

24 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 zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
<b>21.05.2018 PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	kwi	7.1	8.5	1.8	9.3
10:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	kwi	35.0	24.5	16.2	19.7
10:00	POL	PPI r/r (%)	kwi	0.8	0.9	0.5 (r)	1.1
<b>22.05.2018 WTOREK</b>							
10:00	POL	Koniunktura w przedsiębiorstwach	maj				
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego (%)	maj		0.90	0.90	0.90
<b>23.05.2018 ŚRODA</b>							
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	maj		53.7	53.8	55.1
9:00	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	maj		57.2	57.4	54.3
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	maj		57.9	58.1	56.8
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	maj		53.1	53.0	52.1
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	maj		56.1	56.2	55.5
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	maj		54.7	54.7	53.9
10:00	POL	Koniunktura konsumencka	maj				
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna realnie r/r (%)	kwi	7.0	7.5	8.8	4.6
10:30	GBR	CPI r/r (%)	kwi		2.5	2.5	2.4
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	maj		56.5	56.5	56.6
15:45	USA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	maj		54.8	54.6	55.7
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.pierwotnym (tys.)	kwi		680	672 (r)	662
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka (pkt.)	maj		0.5	0.3 (r)	0.2
20:00	USA	Minutes FOMC	maj				
<b>24.05.2018 CZWARTEK</b>							
14:00	POL	M3 r/r (%)	kwi	5.8	5.8	5.8	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	19.05		220	222	
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.wtórny (mln)	kwi		5.57	5.60	
<b>25.05.2018 PIĄTEK</b>							
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	kwi	6.3	6.3	6.6	
10:00	GER	Indeks Ifo – oczekiwania (pkt.)	maj		98.5	98.7	
10:00	GER	Indeks Ifo – sytuacja bieżąca (pkt.)	maj		105.5	105.7	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	kwi		-1.5	2.6	
16:00	USA	Koniunktura konsumencka UMich (pkt.)	maj		98.8	98.8	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Dziś zostaną opublikowane dane o podaży pieniądza. Spodziewamy się, że dynamika M3 nie zmieni się w stosunku do poprzedniego miesiąca (5,8% r/r).

**Gospodarka globalna:** W tym spokojnym dniu kalendarz w USA wypełniają dwie pozycje: cotygodniowe dane z rynku pracy i sprzedaż nieruchomości na rynku wtórnym.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

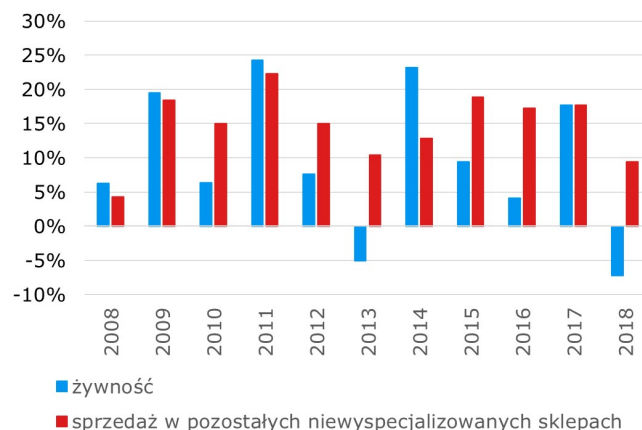
- Zubelewicz: Obecna Rada Polityki Pieniężnej nie obniży stóp procentowych, natomiast w ostatnim czasie wzrosły szanse na ich podwyżki.
- GUS: Sprzedaż detaliczna w kwietniu 2018 r. wzrosła o 4,6 proc. w ujęciu rocznym, a w ujęciu miesięcznym spadła o 5,3 proc.
- GUS: Bieżące i przyszłe nastroje konsumentów były w maju na poziomach niższych niż miesiąc wcześniej.
- EUR: Indeks PMI w sektorze usług wyniósł w maju 53,9 pkt. wobec 54,7 pkt. w poprzednim miesiącu (wstępne wyliczenia).

Decyzja RPP (06.06.2018)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.547	0.004
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	3.001	-0.015
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.269	0.000
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Sprzedaż detaliczna ostro spowalnia w kwietniu za sprawą wczesnej Wielkanocy.

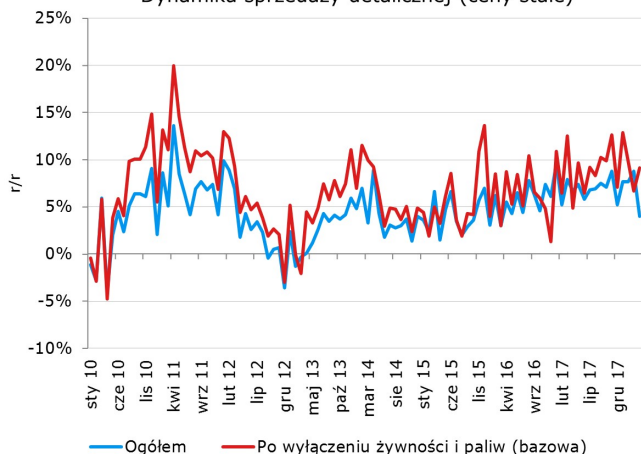
W kwietniu sprzedaż detaliczna w cenach bieżących wzrosła jedynie o 4,6% r/r (w cenach stałych 4% r/r), znacznie poniżej wynoszących 7,9% r/r prognoz. Przegląd kategorii wskazuje, że za tak duże rozczarowanie odpowiadają dwie kategorie: żywność (spadek sprzedaży o 8,2% r/r, nasza prognoza +1% r/r) i sprzedaż w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach (spadek o 2,7% r/r, nasza prognoza +6,5% r/r). Niespodzianki w innych elementach sprzedaży detalicznej zniosły się praktycznie w 100%, a na uwagę zasługuje jedynie silniejszy od prognozowanego wzrost sprzedaży samochodów (o 6,8% r/r) – kategoria ta najpewniej zareagowała na korzystną różnicę dni roboczych w kwietniu. W konsekwencji, sprzedaż po wyłączeniu żywności i paliw przyspieszyła w kwietniu z 5,5 do 7,8% r/r, sugerując dobrą kondycję w segmentach dóbr trwałych i półtrwałych.

Średnia miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej w okresie wielkanocnym



Najlepszą kontrą do słabych danych o sprzedaży detalicznej okazał się być dobry odczyt koniunktury konsumenckiej, która plasuje się blisko rekordowych poziomów. W maju dynamika sprzedaży powinna się unormować, a z szumu wyłoni się jasny sygnał utrzymującej się wysokiej dynamiki konsumpcji prywatnej w Polsce. Z punktu widzenia RPP dane te są bez wątpienia neutralne, a o perspektywach wzrostu stóp procentowych zdecydowanie inflacja – tej zaś próżno w dzisiejszej publikacji szukać (bazowy deflator sprzedaży detalicznej wciąż na minusie).

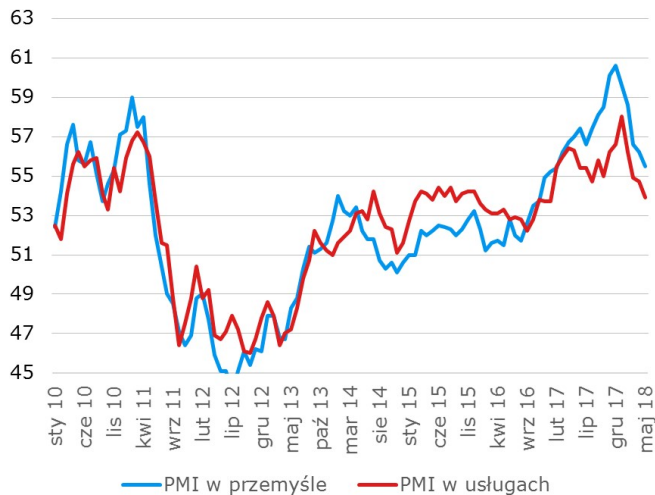
Dynamika sprzedaży detalicznej (ceny stałe)



Z zaskoczeniem w sprzedaży żywności i w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach (czyli w supermarketach i dyskontach) należy się zmierzyć. Oczywistym winowajcą jest tutaj wczesny w tym roku termin świąt Wielkanocy, który podbił sprzedaż w marcu i obniżyła w kwietniu (rok wcześniej było odwrotnie). Jest to czynnik znany, tym niemniej zmienność dynamik sprzedaży w marcu i kwietniu jest na tyle duża, że kwietniowy wynik mieści się w granicach typowych błędów prognozy. Jak pokazuje wykres poniżej, różnica w stosunku do 2013 r., kiedy to termin Wielkanocy był praktycznie identyczny, jest niewielka (widać też, jak wysoka była sprzedaż w 2017 r.). Pewien efekt mógł mieć również zakaz handlu w niedzielę (łącznie aż cztery z pięciu niedziel były niehandlowe), ale nie ma możliwości określenia wpływu tego czynnika na sprzedaż detaliczną. Wszystkie dostępne informacje na temat zachowań konsumentów sugerują, że jego wkład był minimalny.

## Strefa euro: dalsze pogorszenie koniunktury

Nadzieje na poprawę sentymentu przedsiębiorstw w strefie euro okazały się płonne – wskaźnik PMI spadł w maju z 55,1 do 54,1, przy czym pogorszenie nastrojów zanotowano i w przemyśle (spadek z 56,2 do 55,5), i w usługach (z 54,7 do 53,9). Podobnie, jak w poprzednich miesiącach, spadki indeksu były całkiem równomiernie rozłożone pomiędzy kraje (duże spadki PMI we Francji i Niemczech przeważały nad nieznaczną poprawą sentymentu na peryferiach) i subindeksy PMI (spadek stał się udziałem nowych zamówień, produkcji i zatrudnienia). Nie wnikając dalsze szczegóły, implikowana przez wskaźniki PMI dynamika europejskiej gospodarki znajduje się na 1,5-rocznym minimum.



Koniunktura w strefie euro spada już piąty miesiąc z rzędu (po rewizjach kwiecień okazał się jednak spadkowy) i co miesiąc pojawia się festiwal wyjaśnień dla każdego ze spadków: zima, strajki (wielokrotnie), epidemia grypy, termin świąt wielkanocnych, zapchanie kanałów dostaw. Jest ekstremalnie mało prawdopodobne, aby taka seria niefortunnych, kumulujących się zdarzeń przydarzyła się strefie euro na przestrzeni kilku miesięcy, dlatego należy uznać, że spowolnienie jest realne, o czym świadczą dobitnie również twarde dane za I kwartał. Słaby wynik maja i kwietnia sugeruje również, że wzrost PKB wcale nie wróci w II kwartale do dynamik notowanych w zeszłym roku (czyli do 0,6-0,7% kw/kw). Jednocześnie, w naszej opinii hipoteza istotnej roli ograniczeń podaźowych w obserwowanym spowolnieniu w dalszym ciągu jest spójna z obserwowanymi danymi (wydłużony czas dostaw, zwłaszcza dla dóbr pośrednich, wysokie subindeksy zatrudnienia i zaległości produkcyjnych). Tym niemniej, spadek subindeksu zamówień eksportowych o ponad 8 pkt. od szczytu na przełomie roku sugeruje w sposób dobitny, że pogorszyło się również otoczenie, w którym funkcjonuje gospodarka strefy euro.

Krótkoterminowo, nie zmienia to w polityce EBC nic – we wrześniu zostaną najprawdopodobniej podane szczegóły dotyczące zakończenia program QE, a od tej pory bilans banku będzie rósł przez reinwestycje odsetek i zapadających obligacji. Głównym instrumentem polityki pieniężnej w strefie euro będą ponownie stopy procentowe. Obecnie pierwsza podwyżka stóp EBC wyceńniana jest wprawdzie przez rynek dopiero na przełom września i października 2019 r., ale kombinacja spowalniającego wzrostu i anemicznej inflacji to recepta na dalsze przesuwanie oczekiwań rynkowych w tym zakresie.

## EURUSD fundamentalnie

Słabe dane o koniunkturze ze strefy euro (więcej na ten temat w sekcji analiz) przyniosły dynamiczny spadek EURUSD (o ponad pół centa), a umocnienie dolara było kontynuowane jeszcze w czasie sesji amerykańskiej. Ostatecznie notowania ustabilizowały się w okolicy 1,17. Dalsze pogorszenie danych z Europy przy jednoczesnym utrzymaniu solidnych danych ze Stanów Zjednoczonych (wczoraj były to wskaźniki PMI) to recepta na dalsze różnicowanie ścieżki stóp procentowych w USA i w strefie euro i tym samym dalsze spadki EURUSD. Gołębie Minutes FOMC w tym zakresie nie zmieniły niczego – kluczowa dla rynków okazała się wzmianka o tolerancji na możliwe tymczasowe przestrzelenie celu inflacyjnego, ale to nie tylko nie wyklucza kolejnych podwyżek stóp proc. w tym roku, ale również wzmacnia percepcję innej pozycji cyklicznej USA. Póki co zatem trend wzrostowy dolara powinien nabrać wiatru w żagle, przynajmniej do danych w przyszłym tygodniu (majowa inflacja w strefie euro).

## EURUSD technicznie

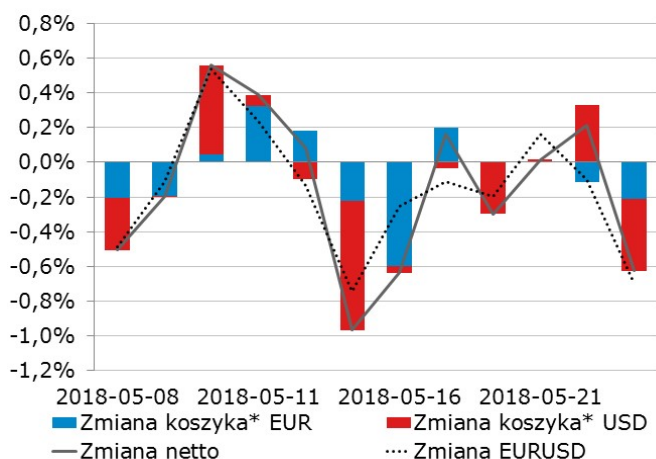
**Pozycja:** Złapane zlecenie S/L po 1,1690 na małej pozycji long po 1,1779 (89 ticków straty).

**Preferencja:** Trend spadkowy.

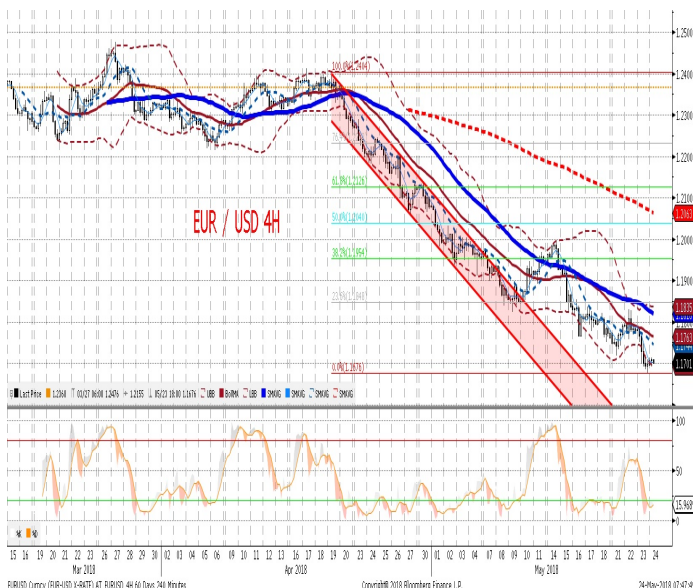
Notowania EURUSD szybko powróciły do trendu. Ustanowione zostało nowe minimum lokalne, przez co złapaliśmy zlecenie S/L na małej pozycji long. Wszystko wskazuje na to, że kluczowy poziom Fibo 38,2% na wykresie dziennym zostanie przeбитo, a trend spadkowy będzie kontynuowany. Z drugiej strony, pojawiły się kolejne dywergencje (podwójne!) – na wykresie 4h oraz na dziennym. Sytuacja nie jest jednoznaczna, trudno nam aktualnie ocenić zarówno szansę na korektę, jak i jej potencjalny zasięg. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,1676	1,2400
1,1554	1,2183
1,1187	1,2017/21

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Nie pomyliliśmy się w kwestii reakcji złotego na dane z tą różnicą, że przyszło nam oglądać reakcję na negatywne zaskoczenie dot. koniunktury strefy euro (więcej w sekcji analiz). Złoty osłabł się (otarliśmy się o poziom 4,31), ale inne waluty regionu deprecjonowały znacząco silniej (TRY), na co nałożyły się czynniki idiosynkratyczne. W trakcie dnia sytuacja uległa stopniowej poprawie, jednak dopiero wieczorna podwyżka stóp procentowych w Turcji (300pb vs oczekiwane 400pb) oraz dość łagodnie odebrane „Minutes” Fed zatrzymały negatywną dynamikę na rynkach. Kombinacja niższego wzrostu w Europie, zmniejszenie (pewnie tymczasowe, ale jednak) presji na podwyżki stóp w USA, ugaszenie (tymczasowe) pożaru w regionie na niepiętnym rynku (TRY) mogą powodować powrót zainteresowania złotym i polskimi aktywami w ogólności – przynajmniej w (bardzo) krótkim terminie.

## EURPLN technicznie

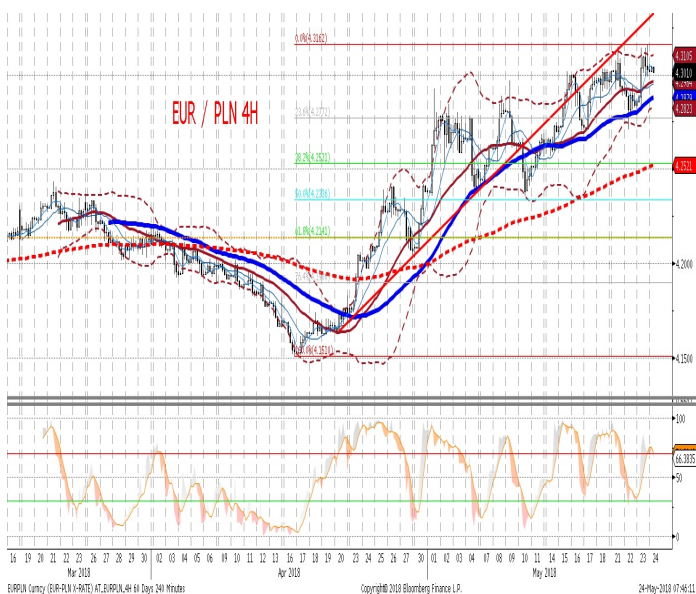
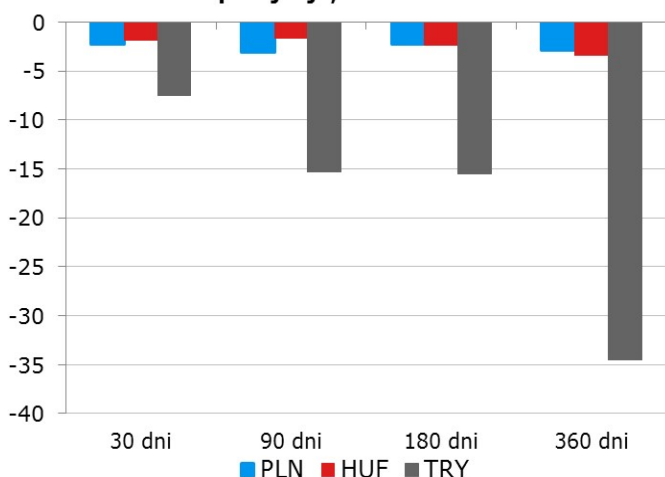
**Pozycja:** Mała pozycja long po 4,2866 z S/L 4,2706 oraz T/P 4,3150.

**Preferencja:** Trend wzrostowy.

Kurs EURPLN kontynuuje wzrosty, wczoraj bardzo szybko padła MA30 na wykresie 4h, a notowania ustanowiły nowe maksimum lokalne. Powstała przy tym dywergencja na wykresie 4h, która powinna teraz wspierać korektę (kurs spadł już o półtorej figury względem wczorajszego szczytu). Kluczowe pytanie dotyczy aktualnie zasięgu korekty. W szerszej perspektywie wciąż dominuje trend wzrostowy (cel to 4,34/35), jednak liczymy się z korektą o kolejne dwie figury. Pozostawiamy pozycję bez zmiany S/L, dodajemy zlecenie T/P w okolicy wczorajszego maksimum, będziemy szukali okazji do zwiększanie pozycji po atrakcyjnych poziomach.

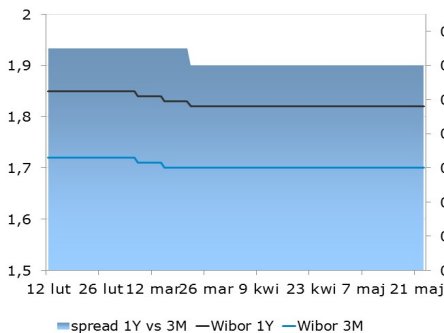
Wsparcie	Opór
4,2770	4,3324
4,2421	4,3206
4,1511	4,3034

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

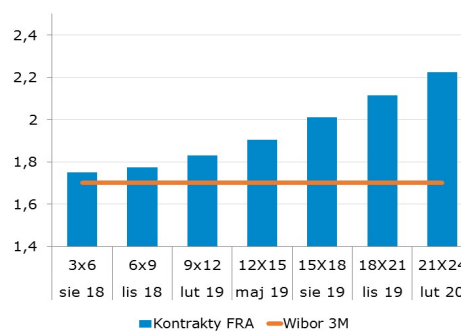


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.73	1.77	ON	1.25	1.45	EUR/PLN	4.3037
2Y	1.89	1.93	1M	1.30	1.80	USD/PLN	3.6693
3Y	2.08	2.12	3M	1.72	1.92	CHF/PLN	3.7007
4Y	2.27	2.31					
5Y	2.45	2.49	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	2.60	2.64	1x2	1.64	1.69	EUR/USD	1.1694
7Y	2.72	2.76	1x4	1.67	1.73	EUR/JPY	128.73
8Y	2.81	2.85	3x6	1.69	1.75	EUR/PLN	4.3027
9Y	2.89	2.93	6x9	1.72	1.78	USD/PLN	3.6780
10Y	2.95	2.99	9x12	1.78	1.83	CHF/PLN	3.7009

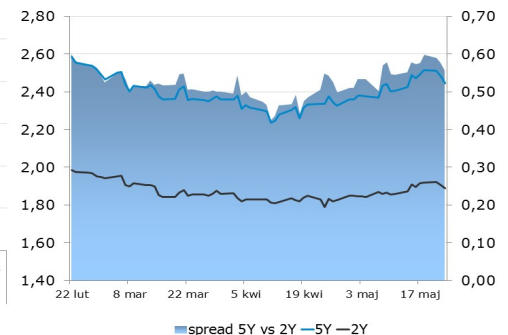
### WIBOR 3M i 1Y



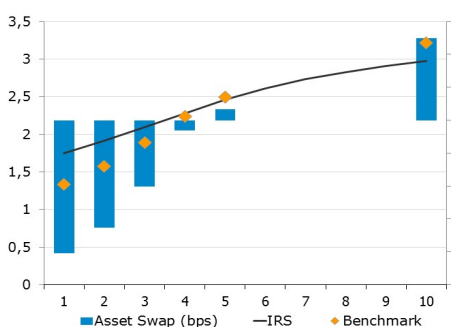
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



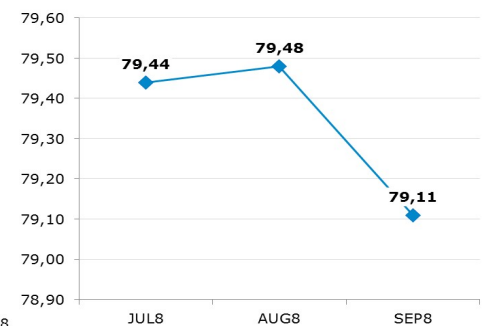
### Asset swap i IRS



### 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.