

16 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>16.04.2018 PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	mar	0.7	0.8	0.8	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	kwi		18.6	22.5	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	mar		0.4	-0.1	
<b>17.04.2018 WTOREK</b>							
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q1		6.8	6.8	
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar		6.4	6.2	
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	mar		9.7	9.4	
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	lut		4.3	4.3	
11:00	GER	Indeks ZEW – sytuacja bieżąca (pkt.)	lut		88.0	90.7	
11:00	GER	Indeks ZEW – oczekiwania (pkt.)	lut		-1.0	5.1	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	mar		1260	1236	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	mar		1325	1321 (r)	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.3	0.9 (r)	
<b>18.04.2018 ŚRODA</b>							
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	mar	6.5	6.5	6.8	
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	mar	3.7	3.7	3.7	
10:30	GBR	CPI r/r (%)	mar		2.7	2.7	
20:00	USA	Beżowa księga	kwi				
<b>19.04.2018 CZWARTEK</b>							
10:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	mar	4.2	2.9	7.4	
10:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	mar	21.4	17.8	31.4	
10:00	POL	PPI r/r (%)	mar	0.2	0.0	-0.2	
10:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS	kwi				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.04		230	233	
14:30	USA	Wskaźnik Philly Fed (pkt.)	kwi		21.8	22.3	
<b>20.04.2018 PIĄTEK</b>							
1:30	JAP	CPI r/r (%)	mar		1.1	1.5	
10:00	POL	Koniunktura w przedsiębiorstwach	kwi				
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka (pkt.)	kwi		-0.1	0.1	

## W tym tygodniu...

**Gospodarka polska** Tydzień rozpoczyna się od publikacji oficjalnych danych o inflacji bazowej przez NBP. Na podstawie piątkowych danych GUS możemy szacować, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii spadła w marcu do 0,7% r/r. W środę zostaną opublikowane comiesięczne dane z rynku pracy. Oczekujemy (w zgodzie z konsensusem rynkowym) delikatnego spadku dynamiki płac i stabilizacji wzrostu zatrudnienia na poziomie 3,7%. Główną przyczyną tego pierwszego to niekorzystny efekt kalendarzowy (spadek różnicy dni roboczych z 0 do -1 r/r). Ten sam efekt negatywnie wpłynie na dynamikę produkcji przemysłowej (publikacja w czwartek), a spowolnienie pogłębi wysoka baza z poprzedniego roku (szacujemy ją na ok. 1,5 pkt. proc.). Jeszcze silniej te efekty wpłyną na produkcję budowlano-montażową – tutaj spowolnienie może naszym zdaniem nawet 10 pkt. proc. Towarzyszące im dane o cenach producentów pokażą odbicie rocznej dynamiki PPI. W rozpoczynającym się tygodniu zobaczymy również dane o koniunkturze GUS za kwiecień, konsumpcyjnej (czwartek) i biznesowej (piątek).

**Gospodarka globalna** W Stanach Zjednoczonych warto w pierwszej kolejności zwrócić uwagę na dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej (odpowiednio, poniedziałek i wtorek), które pokażą umiarkowany wzrost aktywności w marcu. W najbliższych dniach zostaną również opublikowane pierwsze dane na temat sentymentu przedsiębiorców (region nowojorski w poniedziałek, okręg Filadelfii w czwartek). W Europie tydzień należy uznać za spokojny – najwcześniej publikowane dane o koniunkturze (niemiecki ZEW we wtorek, koniunktura konsumencka KE w piątek) nie wpłyną na rynki, podczas gdy reakcja na dane brytyjskie (inflacja i rynek pracy) będzie ograniczona do tamtejszych aktywów.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

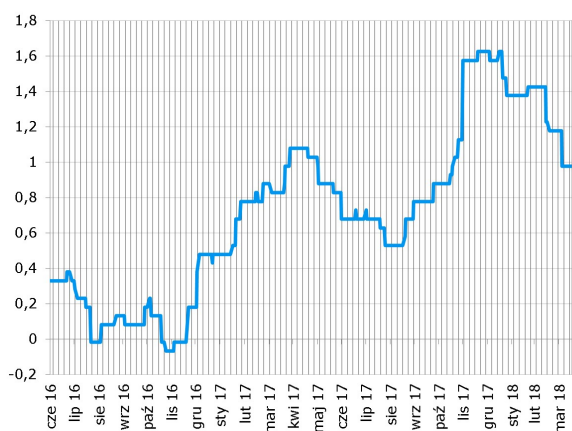
- S&P Global Ratings: Agencja potwierdziła długoterminowy i krótkoterminowy rating Polski w walucie obcej na poziomie "BBB+/A-2-". Perspektywę ratingów podniesiono do pozytywnej ze stabilnej.
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w marcu 2018 r. wzrosły rdr o 1,3 proc., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny spadły o 0,1 proc.
- NBP: Deficyt w obrotach bieżących w lutym 2018 r. w Polsce wyniósł 1 017 mln EUR wobec konsensusu 326,9 mln EUR deficytu.

Decyzja RPP (16.05.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.512	-0.003
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.841	0.006
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.996	0.000
<b>PROGNOZA mBanku</b>		<b>Dotyczy benchmarków Reuters</b>		
<b>bez zmian</b>				

## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

### POLSKA

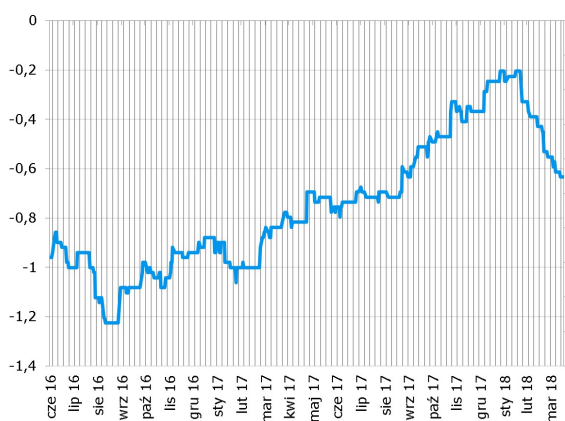
Indeks zaskoczeń dla Polski



Indeks dla Polski nie zmienił się, ponieważ odczyt finalny inflacji CPI potwierdził szacunki flash. W tym tygodniu okazji do zaskoczeń będzie sporo za sprawą danych z rynku pracy i przemysłu.

### STREFA EURO

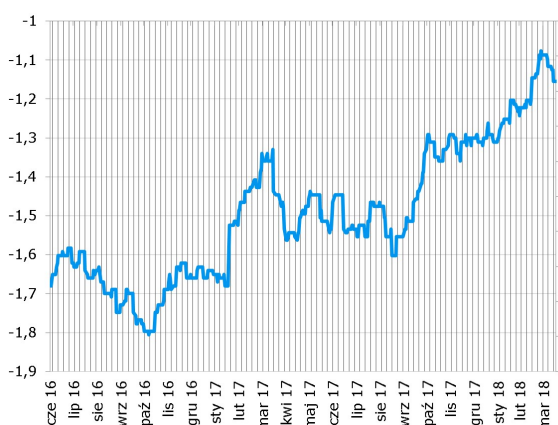
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Europejski indeks wciąż spada. Tym razem za sprawą niewielkiej niespodzianki w danych o produkcji przemysłowej w strefie euro. W nadchodzącym tygodniu poza wskaźnikami ZEW dla Niemiec kalendarz publikacji będzie pusty.

### USA

Indeks zaskoczeń dla USA



Korekta spadkowa w amerykańskim indeksie zaskoczeń wciąż trwa. W ostatnim tygodniu negatywnie zaskoczyły wstępny wskaźniki koniunktury U. Michigan oraz inflacja CPI. Kolejny tydzień przyniesie sporo okazji do zaskoczeń: dane o sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej czy z rynku nieruchomości.

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.

## Perspektywa ratingu podniesiona – tak jak oczekiwaliśmy

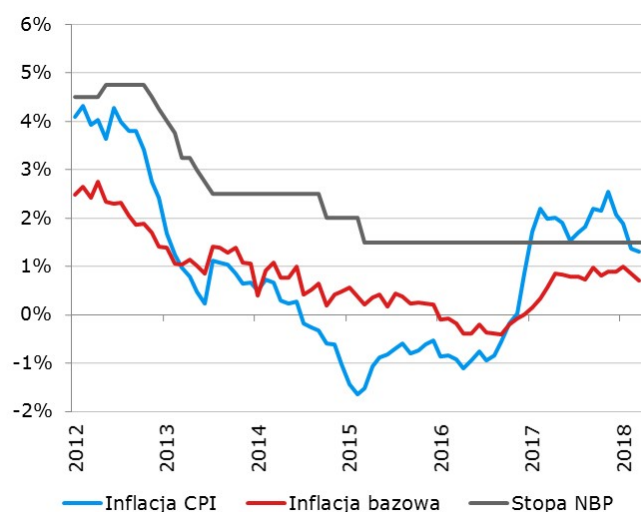
Agencja S&P zdecydowała się na podniesienie perspektywy polskiego ratingu długu w walucie zagranicznej. Obecny to BBB+ z perspektywą pozytywną. Teoretycznie oznacza to, że w ciągu 24 miesięcy bardziej prawdopodobne jest podniesienie ratingu niż jego obniżka. Teoretycznie tylko, gdyż agencja nie ma problemu ze zmianą perspekty i ratingu jeśli jego uwarunkowania ulegają zmianie. Nie jest to zatem zapowiedź nieuchronnej podwyżki ratingu, którą niektórzy chcieliby w decyzji widzieć.

Oczekiwaliśmy takiej decyzji z uwagi na fakt, że od czasu ostatniej aktualizacji ratingu i prognoz dla Polski, agencja dokonała znaczącej ich rewizji (in plus), zarówno w odniesieniu do samej sfery realnej jak i wskaźników fiskalnych. Jakkolwiek pozostajemy optymistami w zakresie wskaźników gospodarczych i fiskalnych, poprzeczka dla zmiany ratingu zawieszona jest wciąż dość wysoko. Po pierwsze, cały czas dość wysoki pozostaje deficyt strukturalny (poprawa ściągalności VAT-u rozwiązuje kwestie finansowania lecz już nie wydatków sztywnych), a więc perspektywa dalszego spadku zadłużenia w czasie trwania cyklu koniunkturalnego, czy rosnących stóp procentowych będzie perspektywą trudniejszą, gdy wzrost PKB będzie obniżał się z cyklicznych maksimów. Dodatkowo nadchodzący kalendarz wyborczy powinien sprzyjać zwiększaniem wydatków socjalnych (kolejne grupy zawodowe powinny ubiegać się o podwyżki), szczególnie gdy partia rządząca będzie istotnie tracić w sondażach. Po drugie, zmiana struktury popytu krajowego (mniej wzrostu konsumpcji, więcej wzrostu inwestycji) musi doprowadzić do przejściowego (w odsieczy długoterminowej wciąż jest poprawiające się saldo usług) wyhamowania poprawy na rachunku bieżącym, co już doskonale widać. Po trzecie, trudna sytuacja demograficzna pozostaje wciąż bez zmian po obniżce wieku emerytalnego (osłoda będzie oczywiście wprowadzenie PPK, ale póki nie ma ustawy, sprawa nie istnieje dla agencji ratingowych). Po czwarte, o ile wierzymy, że RPP podniesie stopy procentowe w tym cyklu i to w 2019 roku, zapewne poprzedzone zostanie to okresem gry rynkowej na spóźnienie RPP, która może dość długo wychodzić z obecnego stanu wait-and-see, zwłaszcza zainwestowawszy wcześniej w dość silne ukierunkowanie inwestorów na brak zmian stóp do 2020 roku. Wreszcie, trudno oczekiwać zmiany percepcji otoczenia instytucjonalnego zanim dyskusje o artykule 7 w Parlamencie Europejskim i Komisji Europejskiej nie ucichną (a ucichną tylko w drodze kompromisu z polskim rządem, który wedle obecnej informacji jest wypracowywany – wiele razy to już jednak słyszeliśmy).

Uważamy, że decyzja agencji sankcjonuje bieżące status quo wypracowane przez rynki finansowe zarówno w zakresie walut jak i poziomów rentowności polskiego zadłużenia. Z tego względu – mimo, że mało oczekiwane – nie powinno mieć istotnego przełożenia na te rynki. Kluczem dla perspektywy stóp procentowych w Polsce jest inflacja a w międzyczasie stopień adekwatności reakcji nań Rady Polityki Pieniężnej.

## Inflacja w Polsce potwierdzona na poziomie odczytu flash (1,3% r/r).

Inflacja w marcu wyniosła 1,3% r/r. Obyło się bez niespodzianki względem odczytu flash – pisaliśmy, że szanse na rewizję są bardzo niskie (17%). Mając wgląd w kompozycję inflacji, możemy wreszcie powiedzieć coś więcej o naturze jej spadków. Dotychczas wiedzieliśmy, że niska okazała się realizacja cen żywności i to zostało potwierdzone; podobnie też potwierdziły się niskie odczyty cen paliw (choć naszym zdaniem wciąż nieco wyższe od naszych szacunków). Co ciekawe jednak, różni się szacunek odnośnie cen nośników energii (-0,5% m/m vs -0,2% m/m podane w odczycie flash), przy czym doszło do obniżki cen gazu, która miała nastąpić od kwietnia... Jako, że została już on przez GUS uwzględniona, ten czynnik obniżający inflację w kwietniu należałoby najprawdopodobniej traktować jako już zrealizowany.



W przypadku inflacji bazowej kompozycja wskazuje raczej, że nie doszło do obniżki aż do 0,6% r/r, tylko do 0,7% r/r. To poprawia trajektorię na cały rok do 1,7-1,9% r/r na grudzień. Skala zaskoczenia jest jednak wciąż spora. Przede wszystkim dotyczy to turystyki zorganizowanej (rekreacja i kultura) oraz innych wydatków na towary i usługi (ubezpieczenia). Przynajmniej część tych zaskoczeń powinna się skorygować w kwietniu. Naszym zdaniem inflacja powinna wtedy sięgnąć 1,6%, a inflacja bazowa 0,8%.

Koniec efektów aprecjacji złotego i coraz większe przełożenie płac na inflację cen usług będą prowadzić do wzrostów inflacji – przede wszystkim bazowej – do końca roku. Naszym zdaniem rynek póki co nie wycenia tego scenariusza, skupiając się na tymczasowym odchyleniu wskaźników inflacji od wartości „teoretycznej” (cokolwiek to znaczy). Uważamy, że do tej pory minął zbyt krótki okres od zamknięcia luki popytowej, aby negować działanie mechanizmów ekonomicznych. Z tego powodu wzrosty inflacji powinny zburzyć obecną ścieżkę oczekiwanych stóp procentowych oraz szampańskie nastroje w RPP. Dziś jeszcze możemy jednak zobaczyć obniżki oczekiwanych stóp, gdyż spora część uczestników rynku obstawiała – w zasadzie bez dowodu – że nagle GUS znacząco pomylił się (w dół) w szacunkach inflacji przy odczycie flash.

## EURUSD fundamentalnie

Kurs EURUSD pozostaje w ostatnim czasie wyjątkowo stabilny. Eskalacja konfliktu w Syrii ma na razie bardzo umiarkowany wpływ na rynki (nie tylko waluty, ale także surowce i poki co indeksy giełdowe). W kwestii wojny handlowej sygnały pozytywne (możliwość dołączenia USA do TPP) przeplatają się z negatywnymi (informacja o dalszych cłach USA nałożonych na Chiny, czy dodanie Indii do listy krajów mogących potencjalnie manipulować walutą). W najbliższych dniach wracają publikacje danych z USA (dzisiaj sprzedaż detaliczna jutro produkcja przemysłowa), czy wypowiedzi członków Fed (wtorek), jednak tylko spore zaskoczenie będzie mogło wybić kurs z aktualnej konsolidacji pomiędzy w okolicy 1,23. Kalendarz publikacji dla strefy euro jest w zasadzie pusty.

## EURUSD technicznie

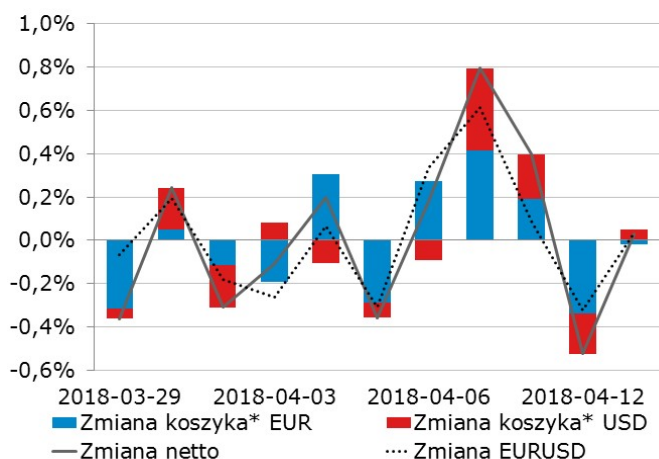
**Pozycja:** Brak.

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

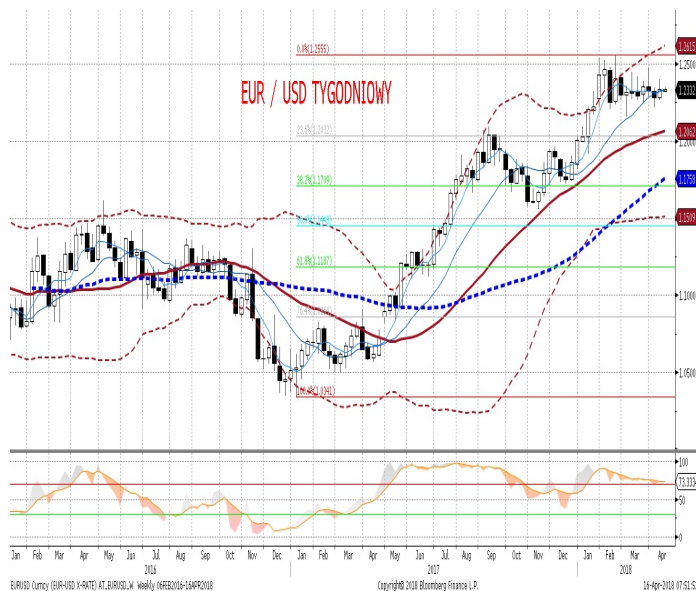
Bez większych zmian na kursie EURUSD. Notowania w piątek konsolidują się w pasie średnich ruchomych na wykresie 4h, a na wykresie dziennym wokół splotu MA30 i MA55. Aktualne poziomy to mniej więcej środek range, formacja jest stosunkowo wąska, co nie daje dużej okazji do zarobku. Na razie nie widzimy żadnych sygnałów technicznych mogących wyłamać kurs z tego marazmu. 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

W piątek złoty ponownie zyskiwał względem euro. Sprzyjały temu zarówno czynniki globalne (wzrost apetytu na ryzyko, deeskalacja ryzyka geopolitycznego, koncyliacyjny ton administracji w USA w sprawie umów handlowych – tym razem TTP) oraz lokalnych. Do tego drugiego należało oczekiwanie na decyzję S&P w sprawie ratingu Polski, po tym jak agencja podwyższyła prognozy wzrostu i obniżyła deficytu budżetowego (czytaj więcej w sekcji analiz). Potwierdzeniem tego był dobry wynik złotego na tle innych walut regionu. Atak raketowy na Syrię oznacza oczywiście eskalację ryzyka politycznego i przeniesienie punktu zapalnego bliżej Polski (z Korei Północnej do Syrii), jednak pierwsze reakcje rynkowe były niewielkie. Sprzyjały temu łagodzące komentarze w weekend (sankcje zamiast dalszych ataków, powściągliwa reakcja Rosji). Z tego powodu spodziewamy się dalszego umocnienia złotego (choć podwyżka perspektywy już była wyceniona) w ramach trendu i zgodnie z globalnymi tendencjami. Poprawa samego ratingu Polski przez S&P wydaje się mało prawdopodobna w najbliższym czasie (czytaj więcej w sekcji analiz), a dzisiejsza publikacja inflacji bazowej nie powinna poruszyć kursem.

## EURPLN technicznie

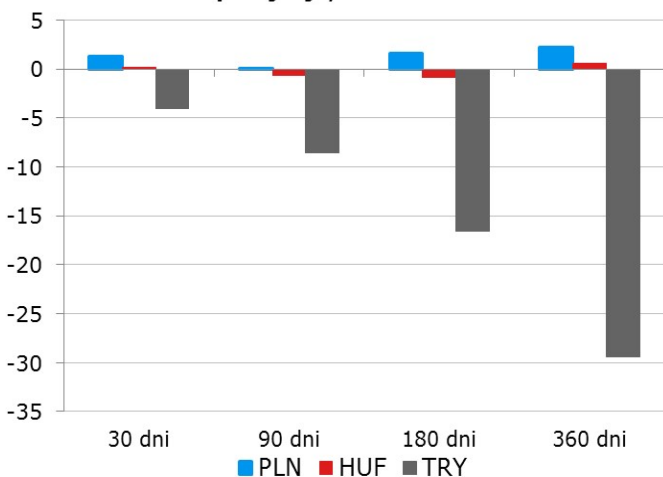
**Pozycja:** Złapane zlecenie T/P po 4,1710 dla połowy pozycji short zajętej po 4,1842 i po 4,1960. Dla pozostałej połowy S/L wynosi 4,1900 a T/P 4,1400.

**Preferencja:** Trend spadkowy.

Kurs EURPLN wciąż znajduje się w trendzie spadkowym. Notowania w piątek bez problemu przełamały Fibo 61,8%, przez co złapałmy zlecenie T/P, realizując część zysku z pozycji short. Oznacza to, że nie ma już ważnych wsparć przed minimami lokalnymi w okolicy 4,13. Wprowadzie na wykresie 4h pojawiła się niewielka dywergencja, jednak jeżeli dzisiaj zobaczymy korektę, to powinna się ona wykonać w ramach trendu spadkowego. Dopóki notowania znajdują się poniżej linii trendu spadkowego i MA30 na wykresie 4h, to jesteśmy skłonni dokładać do pozycji short po atrakcyjnych poziomach. Na razie pozostawiamy ją bez zmian.

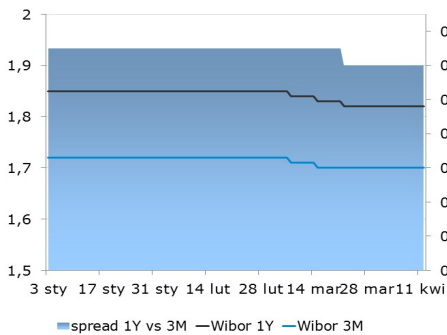
Wsparcie	Opór
4,1321	4,2434
4,0344	4,1825/55

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

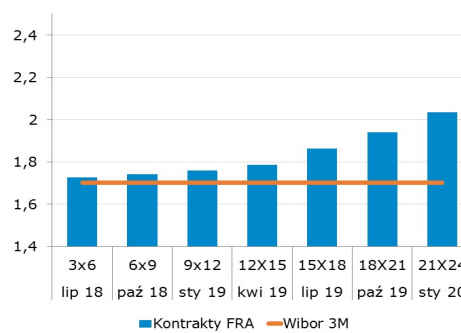


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.68	1.72	ON	1.45	1.75	EUR/PLN	4.1769
2Y	1.84	1.88	1M	1.40	1.60	USD/PLN	3.3862
3Y	1.98	2.02	3M	1.46	1.76	CHF/PLN	3.5214
4Y	2.14	2.18					
5Y	2.28	2.32	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.40	2.44	1x2	1.64	1.70	EUR/USD	1.2329
7Y	2.49	2.53	1x4	1.68	1.72	EUR/JPY	132.50
8Y	2.57	2.61	3x6	1.69	1.73	EUR/PLN	4.1672
9Y	2.65	2.69	6x9	1.70	1.74	USD/PLN	3.3796
10Y	2.74	2.78	9x12	1.72	1.76	CHF/PLN	3.5092

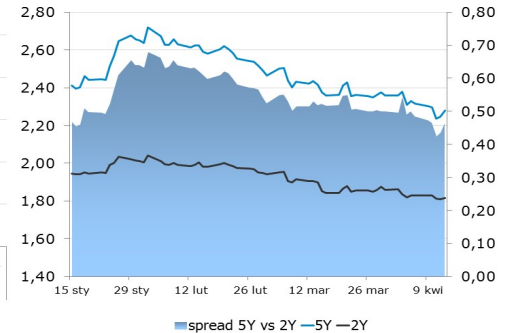
### WIBOR 3M i 1Y



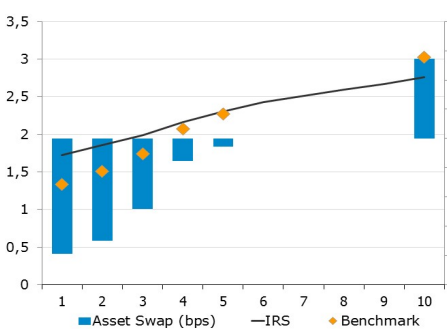
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



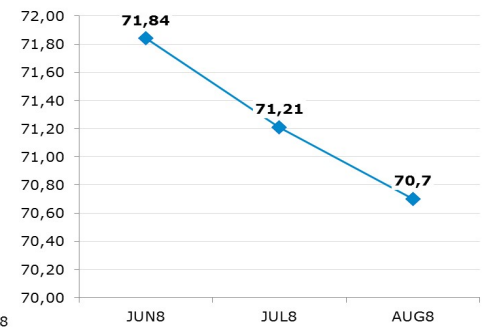
### Asset swap i IRS



### 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.