

19 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>19.03.2018 PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lut	7.5	8.4	8.6	
10:00	POL	PPI r/r (%)	lut	0.1	0.1	0.2	
10:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	lut	31.0	28.7	34.7	
<b>20.03.2018 WTOREK</b>							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	lut		2.8	3.0	
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	mar		90.0	92.3	
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	mar		13.0	17.8	
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka KE (pkt.)	mar		0.0	0.1	
<b>21.03.2018 ŚRODA</b>							
10:00	POL	Koniunktura konsumencka	mar				
10:00	POL	Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych	2017				
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lut	7.6	8.1	8.2	
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	sty		4.4	4.4	
15:00	USA	Sprzedaż domów na r.wtórny (mln)	lut		5.46	5.38	
19:00	USA	Decyzja FOMC (%)	mar		1.50	1.25	
<b>22.03.2018 CZWARTEK</b>							
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	mar		55.5	55.9	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	mar		57.0	57.4	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	mar		59.8	60.6	
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	mar		55.0	55.3	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	mar		58.1	58.6	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	mar		56.0	56.2	
10:00	GER	Indeks Ifo – sytuacja bieżąca (pkt.)	mar		125.6	126.3	
10:00	GER	Indeks Ifo – oczekiwania (pkt.)	mar		104.4	105.4	
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	mar		0.500	0.500	
13:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	17.03		225	226	
14:00	POL	M3 r/r (%)	lut	4.6	5.0	4.8	
14:45	USA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	mar		55.6	55.3	
14:45	USA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	mar			55.9	
<b>23.03.2018 PIĄTEK</b>							
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	lut	6.8	6.8	6.9	
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	lut		1.6	-3.6	
15:00	USA	Sprzedaż domów na r.pierwotnym (mln)	lut		620	593	

## W tym tygodniu...

**Gospodarka polska:** Dzisiaj zostaną opublikowane dane z przemysłu i budownictwa. Prognozowane nieznaczne spowolnienie produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej to konsekwencją mniej korzystnego układu dni roboczych (0 zamiast +1 r/r) oraz pogorszenia warunków pogodowych (w budownictwie). Towarzyszące im dane o cenach producentów powinny pokazać stabilizację inflacji PPI z uwagi na niższe ceny nośników energii. W środę zostaną opublikowane dane o sprzedaży detalicznej. Prognozujemy nieznacznie niższą dynamikę przy nieco zmienionej strukturze: odreagowanie w cenach żywności zostanie zrównoważone przez niższą sprzedaż w wybijanej w poprzednim miesiącu kategorii Pozostałe. W piątek światło dzienne ujrzy Biuletyn Statystyczny wraz z danymi o bezrobociu. W tygodniu warto również zwrócić uwagę na dane o koniunkturze (środa – koniunktura konsumencka, czwartek - koniunktura w biznesie, handlu i usługach) oraz wyniki finansowe przedsiębiorstw (środa), które dostarczą informacji o nakładach inwestycyjnych firm w IV kwartale.

**Gospodarka globalna:** W Stanach Zjednoczonych tydzień upłynie pod znakiem posiedzenia Fed i pierwszej konferencji prasowej J. Powella. Podwyżka stóp procentowych nie ulega najmniejszym wątpliwościom, natomiast uwaga rynków będzie koncentrować się na skali rewizji prognoz w najnowszych projekcjach FOMC (przesunięcie kropek do góry było już sygnalizowane przez Powella). Dane publikowane za Oceanem w tym tygodniu to drugi garnitur: kolejne odczyty z rynku nieruchomości, tym razem dotyczące sprzedaży domów na rynku pierwotnym i wtórnym, oraz dane o zamówieniach na dobra trwałego użytku (powinny pokazać umiarkowany wzrost zamówień w lutym). W Europie najważniejsze będą publikacje wskaźników koniunktury (PMI, Ifo i indeksy krajowe z Francji) w czwartek, które powinny rzucić nieco więcej światła na to, czy ostatnie pogorszenie nastrojów w strefie euro było przejściowe. Warto też odnotować decyzję Banku Anglii w czwartek.

Decyzja RPP (11.04.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.567	0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.857	0.006
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.275	0.014

PROGNOZA mBanku

bez zmian

Dotyczy benchmarków Reuters

## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

### POLSKA

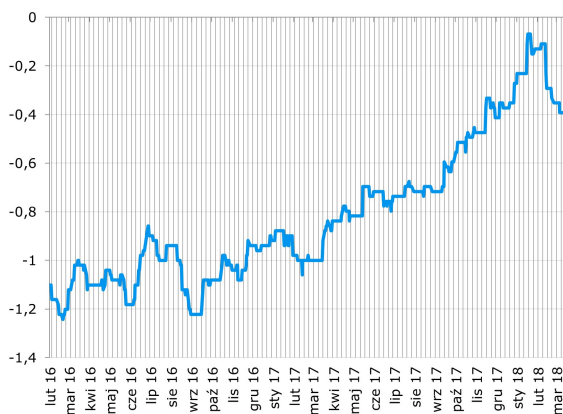
Indeks zaskoczeń dla Polski



Znacznie niższy od oczekiwań odczyt inflacji CPI spowodował, że polski indeks zaskoczeń zanurkował w ostatnim tygodniu. W najbliższych dniach okazją do poprawy będą dane z przemysłu, budownictwa i handlu.

### STREFA EURO

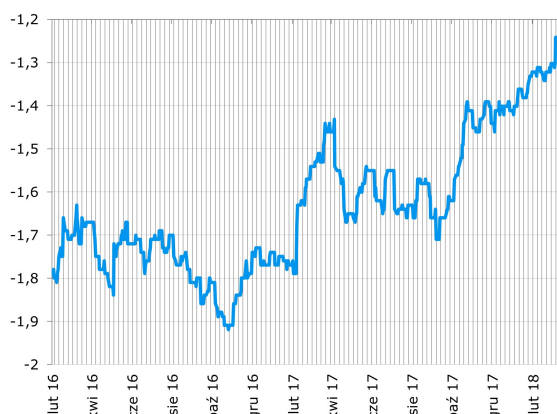
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Negatywne zaskoczenie produkcją przemysłową w strefie euro spowodowało lekki spadek europejskiego indeksu zaskoczeń. Nowy tydzień do przodu wszystkim dane o koniunkturze, okazji do poruszenia indeksem będzie sporo.

### USA

Indeks zaskoczeń dla USA

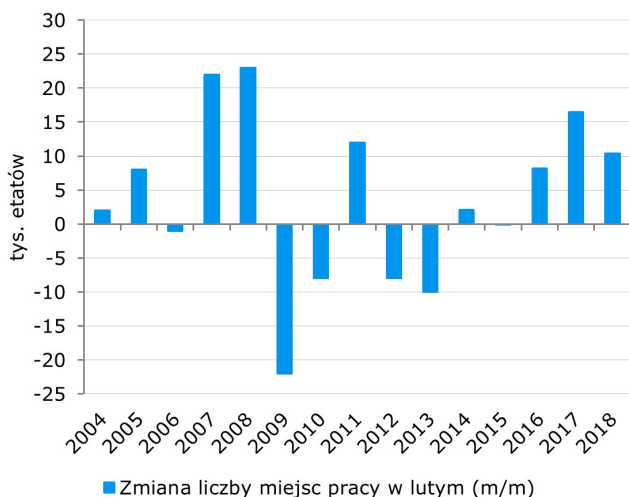


Indeks zaskoczeń z USA rośnie w coraz szybszym tempie, tym razem za sprawą danych o produkcji przemysłowej oraz o koniunkturze. Następną okazją do zaskoczeń będą kolejne wskaźniki koniunktury oraz dane o budownictwie.

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.

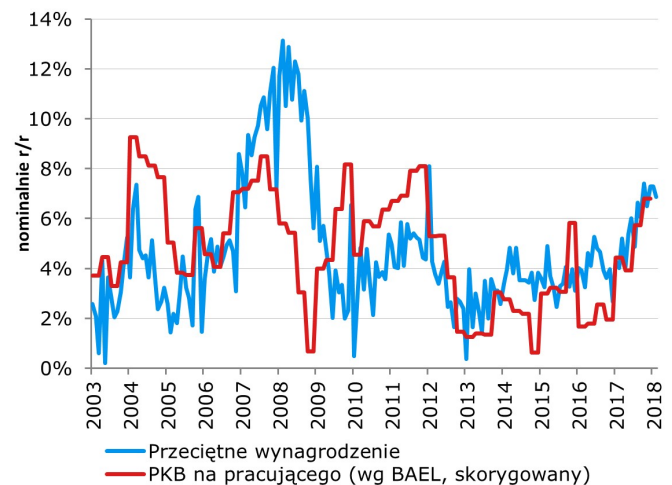
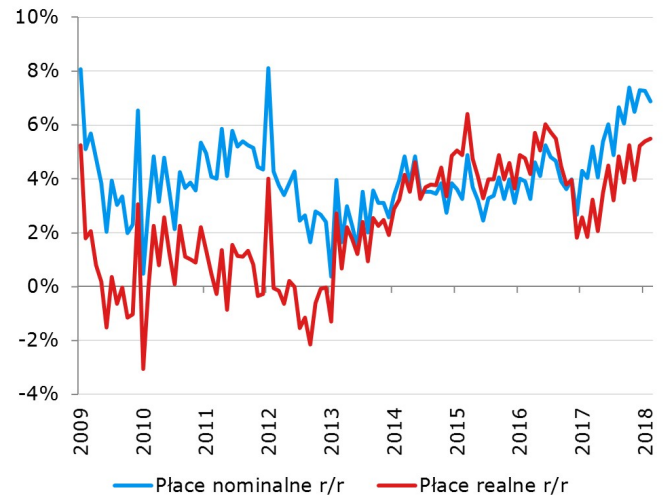
## Delikatne spowolnienie płac i zatrudnienia

**Zatrudnienie** w sektorze przedsiębiorstw przyrosło o 3,7% r/r – zgodnie z naszą prognozą (co ciekawe trafiliśmy dokładnie, z dokładnością do setki zatrudnionych). Oznacza to przyrost o 10 tys. w ujęciu miesięcznym. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, tempo kreacji nowych miejsc pracy nieznacznie spada, co pozostaje spójne z dłuższym poszukiwaniem pracowników przez pracodawców i postępującym zacieśnieniem rynku pracy. To normalna sytuacja w tej fazie cyklu i jej naturalną konsekwencją powinien być wzrost płac. Czynnikiem łagodzącym efekty coraz większych ograniczeń w podaży pracy mógłby być dalszy wzrost współczynników aktywności zawodowej wśród krajowej siły roboczej i/lub wzrost migracji zarobkowej. Będziemy monitorować oba aspekty na bieżąco. Coraz wyższe płace powinny sprzyjać uruchomieniu wspomnianych „mitygantów” i w średnim terminie prowadzić do zmniejszania nierównowag na rynku pracy. W krótkim okresie należy jednak postawić na pewne ograniczenie dynamiki zatrudnienia i silniejszy wzrost płac.



**Przeciętne wynagrodzenie** wzrosło w lutym o 6,8% r/r, nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (7,2% r/r) i bliżej naszej prognozy (7,0% r/r). Jak co miesiąc, na szczegóły odczytu musimy poczekać tydzień, do publikacji Biuletynu Statystycznego GUS. Podejrzewamy, że za spowolnienie w stosunku do styczniowego wyniku (7,3% r/r) odpowiadało wahnięcie wynagrodzeń w energetyce, spowolnienie płac w budownictwie w następstwie kombinacji niekorzystnego układu kalendarza i gorszych warunków atmosferycznych oraz wolniejszy wzrost wynagrodzeń w handlu (wygasanie efektów dynamicznych fali podwyżek z początku 2017 roku). Niezależnie od tych frykcji i ich przyczyn, trend dla dynamiki wynagrodzeń pozostaje jednoznacznie wzrostowy, a nierównowagą popytu i podaży na rynku pracy pozostaje najważniejszym argumentem za kontynuacją wzrostu płac.

Dynamika funduszu płac pozostaje niezmiennie wysoka: w ujęciu nominalnym spadła z 11,4 do 10,8% r/r, w cenach stałych spadek był jedynie marginalny, z 9,5 do 9,4% r/r (pomogła niska inflacja w lutym). Nawet uwzględniając przeszacowanie związane ze specyfiką danych dla sektora przedsiębiorstw, baza dochodowa dla zatrudnienia rośnie w miarowym tempie i nie wykazuje oznak spowolnienia. Zapowiada to kontynuację wzrostów konsumpcji prywatnej w tempie ok. 4,5% r/r w najbliższych kwartałach.



Z punktu widzenia RPP lutowe dane z rynku pracy nie zmieniają obrazu gospodarki. Co więcej, delikatne spowolnienie płac będzie postrzegane z jednej strony jako potwierdzenie sceptycznego podejścia NBP do trajektorii wynagrodzeń (zdaniem DAE NBP dynamika wynagrodzeń mogła być w IV kwartale zawyżona o 0,5 pkt. proc. z uwagi na wypłaty odpraw przedemerytalnych), z drugiej zaś – zapowiedzią utrzymania bezinflacyjnego wzrostu. Do dynamiki wynagrodzeń doszłusowała bowiem w II połowie 2017 r. produktywność pracy i to zdjęcie presji z jednostkowych kosztów pracy jest jednym z fundamentów gołębiego nastawienia RPP. Naszym zdaniem jest to wniosek przesadzony z uwagi na znany problem niedocenywania imigracji w danych BAEL – nasze pobieżne szacunki wskazują, że gdyby zasób imigrantów był w pełni uwzględniany w najpełniejszym agregacie zatrudnienia, jego wzrost byłby większy o ok. 1,8-2,0 pkt. proc. Wówczas prawidłowo liczona dynamika produktywności pracy byłaby niższa o właśnie tyle, a luka pomiędzy płacami i produktywnością utrzymałaby się na poziomie z 2016. Z tego względu spojrzenie na rynek pracy przez różowe okulary może być zwodnicze.

## EURUSD fundamentalnie

Kolejny dzień umocnienia dolara w stosunku do euro. Początek ruchu zbiegł się z publikacją danych z amerykańskiego rynku nieruchomości, ale jest wysoce nieprawdopodobne, aby był to czynnik istotny dla EURUSD. Zapewne katalizatorem spadków EURUSD był początek sesji amerykańskiej i wzrosty cen akcji na tamtejszych giełdach. W szerszej perspektywie podkreślamy po raz kolejny, że EURUSD jest obecnie pod wpływem mocniejszego dolara (efekt oczekiwań na Fed oraz wzrostu pesymizmu co do perspektywy gospodarki światowej) i słabszego euro („zgołębienie” EBC zdjęło kotwicę ze wspólnej waluty i zwiększyło wrażliwość EURUSD na umocnienie dolara). W rozpoczynającym się tygodniu kluczowe będą dwa wydarzenia: decyzja Fed w środę (tutaj to nie sama podwyżka, co raczej ewentualne przesunięcia „kropek”) oraz publikacje danych o koniunkturze w strefie euro w czwartek (kontynuacja spadków oznacza słabsze euro, pozytywna niespodzianka powinna poprawić oczekiwania co do europejskiej i światowej gospodarki, a tym samym sprzyjać powrotowi do starej równowagi z niewzruszenie mocnym euro).

## EURUSD technicznie

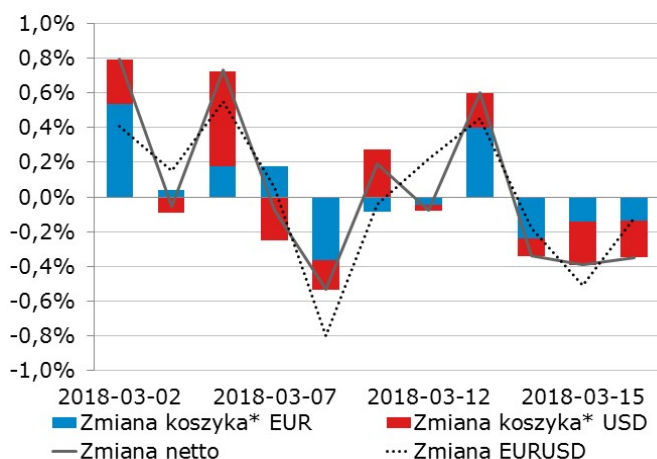
**Pozycja:** Short po 1,2397, S/L 1,2460.

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

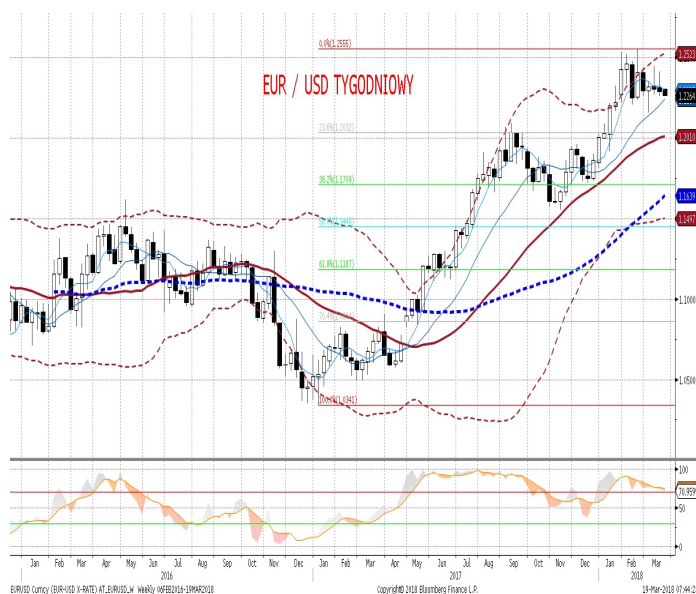
Wszystkie wykresy wyglądają bardzo dobrze z perspektywy naszej pozycji. Po kilku dniach spadków warto zwrócić przede wszystkim na wykres 4h. Tam notowania walczą w okolicach 1,2260 – jest to poziom, wokół którego często dochodziło do większej walki popytu i podaży w ostatnich miesiącach. Notowania nie dywergują, a więc pozycję pozostawiamy bez zmian. Kolejny ruch w dół powinien wprowadzić notowania poniżej 1,22. W międzyczasie poduszka zysku wzrosła do 130 pipsów.

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 bez większych zmian, w przedziale 4,2120-4,2180. W piątek zabrakło nowych sygnałów po stronie fundamentalnej, zarówno w kraju jak i zagranicą, stąd fenomenalna wręcz stabilność polskiej waluty na koniec tygodnia. Czynniki krajowe mogą obecnie sprzyjać mocniejszemu złotemu: oczekiwania na RPP prawdopodobnie już zostały przesunięte tak daleko, jak to tylko możliwe; niska inflacja i wysoki wzrost mogą stymulować wręcz zakłady typu Goldilocks – w takich warunkach z reguły aktywa rynków wschodzących drożeją. Czy coś może zapobiec umocnieniu złotego? Jastrzębi Fed to czynnik, który wysuwa się tutaj na pierwszy plan. Pozostałe wydarzenia (publikacje danych o koniunkturze w strefie euro, publikacje z gospodarki światowej) pozostaną bez wpływu na złotego.

## EURPLN technicznie

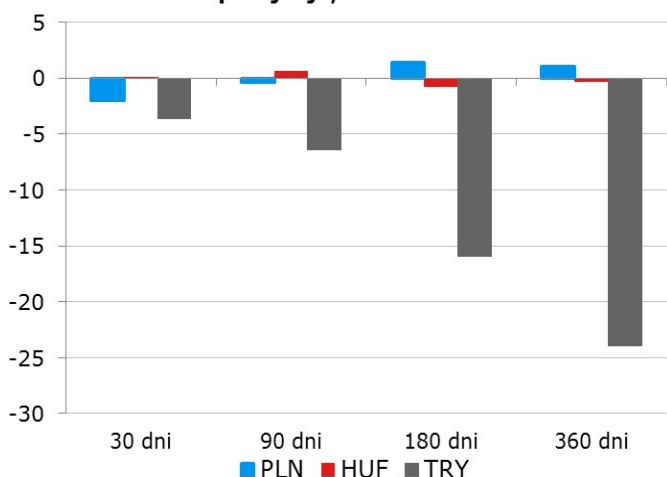
**Pozycja:** Short po 4,2005, S/L 4,2250.

**Preferencja:** Szerszy range (4,13 – 4,22)

Zlecenie S/L nie zostało aktywowane. Pojawiający się na wykresach poziom 4,23 został aktywowany wczoraj (w niedzielę) o 17, a więc traktujemy go jak błąd notowań. Nie potwierdzają go też inne serwisy informacyjne. Poza tym bez większych zmian. Zakładamy się wciąż o to, że poszerzona została górna granica range, a momentum wzrostowe osłabło. Dziś prawdopodobnie ostatecznie zweryfikujemy tę hipotezę.

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	1.70	1.74
2Y	1.86	1.90
3Y	2.04	2.08
4Y	2.22	2.26
5Y	2.38	2.42
6Y	2.51	2.55
7Y	2.62	2.66
8Y	2.70	2.74
9Y	2.79	2.83
10Y	2.88	2.92

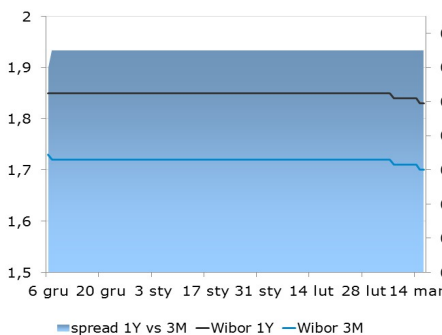
depo	BID	ASK
ON	1.35	1.56
1M	1.35	1.55
3M	1.41	1.61

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2162
USD/PLN	3.4214
CHF/PLN	3.6028

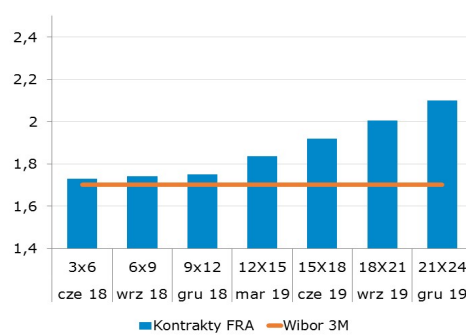
FRA	BID	ASK
1x2	1.65	1.69
1x4	1.68	1.72
3x6	1.69	1.73
6x9	1.70	1.74
9x12	1.71	1.75

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2282
EUR/JPY	130.25
EUR/PLN	4.2152
USD/PLN	3.4335
CHF/PLN	3.6043

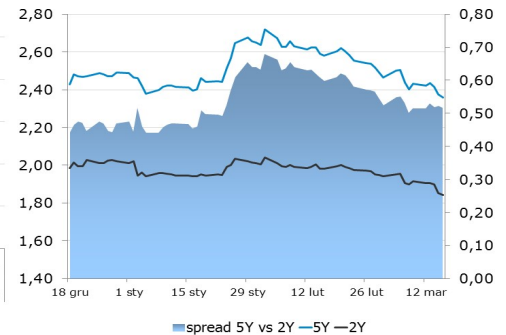
**WIBOR 3M i 1Y**



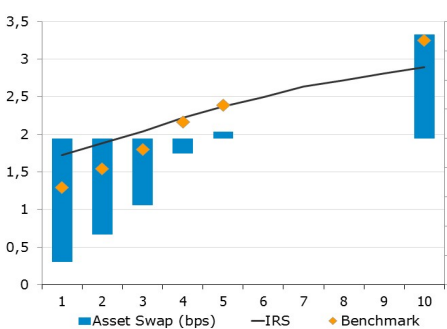
**WIBOR 3M i stawki FRA**



**IRS 5Y i 2Y**



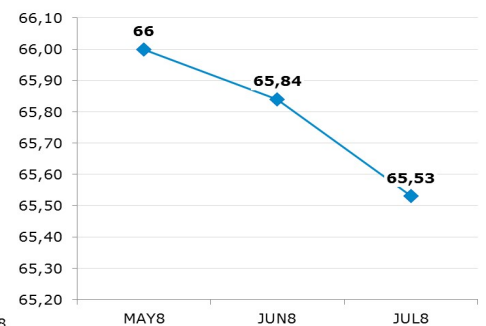
**Asset swap i IRS**



**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.