

20 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	0.7
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	kwi		18.4	22.5	15.8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	mar		0.4	-0.1	0.6
<b>17.04.2018 WTOREK</b>							
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q1		6.8	6.8	6.8
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar		6.4	6.2	6.0
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	mar		9.7	9.4	10.1
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	lut		4.3	4.3	4.2
11:00	GER	Indeks ZEW – sytuacja bieżąca (pkt.)	lut		88.0	90.7	87.9
11:00	GER	Indeks ZEW – oczekiwania (pkt.)	lut		-1.0	5.1	-8.2
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	mar		1260	1295 (r)	1319
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	mar		1325	1321 (r)	1354
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.3	0.9 (r)	0.5
<b>18.04.2018 ŚRODA</b>							
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	mar	6.5	6.5	6.8	6.7
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	mar	3.7	3.7	3.7	3.7
10:30	GBR	CPI r/r (%)	mar		2.7	2.7	2.5
20:00	USA	Beżowa księga	kwi				
<b>19.04.2018 CZWARTEK</b>							
10:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	mar	4.2	3.0	7.4	1.8
10:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	mar	21.4	17.8	31.4	16.2
10:00	POL	PPI r/r (%)	mar	0.2	0.0	-0.1 (r)	0.3
10:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS	kwi				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.04		230	233	232
14:30	USA	Wskaźnik Philly Fed (pkt.)	kwi		23.2	22.3	21.0
<b>20.04.2018 PIĄTEK</b>							
1:30	JAP	CPI r/r (%)	mar		1.1	1.5	1.1
10:00	POL	Koniunktura w przedsiębiorstwach	kwi				
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka (pkt.)	kwi		-0.1	0.1	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Dziś zostaną opublikowane dane GUS o koniunkturze w przemyśle, handlu i usługach.

**Gospodarka globalna:** Spokojny dzień. Można zwrócić uwagę jedynie na publikację danych o koniunkturze konsumenckiej w strefie euro (za kwiecień).

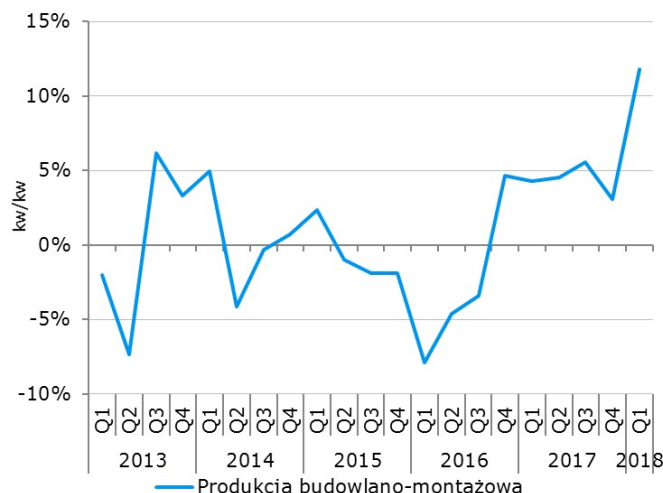
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Ancyparowicz: Jakiegokolwiek rozmowy o obniżce stóp nie są nawet teoretyczne, to czysta fantazja.
- Sura: Aktualne dane nie dają przesłanek do zmiany poziomu stóp proc. przynajmniej przez kolejne 12 miesięcy.
- GUS: Produkcja przemysłowa w marcu 2018 r. wzrosła o 1,8 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosła o 11,4 proc.
- USA: Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu spadła o 1 tys. do 232 tys.

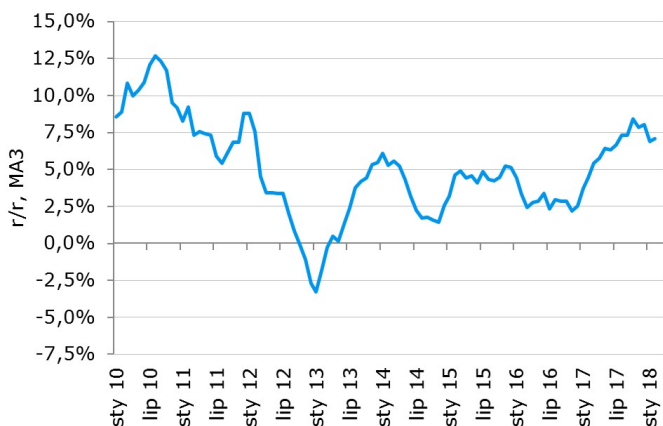
Decyzja RPP (16.05.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.513	0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.875	0.000
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.055	0.002
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Dane z przemysłu i budownictwa potwierdzają wolniejszy wzrost PKB w I kwartale.

**Produkcja sprzedana przemysłu** wzrosła w marcu o 1,8% r/r, poniżej konsensusu i naszej prognozy (odpowiednio, 3,0 i 4,2% r/r). Spowolnienie w stosunku do wyniku lutowego (7,4% r/r) to przede wszystkim efekt niekorzystnego układu kalendarza – różnica dni roboczych spadła z 0 do -1 r/r – ale również wysokiej bazy statystycznej, której wpływ szacowaliśmy na 1,5-2,0 pkt. proc. Tym niemniej, wynik przetwórstwa przemysłowego (0,6% r/r) okazał się być jeszcze gorszy od uwzględniających te czynniki przewidywań. Wygasanie impetu w przetwórstwie – w ostatnich miesiącach trochę maskowane przez bardzo silny wzrost produkcji energii z uwagi na niskie temperatury, zwłaszcza w marcu – jest jednak spójne zarówno z pogorszeniem koniunktury w strefie euro na początku roku, jak i ze skromnymi wskazaniami przemysłowego PMI dla Polski (tutaj PMI wygrywa ze wskaźnikami GUS). Wynik marca w przetwórstwie potwierdza również systematyczne spowolnienie (możemy też mówić o płaszczeniu trendu wzrostowego), które w ostatnich miesiącach stało się udziałem polskiego przemysłu.



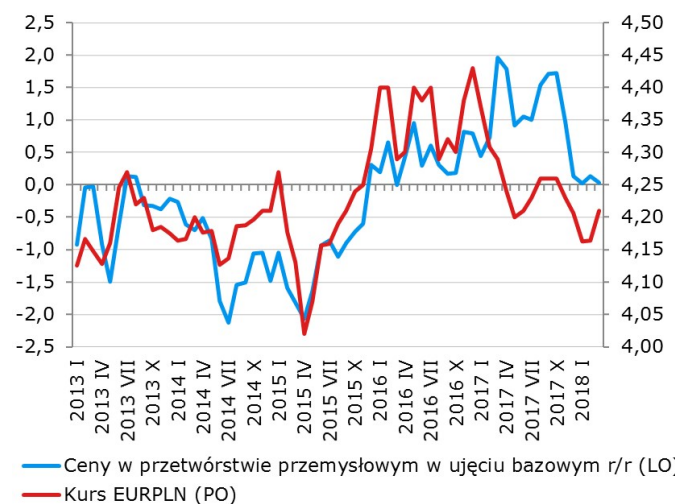
Roczny **wskaźnik cen produkcji przemysłowej** powrócił w marcu powyżej zera – wynik 0,3% r/r znalazł minimalnie powyżej naszej prognozy (0,2% r/r), podczas gdy konsensus rynkowy wskazywał na brak zmian w tym aspekcie. W ujęciu miesięcznym największy wpływ na niewielkie zaskoczenie względem naszych prognoz zaskoczenie miały ceny w górnictwie (spodziewaliśmy się stabilizacji cen, podczas gdy wzrosły o 1,4% m/m). Roczny wskaźnik „bazowy”, czyli oczyszczony z cen koksu i produktów rafinacji ropy naftowej pozostał bez zmian. Warto w tym miejscu przypomnieć, że marzec był miesiącem wzrostów cen surowców na rynkach oraz osłabienia kursu złotego względem euro. Była to zatem doskonała okazja do podniesienia cen przez przedsiębiorstwa bez obaw o utratę udziału w rynku. Wprawdzie w najbliższym czasie odbicie od dołka w tej kategorii w lutym będzie kontynuowane, ale głównie przez efekty bazowe – w kwietniu EURPLN już głównie spada, natomiast trwałość i skala wzrostów cen surowców (ropa naftowa, aluminium, miedź) pozostają kwestią otwartą.



— Produkcja sprzedana przemysłu po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych

O ile przynajmniej część spowolnienia w europejskim przemyśle jest najprawdopodobniej związana z ograniczeniami podażowymi, o tyle z uwagi na wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych i obecność analogicznych problemów, przestrzeń do ponownego przyspieszania produkcji przemysłowej jest naszym zdaniem ograniczona w najbliższym czasie.

**Produkcja budowlano-montażowa** wzrosła w ujęciu rocznym o 16,2% r/r, blisko konsensusu i nieco poniżej naszej prognozy. W ujęciu miesięcznym i po wyłączeniu czynników kalendarzowych i sezonowych zanotowano marginalny spadek produkcji. Sugeruje to, że spadek dynamiki w budownictwie to przede wszystkim efekt bazy (w marcu 2017 r. produkcja budowlana wzrosła o prawie 10% m/m!) i w dalszej kolejności również wspomniane wcześniej dni robocze. Możliwe też, że pogorszenie warunków pogodowych w marcu również negatywnie wpłynęło na wynik sektora budowlanego. Niemniej jednak, I kwartał b.r. był dla budownictwa jednym z najlepszych w historii (najnowszy Biuletyn Statystyczny, zawierający szczegółowe dane na temat struktury produkcji budowlanej, powinien dostarczyć wskazówek co przyczyn tego stanu rzeczy). Z uwagi na oczekiwane trajektorie inwestycji prywatnych i publicznych oczekujemy kontynuacji solidnych wzrostów produkcji budowlanej w kolejnych miesiącach.



— Ceny w przetwórstwie przemysłowym w ujęciu bazowym r/r (LO)  
— Kurs EURPLN (PO)

Dysponując prawie pełnym kompletem danych za I kwartał, możemy potwierdzić naszą oryginalną prognozę – PKB wzrósł w I kwartale najprawdopodobniej o 4,9% r/r, przy zachowaniu solidnej dynamiki kwartalnej. Ważną rolę w tym pełni przyspieszenie budownictwa na początku roku. Jednocześnie, zmiany w aktywności gospodarczej na początku roku mówią naszym zdaniem dużo o trajektorii gospodarki w kolejnych kwartałach. Płaszczenie trendu w przemyśle i spowolnienie w gospodarce światowej będą bowiem łagodzone przez odbicie w



inwestycjach. W konsekwencji, wzrost PKB w tym roku wyniesie średnio rzecz biorąc 4,6%.

Dane z przemysłu i budownictwa nie zmieniają naszym zdaniem myślenia RPP, ale członkowie Rady mogą skupić się na negatywnych niespodziankach i postrzegać je jako potwierdzenie preferowanego przez siebie scenariusza. Co więcej – i tutaj naszym zdaniem wczorajsza wypowiedź J. Kropiwnickiego jest znamieną – w warunkach braku inflacji i spodziewanego systematycznego spowolnienia PKB część Rady może zacząć rozmyślać o łagodzeniu polityki pieniężnej w horyzoncie kilkuletnim. Ponieważ jednak miałyby to formę niekonwencjonalnych działań (wzorowanych zapewne na polityce banku centralnego Węgier), nie jest to czynnik o istotnym dla rynków znaczeniu. My podtrzymujemy naszą opinię, że wzrosty inflacji bazowej w II połowie roku (do tego dojdą zapewne efekty drugiego rzędu wyższych cen surowców) zaskoczą RPP, funkcjonującą w ramach zupełnie innego paradygmatu.

## EURUSD fundamentalnie

Dolar umocnił się wczoraj wyraźnie w stosunku do euro, o ok. 0,7 centa. Co ciekawe, spadków EURUSD nie wiążemy z żadnym konkretnym wydarzeniem, a konstelacja ruchów na rynkach w dniu wczorajszym była dość niejasna (jednoczesne wzrosty rentowności obligacji i spadki na giełdach). Być może osłabienie euro można powiązać z ogólną słabością danych makroekonomicznych ze strefy euro i niewiarą w krótkoterminowe perspektywy tamtejszej gospodarki. Sprawia to, że w parach dolarowych to euro ma obecnie największą „betę” (wrażliwość na zmiany dolara). Warto po raz kolejny podkreślić, że ostatnie ruchy EURUSD odbywają się w dalszym ciągu wewnątrz wąskiego (i obowiązującego od miesięcy) zakresu wahań. Przełom (EURUSD powyżej 1,25 lub poniżej 1,21) wymagałby istotnego przeszacowania ścieżki oczekiwanych stóp procentowych, a to może być spowodowane albo przez istotny i zaskakujący wzrost inflacji w USA (spadki EURUSD), albo przez ponowny wzrost koniunktury w strefie euro i w Chinach (odnawiający tym samym złożone już do grobu zakłady o zsynchronizowane globalne ożywienie - EURUSD wówczas powędrowałby wyżej). Żadnego z nich nie zobaczymy dzisiaj (praktycznie pusty kalendarz publikacji makro).

## EURUSD technicznie

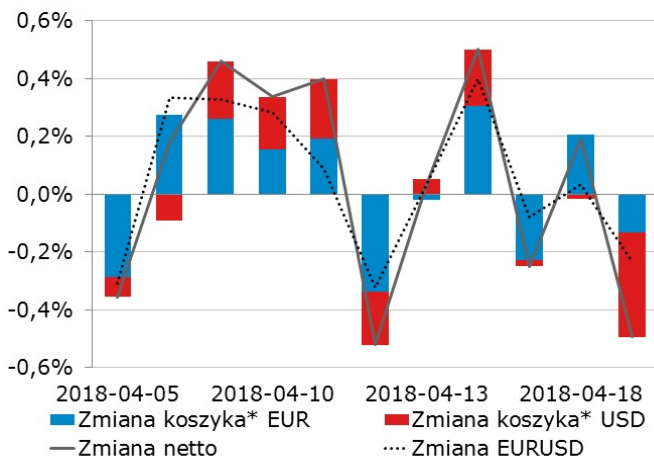
**Pozycja:** Brak.

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

Wzrost kursu EURUSD wczoraj sięgnął ledwo 1,24, dlatego nie udało się nam zająć pozycji short. Notowania następnie spadły o ponad pół figury i znajdują się aktualnie w splocie średnich na wykresie 4h. Od dłuższego czasu obserwujemy konsolidację w coraz węższym range. Dalszy spadek nie musi nawet oznaczać dojścia w okolice 1,2250, notowania mogą zatrzymać się już na poziomie Fibo 38,2% (1,23). Nie widzimy wystarczającej okazji do zarobku grając short po aktualnych poziomach. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,2306	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

EURPLN pozostaje zablokowany między 4,16 i 4,17. Dane krajowe (więcej na ich temat można przeczytać w sekcji analiz), tak jak się spodziewaliśmy, pozostały bez wpływu na rynek. Podtrzymujemy naszą tezę, że złoty znajduje się prawdopodobnie w pobliżu cyklicznej górk i nie należy spodziewać się spadków EURPLN poniżej 4,13. W perspektywie miesięcy na pierwszy plan wysunie się zapewne stymulacja fiskalna i monetarna (tj. ujemne realne stopy procentowe i zapowiedź utrzymywania takiego stanu rzeczy przez kolejne kwartały). To powinno sprowokować słabość złotego w średnim (rynkowo rzecz ujmując) okresie. Tym niemniej, w krótkim okresie dominować będzie zapewne dobry sentyment wobec walut EM i polskich aktywów w szczególności.

## EURPLN technicznie

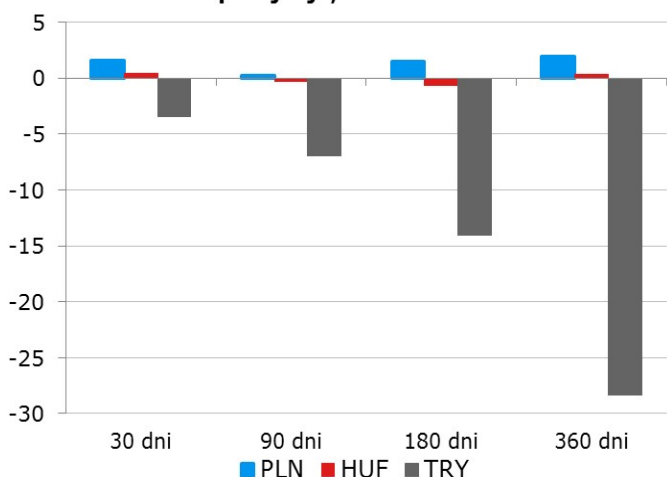
**Pozycja:** Pozycja short po 4,1623, 4,1842 i 4,1960 ze zleceniem S/L po 4,1800 a T/P po 4,1410.

**Preferencja:** Trend spadkowy.

Niewielka korekta na kursie EURPLN jeszcze nie zakończyła się. Notowania wprawdzie wybiły się ponad MA30 na wykresie 4h, jednak nie nadało to ruchowi dodatkowego impetu w górę – wczoraj obserwowaliśmy raczej konsolidację w okolicy 4,1650. Dopiero figurę od aktualnych notowań znajduje się ważny opór – linia trendu spadkowego, która sypła się dodatkowo z MA55 na wykresie 4h. Wciąż nie widzimy sygnałów przełamania trendu, a najbliższy ważny opór to minimum lokalne 4,13. Pozostawiamy pozycję short oraz czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

Wsparcie	Opór
4,1510	4,3324
4,1293	4,2434
4,0344	4,1825/55

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.70	1.74
2Y	1.82	1.86
3Y	1.96	2.00
4Y	2.12	2.16
5Y	2.26	2.30
6Y	2.40	2.44
7Y	2.50	2.54
8Y	2.59	2.63
9Y	2.67	2.71
10Y	2.73	2.77

depo	BID	ASK
ON	1.40	1.70
1M	1.54	1.74
3M	1.64	1.84

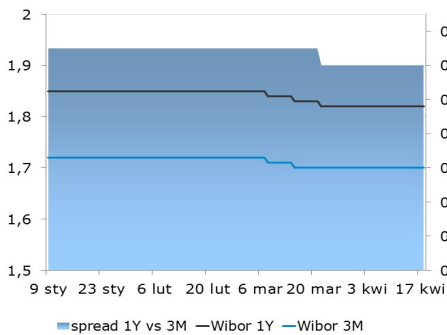
FRA	BID	ASK
1x2	1.65	1.69
1x4	1.68	1.72
3x6	1.68	1.72
6x9	1.69	1.73
9x12	1.71	1.75

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1677
USD/PLN	3.3721
CHF/PLN	3.4805

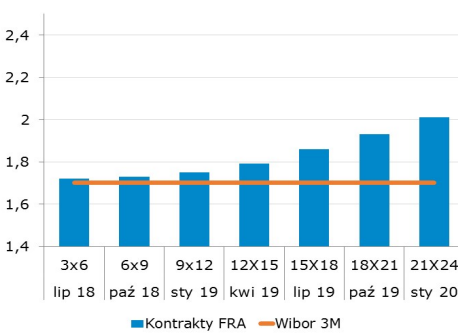
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2371
EUR/JPY	132.68
EUR/PLN	4.1632
USD/PLN	3.3647
CHF/PLN	3.4728

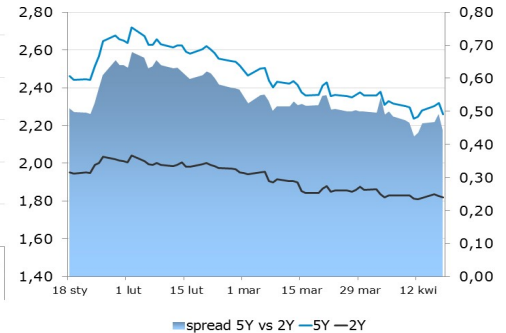
### WIBOR 3M i 1Y



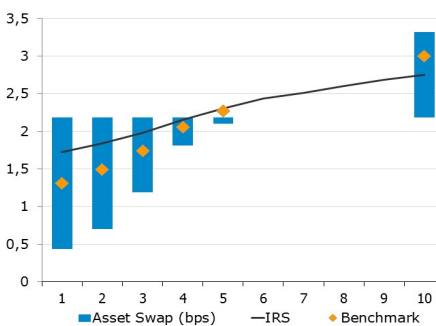
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



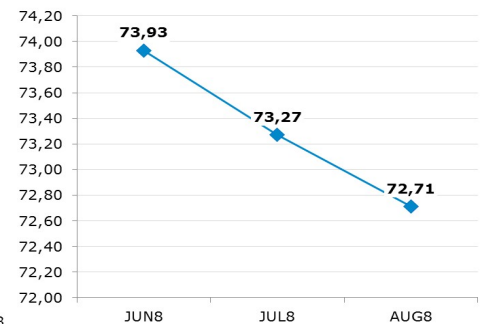
### Asset swap i IRS



### 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.