

17 kwietnia 2019

## 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)

Maciej Zdrolik  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[maciej.zdrolik@mbank.pl](mailto:maciej.zdrolik@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>15.04.2019 PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	POL	CPI r/r (%)	mar	1.7	1.7	1.7	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	kwi		8.0	3.7	10.1
<b>16.04.2019 WTOREK</b>							
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	lut		3.9	3.9	3.9
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	kwi		8.5	11.1	5.5
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	kwi		0.5	-3.6	4.5
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	mar	1.3	1.3	1.0	1.4
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.2	0.1 ( r )	-0.1
<b>17.04.2019 ŚRODA</b>							
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar		5.9		8.5
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	mar		8.4		8.7
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q1		6.3	6.4	6.4
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	mar	6.7	7.1	7.6	
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	mar	2.9	2.9	2.9	
10:30	GBR	CPI r/r (%)	mar		2.0	1.9	
<b>18.04.2019 CZWARTEK</b>							
9:15	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	kwi		50.0	49.7	
9:15	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	kwi		49.8	49.1	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	kwi		45.0	44.1	
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	kwi		55.0	55.4	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	kwi		48.0	47.5	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	kwi		53.2	53.3	
10:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	mar	4.9	4.5	6.9	
10:00	POL	PPI r/r (%)	mar	2.6	2.6	2.9	
14:00	POL	Minutes RPP	kwi				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	06.03		205	196	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	mar		1.0	-0.2	
14:30	USA	Wskaźnik Philly Fed (pkt.)	kwi		10.0	13.7	
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	kwi		52.8	52.4	
15:45	USA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	kwi		55.0	55.3	
<b>19.04.2019 PIĄTEK</b>							
1:30	JAP	CPI r/r (%)	mar		0.5	0.2	
10:00	POL	Koniunktura w przedsiębiorstwach GUS	kwi				
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	mar		1230	1162	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	mar		1300	1291 ( r )	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Dziś światło dzienne ujrzą dane na temat wynagrodzeń i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Dynamika płac najprawdopodobniej spadła w marcu z 7,6 do 6,7% r/r, co wynika z efektów bazowych (obsługa nieruchomości, górnictwo) oraz kontynuacji trendów spadkowych w transporcie i budownictwie. Z kolei dynamika zatrudnienia najpewniej ustabilizowała się na poziomie 2,9% r/r.

**Gospodarka globalna:** Pusty kalendarz – warto odnotować jedynie publikację danych o inflacji w Wielkiej Brytanii.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

■ MF: Wzrost gospodarczy w Polsce w 2019 r. wyniesie 4 proc., w 2020 r. PKB wzrośnie realnie o 3,7 proc., a w 2021 r. i 2022 r. odpowiednio o 3,4 proc. i 3,3 proc. - wynika z opublikowanej we wtorek przez Ministerstwo Finansów Aktualizacji Programu Konwergencji. MF szacuje, że średnioroczna inflacja w 2019 r. wyniesie 1,8 proc., a inflacja bazowa 1,6 proc.

■ NBP: Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, w relacji rdr wyniosła w marcu 2019 r. 1,4 proc. wobec 1,0 proc. w lutym.

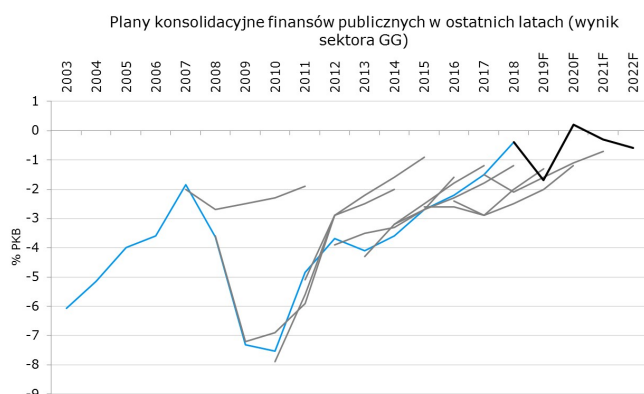
■ GER: Zaufanie niemieckich analityków i inwestorów instytucjonalnych w kwietniu mocniej się poprawiło - wynika z danych Instytutu ZEW. Raport ZEW pokazał, że indeks mierzący oczekiwania tych grup, co do wzrostu gospodarczego Niemiec, wyniósł 3,1 pkt. wobec -3,6 pkt. miesiąc wcześniej.

Decyzja RPP (15.05.2019)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.086	0.019
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.585	0.002
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.900	-0.002
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Aktualizacja programu konwergencji pokazuje ambitną ścieżkę konsolidacji

W dniu wczorajszym poznaliśmy najnowszą aktualizację programu konwergencji – dokument był wyczekiwany z uwagi na będący w trakcie uchwalania pakiet fiskalny i jego potencjalnie znaczący wpływ na wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych (GG) w kolejnych latach. W konsekwencji, sposób jego umiejscowienia w planach budżetowych MF oraz sposób zbilansowania dodatkowych wydatków był przedmiotem zainteresowania obserwatorów polskiej polityki fiskalnej i uczestników rynków. Pod tym względem dokument nie rozczarowuje. Jego założenia makroekonomiczne są, jak to z reguły bywa, konserwatywne w krótkim okresie. Na lata 2019 i 2020 MF zakłada wzrost PKB o 4,0 i 3,7% r/r odpowiednio (my: 4,5 i 4,0%), inflacja zaś ma wynieść 1,8 i 2,5% średniorocznie (my widzimy dynamikę cen nieco powyżej 2% w roku bieżącym i duże ryzyko przekroczenia 3% w roku kolejnym).

MF trzyma się twardo ścieżki konsolidacji fiskalnej, zakładając na ten rok deficyt sektora GG w wysokości 1,7% PKB i nadwyżkę (sic!!!) w wysokości 0,2% PKB w roku 2020. Na tle poprzednich planów (por. wykres poniżej) jest to przejaw zarówno szczerości (takiego spadku salda sektora w roku przygotowywania dokumentu nie prognozowano w przeszłości), jak i ambicji (nadwyżka sektora GG byłaby pierwszą w historii).



Ścieżka ta różni się znacząco od prognoz przygotowywanych przez sektor prywatny (w tym i od naszej), instytucje finansowe, organizacje międzynarodowe i agencje ratingowe przede wszystkim tym, że nie zakłada rozszerzenia deficytu sektora GG w 2020 r. Korygując prognozy o wpływ zmian w OFE, można założyć, że zakłada się deficyt na poziomie ok. 1,2-1,5% PKB w 2019 r. i 1,5-2,0% w 2020. Skąd tak duża różnica w planach MF?

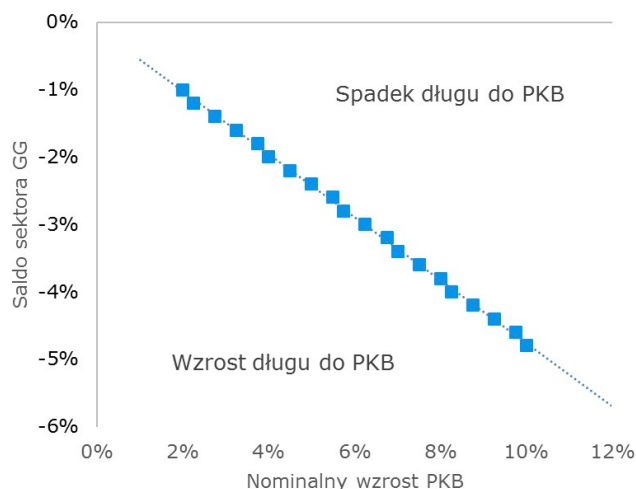
Po stronie dochodowej, poza wprowadzonymi już zmianami w VAT (STIR, split payment czy kasy online, które łącznie mają przynieść 4,5 mld zł przychodu w 2019 roku i 7,6 mld w 2020) oraz uszczelnieniami podatków CIT i PIT (2,7 mld w 2019 i 1,1 mld w 2020), Ministerstwo zaproponowało zestaw nowych rozwiązań, które powinny być wskazówką dla zbliżających się zmian ustawowych. Od 2020 r. MF zapowiedziało wprowadzenie „testu przedsiębiorcy”, którego celem ma być ograniczenie tzw. arbitrażu podatkowego między samozatrudnieniem a umową o pracę (test ma wyłapać osoby samozatrudnione, które de facto spełniają cechy pracowników etatowych). Rozwiązanie to ma przynieść 1,2 mld zł w 2020 r. Kolejnymi proponowanymi zmianami jest opodatkowanie przedsiębiorstw cyfrowych (0,2 mld zł), uszczelnienie opłaty recyklingowej (rozszerzenie jej na wszystkie torby z tworzyw sztucznych - 1,4 mld zł) oraz

3-proc. wzrost akcyzy na napoje alkoholowe i tytoń (1,1 mld zł), wraz z opodatkowaniem płynów do papierosów elektronicznych.

Ponadto, MF powróciło do zarzuconego wcześniej (z powodu wyroku TK) pomysłu zniesienia limitu 30-krotności dla podstawy składki emerytalno-rentowej (skutek netto, tj. wzrost przychodów FUS pomniejszony o wpływy z CIT i PIT wyniósłby 5,2 mld zł w 2020 r.). Założyło również dodatkowe przychody na 2020r. (3,1 mld zł) z tytułu uszczelnienia poboru składek od umów śmieciowych (tutaj brak szczegółów). Kolejnym nowym źródłem przychodów ma być opłata przekształceniowa z tytułu przejścia z OFE do IKE (zakładane 19 mld zł rozdzielone równo między 2020 i 2021 rok oraz dodatkowe przychody ze składek w kwocie 3,5 mld zł rocznie). Ostatnim źródłem mają być jednorazowe dochody z tytułu aukcji uprawnień do emisji gazów cieplarnianych (12,3 mld zł w 2020) oraz z aukcji częstotliwości pasm telekomunikacyjnych (założono między 3,5 a 5 mld zł).

Łącznie dodatkowe przychody podatkowe mają wynieść 13,7 mld zł w 2020, przychody z tytułu składek 14,4 mld zł (bez opłaty przekształceniowej), dochody jednorazowe (z opłatą przekształceniową) 27 mld zł.

Procykliczność wyników fiskalnych – zauważmy, że po zamknięciu luki popytowej faktyczne dane zaczęły zaskakiwać MF pozytywnie, a przy rozwartej luce ścieżka konsolidacji była regularnie nie osiągnięta – sprzyja tutaj planom MF. Warto jednak zauważyć, że tegoroczny APK został skrojony w sposób minimalizujący wzrost wydatków w kolejnych latach (brak „trzynastej emerytury” i ewentualne dalsze podwyżki w sferze budżetowej, o kolejnym mrożeniu cen energii nie wspominając) i maksymalizujący wzrost wpływów. Realizacja ścieżki deficytu nakreślonej stoi zatem na ostrzu legislacyjnego noża. Niezależnie od tego, powinno być jednak jasne, że do przekroczenia limitu 3% deficytu droga jest obecnie bardzo daleka i wymaga cyklicznych zmian w gospodarce w skali i tempie, jakich nie widzą obecnie żadne prognozy. Co więcej, część obserwatorów może nie doceniać tego, jak trudne jest w bieżących warunkach wepchnięcie Polski na wzrostową trajektorię długu publicznego. Przykładowo, przy deficycie na poziomie 1%, nominalny wzrost PKB musiałby spaść poniżej 2%. Przy deficycie wynoszącym 3%, nominalny wzrost PKB w okolicy 6% wystarczy do stabilizacji relacji dług / PKB.



## EURUSD fundamentalnie

EURUSD trzyma się mocno mimo niekorzystnych plotek (Reuters), jakoby oficjele EBC nie wierzyli w odbicie wzrostu PKB przedstawiane w projekcjach inflacyjnych. Informacja ta spowodowała tymczasowe obniżenie kursu o kilkadziesiąt pipsów, jednak sytuacja unormowała się już w nocy. Uważamy, że sygnały ożywienia w Chinach (w nocy dużo lepsze od oczekiwań dane o PKB, produkcji i sprzedaży) przełożą się na lepsze wskaźniki koniunktury w strefie euro i inwestorzy będą śmiało grali ożywienie gospodarcze. W takiej sytuacji EURUSD powinien zyskiwać, gdyż po pierwsze, stopy procentowe skorygowały się silnie, po drugie, ożywienie globalne w pierwszej kolejności dotknie strefę euro a poprzeczka do wznowienia podwyżek stóp w USA jest zawieszona wysoko. Czekamy na jutrzejsze wskaźniki koniunktury ze strefy euro.

## EURUSD technicznie

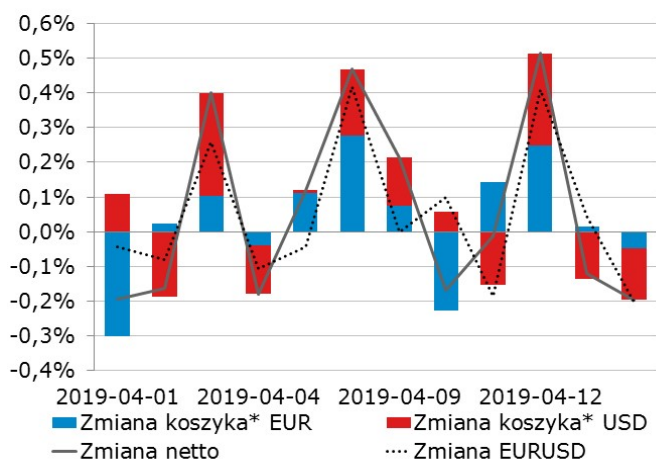
**Pozycja:** Mała pozycja long po 1,1230, S/L 1,1150.

**Preferencja:** Range 1,13-1,18.

Bez większych zmian. Na dziennym kurs po serii wzrostów dotarł do pierwszego istotnego oporu, MA55 (1,1315). Jego przełamanie otworzy przestrzeń do dalszych wzrostów, tym razem w okolicie 1,1400/1415/1450 (kolejno: względy psychologiczne, linia trendu spadkowego, MA200D). Póki co nie widać oznak odwrócenia ostatnich wzrostów, brak chociażby dywergencji na krótszych wykresach. Z tego względu decydujemy się na pozostawienie pozycji bez zmian – czekamy aż fala wzrostowa dotrze do ww. strefy oporów. Notowania wydają się dobrze podparte przez MA200H4, co udało się dodatkowo wczoraj przetestować.

Wsparcie	Opór
1,1201	1,1815
1,1100	1,1651
1,0906	1,1570

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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



## EURPLN fundamentalnie

Projekt reformy OFE oraz Aktualizacja Programu Konwergencji (więcej w sekcji analiz) zostały przyjęte przez rynki finansowe pozytywnie o czym świadczą choćby spadki rentowności dłuższych obligacji (przy wzrostach ich odpowiedników na rynkach bazowych). Złoty również zareagował pozytywnie, choć skala ruchu jest niewielka. Ewidentnie polska waluta (częściowo wraz z innymi walutami EM) poddaje się nieco lepszym nastrojom na globalne ożywienie. Za rogiem czają się jednak inne zagrożenia: ujawniając nowe źródła finansowania rząd de facto też może aktywizować nowe żądania płacowe w sektorze publicznym, inflacja w najbliższych miesiącach znacząco wzrośnie (szok mięsny + nadzwyczaj równo rozsmarowane wzrosty inflacji bazowej – wygląda na to, że zniknął balast cen silnie zmiennych, ale wykrzywiających inflację w dół). Czy RPP zareaguje? Naszym zdaniem nie, choć przestrzeń na dostosowanie oczekiwań rynkowych jest niezerowa, zwłaszcza że obecnie nie wycenia się nawet jedna pełna podwyżka. To może krótkoterminowo wesprzeć złotego. Ale perspektywa średnioterminowa nie jest optymistyczna.

## EURPLN technicznie

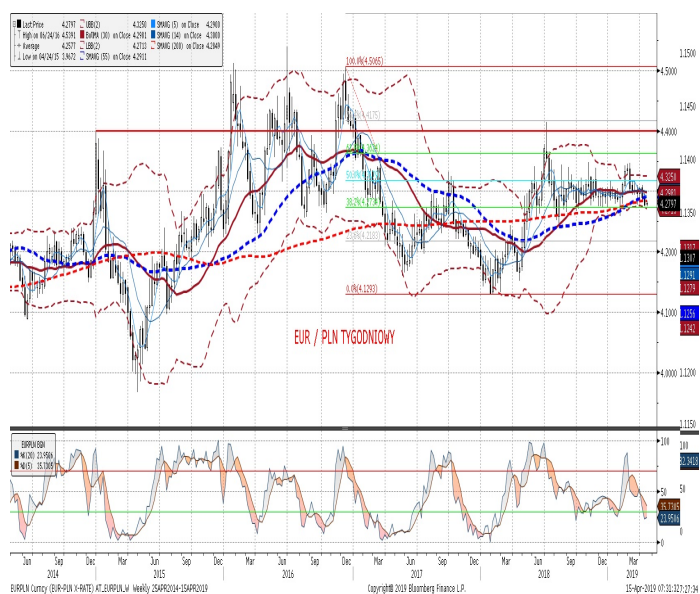
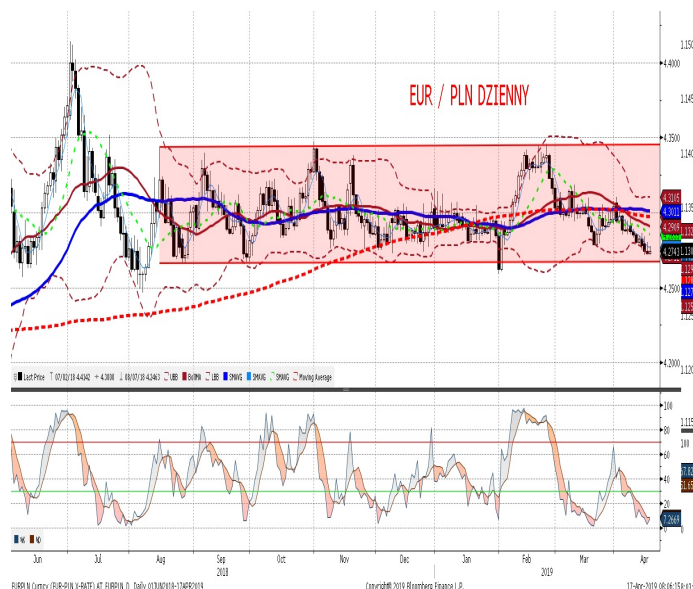
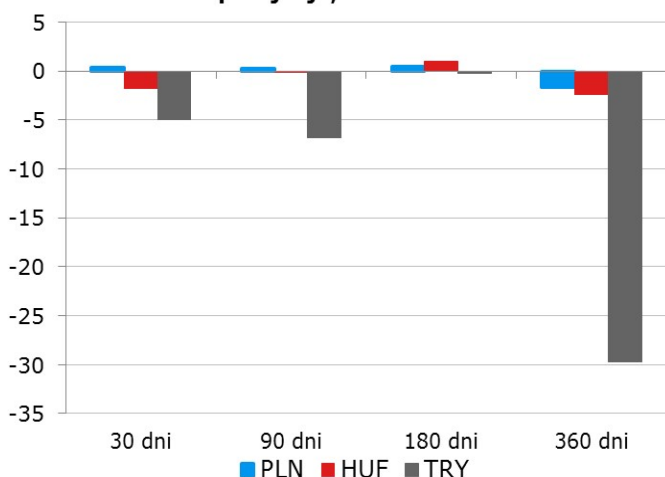
**Pozycja:** Brak.

**Preferencja:** Range 4,25-35

Sytuacja nie jest jednak jednoznaczna. Notowania wprawdzie minęły minima lokalne i mogą zmierzać do 4,26, jednak dywergencja na wykresie 4h wciąż trwa. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
4,2657	4,4142
4,2030	4,3570
4,1511	4,3401

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



IRS	BID	ASK
1Y	1.73	1.77
2Y	1.82	1.86
3Y	1.89	1.93
4Y	1.97	2.01
5Y	2.06	2.10
6Y	2.13	2.17
7Y	2.21	2.25
8Y	2.27	2.31
9Y	2.33	2.37
10Y	2.39	2.43

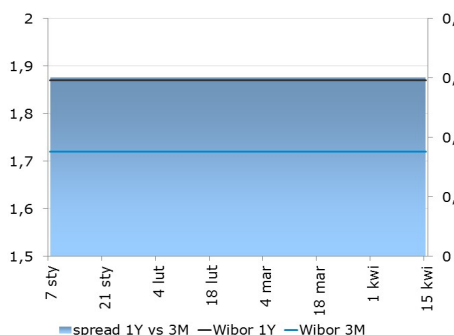
depo	BID	ASK
ON	1.25	2.00
1M	1.51	1.71
3M	1.55	1.75

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2737
USD/PLN	3.7802
CHF/PLN	3.7612

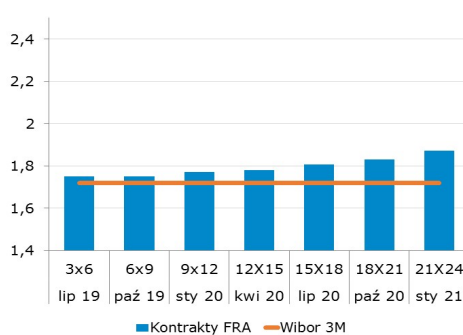
FRA	BID	ASK
1x2	1.61	1.67
1x4	1.69	1.75
3x6	1.69	1.75
6x9	1.71	1.75
9x12	1.71	1.77

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1280
EUR/JPY	126.34
EUR/PLN	4.2721
USD/PLN	3.7865
CHF/PLN	3.7531

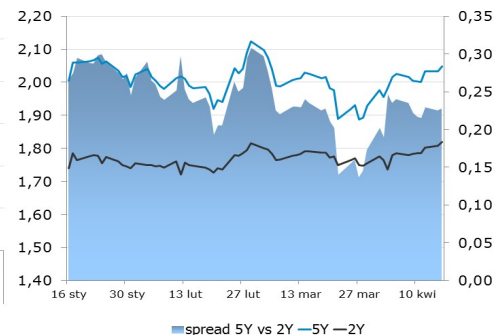
### WIBOR 3M i 1Y



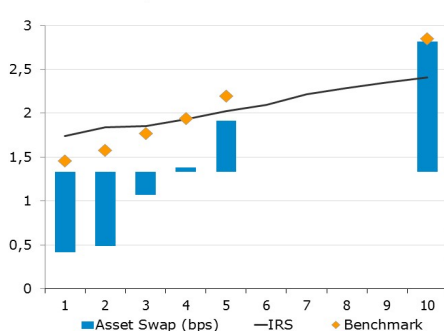
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



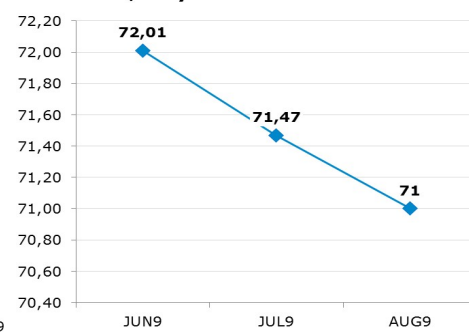
### Asset swap i IRS



### 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 art. 83c Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o Obrocie Instrumentami Finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 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.