

24 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>23.04.2018 PONIEDZIAŁEK</b>							
9:00	FRA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>wstępny</i>	kwi		53.5	53.7	53.4
9:00	FRA	PMI w usługach (pkt.) <i>wstępny</i>	kwi		56.5	56.9	57.4
9:30	GER	PMI w przemyśle (pkt.) <i>wstępny</i>	kwi		57.5	58.2	58.1
9:30	GER	PMI w usługach (pkt.) <i>wstępny</i>	kwi		53.7	53.9	54.1
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt.) <i>wstępny</i>	kwi		56.1	56.6	56.0
10:00	EUR	PMI w usługach (pkt.) <i>wstępny</i>	kwi		54.6	54.9	55.0
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	mar	8.4	8.1	7.9	9.2
15:45	USA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>wstępny</i>	kwi		55.6	55.6	56.5
15:45	USA	PMI w usługach (pkt.) <i>wstępny</i>	kwi		54.0	54.0	54.4
16:00	USA	Sprzedaż domów na r. wtórnym (mln)	mar		5.56	5.54	5.60
<b>24.04.2018 WTOREK</b>							
10:00	GER	Wskaźnik Ifo – sytuacja bieżąca (pkt.)	kwi		106.0	106.5	
10:00	GER	Wskaźnik Ifo – oczekiwania (pkt.)	kwi		99.5	100.1	
14:00	POL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	mar	5.4	5.2	4.9	
14:00	HUN	Decyzja Banku Węgier (%)	24.04		0.90	0.90	
16:00	USA	Sprzedaż domów na r. pierwotnym (tys.)	mar		629	618	
16:00	USA	Koniunktura kons. CB (pkt.)	kwi		126.3	127.7	
<b>25.04.2018 ŚRODA</b>							
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	mar	6.6	6.5	6.8	
<b>26.04.2018 CZWARTEK</b>							
13:45	EUR	Decyzja EBC (%)	26.04		-0.400	-0.400	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.04		230	232	
14:30	USA	Zam. na d. trwale m/m (%) <i>wstępny</i>	mar		1.4	3.0	
<b>27.04.2018 PIĄTEK</b>							
7:30	FRA	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q1		0.5	0.7	
8:45	FRA	CPI r/r (%) <i>wstępny</i>	kwi		1.6	1.6	
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	kwi		5.3	5.3	
10:30	GBR	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q1		0.3	0.4	
11:00	EUR	ESI (pkt.)	kwi		112.0	112.6	
14:00	POL	Minutes RPP	11.04				
14:30	USA	PKB kw/kw (%) SAAR <i>wstępny</i>	Q1		2.2	2.9	
16:00	USA	Wsk. koniun.U. Michigan (pkt.) <i>finalny</i>	kwi		98.0	97.8	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** O godzinie 14:00 NBP poda dane o podaży pieniądza M3. Prognozujemy dalsze przyspieszenie dynamiki rocznej do 5,4%.

**Gospodarka globalna:** Dzisiaj poznamy kolejne wskaźniki koniunktury – tym razem niemieckie indeksy Ifo. W godzinach popołudniowych decyzję na temat polityki monetarnej podejmie Bank Węgier, a parę godzin później światło dzienne ujrzą dane z USA: ponownie o sprzedaży domów (tym razem na rynku pierwotnym) oraz koniunktura konsumencka Conference Board.

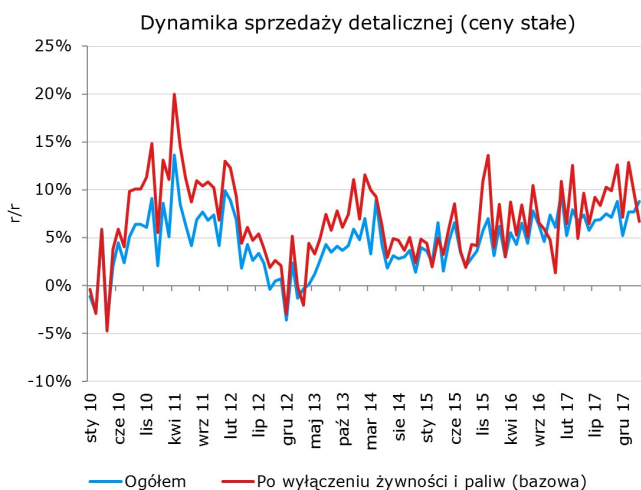
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Sprzedaż detaliczna w marcu 2018 r. wzrosła o 9,2 proc. w ujęciu rocznym, a w ujęciu miesięcznym wzrosła o 17,8 proc.
- GUS: Produkt Krajowy Brutto w 2017 r. wzrósł o 4,6 proc. rdr wobec wcześniejszego szacunku na poziomie 4,6 proc. Wzrost PKB w IV kwartale 2017 r. wyniósł na 4,9 proc., vs wcześniejszy szacunek na poziomie 5,1 proc.
- MF: Nadwyżka budżetu po marcu wyniosła 3,1 mld zł.

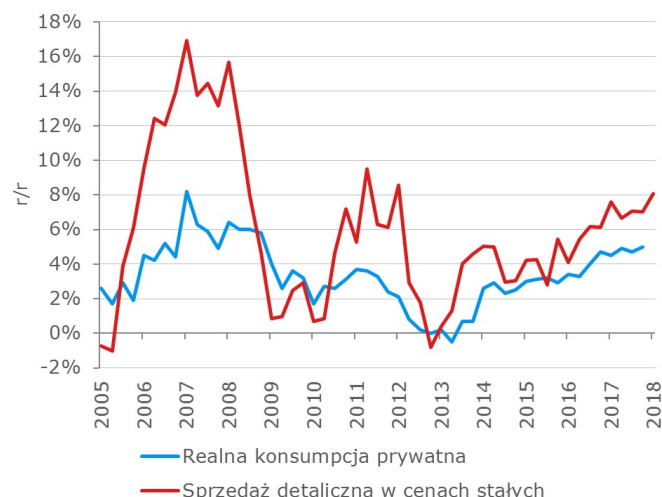
Decyzja RPP (16.05.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.613	-0.003
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.975	-0.011
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.068	0.000
<b>PROGNOZA mBanku</b>		<b>Dotyczy benchmarków Reuters</b>		
<b>bez zmian</b>				

## Wczesna Wielkanoc podbija dynamikę sprzedaży detalicznej, brak widocznych oznak częściowego zakazu handlu w niedzielę.

W marcu sprzedaż detaliczna wzrosła o 9,2% r/r w ujęciu nominalnym i o 8,8% r/r w cenach stałych, powyżej konsensusu opiewającego na 8,0% r/r realnie i naszej nieco bardziej optymistycznej prognozy (8,4% r/r realnie).



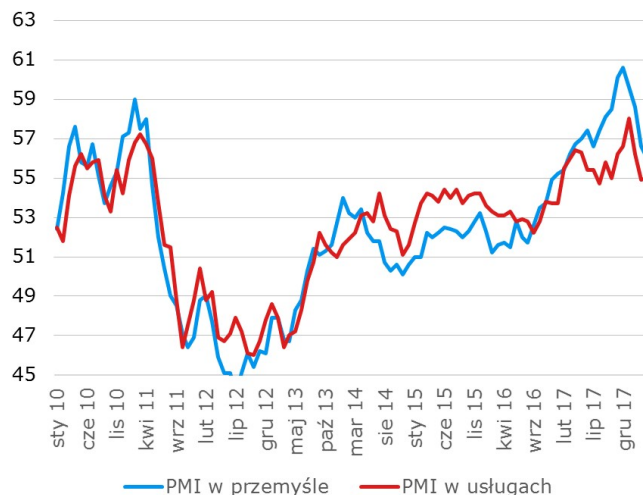
Szybki przegląd kategorii wskazuje na tylko nieliczne źródła niespodzianek. Po pierwsze, sprzedaż samochodów zareagowała silniej na niekorzystny układ kalendarza niż się spodziewaliśmy (spadek dynamiki z +3,1 do -4,3% r/r). Po drugie, niekorzystne warunki pogodowe obniżyły sprzedaż odzieży i obuwi (spowolnienie z 16 do 9,1% r/r, prawdopodobnie z uwagi na niedopasowanie kolekcji wiosennych do zimowej aury) – tu nie było naszym zdaniem niespodzianki. Po trzecie, sprzedaż żywności zaskoczyła wyraźnie in plus i przyspieszyła z 5,6 do 17,3%, a w podobnej skali przyspieszyła skorelowana z nią sprzedaż w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach. Czynnikiem podbijającym te dwie kategorie był w pierwszej kolejności wczesny termin Wielkanocy, wymuszający realizację całości zakupów żywności w marcu. Dodatkowo, można pokusić się o hipotezę, że wprowadzony w marcu częściowy zakaz handlu w niedzielę mógł pozytywnie wpłynąć na sprzedaż w tych dwóch kategoriach z uwagi na zapasy czynione przez gospodarstwa domowe przed niedzielami niehandlowymi i możliwe przestrzelenie z ich wielkością. W kolejnych miesiącach ten efekt będzie wygasał w miarę dostosowywania planów zakupowych przez konsumentów.



Po uwzględnieniu danych marcowych I kwartał b.r. zamknął się z najwyższą średnią dynamiką realnej sprzedaży detalicznej od 2011 r. Biorąc pod uwagę obecne relacje konsumpcji i sprzedaży detalicznej oraz rekordowe nastroje konsumentów, należy spodziewać się utrzymania dynamiki konsumpcji prywatnej w okolicy 5% również w I połowie b.r. Pozostanie ona głównym motorem napędowym PKB. Z punktu widzenia RPP dane mają neutralny charakter i nie zmieniają obrazu świata, szczególnie że również w danych o sprzedaży detalicznej nie widać wzrostu cen (stabilizacja deflatorów sprzedaży na niskich poziomach).

## Stabilizacja koniunktury w strefie euro w kwietniu.

W kwietniu zagregowany wskaźnik PMI dla strefy euro utrzymał się na poziomie 55,2 pkt., zaskakując minimalnie prognozujących (pozytywnie). Na stabilizację PMI złożyły się: nieznaczna poprawa sentymentu w usługach i pogorszenie nastrojów w przetwórstwie przemysłowym strefy euro. W rozbiciu regionalnym widoczne jest przede wszystkim odbicie wskaźnika PMI we Francji (tu in plus zaskoczyły i usługi, i przemysł), stabilizacja nastrojów w Niemczech (wzorec zmian i zaskoczeń taki sam, jak dla strefy euro) oraz dalszy spadek indeksów koniunktury dla pozostałych państw strefy euro.



Jakkolwiek stabilizacja indeksów PMI może być odebrana z

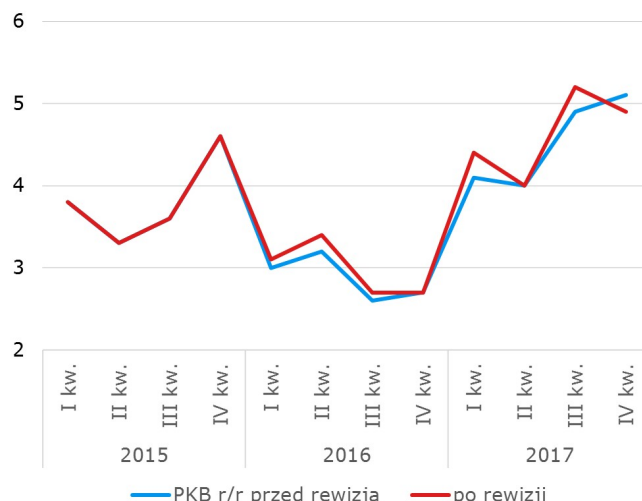
westchnieniem ulgi, analiza szczegółów odczytów wskazuje, że problemy, które nawiedzały europejskie gospodarki w poprzednich miesiącach wcale nie ustąpiły. Po pierwsze, stabilizacja PMI nastąpiła przy dalszym pogorszeniu napływu nowych zamówień, ze szczególnym uwzględnieniem wysychających zamówień eksportowych. Po drugie, pomimo coraz wolniejszego napływu nowych zamówień, zaległości produkcyjne ponownie wzrosły, a towarzyszące publikacji indeksów raporty pęcznią wręcz od komentarzy wskazujących na pogłębienie problemów podaży. Obok wzrostu zaległości produkcyjnych należy odnotować bowiem dalsze wydłużenie czasów dostaw. W solidnym tempie rosło również zatrudnienie, zwłaszcza w usługach. Wreszcie, subindeksy kosztów produkcji i cen wyrobów (i usług) gotowych nie zmieniły się znacząco w stosunku do poprzedniego miesiąca. Wg raportów PMI, wspomniane problemy podaży przekładają się na wzrost cen materiałów u dostawców i wyższe płace.

Po kilku miesiącach spadków samo ich zatrzymanie stanowi dobrą wiadomość, choć samo w sobie nie mówi oczywiście nic na temat przyszłych zmian koniunktury. Bieżące spowolnienie w strefie euro wydaje się być związane z pogorszeniem popytu zewnętrznego (kolejna runda hamowania w Chinach) i wewnętrznymi problemami podaży. Rozwiązanie jednych i drugich wymaga czasu i wysiłku – odpowiednio, kolejnej rundy stymulacji gospodarki w Chinach i inwestycji podnoszących przepustowość kanałów dystrybucji i moce wytwórcze przedsiębiorstw w Europie. Z tego względu wolniejszy wzrost PKB w strefie euro w tym roku wydaje się być pewny, choć nie będzie to zapowiedzią końca ekspansji. Z punktu widzenia EBC najważniejsza pozostaje inflacja, a postęp na tym froncie jest na tyle powolny, że uzasadnia ostrożne podejście banku w normalizacji polityki pieniężnej. Jednocześnie, zachowanie wskaźników koniunktury w kwietniu zmniejsza prawdopodobieństwo gwałtownego gołębienia EBC na najbliższym posiedzeniu (decyzja i konferencja prasowa już w czwartek).

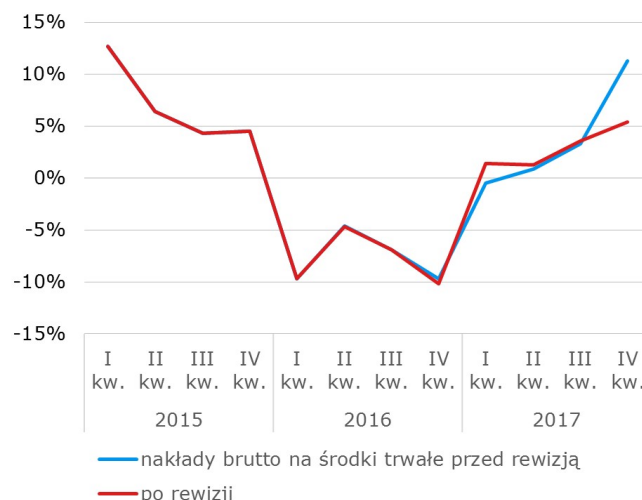
## Rewizja kwartalnych rachunków narodowych GUS przesunęła ścieżkę inwestycji w dół.

Wczoraj GUS opublikował zaktualizowane kwartalne rachunki narodowe za lata 2016-2017. W świetle nowych danych PKB w 2016 r. wzrósł o 3,0% średniorocznie (wcześniej 2,9%), a w 2017 r. – o 4,6% (bez zmian). Pomimo braku zmian w szacunku wzrostu za cały rok, dane za 2017 dotknęły szereg rewizji.

Po pierwsze, zmienił się rozkład stóp wzrostu pomiędzy kwartałami – na wyraźnie wyższy szacowany jest obecnie wzrost w I kwartale, szczyt na dynamikach rocznych PKB znajduje się w III (a nie w IV kwartale) i wynosi 5,2% r/r, a wzrost w ostatnich trzech miesiącach roku został zrewidowany w dół (z 5,1 do 4,9% r/r).



Po drugie, znacząco zmieniła się ścieżka inwestycji. W ostatnim kwartale nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 5,4% r/r (wcześniejszy szacunek +11,3% r/r) – to jedna z największych rewizji dynamiki inwestycji w historii i, uwzględniając wagę IV kwartału dla tej kategorii, być może najbardziej znacząca dla historycznej ścieżki PKB. Nie znamy obecnie nowego rozbięcia inwestycji na poszczególne kategorie środków trwałych i można tutaj snuć różne historie w oparciu o znane wcześniej dane miesięczne i kwartalne. Również dane kwartalne wskazują na to, że rewizja dotyczy przede wszystkim IV kwartału i w kategoriach nominalnych jest warta ok. 8 mld zł.



Rewizja inwestycji w dół w 2017 r. jest z prognostycznego punktu widzenia i dobrym, i złym omenem. Z jednej strony, ze względu na niższy punkt startowy obniża ona krótkoterminową ścieżkę nakładów na środki trwałe. Gwałtowne przyspieszenie produkcji budowlano-montażowej w I kwartale sugeruje wprawdzie, że przestrzeń do przyspieszenia inwestycji na początku b.r. jest znacząca, ale bez znajomości struktury rewizji danych historycznych nasza prognoza dwucyfrowego wzrostu inwestycji w I kw. jest obciążona dużą niepewnością. Z drugiej strony, im większa luka inwestycyjna dziś, tym najprawdopodobniej większa przestrzeń do jej nadganiania i potencjalnie dłuższy cykl inwestycyjny w przyszłości. Z tego względu nie decydujemy się jeszcze na zmianę naszych prognoz wzrostu na 2018 r., aczkolwiek w świetle ostatnich danych (sprzedaż detaliczna za I kwartał, omawiana rewizją), rola konsumpcji prywatnej relatywnie do inwestycji może okazać się większa niż wcześniej przypuszczaliśmy.



## EURUSD fundamentalnie

EURUSD blisko 1,22 przy dalszym umocnieniu dolara. Wspólnej walucie nie pomogły nieco lepsze dane o PMI (więcej w sekcji analiz), nie pomoże zapewne też dzisiejsza publikacja indeksu Ifo, z której z uwagi na zmianę roku bazowego oraz metodologii przygotowania indeksu (doliczenie usług) niewiele będzie można bezpośrednio wyczytać. Z kolei dolarowi sprzyjały solidne dane o PMI, który wyznaczył najwyższy poziom od września 2014 roku. W sytuacji kiedy USA znów przyspieszają, a strefa euro póki co będzie stabilizować tempo wzrostu po świetnym przełomie roku, aprecjacja dolara wydaje się dobrym zakładem. Nakładając na to sporą przestrzeń do bardziej agresywnej wyceny ścieżki stóp procentowych (kolejne 3 zamiast 2 podwyżek) i opieszałość EBC w komunikowaniu zakończenia QE szykuje się co najmniej kwartał słabszych odczytów EURUSD.

## EURUSD technicznie

**Nowa pozycja:** Otwieramy warunkowe zlecenie long po 1,2190 z S/L 1,2140.

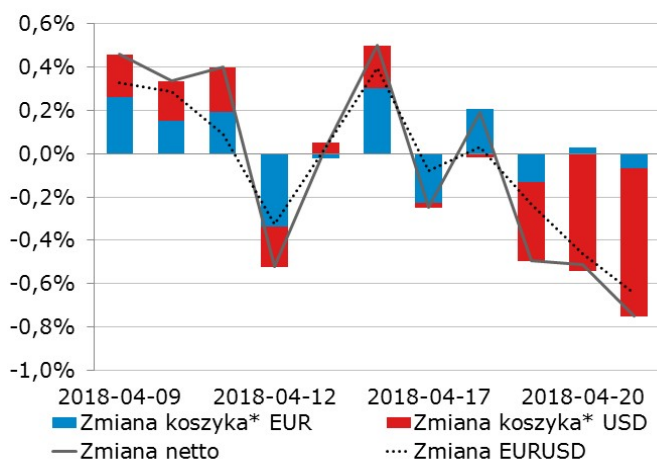
**Poprzednia pozycja:** Złapane zlecenie S/L po 1,2215 na małej pozycji long po 1,2267 (52 ticki straty).

**Preferencja:** Range (1,2150 – 1,2450).

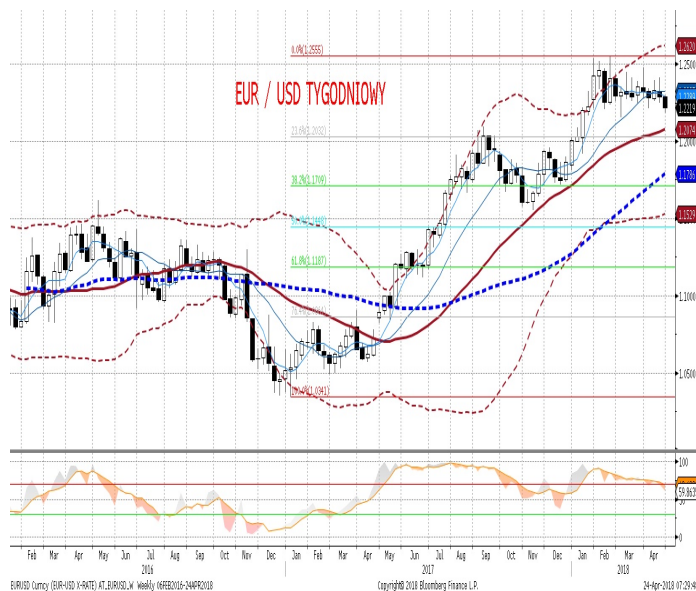
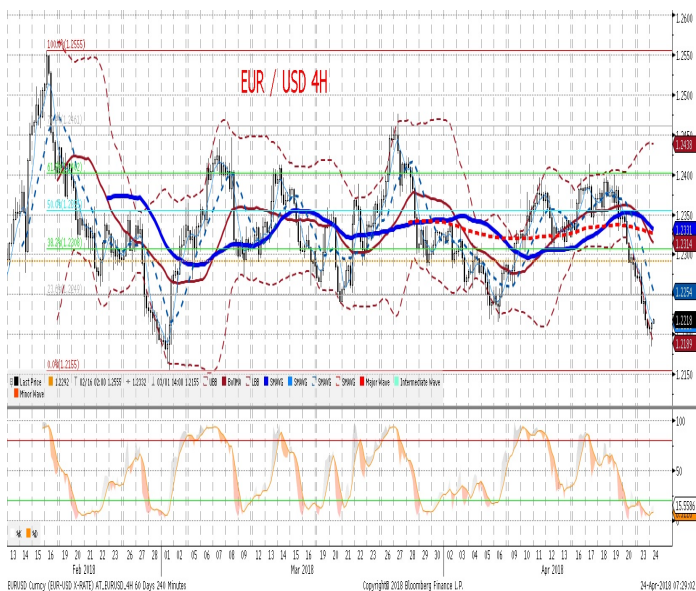
Wczoraj kurs EURUSD spadł o kolejną figurę. Notowania przebiły ostatnie minima lokalne, przez co złapaliśmy zlecenie S/L na naszej pozycji short. Nie oznacza to jeszcze wyłamania z formacji range. Od dłuższego czasu notowania poruszają się w szerokim range 1,2150/1,2550. Momentum spadkowe jest wprawdzie silne, ale ruch nie był wspierany ani dywergencją, ani formacjami świecowymi. Dlatego nie sądzimy, że w najbliższych dniach kurs wyłamie się w dół z range. Szukamy okazji do ponownego grania tej formacji od strony pozycji long. Otwieramy zlecenie warunkowe.

Wsparcie	Opór
1,2155	1,3055
1,1999	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

Złoty miał wczoraj gorszy dzień przy mocniejszym dolarze, a notowania wyskoczyły EURPLN wyskoczyły ponad 4,20. W ujęciu parytetowym (50% USD 50% EUR) złoty zbliża się do tegorocznych minimów z marca i stycznia. Wczorajsze osłabienie raczej nie miało krajowych przyczyn (w podobnej skali osłabił się też forint) a po zachowaniu krajowych aktywów (akcje, obligacje) również trudno byłoby zgadnąć, że polska waluta wczoraj dość silnie – jak na zmienność ostatnich dni – się osłabiła. Przy wyższych stopach w USA, płaskiej krzywej terminowej w Polsce oraz przy przeświadczeniu rosnącej inflacji (ceny ropy + osłabienie złotego w najbliższym czasie znacząco wypchną inflację w górę i do tego nie trzeba skomplikowanych obliczeń) będziemy coraz częściej obserwować epizody osłabienia polskiej waluty (a obecny wcale nie musi być zakończony, choć stabilizacja stóp w USA daje przesłanki do wytchnienia). Dziś krajowy kalendarz pusty.

## EURPLN technicznie

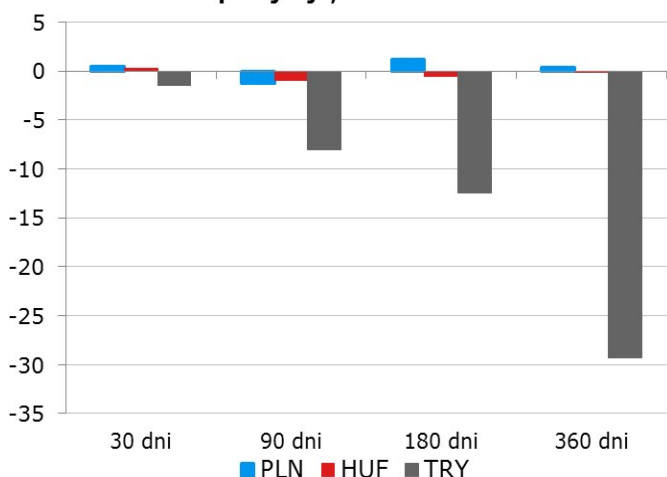
**Pozycja:** Brak.

**Preferencja:** Wybicie w górę z trendu spadkowego.

Kurs EURPLN kontynuuje wzrosty, momentum było wczoraj bardzo silne. Notowania bez większego problemu poradziły sobie z oporami na wykresie 4h oraz dziennym. Niewiele powyżej aktualnych notowań znajduje się Fibo 61,8%, odbicie od tego poziomu może być sygnałem zakończenia wzrostów i powrotu do spadków. Dodatkowo notowania zbliżyły się do linii trendu spadkowego na wykresie tygodniowym. Dopiero pokonanie tego poziomu otwiera przestrzeń do wzrostu rzędu kilku/kilkunastu figur. Na razie nie zamierzamy się zakładać o przebicie trendu na tygodniowym, pozostajemy poza rynkiem.

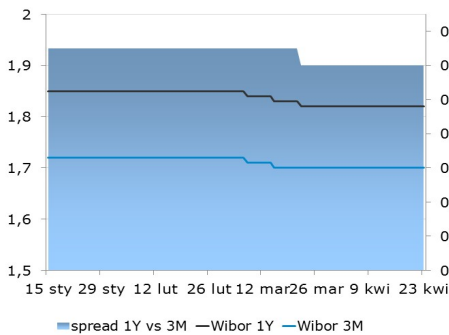
Wsparcie	Opór
4,1510	4,3324
4,1293	4,2434
4,0344	4,2080

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

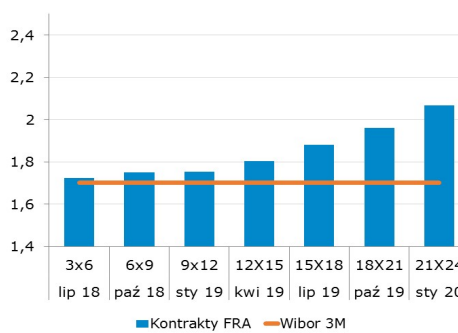


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.70	1.74	ON	1.25	1.65	EUR/PLN	4.1802
2Y	1.83	1.87	1M	1.40	1.80	USD/PLN	3.4156
3Y	2.00	2.04	3M	1.61	1.96	CHF/PLN	3.4950
4Y	2.18	2.22					
5Y	2.34	2.38	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.49	2.53	1x2	1.62	1.66	EUR/USD	1.2207
7Y	2.59	2.63	1x4	1.67	1.72	EUR/JPY	132.70
8Y	2.68	2.72	3x6	1.69	1.72	EUR/PLN	4.2011
9Y	2.77	2.81	6x9	1.70	1.75	USD/PLN	3.4412
10Y	2.81	2.85	9x12	1.72	1.75	CHF/PLN	3.5170

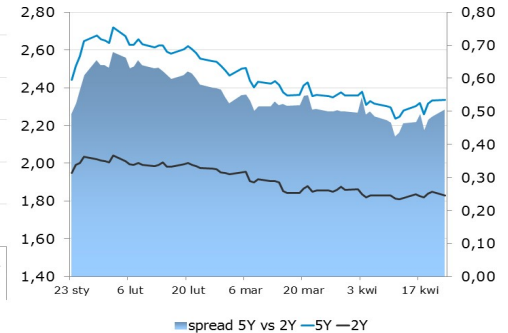
### WIBOR 3M i 1Y



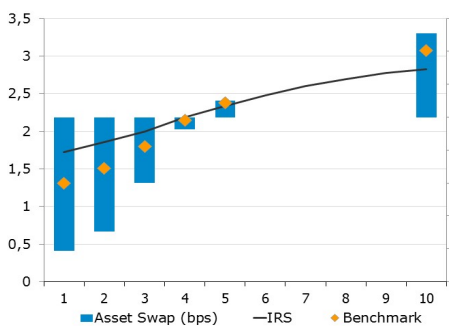
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



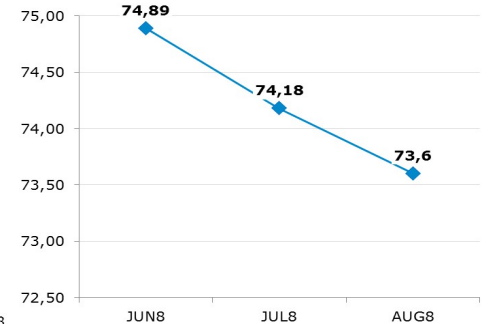
### Asset swap i IRS



### 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.