

1 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		
10:30	GBR	PMI w przemyśle (pkt.)	lut	55.0	55.3		
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	sty	8.6	8.7		
14:30	USA	Wydatki gosp. domowych m/m (%)	sty	0.2	0.4		
14:30	USA	Dochody gosp. domowych m/m (%)	sty	0.2	0.4		
14:30	USA	Inflacja PCE r/r (%)	sty	1.6	1.5		
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	24.02	226	222		
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	lut	58.6	59.1		
<b>02.03.2018 PIĄTEK</b>							
16:00	USA	Koniunktura konsumencka UMich (pkt.)	lut	98.0	99.9		

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Dziś zostanie opublikowany wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu za luty. Spodziewamy się nieco głębszego spadku indeksu niż konsensus rynkowy (do 53,9; konsensus prognoz to 54,2), co jest związane z zachowaniem indeksów koniunktury GUS i korektą w europejskich wskaźnikach sentymentu.

**Gospodarka globalna:** Finalne odczyty PMI w strefie euro raczej nie poruszą rynkami – chyba, że dojdzie do wyraźnej rewizji odczytów *flash*. Z kolei szacunek stopy bezrobocia za styczeń w strefie euro powinien pokazać dalszy spadek stopy bezrobocia. W Stanach Zjednoczonych kalendarz pęka w szwach. Dane o wydatkach i dochodach konsumentów będą interesujące przede wszystkim z uwagi na towarzyszący im odczyt deflatora wydatków konsumpcyjnych (PCE), ale sama dynamika konsumpcji w styczniu również ma znaczenie dla prognoz PKB na pierwszy kwartał. Publikowane jako ostatnie dane ISM powinny pokazać delikatne pogorszenie sentymentu w amerykańskim przemyśle, zgodne ze wskazaniami regionalnych indeksów koniunktury.

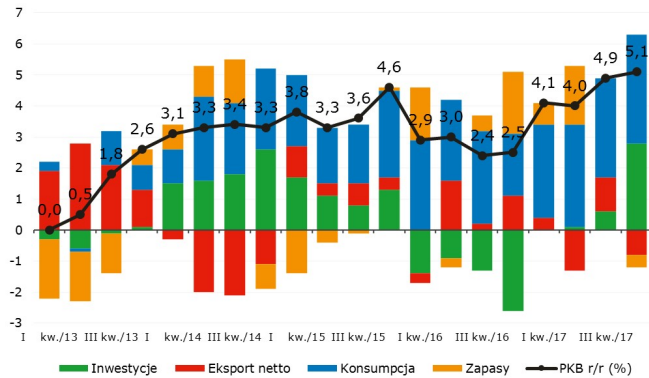
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Produkt Krajowy Brutto w IV kwartale 2017 r. wzrósł o 5,1 proc. rdr w porównaniu ze wzrostem o 4,9 proc. rdr w III kwartale.
- MF: Nadwyżka budżetu po styczniu wyniosła 8,6 mld zł.
- EUR: Ceny konsumpcyjne wzrosły o 1,2 proc. w lutym w ujęciu rdr (wstępne dane).
- USA: Produkt Krajowy Brutto w czwartym kwartale 2017 r. wzrósł o 2,5 proc. w ujęciu zannualizowanym (SAAR) kdk (drugie wyliczenie).

Decyzja RPP (07.03.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.677	-0.007
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.866	-0.002
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.383	0.000
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

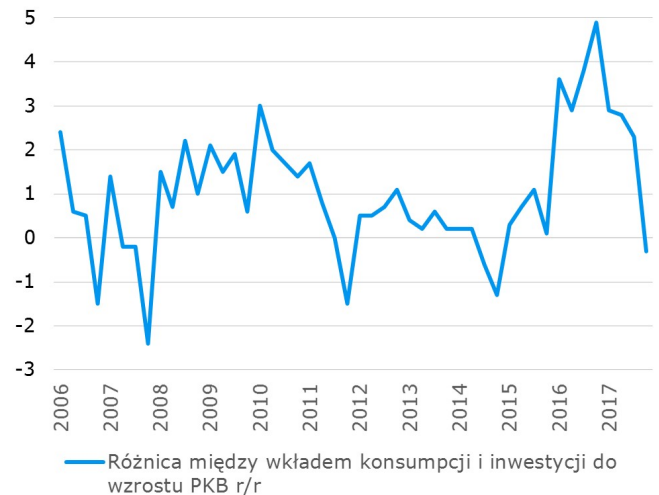
## GUS potwierdza wzrost PKB na poziomie 5,1% r/r w IV kwartale i odbicie inwestycji.

GUS potwierdził wstępny szacunek PKB w IV kwartale na poziomie 5,1% r/r i 1,0% kw/kw (po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych) - obyło się zatem bez niespodzianek.



Jak to często bywa, ciekawiej kształtują się szczegóły odczytu, tu bowiem zanotowano kilka niespodzianek względem naszych ostatnich szacunków, które opierały się o dane za pierwsze III kwartały, roczny szacunek PKB i dostępnym zestawie danych miesięcznych. Dynamika konsumpcji prywatnej okazała się większa niż szacowaliśmy i bliska oryginalnym prognozom (4,9% r/r wobec naszej ostatniej prognozy wynoszącej 4,5% r/r). Jest również spójna z zachowaniem sprzedaży detalicznej, wysoką dynamiką dochodów realnych gospodarstw domowych i rekordowymi nastrojami konsumentów, w których nie widać najmniejszego śladu spowolnienia konsumpcji prywatnej. Dynamika inwestycji nie rozczarowała – wynik 11,3% r/r jest bardzo bliski naszym ostatnim szacunkom (11,5%) i bije na głowę prognozy sformułowane przez publikację danych rocznych miesiąc wcześniej. Jak wskazywaliśmy w tamtym komentarzu, tak wysoka dynamika inwestycji i rozjazd z produkcją budowlano-montażową, która spowolniła pod koniec zeszłego roku, wskazuje jasno na silne odbicie inwestycji w maszyny i urządzenia. Skądinąd wiadomo, że odpowiadają za nie częściowo zakupy samolotów przez MON, ale ten ostatni czynnik wynosi ok. 2,5 pkt. proc. z dynamiki inwestycji. Tym samym, IV kwartał był najprawdopodobniej momentem ożywienia w inwestycjach prywatnych w maszyny i urządzenia. Inwestycje firm, zgodnie z komentarzem GUS, zanotowały dynamikę bliską zera, co może być efektem wyższych inwestycji maszynowych i niższych inwestycji firm w budynki i budowlę (na to wskazuje struktura produkcji budowlanej w IV kwartale).

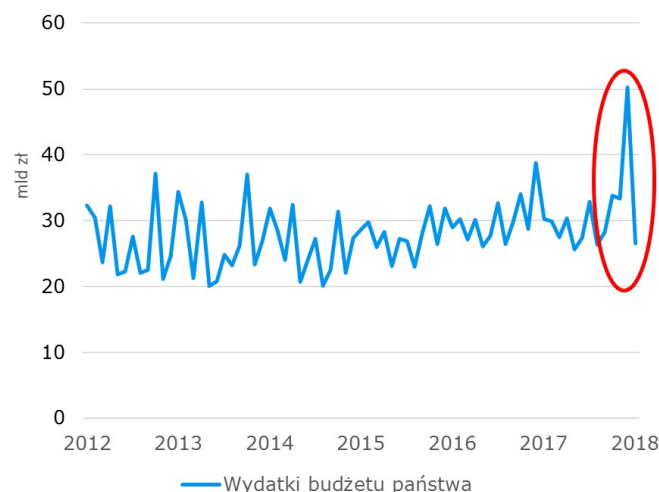
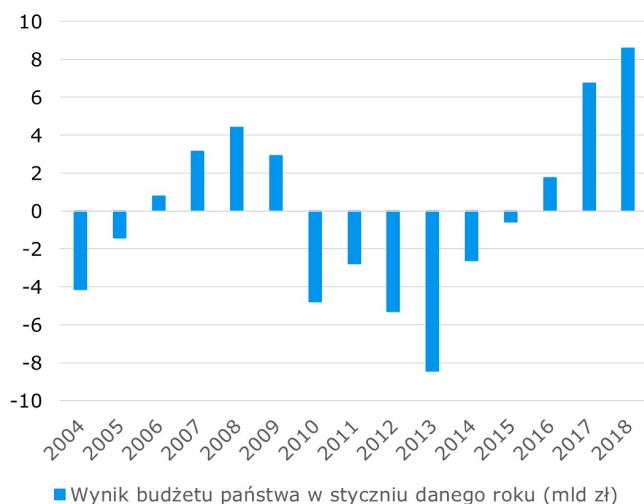
Pozostałe komponenty PKB również odbiegają od naszych oczekiwań. Konsumpcja publiczna wzrosła w IV kwartale aż o 5,4% r/r i można upatrywać w tym efektów nowelizacji budżetu i przesuwania części wydatków na 2017 rok). Wkład eksportu netto okazał się być wbrew prognozom ujemny (-0,8 pkt. proc.) i wyraźnie odbiega od wskazań z danych o bilansie płatniczym. Wkład zmiany zapasów wyniósł -0,4 pkt. proc. i tym samym zmiana zapasów nie była aż tak dużym hamulcem dla wzrostu, jak się tego wcześniej spodziewaliśmy.



Ogólnie wnioski płynące z danych o PKB nie zmieniają się. Polska gospodarka wchodzi w nowy rok rozpędzona i z dwoma silnikami pracującymi już na pełnych obrotach. Nie zmieni się to również znacząco w 2018 r. i dynamika PKB przekroczy w tym roku 4,5%. Warto odnotować, że w IV kwartale 2017 r. wkład inwestycji do wzrostu był większy od wkładu konsumpcji po raz pierwszy od końcówki 2014 r. Przez RPP taka struktura wzrostu, jako ceteris paribus zmniejszająca presję inflacyjną, została już powitana z otwartymi ramionami i dzisiejsze dane potwierdzają ten pogląd. Co więcej, relatywnie wysoka dynamika produktywności pracy w II połowie roku (zostawiając na boku skalę niedoszacowania imigracji w statystykach rynku pracy) powinna dodatkowo wesprzeć przekonanie RPP o bezinflacyjnym charakterze polskiego wzrostu gospodarczego. Takie przekonanie może być sfałszyfikowane tylko przez istotny wzrost inflacji powyżej celu. W konsekwencji, stabilizacja stóp procentowych w tym roku jest scenariuszem niezagrażonym przez dane.

## Budżet rozpoczyna rok z rekordową nadwyżką.

W pierwszym miesiącu roku budżet państwa zanotował nadwyżkę w wysokości 8,6 mld zł, co stanowi rekord dla pierwszego miesiąca roku (dla porównania, wynik stycznia 2017 r. to +6,7 mld zł), również w ujęciu relatywnym, w stosunku do zaplanowanego na cały rok deficytu.



Z oczywistych powodów styczniowa nadwyżka zwiększa Ministerstwu pole manewru w kolejnych miesiącach i, ceteris paribus, sugeruje mniejszy od planu deficyt budżetu na koniec roku. Byłoby jednak błędem przykładaniu profilu realizacji wydatków poprzedniego roku do tegorocznej sytuacji. Z uwagi na koszty obniżenia wieku emerytalnego i finansowanie inwestycji publicznych, niespodzianki po stronie wydatkowej nie będą w 2018 r. tak drastyczne, jak w poprzednim. Po stronie dochodowej, relatywnie do ustawy budżetowej, pojawi się najprawdopodobniej jednorazowy przychód ze sprzedaży akcji LOTOSu posiadanych przez Skarb Państwa (szacunki mówią nawet o 5,5 mld złotych). Będziemy monitorować wszystkie z w/w kwestii, podobnie jak stan wpływów z VAT po całkowitym wygaśnięciu efektów zmian legislacyjnych z zeszłego roku (dane lutowe również będą pod ich wpływem).

Dochody podatkowe budżetu spadły o 5,7% r/r, co wynika wyłącznie z zachowania wpływów z VAT, których spadek sięgnął 17% r/r. Jest to z kolei konsekwencja silnego efektu bazy i nadzwyczajnie wysokich wpływów z VAT w styczniu zeszłego roku (wówczas wzrosły one o ponad 21% r/r). Przesunięcia zwrotów podatku między miesiącami oraz zmiana ustawodawstwa w tym zakresie (odwrócony VAT na materiały budowlane, likwidacja kwartalnych rozliczeń tego podatku) są głównym powodem wahnięć dynamik dochodów z tego podatku na przełomie roku. Pozostałe główne kategorie wpływów podatkowych zanotowały solidne, dwucyfrowe wzrosty: PIT +13,7% r/r, akcyza +11,5%, CIT +11,4%. W świetle powyższych danych należy ocenić sytuację strony dochodowej budżetu jako dobrą. Tym niemniej, warto odnotować, że w przypadku VAT najniższe wiążące owoce zostały już najprawdopodobniej zerwane i tempo wzrostu wpływów będzie w 2018 r. istotnie mniejsze niż w 2017 r. (dla przypomnienia, 24%). Mniej imponujące dynamiki nie sugerują przy tym braku poprawy ściągłości – wprost przeciwnie, proces ten będzie postępował wraz z uruchomieniem nowych narzędzi przez MF (JPK).

Wobec spadku dochodów r/r głównym źródłem tak dobrego wyniku budżetu w styczniu było niskie wykonanie strony wydatkowej. Całkowite wydatki budżetu państwa spadły w styczniu o prawie 12%. Nawet pobieżny rzut oka na dane wskazuje, że jest to efekt księgowania części wydatków w grudniu poprzedniego roku, kiedy to zanotowano rekordowo wysokie, przekraczające 50 mld zł wydatki (por. wykres poniżej). Efekty tego budżetowego sprintu widać zresztą w styczniowym wykonaniu – dotacja do FUS i FER wyniosła łącznie 1,7 mld zł wobec 8 mld zł w grudniu – przeksięgowano zatem prawie 4 mld zł, co wyjaśnia większą część styczniowego spadku wydatków r/r.

## EURUSD fundamentalnie

Dalsze umocnienie dolara, choć tym razem w mniejszym tempie, sprowadziło kurs poniżej 1,22. Natura obecnego ruchu na EURUSD jest niezmienną i wynika z przesunięcia oczekiwań na zacieśnienie monetarne w USA – uczestnicy rynku coraz większe prawdopodobieństwo przypisują czterem podwyżkom stóp procentowych w tym roku, skala zacieśnienia oczekiwanego w 2019 roku również rośnie. Nie wpłynęły na to nieco gorsze od prognoz dane z amerykańskiej gospodarki (rynek nieruchomości i Chicago PMI). Z takim podejściem rynku wypada się zgodzić – postrzegamy Fed jako bardziej jastrzębi i we własnych deklaracjach, i w kontekście danych makroekonomicznych. Taka korekta dolara może sprowadzić EURUSD nawet poniżej 1,20. Czy katalizatorem głębszego ruchu mogą być publikowane dziś dane? Niekoniecznie: wydatki konsumentów i ich deflator są w dużej mierze wyliczalne na podstawie wcześniej publikowanych danych, natomiast wzrost ISM (wobec oczekiwanego spadku) mógłby wywołać reakcję rynków.

## EURUSD technicznie

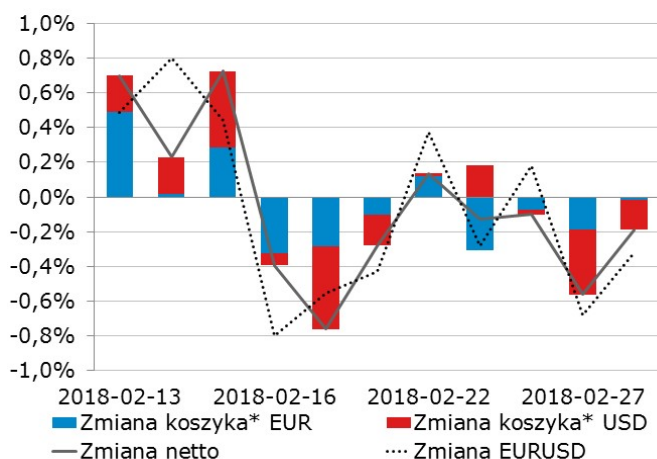
**Pozycja:** Brak.

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

Kurs EURUSD wczoraj kontynuował spadki, ruch był równomierny, a zasięg mniejszy niż dzień wcześniej. Wprawdzie przebite zostało ważne minimum lokalne w okolicy 1,22, jednak nie oznacza to jeszcze wyłamania z range. Ewentualne odbicie od kolejnego ważnego poziomu w okolicy 1,2160/80 (MA55 na dziennym oraz Fibo 61,8% na 4h) będzie rozszerzeniem na formację o dolnej granicy położonej nieco niżej. Z drugiej strony, przebicie tego poziomu otwiera sporą przestrzeń do dalszego spadku. Nie zamierzamy grać wyprzedzająco. Pozostajemy poza rynkiem i czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

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 nieco słabszy, ale zmienność w dalszym ciągu nie rozpieszcza uczestników rynku – wczoraj kurs pozostawał zbliżony do przedziału 4,17-4,18. Osłabienie złotego zbiegło się wprawdzie z wyraźną słabością warszawskiej GPW (spadek WIG20 o ponad 2%) i wzrostami cen obligacji skarbowych, ale trudno wiązać ze sobą te zdarzenia. Wydaje się przede wszystkim, że nie istnieje obecnie żadna rynkowa historia specyficzna dla Polski (a nawet regionu), która mogłaby poruszyć mocniej złotym. W takich warunkach złoty pozostaje na łasce czynników globalnych (które obecnie również nie sprzyjają większym zmianom kursów walut EM). Dzisiejsze dane z gospodarki polskiej (PMI) powinny przejść bez echa, podobnie jak wczorajsza publikacja szczegółów PKB (więcej na ten temat w sekcji analiz). Na koniec odnotowujemy podtrzymanie naszej opinii, że wzrost stóp procentowych na świecie powinien ostatecznie być negatywny dla złotego z uwagi na niskie stopy realne i zawężenie dysparytetów w ostatnich miesiącach.

## EURPLN technicznie

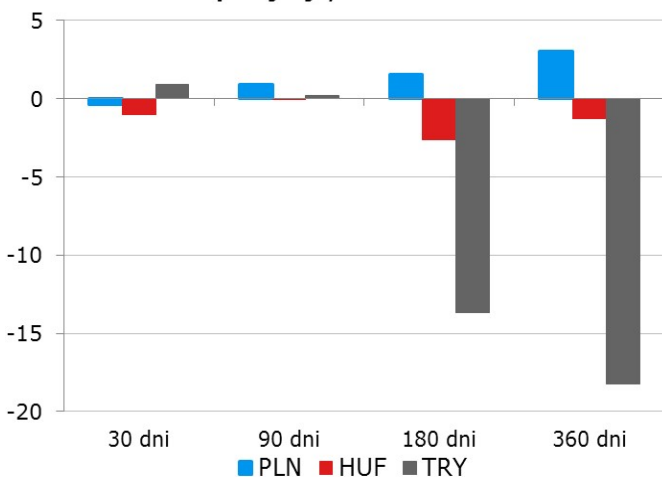
**Pozycja:** Brak.

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

Pomimo sporej zmienności intraday na początku wczorajszego dnia, notowania EURPLN w zasadzie nie zmieniły położenia od wczoraj. Kurs pozostaje ponad MA55 na wykresie dziennym, a wcześniejsze odbicie od ważnych oporów na wykresie 4h (Fibo 38,2% oraz MA200) sugeruje, że ruch w górę będzie kontynuowany. Nie widzimy wystarczającej przestrzeni do wzrostu, żeby grać long. Dominującą formacją pozostaje range, jednak jego górna granica tej formacji może znajdować się nawet w okolicy 4,20, co oznacza, że jest zbyt wcześnie na granie short. Pozostajemy poza rynkiem, bez dodatkowych impulsów kierunkowych dzień może ponownie zakończyć się konsolidacją.

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	1.74	1.78
2Y	1.95	1.99
3Y	2.18	2.22
4Y	2.37	2.41
5Y	2.52	2.56
6Y	2.66	2.70
7Y	2.76	2.80
8Y	2.84	2.88
9Y	2.93	2.97
10Y	2.98	3.02

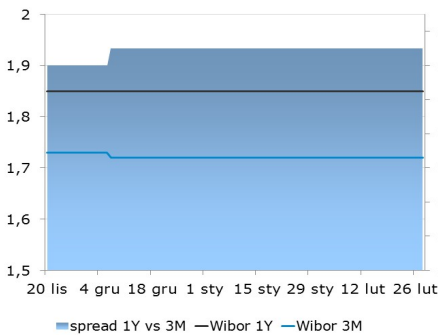
depo	BID	ASK
ON	1.20	1.60
1M	1.59	1.79
3M	1.45	1.65

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1779
USD/PLN	3.4188
CHF/PLN	3.6268

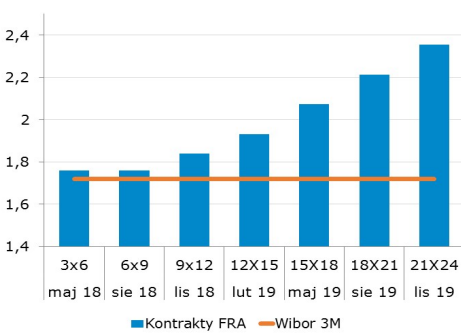
FRA	BID	ASK
1x2	1.65	1.69
1x4	1.71	1.74
3x6	1.71	1.76
6x9	1.73	1.76
9x12	1.81	1.84

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2193
EUR/JPY	130.07
EUR/PLN	4.1747
USD/PLN	3.4244
CHF/PLN	3.6229

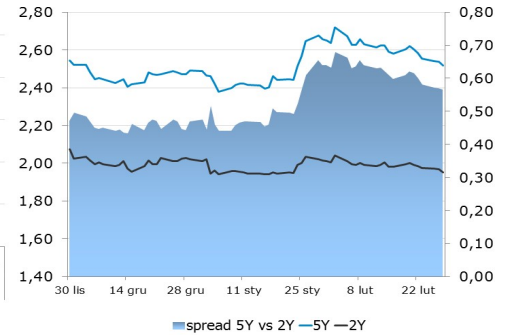
### WIBOR 3M i 1Y



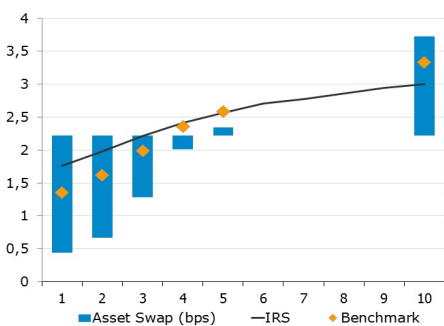
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



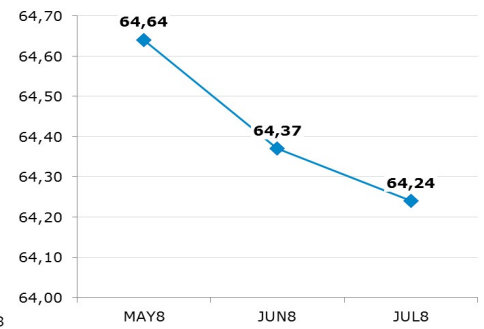
### Asset swap i IRS



### 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.