

13 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 zagranicą 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	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka globalna:** Dziś zostaną opublikowane dane o inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych. Po bardzo wysokiej dynamice zanotowanej styczniu można spodziewać się mniejszego wzrostu cen w kolejnym miesiącu. Powinien on wystarczyć do stabilizacji inflacji bazowej i nieznacznego wzrostu rocznego wskaźnika inflacji.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

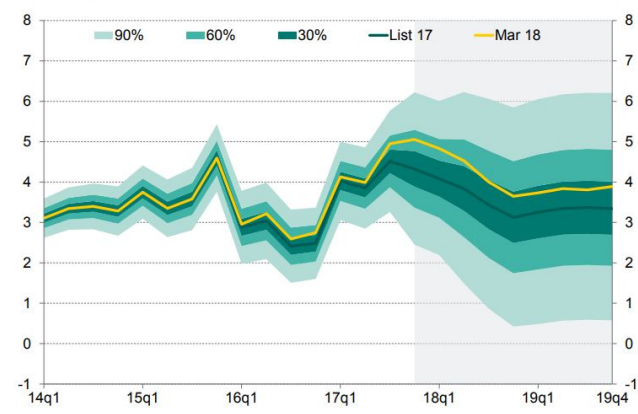
- Kwieciński: Wzrost produkcji budowlano-montażowej w I kw. 2018 r. wyniesie w Polsce ok. 30 proc., co pozwala zakładać, że tempo wzrostu inwestycji będzie duże.
- GUS: Deficyt w handlu zagranicznym po styczniu 2018 r. wyniósł w Polsce 0,5 mld euro.
- NBP: Centralna ścieżka projekcji NBP zakłada, że inflacja CPI oraz bazowa w 2019 r. ukształtują się odpowiednio na poziomie 2,7 proc. i 2,6 proc. – wynika z najnowszej projekcji NBP. W porównaniu do listopadowej projekcji, skorygowano w dół ścieżkę inflacji bazowej, podniesiono natomiast ścieżkę dynamiki PKB w kolejnych latach.

Decyzja RPP (11.04.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.655	-0.002
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.872	0.009
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.306	0.001
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## NBP mierzy się z zagadką niskiej inflacji bazowej

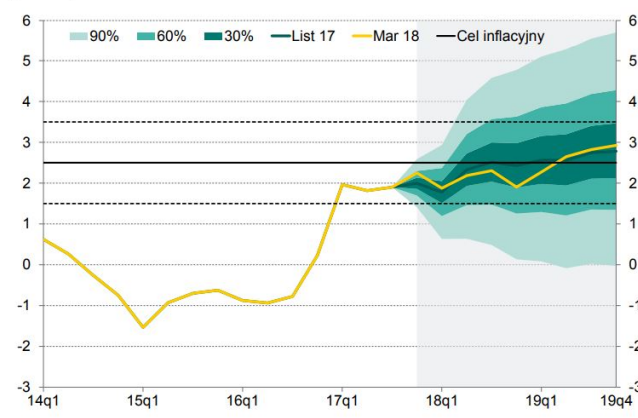
Najnowszy „Raport o inflacji”, jak już wiedzieliśmy na podstawie komunikatu po ostatnim posiedzeniu RPP, maluje bardzo korzystny (z punktu widzenia polityki pieniężnej) obraz gospodarki. Wzrost PKB, zanotowawszy lokalny szczyt w IV kwartale 2017 r., będzie systematycznie spadał w kolejnych kwartałach wraz ze spowolnieniem inwestycji i na koniec horyzontu prognozy spotka się z powoli rosnącym tempem wzrostu produktu potencjalnego (tu, jak zawsze, działa magia coraz wyższego wkładu TFP). Stopa bezrobocia będzie systematycznie spadać, ale w ślad za nią spadnie również NAWRU (poziom bezrobocia nie powodujący wzrostu wynagrodzeń). W konsekwencji, luka popytowa i luka na bezrobociu ustabilizują się w horyzoncie projekcji i presja na wzrost wynagrodzeń (a tym samym na wzrost inflacji bazowej) nie będzie narastać – NBP spodziewa się wzrostu płac w GN w okolicy 7% przez najbliższe trzy lata. Inflacja bazowa zmierza do 3% na koniec 2019 i tam się ustabilizuje pod koniec horyzontu prognozy, a nakładka żywnościowo-energetyczna pozostanie na historycznie niskim poziomie (ok. 1,5 pkt. proc. wkładu do inflacji CPI).

**Wykres 4.26** Projekcja marcowa na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 4.28** Projekcja marcowa na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %)

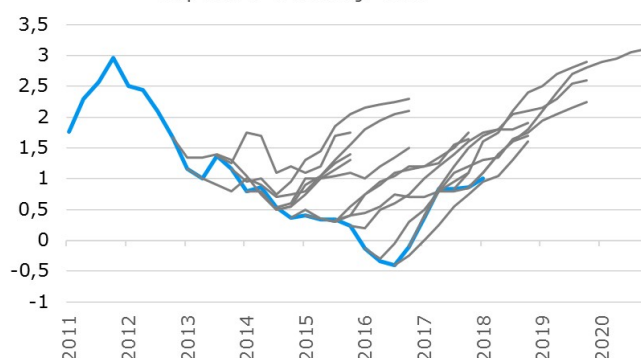


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Co ciekawe, taki obraz rzeczywistości zupełnie nie przystoi do retoryki, jaka towarzyszyła prezentacji raportu. Pomimo prognozowanego przyspieszenia cen w kategoriach bazowych, analitycy NBP (a wraz z nimi również członkowie RPP) wydają się być bardzo sceptyczni co do mechanizmów stojących za i moż-

liwości istotnego wzrostu inflacji bazowej. Bardzo dużo czasu i miejsca poświęcono bowiem: płaskiej krzywej Philipsa, niewrażliwości procesów cenowych na krajową lukę popytową, globalizacji i międzynarodowym aspektem kształtowania cen (tj. zależnościom między niską inflacją zagranicą i w kraju), słabej pozycji przetargowej pracowników, niskim oczekiwaniom inflacyjnym konsumentów, poduszce płynnościowej zapobiegającej natychmiastowemu przeliczeniu wyższych kosztów pracy na konsumentów, itp. Zapewne tylko mechanice NECMODu można zawdzięczać to, że ta litania czynników obniżających inflację relatywnie do poziomów przedkryzysowych, nie przełożyła się na całkowitą niewiarę w możliwość wzrostu inflacji w Polsce. Być może jednak to właśnie duch prognozy jest z punktu widzenia RPP ważniejszy od jej litery.

Prognozy inflacji bazowej z kolejnych "Raportów o inflacji" NBP



Brak wiary w inflację bazową ma swoje uzasadnienie w wieloletnich niepowodzeniach prognostycznych (por. wykres powyżej), które zresztą nie wyróżniają NBP spośród innych banków centralnych i instytucji sektora publicznego i prywatnego. Biorąc to pod uwagę, nie sposób nie zakładać naturalnego ryzyka w dół dla prognozy ostro rosnącej inflacji bazowej. Z drugiej strony, można argumentować, że prognoza inflacji bazowej jest obecnie zaniżona z uwagi na przeszacowanie wzrostu produktywności pracy związane z niedoszacowaniem imigracji w danych BAEL – NBP jest świadomy istnienia tego problemu, ale żadne korekty z tego tytułu nie zostały poczynione. Wreszcie, warto zauważyć, że prognoza inflacji przy obecnej strukturze jest bardzo wrażliwa na zewnętrzne szoki – zmiana założeń co do kształtowania się cen surowców energetycznych lub cen żywności może z łatwością wypchnąć prognozowaną inflację daleko powyżej celu w horyzoncie projekcji. Jest to z punktu widzenia obecnej RPP mniejsze ryzyko, z uwagi na zmienioną funkcję reakcji i symetryczne traktowanie celu inflacyjnego. Nie sposób jednak nie zauważyć, że jej poprzedniczki rozpoczynały cykle zacieśnienia monetarnego dysponując niższymi prognozami inflacji i inflacji bazowej (przykładowo, projekcja inflacyjna z października 2010 r. zakładała inflację bazową na poziomie 2,3% na dwa lata do przodu). Projekcja „na ostrzu noża” niewątpliwie zwiększa szanse na zaskakiwanie RPP, ale póki co konsensus w tonie RPP wydaje się niezagrożony przez same tylko prognozy.

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD stoi praktycznie w miejscu. Inwestorzy czekają na dzisiejsze dane o inflacji. Jak wspominaliśmy już wielokrotnie, praktycznie wszystkie banki centralne mają podobny problem: brak przekonujących dowodów na rozpędzanie się inflacji. Póki co jest to nadal amerykański przypadek, bo ostatnie przyspieszenie inflacji mogło być – podobnie zresztą jak przyspieszenie płac – przypadkowe. Ostatni bastion oczekiwań na szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej opiera się właśnie na zaskoczeniach inflacją. Jeśli dzisiejszy odczyt będzie rozczarowaniem, ścieżka oczekiwanych stóp procentowych wyplaszczy się i dolar straci, jeśli zaskoczy pozytywnie, możemy zobaczyć kolejny, silny ruch na stopach procentowych w górę połączony z pewnym umocnieniem dolara. Z uwagi na ukształtowany trend i nastroje rynkowe, ryzyka rozkładają się raczej asymetrycznie, gdyż nawet jeśli inflacja będzie rozczarowaniem, inwestorzy przesuną nadzieje na kolejny odczyt. Taka równowaga będzie jednak tylko krótkoterminowa. 2-3 negatywne niespodzianki na inflacji i scenariusz inflacyjny ożywienia odejdzie w niepamięć.

## EURUSD technicznie

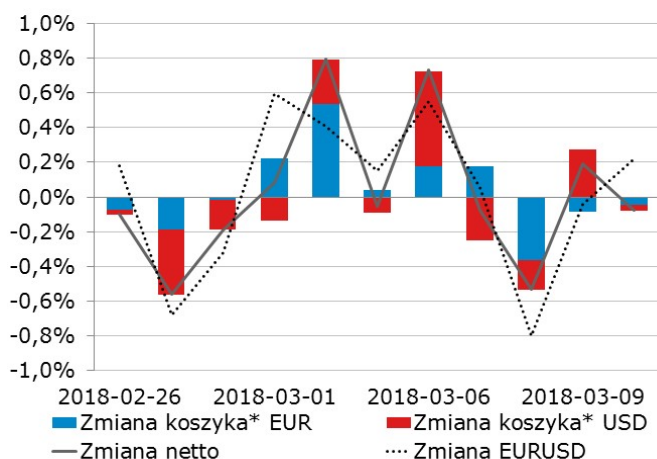
**Pozycja:** Brak.

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

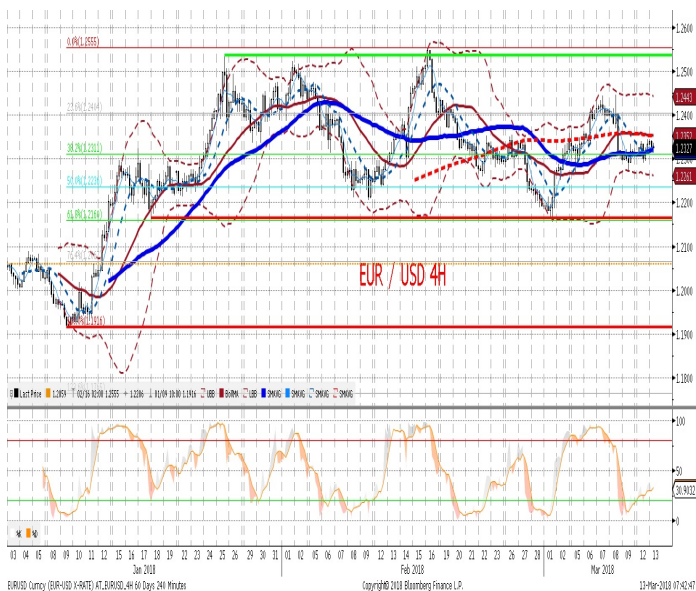
Bez zmian. Formacja range, którą jakiś czas temu zidentyfikowaliśmy, wygląda w szerszej perspektywie nieco mniej pewnie. Przeważają przy tym sygnały spadkowe ze słabnącym momentum na wykresie tygodniowym oraz fałszywym wybięciem w górę na wykresie dziennym. Póki co pozostajemy poza rynkiem, gdyż kurs znajduje się dokładnie w środku zidentyfikowanego range. Zalecamy wzmożoną 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 poruszył się wczoraj w górę, powyżej 4,20. Ruch taki faworyzowała sytuacja techniczna (patrz obok), jednak być może miał on też głębsze przyczyny i mógł być związany z pozycjonowaniem rynku na dzisiejszy odczyt inflacji. Warto też zwrócić uwagę, że złoty znalazł się wczoraj w podobnym koszyku, co turecka lira, doświadczająca osłabienia z uwagi na rozpędzanie się informacji związanym z opuszczeniem NATO przez Turcję. Być może istnieje więc też alternatywne wytłumaczenie słabości złotego oparte na dyplomatycznym ochłodzeniu stosunków USA i Polski. Być może to jednak tylko szum. Wracając na orbitę gospodarczą, spodziewamy się właśnie, że złoty będzie w krótkim terminie słabszy. Jednym z elementów tego scenariusza jest inflacja w USA. Jeśli będzie w stanie generować pozytywne zaskoczenia i stromić ścieżkę oczekiwanych stóp procentowych — złoty będzie się osłabiał.

## EURPLN technicznie

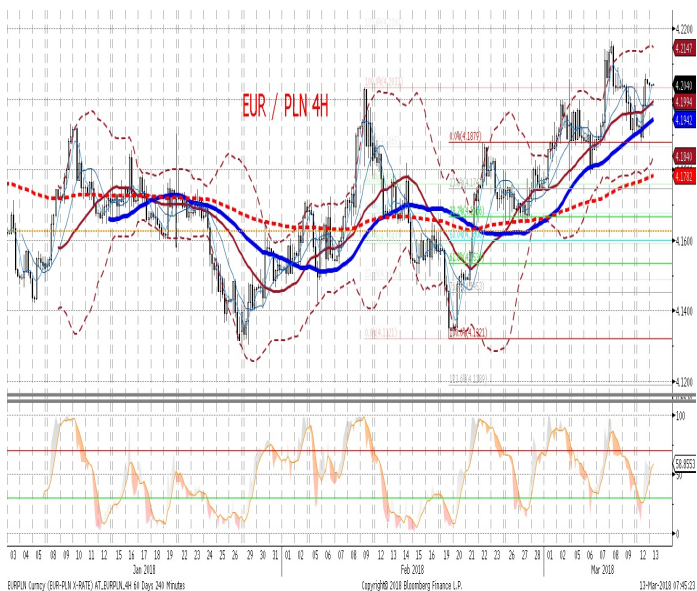
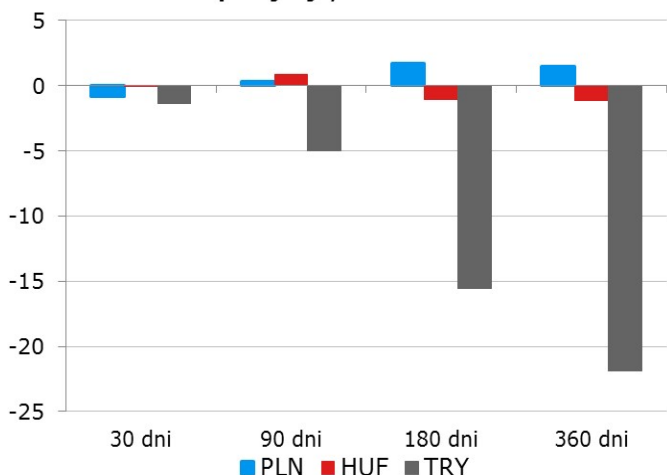
**Pozycja:** Long EURPLN po 4,1911, S/L 4,1750.

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

Sytuacja na wykresach 1d i 1w powoli się poprawia. Nasz pomysł na grę z trendem – wzdłuż MA55 z wykresu 4h – okazał się sukcesem. Notowania z łatwością przebiły 4,20 i obecnie znajdują się znów pod MA200 z wykresu 1d. Liczymy na wyznaczenie nowych maksimum lokalnych. Scenariusz ten może być dziś jednak mocno uzależniony od danych – patrz komentarz fundamentalny.

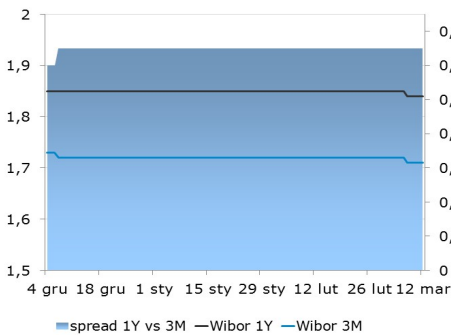
Wsparcie	Opór
4,1293	4,3206
4,0344	4,2500
3,9672	4,2225

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

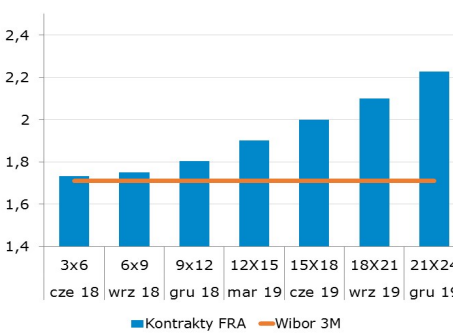


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.73	1.77	ON	1.35	1.55	EUR/PLN	4.1942
2Y	1.91	1.95	1M	1.45	1.65	USD/PLN	3.4066
3Y	2.10	2.14	3M	1.39	1.59	CHF/PLN	3.5865
4Y	2.27	2.31					
5Y	2.42	2.46	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.56	2.60	1x2	1.65	1.69	EUR/USD	1.2333
7Y	2.67	2.71	1x4	1.70	1.73	EUR/JPY	131.24
8Y	2.76	2.80	3x6	1.70	1.73	EUR/PLN	4.2027
9Y	2.84	2.88	6x9	1.72	1.75	USD/PLN	3.4083
10Y	2.89	2.93	9x12	1.77	1.80	CHF/PLN	3.5970

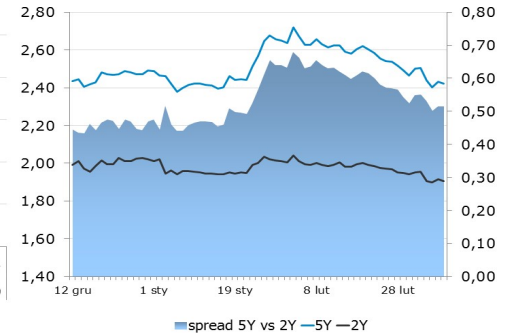
WIBOR 3M i 1Y



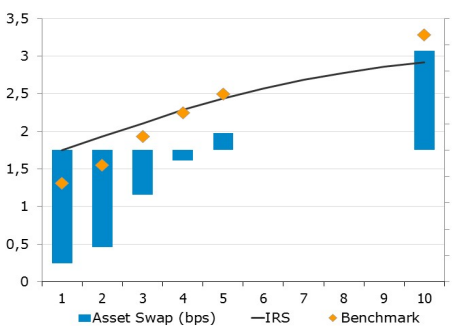
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



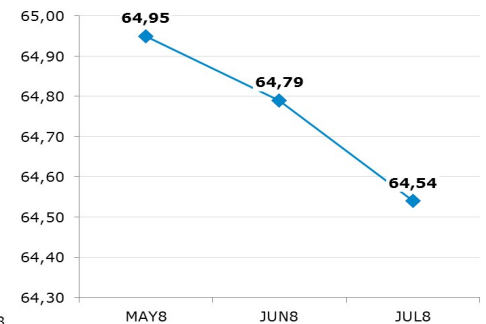
Asset swap i IRS



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.