

16 maja 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 zagranicą o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
<b>14.05.2018 PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	mar	-1543	-1088	-972 ( r )	-982
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	mar	17800	18075	16239 ( r )	18075
14:00	POL	Import (mln EUR)	mar	18600	18550	16480 ( r )	18550
<b>15.05.2018 WTOREK</b>							
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	kwi		6.4	6.0	7.0
8:00	GER	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q1		0.4	0.6	0.3
9:00	CZE	PKB r/r (%) <i>wstępny</i>	Q1		4.8	5.5	4.5
9:00	HUN	PKB r/r (%) <i>wstępny</i>	Q1		4.2	4.4	4.4
10:00	POL	CPI r/r (%) <i>finalny</i>	kwi	1.6	1.6	1.3	1.6
10:00	POL	PKB r/r (%) <i>wstępny</i>	Q1	4.8	4.8	4.9 ( r )	5.1
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	mar		4.2	4.2	4.2
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.7	-0.9 ( r )	0.5
11:00	GER	Wskaźnik ZEW – oczekiwania (pkt)	maj		85.2	87.9	87
11:00	GER	Wskaźnik ZEW – bieżąca sytuacja (pkt)	maj		-8.2	-8.2	-8.2
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	maj		15.0	15.8	20
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	kwi		0.3	0.8 ( r )	0.3
<b>16.05.2018 ŚRODA</b>							
1:50	JAP	PKB kw/kw (%) <i>wstępny</i>	Q1		0.0	0.1 ( r )	-0.2
11:00	EUR	CPI r/r (%) <i>finalny</i>	kwi		1.2	1.3 ( r )	
	POL	Decyzja RPP (%)	maj	1.50	1.50	1.50	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	kwi	0.6	0.4	0.7	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	kwi		1319	1319	
14:30	USA	Pozwolenia na b. domów (tys.)	kwi		1343	1379 ( r )	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		0.6	0.5	
<b>17.05.2018 CZWARTEK</b>							
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	12.05		215	211	
14:30	USA	Indeks Philadelphia Fed (pkt.)	maj		21.4	23.2	
<b>18.05.2018 PIĄTEK</b>							
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	kwi	7.5	7.2	6.7	
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	kwi	3.7	3.7	3.7	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Dziś ok. południa zostanie zakomunikowana decyzja RPP – więcej na ten temat można przeczytać w sekcji analiz. O 14:00 NBP opublikuje dane o inflacji bazowej. Na podstawie wczorajszych danych GUS szacujemy, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii spadła w kwietniu do 0,6% r/r z 0,7% miesiąc wcześniej.

**Gospodarka globalna:** Kalendarz europejski wypełniają dziś dane o drugorzędym znaczeniu – finalny odczyt inflacji CPI w strefie euro – oraz liczne komentarze przedstawicieli EBC (Coeure, Praet, Constancio, Draghi), W Stanach Zjednoczonych warto zwrócić uwagę na dane z amerykańskiego rynku nieruchomości oraz odczyt produkcji przemysłowej.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w kwietniu 2018 r. wzrosły rdr o 1,6 proc., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,5 proc.
- GUS: Produkt Krajowy Brutto w I kwartale 2018 roku wzrósł o 5,1 proc. rdr oraz wzrósł o 1,6 proc. kdk (szacunek flash).
- Morawiecki: Wzrost dochodów z tytułu podatku od osób prawnych w 2018 r. powtórzy wynik z 2017 r. i wyniesie 13 proc.
- GER: Produkt Krajowy Brutto wzrósł w I kwartale 2018 r. o 0,3 proc. kdk, po uwzględnieniu czynników sezonowych (pierwsze wyliczenie).
- USA: Sprzedaż detaliczna w kwietniu 2018 r. wzrosła o 0,3 proc. w ujęciu miesiąc do miesiąca. Analitycy spodziewali się wzrostu wskaźnika o 0,3 proc. mdm.

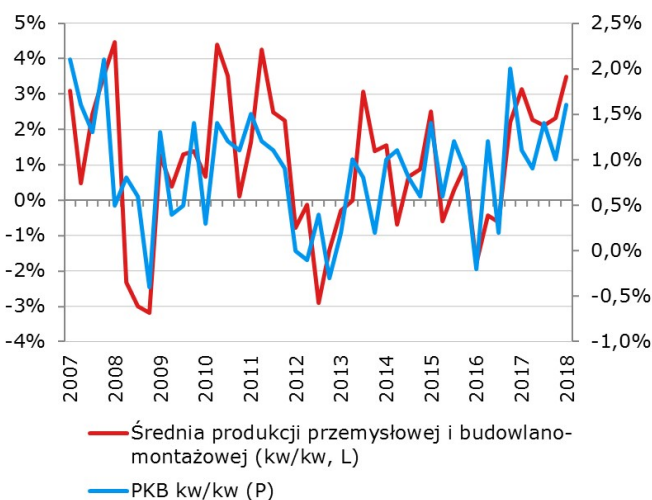
Decyzja RPP (16.05.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.617	-0.004
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	3.070	-0.008
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.272	0.000
<b>PROGNOZA mBanku</b>		<b>Dotyczy benchmarków Reuters</b>		
<b>bez zmian</b>				

## RPP pozostanie gołębia

Dziś posiedzenie RPP. Nie spodziewamy się zmian stóp procentowych, a komunikacja Rady pozostanie gołębia. W szczególności, wciąż na komfortowym (i oczekiwanym) poziomie plasuje się inflacja (w tym bazowa). Jak już wspominaliśmy wczoraj, dotychczasowe wzrosty inflacji można łatwo bagatelizować poślikując się ich paliwową proveniencją oraz potencjalnie negatywnym wpływem na konsumpcję (niewykluczone, że taki wątek pojawi się na konferencji, a jeśli nie na konferencji, to w „Minutes”). Wzrost również nie zaskakuje, mieszcząc się w przedziałach prognoz NBP i plasuje się na stabilnym poziomie (różnice pomiędzy 4,8 a 5,1 w ostatnich kwartałach nie stanowią o odmiennym funkcjonowaniu gospodarki); brakuje też nowych informacji, które mogłyby falsyfikować dominujący pogląd o nadchodzącym spowolnieniu. Można zaryzykować stwierdzenie, że został on nawet wzmocniony perspektywą wojen handlowych, odnowieniem sankcji na Iran, wyższymi cenami ropy naftowej oraz potwierdzeniem niższych odczytów wskaźników w strefie euro faktycznym wyhamowaniem w zakresie wzrostu PKB. Pewne wątpliwości można wysunąć w kontekście zrównoważenia polskiej gospodarki. Dominacja konsumpcji z oczekiwanym przyspieszeniem inwestycji prywatnych będzie rodzić presję na cały rachunek bieżący, który już w sposób trwały – przynajmniej naszym zdaniem i na kilka kwartałów – zanurkował poniżej zera. Nie jest to jednak głębokie zwiększenie deficytu a nieco słabszy złoty powinien tu działać jako pewna przeciwwaga i to może zostać podniesione podczas konferencji.

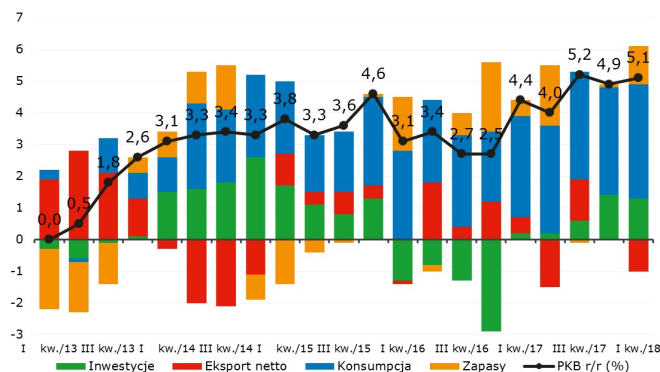
## Wzrost PKB z powrotem powyżej 5% r/r. GUS potwierdza wzrost inflacji w kwietniu.

**Polski PKB** w I kwartale wyłamał się ze wzorca negatywnych zaskoczeń (i spadków dynamiki) w regionie, rosnąc o 5,1% r/r. Prognozy (w tym i nasza) wskazywały na skromniejszy wzrost, o 4,8% r/r. W ujęciu kwartalnym PKB wzrósł o 1,6% po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych – na tak dobre momentum dane miesięczne z polskiej gospodarki wskazywały już wiele tygodni temu.

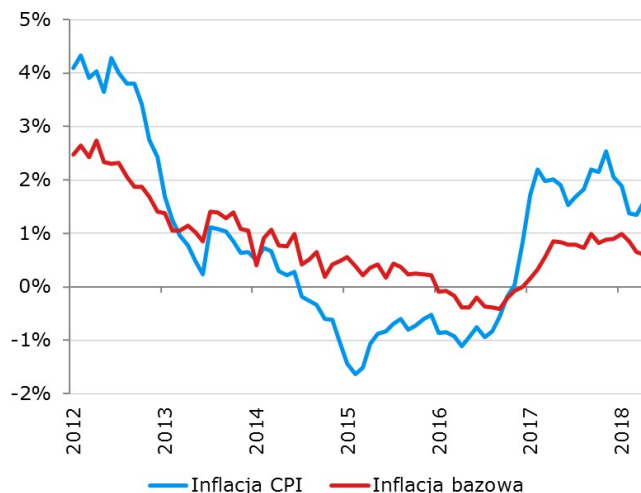


Szybki szacunek nie zawiera szczegółowego rozbicia, dlatego możemy tylko spekulować na temat przyczyn zaskoczenia. W naszej opinii konsumpcja prywatna wzrosła w I kwartale o 5,1%, choć z rekordowymi nastrojami konsumentów i wspartą przez wczesną Wielkanoc wysoką dynamiką sprzedaży detalicznej spójny byłby również wyższy odczyt. Na wyższą dynamikę inwe-

stycji (nawet 10% r/r) wskazywał wystrzał produkcji budowlano-montażowej w I kwartale, choć tutaj źródłem ryzyka w dół jest zarówno stan inwestycji w maszyny i urządzenia, jak i inwestycje budowlane realizowane przez mniejsze podmioty, nieobjęte miesięcznymi danymi o produkcji budowlano-montażowej. Obrazu wzrostu w I kwartale powinien dopełnić wyraźnie ujemny wkład eksportu netto (ok. 1 pkt. proc.) i dodatni wkład zmiany zapasów. Jeśli mielibyśmy obstarwić jeden czynnik odpowiedzialny za niespodziankę, to byłby to właśnie eksport netto.



Kwietniowa **inflacja** została potwierdzona na poziomie 1,6% r/r. Nie obyło się jednak bez niespodzianek. O ile dynamiki cen żywności i paliw okazały się zgodne z naszymi szacunkami (+0,4% oraz +2,8% m/m) to kategorie bazowe pozostały względnie niskie. Nawet wyłączając spadek cen w łączności (-0,6%), inflacja bazowa i tak nie przekroczyłaby 0,6% r/r. Bez wyłączeń można ją natomiast szacować dokładnie na 0,6% r/r – dokładnie tyle, ile przewidywaliśmy.



Inflacja praktycznie nie ruszyłaby z miejsca, gdyby nie wzrosty cen paliw (wyłączając ich efekt pierwszego rzędu wyładowalibyśmy na odczycie 1,4-1,5%). Nie jest też więc tajemnicą, że wzrosty cen tej kategorii pozostaną główną siłą napędową wzrostów inflacji w kolejnych miesiącach. Już w maju zobaczymy odczyt na poziomie 1,9-2,0%. Z tego względu – o ile nie da się zaobserwować efektów drugiego rzędu wzrostu cen paliw – RPP może wzrosty inflacji łatwo bagatelizować, a nawet traktować je jako czynnik ograniczający konsumpcję (więcej o tym możemy usłyszeć na dzisiejszym posiedzeniu). Naszym zdaniem rozgrzanie rynku pracy powinno raczej implikować dostosowanie po stronie zwiększenia żądań płacowych w celu utrzymania konsumpcji (lub jej wzrostów) na co najmniej niezmiennym poziomie. Przesłanką ku traktowaniu wzrostów inflacji poważnie powinna być też inflacja bazowa. Choć obecnie pozostaje ona bardzo



niska, w najbliższych miesiącach prawdopodobnie się podwoi. Kluczowa z punktu widzenia procesów inflacyjnych jest obecnie skala przełożenia słabszego kursu walutowego na ceny, przy czym majowy i czerwcowy odczyt będą stanowiły swoiste laboratorium do badania intensywności tego zjawiska.

Utrzymanie wysokiego wzrostu PKB (nasza prognoza na ten rok to w dalszym ciągu 4,6% r/r średniorocznie) to przede wszystkim dobra wiadomość z punktu widzenia polityki fiskalnej. Bez znajomości skali wzrostu inwestycji i ich struktury – tutaj losy odczytu za IV kwartał, brutalnie zrewidowanego w dół powinny być ważnym ostrzeżeniem – jest za wcześnie na otwieranie korków od szampana. Jednocześnie, inflacja minęła już lokalny dołek i, napędzana najpierw wyższymi cenami paliw, a później przefiltrowującymi się do cen usług wyższymi płacami, powinna rosnać w kolejnych miesiącach. Taki układ lokalnych czynników powinien przede wszystkim trzymać w szachu spready kredytowe na polskim rynku SPW. Oczekiwania dotyczące stóp procentowych nie są póki co zagrożone, ale nie jest to stabilna równowaga.

## EURUSD fundamentalnie

Umocnienie dolara było wczoraj brutalne - w odniesieniu do euro kurs umocnił się o 1 figurę, a skala ruchu na dolarowym koszyku była bliska 1%. Przyczyną umocnienia dolara względem innych walut jest rozbieżność w kierunku zaskoczeń, wydziewku danych makroekonomicznych i perspektywach polityki pieniężnej między Stanami Zjednoczonymi (pozytywne niespodzianki lub dane w konsensusie, odbicie wzrostu w II kwartale), a innymi głównymi gospodarkami (w strefie euro nie widać jeszcze oznak powrotu wzrostowego momentum, dziś rano słabe dane z Japonii). Efektem tego są również wzrosty rynkowych stóp procentowych w USA (rentowność tamtejszych 10-latek zanotowała wczoraj nowe wieloletnie maksimum), którym – co ciekawe – nie towarzyszą wzrosty cen akcji. Można z tego wnioskować, że ruchy rynkowe nie są obecnie napędzane przez optymizm co do gospodarki per se, a raczej przez oczekiwania inflacyjne i prognozowane zacieśnienie monetarne (stąd postępujące pogorszenie warunków finansowych w USA). Dzisiejsze dane z rynku nieruchomości w USA nie wpłyną na rynek, natomiast ewentualna rewizja w górę odczytu flash inflacji może wesprzeć spadki EURUSD.

## EURUSD technicznie

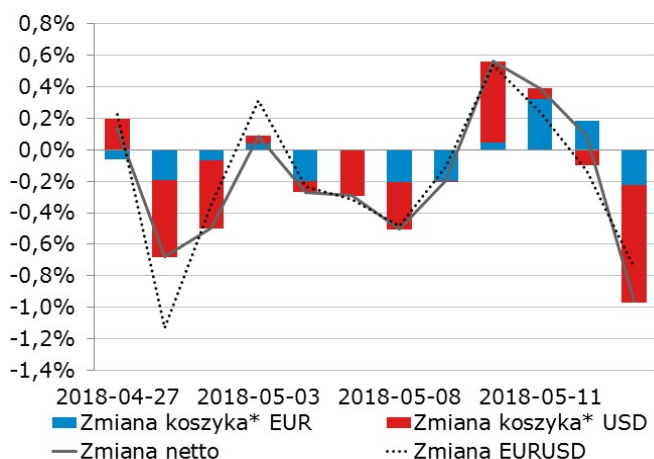
**Pozycja:** Brak.

**Preferencja:** Koniec korekty wzrostowej.

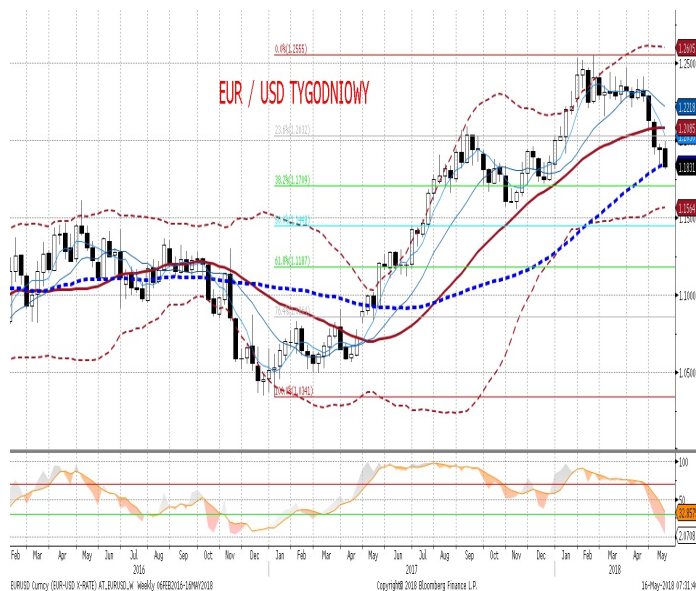
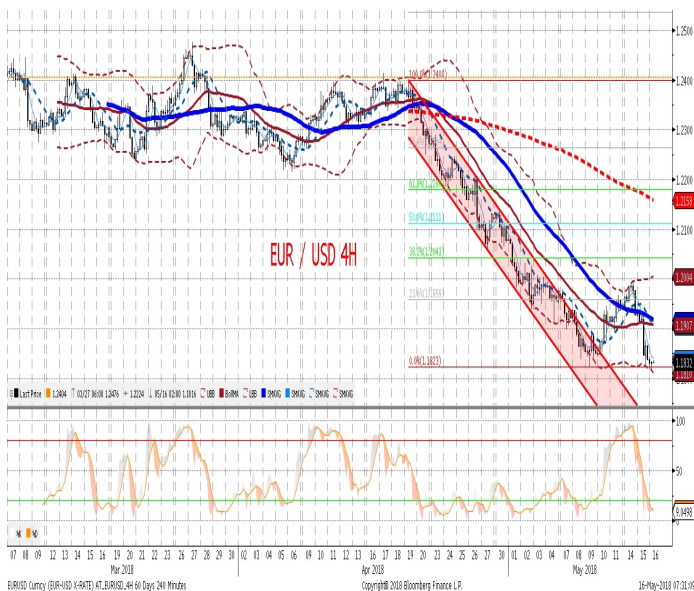
Korekta wzrostowa ostatecznie zakończyła się, a kurs znalazł się ponownie w okolicach ostatniego minimum lokalnego (1,1823). Powrót do trendu spadkowego zależy teraz od przełamania ważnego wsparcia (MA55) na wykresie tygodniowym. Pierwszy atak na tą średnią okazał się nieudany i doprowadził do korekty wzrostowej. Kwestia ta rozstrzygnie się jednak najpewniej dopiero na przełomie tygodnia, a nie widzimy sygnałów które przekonalyby nas do jednego ze scenariuszy (przebiecie/uchowanie). Pozostajemy zatem poza rynkiem, czekamy do końca tygodnia albo aż pojawią się impulsy kierunkowe.

Wsparcie	Opór
1,1823/31	1,2400
1,1709	1,2183
1,1554	1,2043

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Kolejny dzień słabości złotego – wczoraj w godzinach popołudniowych na chwilę został przebity poziom 4,30 za euro (w przypadku USDPLN kurs dotarł do 3,63, rosnąc jeszcze mocniej dzięki umocnieniu dolara do euro), a wyprzedaż dotknęła również polskie akcje (WIG20 spadł o prawie 2%) i obligacje (rentowności 10-letnich SPW wzrosły o 5 pb). Główna przyczyna wyprzedaży polskich aktywów (a także całego uniwersum EM) to powrót rynkowych trendów z zeszłego tygodnia, ze szczególnym uwzględnieniem mocnego dolara. Na tym tle dane krajowe (lepszy PKB i potwierdzony wzrost inflacji) okazały się być czynnikiem kompletnie bez znaczenia. Tak też będzie dziś – o wpływie inflacji bazowej na kurs nie warto się wypowiadać, natomiast posiedzenie RPP nie przyniesie naszym zdaniem zmian w retoryce. Z tego względu na EURPLN będą dominować czynniki globalne. Nie można przy tym wykluczyć, że przy bieżących poziomach ujawnią się krajowi gracze sprzedający walutę.

## EURPLN technicznie

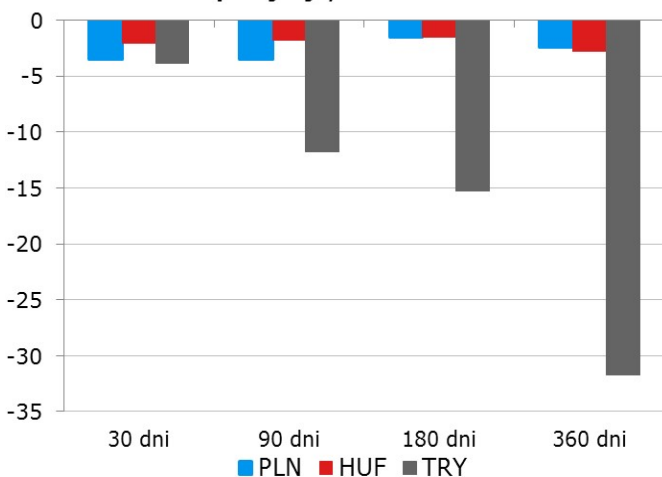
**Pozycja:** Otwieramy po 4,2988 małą pozycję short z S/L 4,3100 oraz T/P 4,2600.

**Preferencja:** Range 4,24-4,30.

Kurs EURPLN kontynuował wczoraj wzrosty, przez co notowania znalazły się w okolicy górnej granicy aktualnie dominującej formacji range. Świeca na wykresie 4h wprawdzie zamknęła się minimalnie powyżej ostatniego maksimum lokalnego, jednak nie przesądza to jeszcze o wybiściu w górę z range (była to świeca na przełomie dni przy mało płynnym rynku). Wręcz przeciwnie, możliwa dywergencja na wykresie dziennym sugeruje, że nastąpi teraz ruch w dół w ramach range. Przestrzeń do spadku jest spora, a aktualne poziomy atrakcyjne do grania short. Otwieramy małą pozycję.

Wsparcie	Opór
4,2421/356	4,5065
4,2124	4,3324
4,1511	4,3206

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.73	1.77
2Y	1.91	1.95
3Y	2.10	2.14
4Y	2.31	2.35
5Y	2.49	2.53
6Y	2.65	2.69
7Y	2.76	2.80
8Y	2.86	2.90
9Y	2.95	2.99
10Y	3.00	3.04

depo	BID	ASK
ON	1.20	1.60
1M	1.40	1.80
3M	1.59	1.79

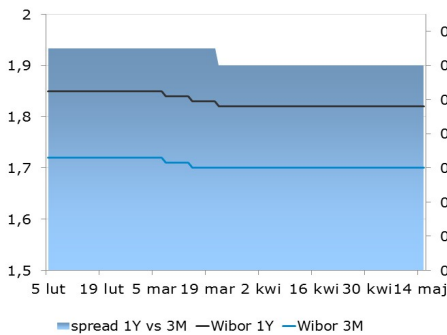
FRA	BID	ASK
1x2	1.62	1.66
1x4	1.68	1.73
3x6	1.70	1.73
6x9	1.74	1.77
9x12	1.78	1.81

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2823
USD/PLN	3.5931
CHF/PLN	3.5912

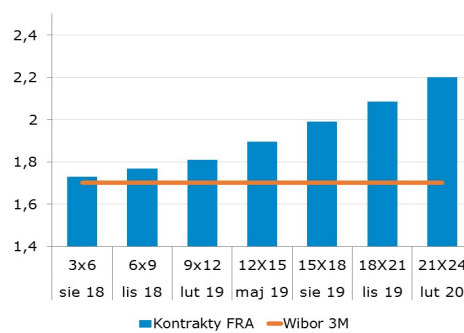
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1836
EUR/JPY	130.61
EUR/PLN	4.2938
USD/PLN	3.6286
CHF/PLN	3.6284

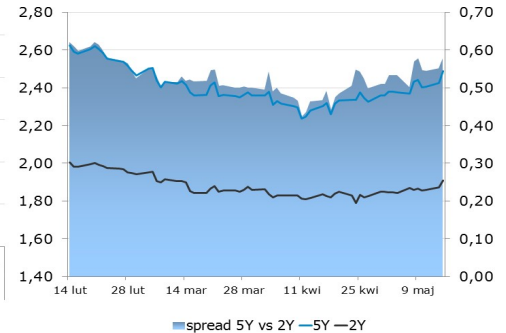
### WIBOR 3M i 1Y



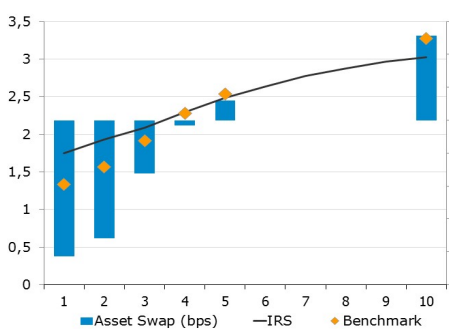
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



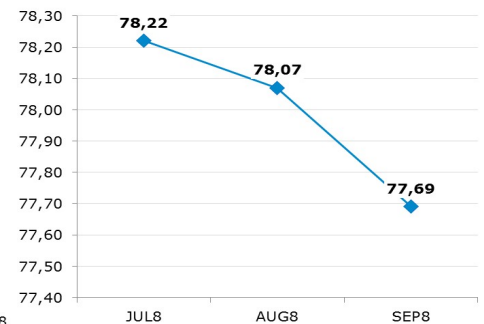
### Asset swap i IRS



### 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.