9672	4,2225

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.77	1.81
2Y	1.93	1.97
3Y	2.12	2.16
4Y	2.30	2.34
5Y	2.45	2.49
6Y	2.57	2.61
7Y	2.68	2.72
8Y	2.77	2.81
9Y	2.86	2.90
10Y	2.89	2.93

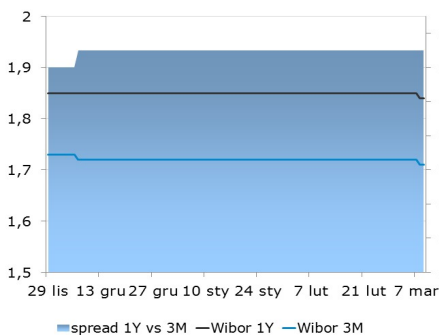
depo	BID	ASK
ON	1.20	1.60
1M	1.40	1.80
3M	1.40	1.90

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1989
USD/PLN	3.4132
CHF/PLN	3.5923

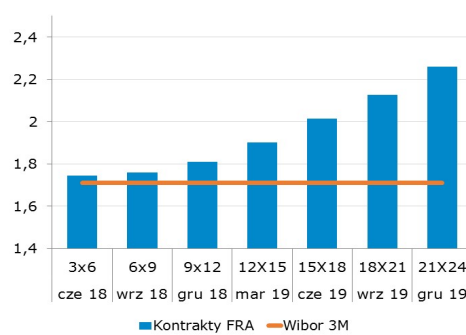
FRA	BID	ASK
1x2	1.66	1.71
1x4	1.69	1.73
3x6	1.71	1.75
6x9	1.72	1.76
9x12	1.77	1.81

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2309
EUR/JPY	131.44
EUR/PLN	4.1894
USD/PLN	3.4084
CHF/PLN	3.5801

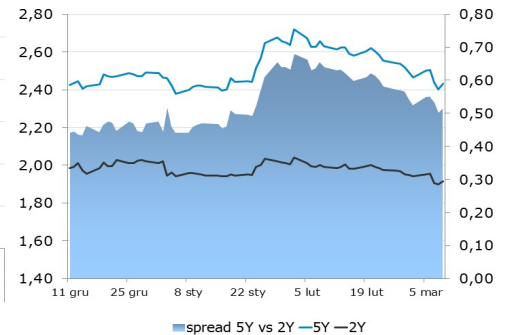
**WIBOR 3M i 1Y**



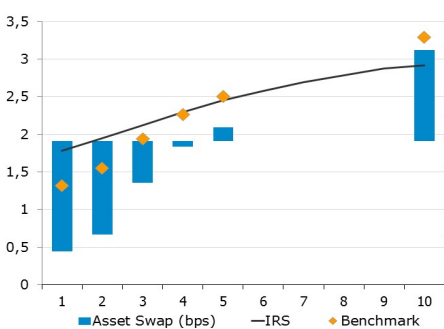
**WIBOR 3M i stawki FRA**



**IRS 5Y i 2Y**



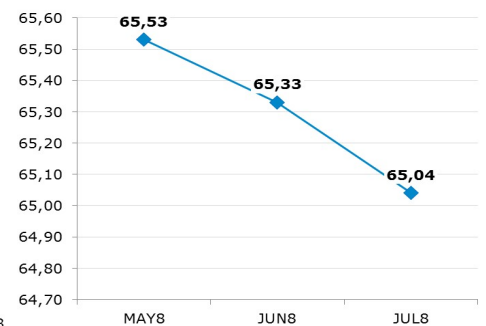
**Asset swap i IRS**



**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.