

1 czerwca 2017

Raport Dzienny

mBank Research

www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/

[@mbank_research](https://twitter.com/mbank_research)

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@mbank.pl

Marcin Mazurek
analityk
tel. +48 22 829 01 83
marcin.mazurek@mbank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Karol Klimas
analityk
tel. +48 22 829 02 56
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

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
29.05.2017 PONIEDZIAŁEK							
10:00	EUR	M3 r/r (%)	kwi		5.2	5.3	4.9
30.05.2017 WTOREK							
1:30	JAP	Stopa bezrobocia (%)	kwi		2.8	2.8	2.8
11:00	EUR	Indeks ESI (pkt.)	maj		110.0	109.7 (r)	109.2
14:00	GER	CPI <i>flash</i> r/r (%)	maj		1.6	2.0	1.5
14:30	USA	Dochody gosp. domowych m/m (%)	kwi		0.4	0.2	0.4
14:30	USA	Wydatki konsumpcyjne m/m (%)	kwi		0.4	0.0	0.4
16:00	USA	Koniunktura konsumentów CB (pkt.)	maj		119.5	119.4 (r)	117.9
31.05.2017 ŚRODA							
1:50	JAP	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		4.2	-1.9	4.0
3:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt.)	maj		51.0	51.2	51.2
8:45	FRA	CPI <i>flash</i> r/r (%)	maj		0.9	1.2	0.8
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	maj		5.7	5.8	5.7
10:00	POL	PKB r/r (%)	Q1	4.0	4.0	4.0	4.0
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	kwi		9.4	9.4 (r)	9.3
11:00	EUR	CPI <i>flash</i> r/r (%)	maj		1.5	1.9	1.4
14:00	POL	CPI <i>flash</i> r/r (%)	maj	1.8	2.0	2.0	1.9
15:45	USA	Chicago PMI (pkt.)	maj		57.0	58.3	59.4
01.06.2017 CZWARTEK							
9:00	POL	PMI w przemyśle (pkt.)	maj	52.5	54.5	54.1	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>final</i> (pkt.)	maj		57.0	57.0	
10:30	GBR	PMI w przemyśle (pkt.)	maj		56.5	57.3	
14:00	POL	Minutes RPP	maj				
14:15	USA	Zatrudnienie ADP m/m (tys.)	maj		180	177	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	20.05		238	234	
15:45	USA	PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i>	maj		52.5	52.5	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt.)	maj		54.6	54.8	
02.06.2017 PIĄTEK							
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	kwi		-46.0	-43.7	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem m/m (tys.)	maj		185	211	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	maj		4.4	4.4	
14:30	USA	Przeciętne zarobki godzinowe m/m (%)	maj		0.2	0.3	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dziś o 9:00 zostaną opublikowane dane PMI za maj. Spodziewamy się, wbrew konsensusowi (który opiera się zapewne na wskazaniach europejskich indeksów koniunktury) spadku wskaźnika do 52,5 pkt. – główna przyczyna to korekta analogicznych wskaźników GUS. Od strony fundamentalnej może być to związane z dalszym rozładowywaniem zapasów nagromadzonych na przełomie roku.

Gospodarka globalna: Finalne odczyty PMI w Europie nie będą raczej budzić emocji. Ważniejsze dla rynków będą dane amerykańskie: ADP (tempo kreacji miejsc pracy najpewniej delikatnie spadło w stosunku do poprzedniego miesiąca) i ISM (oczekuje się delikatnego spadku w ślad za regionalnymi odczytami). Stanowią one ostatnią szansę na korektę prognoz piątkowych danych z rynku pracy.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

■ GUS: Produkt Krajowy Brutto w I kwartale 2017 r. wzrósł o 4,0 proc. rdr w porównaniu ze wzrostem o 2,5 proc. rdr w IV kwartale 2016 r. Popyt krajowy w I kw. rdr wzrósł o 4,1 proc. vs konsensus wzrostu o 3,8 proc. i po wzroście w IV kw. o 1,7 proc. Inwestycje w I kw. rdr spadły o 0,4 proc. vs konsensus wzrostu o 1,8 proc. i po spadku w IV kw. o 9,8 proc.

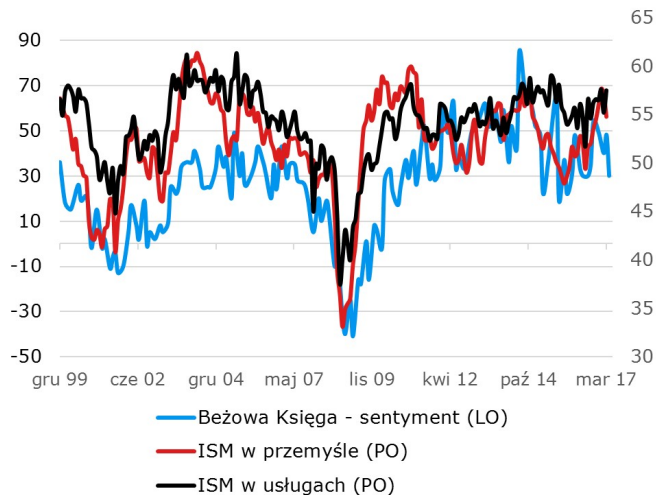
■ GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w maju wzrosły o 1,9 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny nie zmieniły się.

■ MF: Inwestorzy zagraniczni w kwietniu zwiększyli zaangażowanie w obligacje o 5,2 mld zł do 210,1 mld zł.

Decyzja RPP (07.06.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.307	0.005
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.213	0.015
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.285	-0.057
PROGNOZA mBanku	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

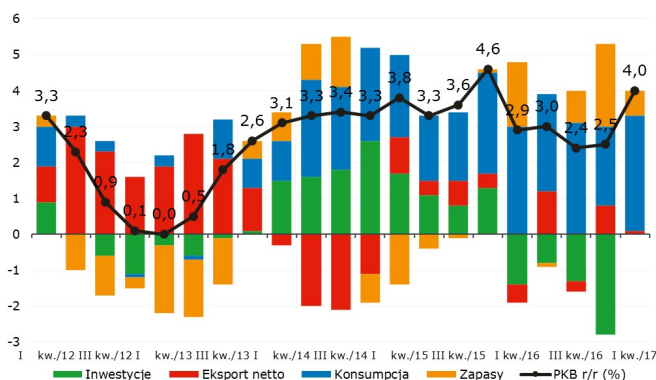
USA: Pogorszenie sentymentu wg Beżowej Księgi.

Opublikowana wczoraj Beżowa Księga wskazuje na pogorszenie sentymentu, zgodne ze wskazaniami przemysłowego ISM i spójne z obecnymi tendencjami rynkowymi.



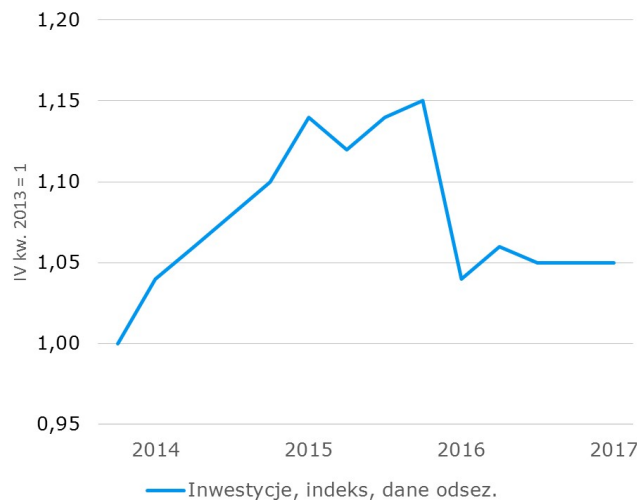
PKB wzrósł w I kwartale o 4,0% r/r. Kompozycja wzrostu nieco zaskakuje.

Według finalnych szacunków, PKB urósł o 4,0% r/r w pierwszym kwartale (tak, jak GUS podał w odczycie flash dwa tygodnie temu), a odsezonowana dynamika kwartalna wyniosła 1,1% (odrobinę wyżej od flasha).



Kompozycja wzrostu, choć okazała się być zasadniczo (co do kierunku) zgodna z oczekiwaniami analityków i naszymi prognozami, zawiera mimo wszystko kilka niespodzianek. Głównym filarem wzrostu w I kwartale była konsumpcja prywatna – wzrost o 4,7% jest bliski naszym szacunkom (4,8%) i nieco wyższy od konsensusu (4,4-4,5% r/r). Nie pomyliliśmy się co do skali opóźnionych efektów programu 500+ i warto w tym miejscu zauważyć, że prawdopodobnie na obecnym etapie wzrost konsumpcji jest niedoszacowany ze względu na wysoką wagę usług i w całkowitej, i w krańcowej konsumpcji. Kolejne rewizje, jak to miało miejsce już wielokrotnie, powinny wzrost spożycia indywidualnego podbić nawet do 5% rocznie. Największym rozczarowaniem I kwartału okazały się być inwestycje: spadek o 0,4% r/r to wynik zdecydowanie poniżej oczekiwań – zdecydowana większość prognoz (w tym nasza) wskazywała na skromny, ale jednak, wzrost w ujęciu r/r. Dlaczego pozytywne sygnały wysyłane przez dane o produkcji budowlano-montażowej nie potwier-

dziły się? Najprawdopodobniej wynika to z wolniejszego odbicia w inwestycjach prywatnych, a zwłaszcza w inwestycjach w maszyny i urządzenia. Tutaj skala pomyłki w szacowaniu tej kategorii na podstawie danych miesięcznych jest z reguły znacząca. W pozostałych kategoriach zwraca uwagę nieco większy wkład zmiany zapasów (jednak zgodny z naszą hipotezą o korekcie na zapasach po wystrzale w IV kw. 2016 r.) i wciąż dodatni wkład eksportu netto (być może to słabość inwestycji jest kluczowym czynnikiem utrzymującym eksport netto na powierzchni).

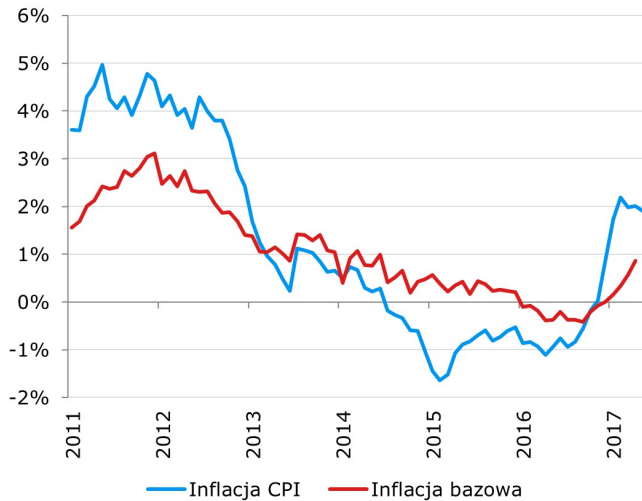


Czy słaby wynik inwestycji w I kwartale może być zły prognozą dla inwestycji w całym roku? Nie przesadzilibyśmy z czarnowidztwem – scenariusz ostrego przyspieszenia inwestycyjnego w tym roku od samego początku bazował wszakże nie na inwestycjach prywatnych, tylko na publicznych (i tutaj, za wyjątkiem dróg, nie widać problemów) oraz na efektach bazowych. Największy strumień inwestycji publicznych przepłynie przez Polskę w 2018 roku, zgodnie z bieżącym kontraktowaniem. Gospodarka rośnie w tempie 4% rocznie pomimo zerowego wkładu inwestycji. W sensie sekwencyjnym (kw/kw) inwestycje w zasadzie w ogóle nie ruszyły (por. wykres powyżej). Takie przewrotne nieco wnioskowanie sugeruje, że przestrzeń do wzrostów po stronie inwestycji jest wciąż znacząca (patrz potężny rozdział pomiędzy wykorzystaniem mocy produkcyjnych i inwestycjami oraz kwestie bieżącego kontraktowania w inwestycjach publicznych). Pomimo niekorzystnych efektów bazowych, wzrost w II kwartale powinien utrzymać się na poziomie 4% i odpowiada za to właśnie popyt inwestycyjny.

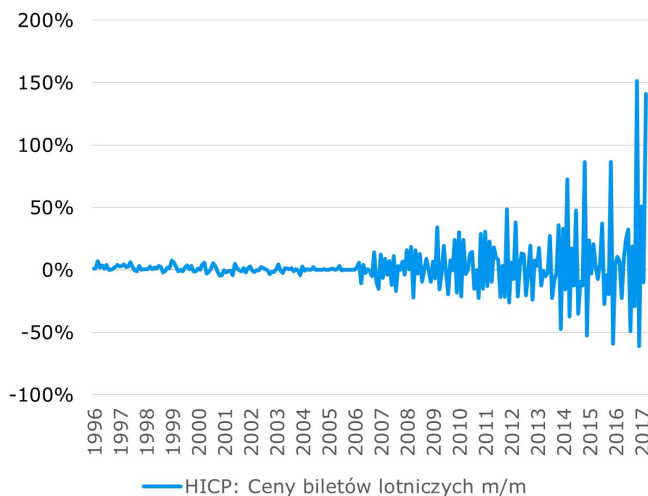
Dane przeszły bez echa na rynku: nie zmieniają one obecnego status quo na polskim rynku obligacji i jedynie potwierdzają, że spadki premii za ryzyko w polskich aktywach w ostatnich miesiącach były jak najbardziej uzasadnione (warto przypomnieć, że przeważenie wzrostu w kierunku konsumpcji to wciąż dobre wieści dla Ministra Finansów). Na RPP dane o PKB nie zrobią wrażenia, bo gremium to nie wykazuje woli do szybkich zmian polityki pieniężnej. Pozostajemy w orbicie polityki wait-and-see z szybko rosnącą gospodarką (powyżej potencjału) oraz silnie stymulującymi ujemnymi stopami realnymi. W konwencjonalnych modelach funkcjonowania gospodarki bieżąca kompozycja wzrostu byłaby uznana za proinflacyjną, ale bez wyraźniejszych oznak inflacji w konwencjonalne mechanizmy nie uwierzy ani RPP, ani rynek. Konfrontacja bieżących oczekiwań na podwyżki stóp (pierwsza „cała” dopiero w 2019 roku) wygląda oczywiście w takich warunkach ewidentnie niestandardowo, niemniej obstawianie znaczącego przyspieszenia zakładów o podwyżki stóp już w obecnym momencie jest mało prawdopodobne.

Odczyt flash inflacji na poziomie 1,9% r/r.

Według odczytu flash, który z wysokim prawdopodobieństwem potwierdzi się w finalnym odczycie, inflacja w maju spadła do 1,9% z 2,0% w poprzednim miesiącu (nasza prognoza 1,8%). Jako, że brakuje w odczycie jakichkolwiek szczegółów, możemy jak zwykle spekulować o rozbieżnościach względem prognozowanego spadku inflacji.



Pierwszym kandydatem jest żywność. Nadal jednak nie sądzimy, że to właśnie ten element odpowiedzialny jest za rozbieżność. Stawiamy na niewielki wzrost cen żywności wobec kwietnia. Na efekty pro-inflacyjne na owocach jest jeszcze zdecydowanie za wcześnie. Drugim kandydatem są ceny biletów lotniczych. Z uwagi na kosmiczne dynamiki (patrz wykres poniżej), amplituda spadków i wzrostów jest mocno nieprzewidywalna. Gdyby nie było korekty na cenach biletów, inflacja wyniosłaby 1,9% z inflacją bazową 1,0%. Trzeci kandydat to efekt silnej aprecjacji złotego, która mogła znaleźć odzwierciedlenie w towarach o dużej rotacji magazynowej. Być może efekt ten jest zaniedbywalny. Teoretycznie niewielka rozbieżność naszej prognozy i finalnego odczytu sugeruje, że każdy z wymienionych czynników mógł odegrać jakąś rolę.



Oczywiście dzisiejsza publikacja praktycznie nie ma znaczenia dla rynku. Stabilna (a nawet może i przejściowo niższa) inflacja jest już dość dobrze zdyskontowana przez uczestników rynku, a retoryka RPP raczej nie może być już w obecnym momencie bardziej gołębia. Z tego względu odczyt należy odnotować i o nim zapomnieć. Jeśli 1,9% będzie połączone z wyższą inflacją

bazową (prognoza cen żywności obarczona jest bardziej ryzykiem w dół niż w górę), scenariusz dużo wyższej prognozy inflacji bazowej w najnowszej projekcji NBP staje się coraz bardziej prawdopodobny.

EURUSD fundamentalnie

EURUSD prze w górę. Sprzyja temu słabość dolara potwierdzana przez kolejne słabsze dane (Beżowa Księga) i powrót historii o naciskach Trumpa na Comey (przesłuchanie na komisji senackiej w przyszły czwartek). Pozycjonowanie zmierza do rekordowo krótkich. Tymczasem na EUR trwa euforia. Inwestorzy ignorują nowe ryzyka polityczne (przedterminowe wybory we Włoszech), ignorują gołębiego Draghiego i skupiają się na elementach przekazu EBC, która potwierdza bieżący trend na EURUSD: zmianach w komunikacji na najbliższym posiedzeniu (drobnych, co już wielokrotnie podkreślali członkowie EBC!). Inwestorzy z rynku stopy procentowej są już dużo bardziej powściągliwi: tam gry na EBC praktycznie nie widać. Pozwala to postawić niezwykle ważne pytanie: z czego wynika siła EURUSD i jak długo potrwa? Ostatnie publikacje pokazały, że kurs jest wrażliwy na dane – oczekujemy większych ruchów po koniunkturze ISM (dziś) oraz po NFP (piątek); w przypadku tej ostatniej danej kluczowe jest zachowanie płac.

EURUSD technicznie

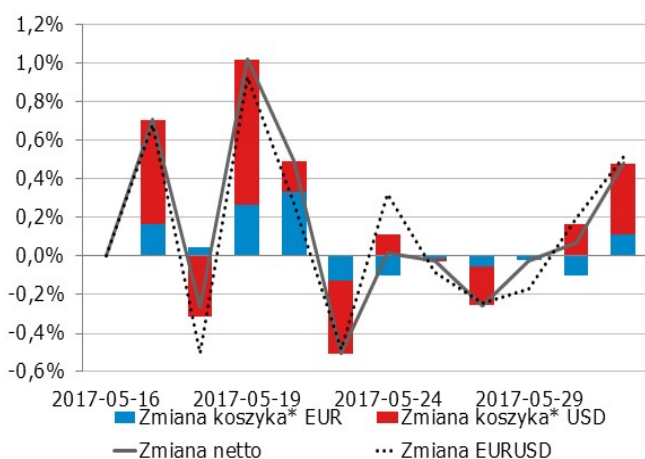
Pozycja: Brak.

Preferencja: Kanał wzrostowy na dziennym.

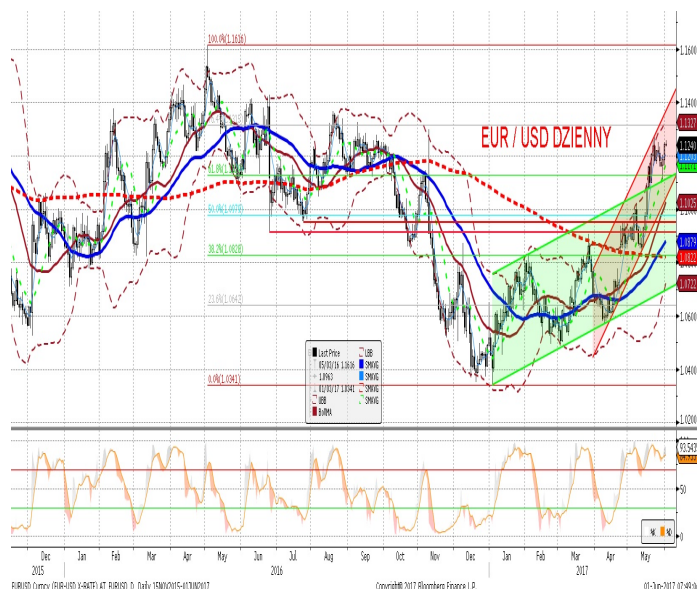
Kurs EURUSD ostatecznie pożegnał korektę spadkową oraz powrócił do wzrostów. Przebite zostały MA30 i MA55 na wykresie 4h, a notowania zbliżyły się do ostatniego maksimum lokalnego na kilkanaście ticków. Odbicie od tego oporu może być impulsem odwrócenia wzrostu (podwójny szczyt), nie będziemy jednak wyprzedzać tego sygnału. Wszelkie korekcyjne ruchy w dół nie zapewniają wystarczającej przestrzeni do grania short. Pozostajemy poza rynkiem, czekamy na dalszy rozwój wydarzeń.

Wsparcie	Opór
1,1104	1,1616
1,0821	1,1366
1,0525	1,1268

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



IRS	BID	ASK
1Y	1.75	1.79
2Y	1.85	1.89
3Y	1.95	1.99
4Y	2.10	2.14
5Y	2.22	2.26
6Y	2.35	2.39
7Y	2.45	2.49
8Y	2.54	2.58
9Y	2.62	2.66
10Y	2.68	2.72

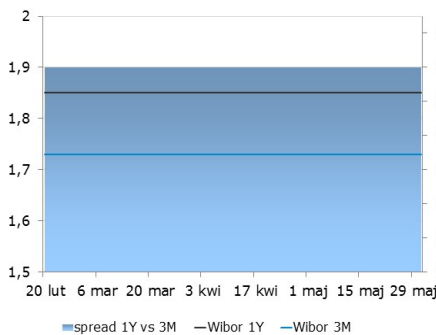
depo	BID	ASK
ON	1.30	1.60
1M	1.35	1.75
3M	1.74	1.94

FRA	BID	ASK
1x2	1.64	1.70
1x4	1.71	1.74
3x6	1.72	1.75
6x9	1.72	1.77
9x12	1.77	1.80

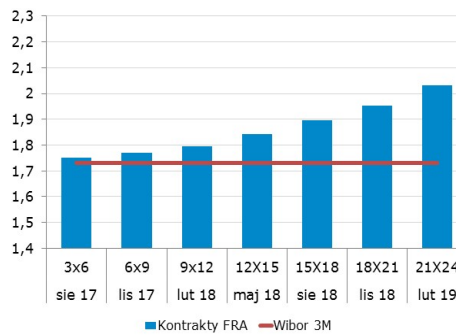
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1737
USD/PLN	3.7354
CHF/PLN	3.8338

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1240
EUR/JPY	124.54
EUR/PLN	4.1788
USD/PLN	3.7150
CHF/PLN	3.8376

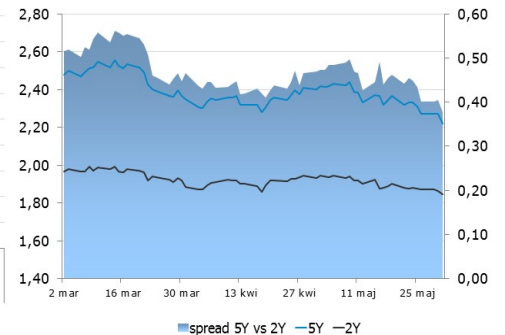
WIBOR 3M i 1Y



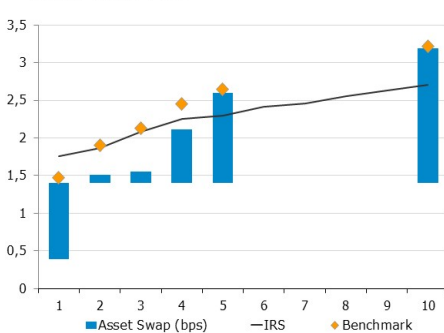
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



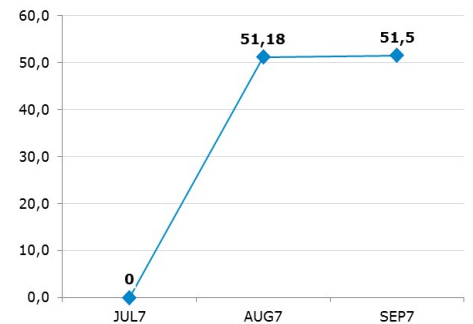
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



Uwaga!

Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 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. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów opartej na danych z kompetentnych rynkowych źródeł, jednakże nie możemy gwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydania raportu i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Informacje, na które powołują się w niniejszym opracowaniu autorzy niekoniecznie pozostają w zgodzie z opiniami mBanku S.A. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego i mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie są zatem poradą, rekomendacją, ofertą dotyczącą kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych i nie należy ich tak traktować. Prognozy wskazane w niniejszym dokumencie nie gwarantują osiągnięcia zysków przez inwestora działającego na ich podstawie. mBank S.A. (lub jego pracownicy) może posiadać na rachunku własnym lub może zawierać transakcje kupna/sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszej publikacji. Autorzy oświadczają, że inwestor nie powinien działać wyłącznie na podstawie niniejszego opracowania, bez zasięgnięcia niezależnej profesjonalnej porady inwestycyjnej. Jakakolwiek odpowiedzialność mBanku S.A., jego zarządu, pracowników, współpracowników, kooperantów, agentów z tytułu podjęcia przez jakąkolwiek osobę działań lub zaniechań w związku z niniejszym opracowaniem jest wyłączona. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.