

13 kwietnia 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>09.04.2018 PONIEDZIAŁEK</b>							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
<b>10.04.2018 WTOREK</b>							
9:00	CZE	CPI r/r (%)	mar	1.7	1.8	1.7	
9:00	HUN	CPI r/r (%)	mar	2.1	1.9	2.0	
14:30	USA	PPI m/m (%)	mar	0.1	0.2	0.3	
<b>11.04.2018 ŚRODA</b>							
3:30	CHN	PPI r/r (%)	mar	3.3	3.7	3.1	
3:30	CHN	CPI r/r (%)	mar	2.6	2.9	2.1	
12:35	POL	Decyzja RPP (%)	11.04	1.50	1.50	1.50	1.50
14:30	USA	CPI m/m (%)	mar	0.0	0.2	-0.1	
20:00	USA	Minutes FOMC	21.03				
<b>12.04.2018 CZWARTEK</b>							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut	0.1	-0.6 (r)	-0.8	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	17.03	230	242	233	
<b>13.04.2018 PIĄTEK</b>							
10:00	POL	CPI r/r (%) <i>finalny</i>	mar	1.3	1.3	1.4	
14:00	POL	Rachunek bieżący (mln EUR)	lut	-200	-340	2005	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	lut	16500	16588	16853	
14:00	POL	Import (mln EUR)	lut	16700	17101	17057	
16:00	USA	Wsk. kon. U. Michigan (pkt.) <i>wstępny</i>	kwi	101.0	101.4		
	POL	Decyzja agencji S&P					

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska** Dziś GUS opublikuje finalne dane o inflacji za marzec. Obok potwierdzenia odczytu flash (1,3% r/r), dane te powinny rzucić dużo więcej światła na przyczyny zaskoczenia względem konsensusu (1,7% r/r) i naturę spadków inflacji bazowej w marcu. W godzinach popołudniowych Narodowy Bank Polski poda dane o bilansie płatniczym. Prognozujemy umiarkowany deficyt na rachunku obrotów bieżących (nasza oryginalna prognoza, zakładająca niewielką nadwyżkę, została zrewidowana po publikacji danych MF na temat transferów Polska - UE), stabilizację eksportu oraz sezonowy spadek importu.

**Gospodarka globalna** Spokojny dzień. W Stanach Zjednoczonych zostaną opublikowane dane o koniunkturze konsumenckiej za kwiecień.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Deficyt sektora rządowego i samorządowego w 2017 roku wyniósł 44,079 mld zł wobec 45,868 mld zł w 2016 roku.
- Morawiecki Rząd zamierza przeznaczyć na termomodernizację 25-30 mld zł w ciągu 10 lat.
- EUR: Produkcja przemysłowa w lutym spadła o 0,8 proc. mdm, podczas gdy poprzednio spadła o 0,6 proc., po korekcie z -1,0 proc.
- USA: Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu o 9 tys. do 233 tys. Analitycy spodziewali się, że liczba nowych bezrobotnych wyniesie 230 tys.

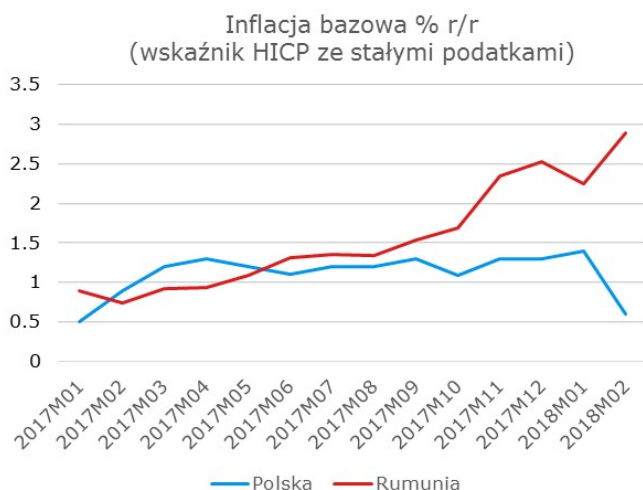
Decyzja RPP (16.05.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.502	0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.827	-0.011
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.980	0.030
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Dziś decyzja agencji S&P

Dziś w godzinach popołudniowych agencja Standard & Poors opublikuje wyniki przeglądu ratingu Polski. Spodziewamy się, że bieżący rating (BBB+) zostanie utrzymany bez zmian, ale podniesiona zostanie jego perspektywa (ze stabilnej na pozytywną). Naszym zdaniem za takim krokiem, obok wyższej niż w przypadku innych agencji skłonności do zmiany perspektywy, przemawiają dane z polskiej gospodarki z ostatnich kwartałów. Są to: (1) wysoki i wyższy od oczekiwań wzrost PKB; (2) poprawa wskaźników fiskalnych (spadek deficytu i długu publicznego, prawdopodobne obniżenie szacunków deficytu strukturalnego); (3) strukturalna poprawa zrównoważenia zewnętrznego i spadek zadłużenia zagranicznego; (4) możliwość wygaszenia sporu z UE.

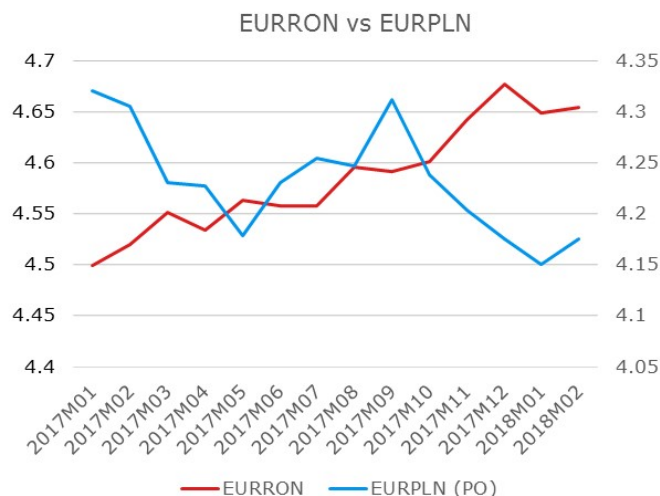
## Wzrosty inflacji dopiero przed nami

Korzystając z okazji, że wczoraj opublikowana została inflacja w Rumunii (prawie 5,0% r/r – powyżej oczekiwań), a dziś czekamy na inflację polską (1,3% według odczytu *flash*), warto przyjrzeć się temu, co sprawia, że inflacje w obu krajach tak znacząco się różnią. Na celownik bierzemy inflację bazową oczyszczoną z wpływu zmian podatkowych (*HICP at constant tax rates*), aby zniwelować wpływ zaburzeń podatkowych w Rumunii z 2016 roku oraz skupić się stricte na tendencjach cyklicznych.

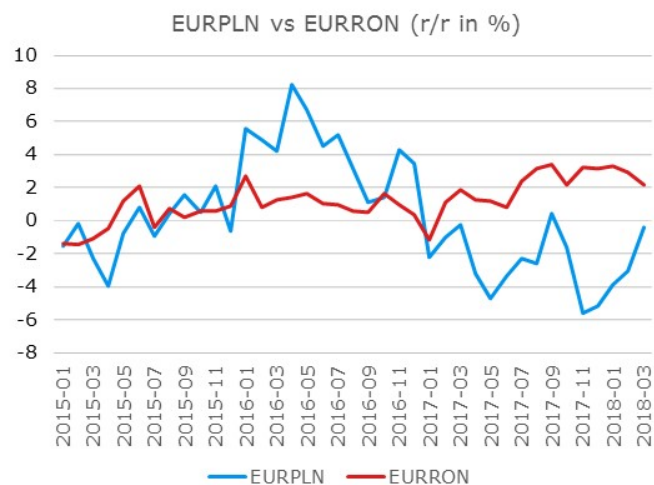


Co sprawia, że do pewnego momentu inflacje bazowe w Polsce i Rumunii poruszają się mniej więcej w ten sam sposób i na podobnych poziomach a później następuje silne dywergencja (uwaga – HICP dla Polski jest zaburzony przez zagadkowy spadek cen usług finansowych)? Chciałoby się powiedzieć, że różnica w cyklicznej pozycji obu gospodarek. Mierzac ją stopą bezrobocia – ewidentnie tego nie widać bez przyjęcia znacząco odmiennych szacunków stopy bezrobocia naturalnego. Można też przyjąć inny punkt odniesienia i odwołać się – wzorem poprzednich bankierów centralnych w Polsce, do ducha polskiej gospodarki. Pozostałoby jednak przy bardziej przyziemnym wnioskowaniu. Zmiany w inflacji doskonale tłumaczy odmiennie zachowanie kursu walutowego, a moment dywergencji obu ścieżek inflacji zbiega się doskonale z ostatnim epizodem umocnienia złotego (przypomnijmy, że do dolara ruch był zdecydowanie większy). Zdajemy sobie oczywiście sprawę, że przełożenie kursu walutowego musiałyby być szybkie i natychmiastowe – w zasadzie przeczy to opóźnieniom obecnym w większości „dużych” modeli gospodarki. Ale czy narracja o skróceniu czasu dostaw,

krótszym życiu produktu, czy wreszcie potężnej konkurencji na rynku nie tłumaczyłaby doskonale, że przełożenie kursu na ceny może być dużo szybsze?



Reasumując, brak silnego wzrostu inflacji w Polsce można uznać za fenomen zupełnie normalny i wynikający w dużej mierze z zachowania kursu walutowego. Jako że ten ostatni korzystał przez 2 lata niejako z „premier” (w tym przypadku premię traktujemy jako oczywiste odchylenie od wartości fundamentalnej, do której prędzej czy później musi dojść), która wygenerowała się w postaci deprecjacji po wyborach parlamentarnych z 2015 roku, trajektorię aprecjacji łatwo utrzymać, zwłaszcza że wspierała ją i potężna poprawa cykliczna gospodarki i pozytywne zmiany w polityce fiskalnej. W kategoriach krańcowych – a tak należy na to spoglądać w świetle sposobu przetwarzania informacji przez rynek – trudno będzie choćby powtórzyć dotychczasowe uzyski, a otoczenie globalne stało się zdecydowanie mniej sprzyjające (inny poziom i kierunek stóp procentowych). Tym samym aprecjacja złotego nie będzie trwała a w ujęciu rocznym kurs niedługo znajdzie się na terytorium deprecjacyjnym. W połączeniu z presją na ceny w sektorze usług wywinduje to inflację bazową do 1,6-1,8% do końca roku. Niby niewiele, ale oznacza to potrojenie bieżącego wskaźnika ze wszelkimi konsekwencjami do rynku stopy procentowej.



## EURUSD fundamentalnie

W dwóch susach dolar znalazł się w okolicy 1,23 za euro, prawie figurę poniżej wczorajszego otwarcia na EURUSD. Jedynym czynnikiem, któremu możemy ten ruch przypisać, był wzrost apetytu na ryzyko na światowych rynkach: wzrosły indeksy giełdowe, umocniły się waluty rynków wschodzących, wyprzedzały się długoterminowe obligacje na rynkach bazowych. Powód to spadek napięć geopolitycznych. Z jednej strony, rynek wystarczy (jak obserwowaliśmy to wielokrotnie) sam brak dalszej eskalacji problemu. Z drugiej, bardziej koncyliacyjny i warunkowy ton prezydenta Trumpa również przyczynił się do takiej percepcji problemu przez rynki. Dzisiaj w dalszym ciągu kluczowe pozostaną wydarzenia pozaekonomiczne, jako że kalendarz publikacji makro jest praktycznie pusty.

## EURUSD technicznie

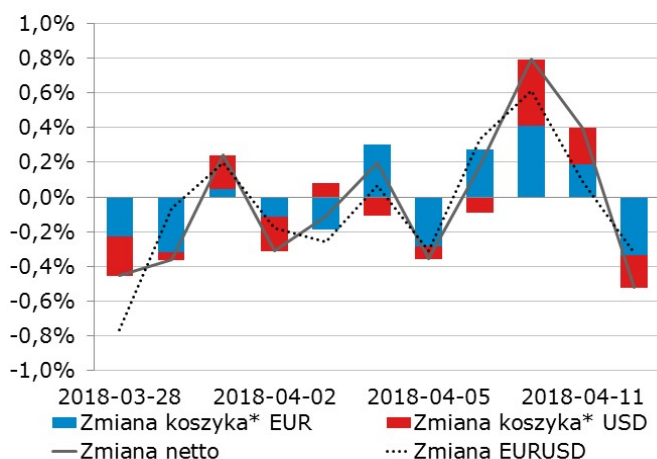
**Pozycja:** Złapaliśmy zlecenie S/L 1,2300 na małej pozycji po 1,2358 (58 ticków straty).

**Preferencja:** Range (1,2250 – 1,2450).

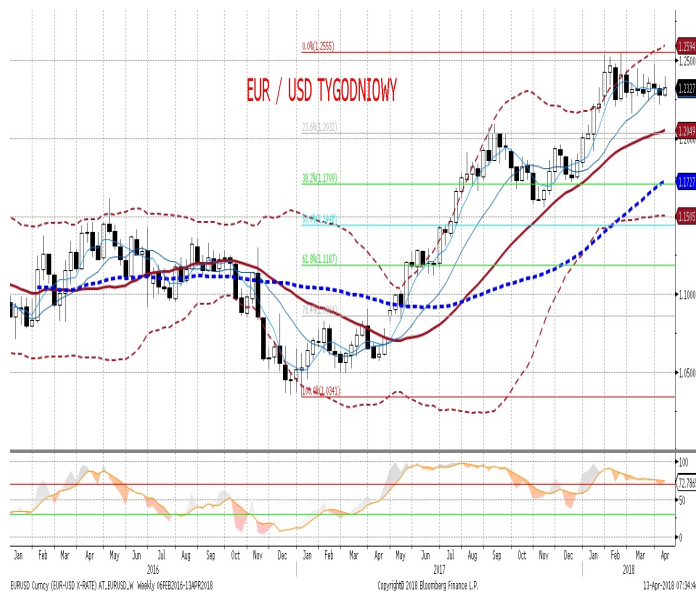
Wczoraj kurs EURUSD dynamicznie spadł, a notowania wyskoczyły chwilowo poniżej pasma wsparć w okolicy 1,23. Złapaliśmy przez to zlecenie S/L na małej pozycji long. Na wykresie dziennym kurs powrócił w okolice splotu średnich MA30/MA55, wokół którego powinien aktualnie konsolidować się. Wprowadziliśmy range pozostaje dominującą formacją, jednak momentum wzrostowe wygasło. Nie wiemy, czy ruch w górę w ramach tej formacji będzie kontynuowany. Pozostajemy poza rynkiem, czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

Wsparcie	Opór
1,2300	1,3055
1,2155	1,2555
1,1859/89	1,2476

### Dekompozycja zmian EUR/USD



\* Koszyki walutowe wyliczane są jako ważona średnia geometryczna notowań względem GBP, JPY, CAD, CHF.



## EURPLN fundamentalnie

Wzrost apetytu na ryzyko pociągnął za sobą złotego i przyczynił się do kontynuacji jego umocnienia (wczoraj EURPLN spadł poniżej 4,18). Trend aprecjacyjny na złotym wygląda póki co na mocny i w obecnych warunkach (długoterminowe stopy procentowe w dobrze rozpoznanych zakresach wahań, niska inflacja krajowa) wady polskiej waluty pozostają na drugim planie. Jeśli apetyt na ryzyko utrzyma się na wysokim poziomie, a ryzyka geopolityczne nie zrealizują się, powinniśmy zobaczyć jeszcze mocniejszego złotego w najbliższych dniach. Czynnikiem, który dodatkowo może napędzić umocnienie złotego, jest dzisiejsza decyzja agencji S&P. Spodziewamy się podniesienia perspektywy ratingu (więcej na ten temat można przeczytać w sekcji analiz). Pomimo tego, że nie jest to pogląd dominujący w ankietach wśród analityków, gra rynkowa na decyzję agencji trwa już od pewnego czasu i reakcja na podniesienie perspektywy jest mało prawdopodobna.

## EURPLN technicznie

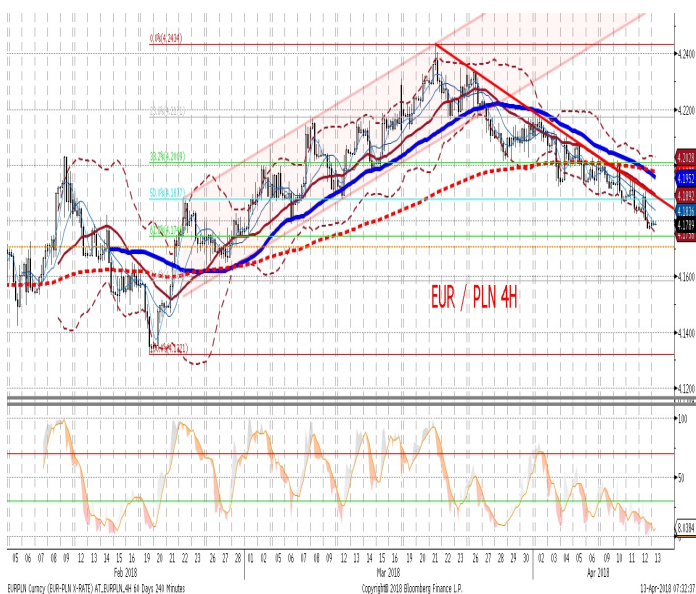
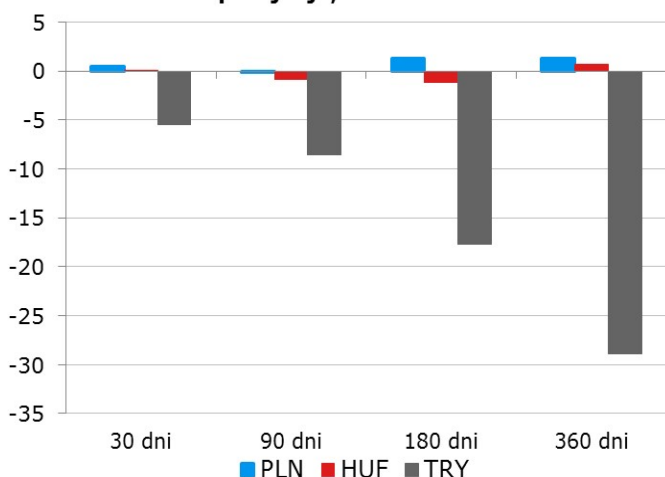
**Pozycja:** Pozycja long po 4,1842 i po 4,1960 z S/L 4,2000 oraz T/P po 4,1710.

**Preferencja:** Trend spadkowy.

Wczoraj obserwowaliśmy znany już schematu ruchu intrady – odbicie od linii trendu spadkowego na 4h (zbiega się z MA30) i dynamiczny spadek. Ruch w dół w ramach trendu spadkowego jest systematyczny i trwały. Już druga część naszej pozycji jest na plusie. Wciąż nie widzimy sygnałów odwrócenia trendu. Kurs może mieć jeszcze jeden przystanek przed minimummi lokalnymi 4,12/4,13 – Fibó 61,8% na wykresie 4h. Z tego powodu ustawiamy zlecenie T/P dla połowy pozycji w okolicy 4,17.

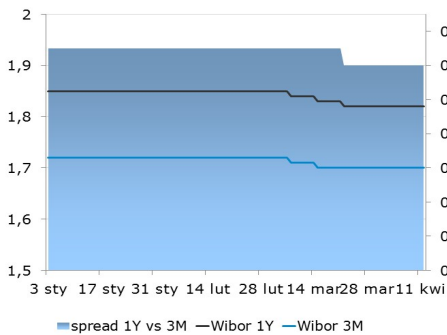
Wsparcie	Opór
4,1746	4,3324
4,1293	4,2434
4,0344	4,1985/90

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

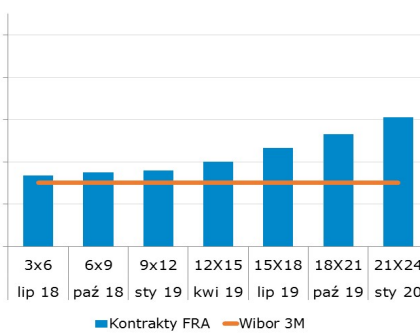


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.70	1.74	ON	1.35	1.75	EUR/PLN	4.1882
2Y	1.81	1.85	1M	1.40	1.80	USD/PLN	3.3924
3Y	1.95	1.99	3M	1.63	1.83	CHF/PLN	3.5303
4Y	2.10	2.14					
5Y	2.25	2.29	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.38	2.42	1x2	1.65	1.69	EUR/USD	1.2325
7Y	2.48	2.52	1x4	1.67	1.73	EUR/JPY	132.28
8Y	2.56	2.60	3x6	1.68	1.74	EUR/PLN	4.1775
9Y	2.65	2.69	6x9	1.69	1.75	USD/PLN	3.3891
10Y	2.71	2.75	9x12	1.70	1.76	CHF/PLN	3.5203

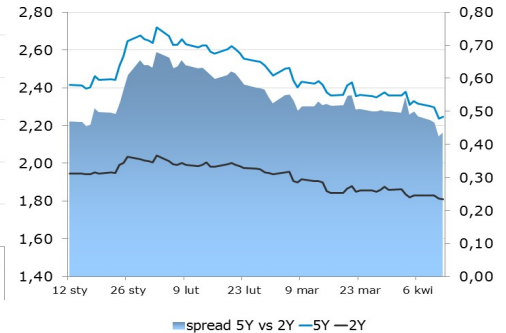
WIBOR 3M i 1Y



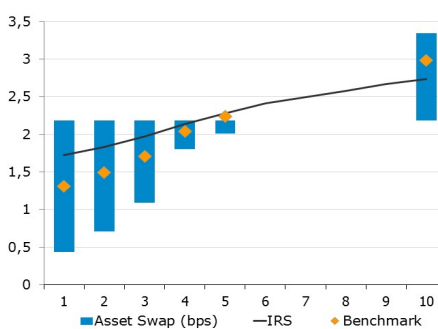
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



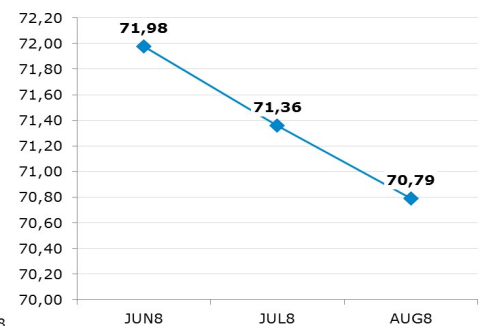
Asset swap i IRS



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.