mBank.pl

18 grudnia 2013

# Raport Dzienny


**Departament Analiz Ekonomicznych**

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

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

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

Marek Ignaszak
analityk
tel. +48 22 829 02 56
marek.ignaszak@mbank.pl

**mBank S.A.**
Senatorska 18
00-950 Warszawa
tel. +48 22 829 00 00
fax. +48 22 829 00 33
http://www.mbank.pl


## Kalendarium danych

**Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy**

| Godzina | Kraj | Zmienna | Okres | Prognoza | | Poprzednio | Odczyt |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | mBank | konsensus | | |
| **16.12.2013 PONIEDZIAŁEK** | | | | | | | |
| 2:45 | CHN | HSBC PMI w przemyśle *wstępny* (pkt.) | gru | | 50.9 | 50.8 | 50.5 |
| 9:00 | FRA | PMI w przemyśle *wstępny* (pkt.) | gru | | 48.8 | 48.4 | 47.1 |
| 9:00 | FRA | PMI w usługach *wstępny* (pkt.) | gru | | 48.5 | 48.0 | 47.4 |
| 9:30 | GER | PMI w przemyśle *wstępny* (pkt.) | gru | | 52.9 | 52.7 | 54.2 |
| 9:30 | GER | PMI w usługach *wstępny* (pkt.) | gru | | 55.1 | 55.7 | 54.0 |
| 10:00 | EUR | PMI w przemyśle *wstępny* (pkt.) | gru | | 51.8 | 51.6 | 52.7 |
| 10:00 | EUR | PMI w usługach *wstępny* (pkt.) | gru | | 51.4 | 51.2 | 51.0 |
| 14:00 | POL | Inflacja bazowa r/r (%) | lis | 1.1 | 1.4 | 1.4 | 1.1 |
| 14:30 | USA | Wskaźnik Empire State (pkt.) | gru | | 5.00 | -2.21 | 0.98 |
| 15:00 | POL | Wykonanie budżetu (%) | lis | | | 76.6 | 74.7 |
| 15:15 | USA | Produkcja przemysłowa m/m (%) | lis | | 0.6 | -0.1 | 1.1 |
| **17.12.2013 WTOREK** | | | | | | | |
| 11:00 | GER | Wskaźnik ZEW - oczekiwania (pkt.) | gru | | 55.0 | 54.6 | 62.0 |
| 11:00 | GER | Wskaźnik ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.) | gru | | 30.0 | 28.7 | 32.4 |
| 13:00 | CZE | Decyzja Banku Czech (%) | gru | | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| 14:00 | POL | Przeciętne wynagrodzenie r/r (%) | lis | 2.6 | 2.9 | 3.1 | 3.1 |
| 14:00 | POL | Zatrudnienie r/r (%) | lis | 0.1 | 0.1 | -0.2 | 0.1 |
| 14:00 | HUN | Decyzja Banku Węgier (%) | gru | | 3.00 | 3.20 | 3.00 |
| 14:30 | USA | CPI r/r (%) | lis | | 1.3 | 1.0 | 1.2 |
| **18.12.2013 ŚRODA** | | | | | | | |
| 10:00 | GER | Wskaźnik Ifo - sytuacja bieżąca (pkt.) | gru | | 112.5 | 112.2 | |
| 10:00 | GER | Wskaźnik Ifo - oczekiwania (pkt.) | gru | | 106.4 | 106.3 | |
| 14:00 | POL | Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%) | lis | 0.5 | 1.6 | 4.4 | |
| 14:00 | POL | PPI r/r (%) | lis | -1.3 | -1.2 | -1.3 | |
| 14:30 | USA | Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.) | lis | | 960 | | |
| 14:30 | USA | Pozwolenia na budowę SAAR (tys.) | lis | | 990 | 1039 ( r) | |
| 20:00 | USA | Decyzja FOMC (mld USD) | gru | | 85 | 85 | |
| **19.12.2013 CZWARTEK** | | | | | | | |
| 14:00 | POL | Minutes RPP | gru | | | | |
| 14:30 | USA | Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 14.12 | | 355 | 368 | |
| 16:00 | USA | Indeks Philly Fed (pkt.) | gru | | 10.0 | 6.5 | |
| 16:00 | USA | Sprzedaż nier na r. wtórnym SAAR (mln) | lis | | 5.05 | 5.12 | |
| **20.12.2013 PIĄTEK** | | | | | | | |
| | JAP | Decyzja BoJ (bln JPY) | gru | | 270 | 270 | |
| 8:00 | GER | Wsk. zaufania konsumentów GfK (pkt.) | sty | | 7.4 | 7.4 | |
| 14:30 | USA | PKB kw/kw *trzeci* SAAR (%) | Q3 | | 3.6 | 3.6 | |
| 16:00 | EUR | Wsk. koniunktury konsumenckiej (pkt.) | gru | | -15.0 | -15.4 | |

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska.** Dziś dane z sektora przemysłowego. Ze względu na skrajnie niekorzystną różnicę dni roboczych (-4 m/m i -2 r/r) można spodziewać się istotnego, aczkolwiek przejściowego, wyhamowania dynamiki produkcji przemysłowej (oczekujemy odczytu niższego od konsensusu). Ten sam czynnik będzie negatywnie oddziaływać na produkcję budowlano-montażową, aczkolwiek tu dodatkowo zadziała wysoka baza z poprzedniego roku. Publikowane równolegle dane nt. cen produkcji przemysłowej powinny potwierdzić kontynuację spadków cen producenckich w otoczeniu stabilnych kursów walutowych i cen surowców w poprzednim miesiącu.
**Gospodarka globalna.** Dziś koniec dwudniowego posiedzenia FOMC (więcej w sekcji analizy). Ponadto, dzień po drugiej stronie Atlantyku rozpocznie się od publikacji danych z rynku nieruchomości - po zaburzeniach związanych z zawieszeniem funkcjonowania rządu w końcu zobaczymy dane o rozpoczętych budowach domów (za trzy miesiące łącznie). W Europie należy odnotować publikację niemieckiego indeksu Ifo, który po dobrych danych PMI i ZEW może pozytywnie zaskoczyć (bardzo ostrożny konsensus po dużym wzroście w poprzednim miesiącu).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Przeciętne wynagrodzenie brutto w listopadzie wyniosło 3898 zł, co oznacza, że rdr wzrosło o 3,1 proc., a mdm wzrosło o 1,7 proc (**więcej w sekcji analizy**).
- MF chce zdynamizować rynek nieskarbowych papierów dłużnych i w tym celu przygotowuje nową ustawę o obligacjach, w której m.in znajdą się zapisy umożliwiające emisję długu podmiotom zagranicznym.

| Decyzja RPP (8.01.2014) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. |
|---|---|
| podwyżka 25 bps | 0% |
| stopy bez zmian | 100% |
| obniżka 25 bps | 0% |
| **PROGNOZA mBanku** | **stopy bez zmian** |

| Obligacje | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|---|---|---|
| GERGB 10Y | 1.830 | -0.005 |
| USAGB 10Y | 2.841 | 0.003 |
| POLGB 10Y | 4.400 | 0.010 |

Dotyczy benchmarków Reuters

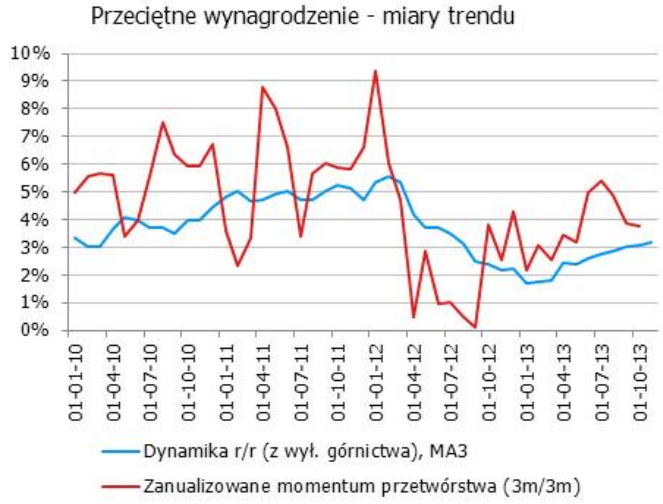
## Dziś decyzja Fed. Wszystkie opcje na stole.

Dziś o 20:00 poznamy decyzję Fed. Oczywiście obecnie nie chodzi o zmiany w stopach procentowych, lecz przetasowania w programie zakupu aktywów (czy miesięczne zakupy zostaną ograniczone, czy nie) oraz towarzyszące mu ewentualne zmiany tzw. forward guidance, czyli wskazówek Fed odnośnie planowanej ścieżki stóp procentowych. Jeśli nie dojdzie do zmian w komunikacie, uczestnicy rynków finansowych będą z uwagą śledzić cokwartalne wystąpienie B. Bernanke. Argumenty za i przeciw ograniczeniu zakupów aktywów można mnożyć, jednak nie będziemy się bawić w wielorękich ekonomistów stawiając sprawę wprost: z danych makro oraz dotychczasowych wypowiedzi członków Fed nie da się jednoznacznie wskazać wyniku dzisiejszego posiedzenia (rynki finansowe obstawiają około 60-70% prawdopodobieństwo zmniejszenia skali stymulacji monetarnej). Odmiennie jednak niż w przypadku decyzji wrześniowej, pytanie stawiane przez uczestników rynku nie brzmi już "czy", lecz "kiedy".

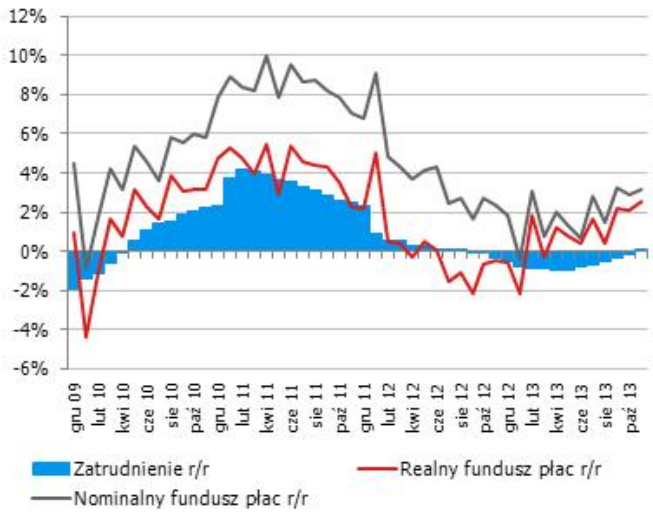
W związku z tym faktem i akceptacją konieczności wycofania się przez Fed z obecnego kształtu stymulacji monetarnej na najbliższych kilku posiedzeniach reakcja rynkowa nie będzie tak gwałtowna jak w czerwcu, czy wrześniu. Rozkład prawdopodobieństw sprzyja jednak asymetryczności reakcji tuż po ogłoszeniu decyzji (większa w przypadku braku decyzji o zmianie kształtu programu), choć utrzymanie poziomu cen instrumentów finansowych do jutrzejszego dnia będzie zależało od tego, co powie Bernanke. Na zbliżającą się decyzję FOMC polski dług oraz waluta reagowały pozytywnie (znacząca różnica w stosunku do czerwca, znacząca różnica w stosunku do zachowania rynków dłużnych na rynkach bazowych), spadała tylko giełda, gdzie dodatkowym obciążeniem jest ryzyko podaży ze strony OFE. Rynki finansowe obecnie skutecznie już rozdzielają skutki polityki FOMC dla krótkiego i długiego końca krzywej rentowności. Stąd też przyjmując nawet scenariusz minimum, w którym polski dług jest atrakcyjny tylko z powodu carry (nie licząc potencjalnych zysków kapitałowych na wycenie), decyzja FOMC o ewentualnym ograniczeniu zakupów nie powinna przynieść wyprzedaży na rynku obligacji (tym samym złoty powinien pozostać bezpieczny). Brak zmian w programie zakupów to potencjał na naprawdę dobry koniec roku, przy czym złoty powinien w takim scenariuszu zyskać także wsparcie od funduszy napływających na polską giełdę, gdyż to właśnie giełdy najbardziej się przeceniły w ciągu ostatnich kilku dni przed decyzją FOMC.

## Rynek pracy: systematyczne przyspieszenie wzrostu płac.

Płace w przedsiębiorstwach wzrosły w listopadzie o 3,1% r/r, powyżej konsensusu i naszej prognozy (odpowiednio: 2,9 i 2,6% r/r). Jak co miesiąc, możemy jedynie spekulować na temat przyczyn zaskoczenia, ale warto odnotować, że dynamika płac utrzymała się na poziomie z poprzedniego miesiąca, pomimo mniej korzystnego układu dni roboczych (-2 r/r vs. 0 r/r w poprzednim miesiącu. Dynamika wynagrodzeń pozostaje niska, biorąc pod uwagę historyczne standardy, aczkolwiek dane z ostatnich miesięcy pozwalają wnioskować o powolnym stromieniu się trendu – szacujemy, że w ostatnich dwóch miesiącach przyspieszył on do ok. 3,1% r/r z 1,5-2% notowanych na początku roku. Pozwala to mieć nadzieję na gradualny wzrost presji płacowej w miarę zacieśniania się rynku pracy (lub przynajmniej jego wybranych segmentów). Realny fundusz płac wzrósł o 2,6%, czyli w tempie najwyższym od prawie dwóch lat.




Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nie zmieniło się w ujęciu miesięcznym, wzrost w ujęciu rocznym wyniósł 0,1%, zgodnie z naszą prognozą. To pierwszy odczyt powyżej zera od 18 miesięcy i nawet przy obecnym niewielkim momentum miesięcznym, przy pomocy bazy statystycznej, wzrost roczny będzie znacząco przyspieszał. Spodziewamy się, że w całym 2014 roku osiągnie okolice 2%.




Zatrudnieniem i inwestycjami - o czym pisaliśmy już w poprzednim komentarzu – rządzą te same czynniki, w dużej mierze związane z niepewnością, która w obecnym cyklu rozwiewa się wolniej z uwagi na przykre doświadczenia krótkiej fazy ożywienia z 2010-2011 roku. Dlatego też spektakularnych wzrostów ani zatrudnienia, ani inwestycji nie obserwujemy. Natomiast z uwagi na fakt, że polska gospodarka przyciąga przede wszystkim przedsięwzięcia pracochłonne (i te gałęzie najszybciej ruszają w cyklu), zatrudnienie wyprzedza cykl inwestycyjny (lub innymi słowy – ożywienie w inwestycjach jest po prostu względnie słabsze niż na rynku pracy). W kolejnych miesiącach zatrudnienie będzie przyspieszać, generując pozytywne efekty zwrotne - tym bardziej, że wskaźniki koniunktury notują monotoniczne wzrosty. Stanowi to dobry prognostyk dla inwestycji prywatnych, które mogą okazać się czarnym koniem

bieżącego cyklu koniunkturalnego. Stoimy na stanowisku, że pomimo stopniowego spadku udziału prywatnych inwestycji w PKB reagują one na cykliczne górki i dołki w dynamice PKB. Ożywienie popytu krajowego powinno pociągnąć za sobą wzrosty prywatnych inwestycji (w ujęciu nominalnym inwestycje w maszyny i urządzenia już są na plusie) tym bardziej, że długo ich nie było.

Dane przeszły bez echa na rynku stopy procentowej i na walucie. Dane też nie stanowią żadnego punktu zwrotnego z perspektywy RPP i tak też zostały odebrane przez rynki finansowe, które czekają na decyzje Fed. Tymczasem nasz scenariusz pozostaje bez zmian. Spodziewamy się, że RPP podwyższy stopy w ostatnim kwartale 2014, czego zapalnikiem będzie kontynuacja wzrostu płac i dalej wzrost inflacji (w tym bazowej).

## EURUSD fundamentalnie

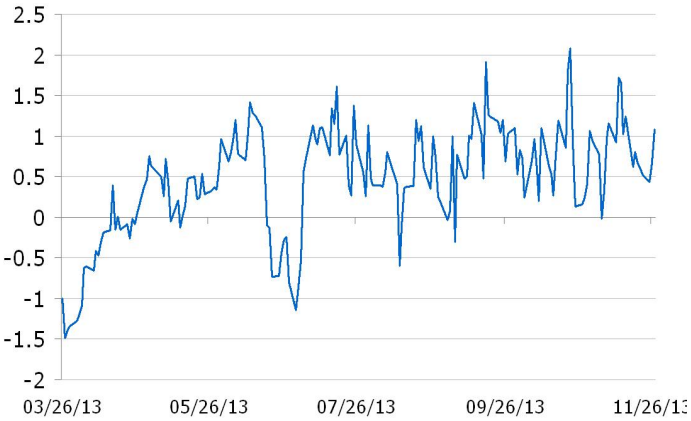
Leniwy handel przed decyzją Fed trwa - zakres wahań kursu z dnia wczorajszego to 1,3720-1,3780. Trudno w trakcie posiedzenia FOMC wymagać od inwestorów dużej aktywości (co nie wyklucza "podciągania" kursu przed samym momentem ogłoszenia decyzji), stąd na większe ruchy na EURUSD przyjdzie czas wieczorem. Ich kierunek i trwałość zależy oczywiście od decyzji FOMC: (1) obcięcie QE bez istotnych sygnałów łagodzących to recepta na przecenę na EURUSD; (2) obcięcie QE bądź wyrażona *explicite* zapowiedź na styczeń, połączone z wiarygodnym gołębim sygnałem (obniżenie celu na stopie bezrobocia, wzmocnienie FG, wprowdzenie progu na inflacji) powinny skutkować szybko skorygowanym wystrzałem w dół; (3) Każdy inny scenariusz oznacza najpewniej powrót EURUSD do trendu wzrotowego.

## EURUSD technicznie

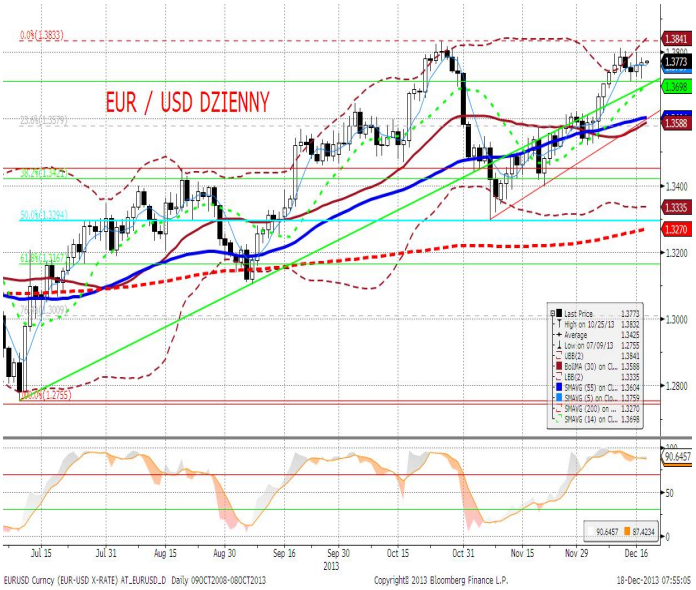
W zasadzie bez zmian, pojawia się tylko kilka „ale". EURUSD szykuje się do kolejnego ataku na 1,3832. Dotychczasowa korekta jest dość płytka – kurs zawrócił nieco powyżej 38,2% zniesienia fibo. Może to być oznaką dużej siły popytu, której potwierdzeniem będzie przebicie 1,3811, i zwiastować rychłe pokonanie 1,3832. Ale mimo wspomnianej zawrotki, złamał się krótkoterminowy trend wzrostowy, co sugerowałoby wpadnięcie w krótkoterminową konsolidację. Bez względu na tę uwagę, zamknięcie powyżej 1,3832 będzie silnym sygnałem kupna i okazją do zajęcia długich pozycji. Jednak do momentu pokonania tych ważnych oporów pozostajemy neutralni w oczekiwaniu na wyraźny sygnał kończący obecną korektę. Cokolwiek się nie wydarzy dziś o 20:00 (Fed), czekamy do jutra!

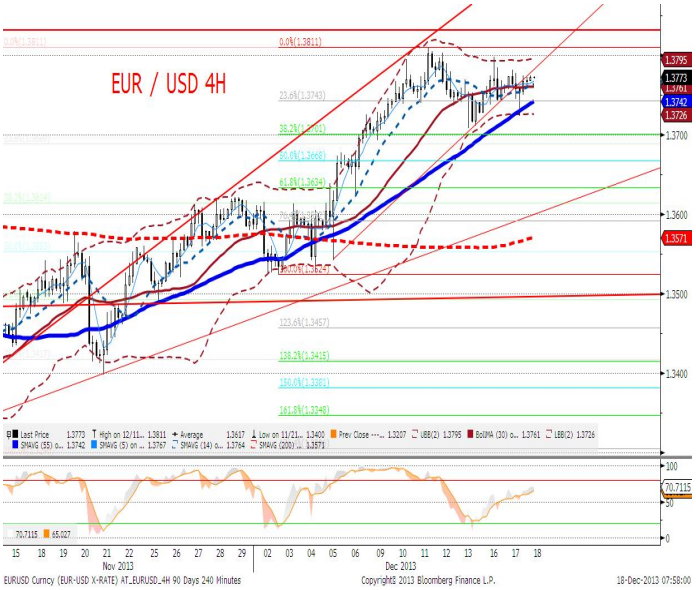
| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 1,3700/08 | 1,3900 |
| 1,3663 | 1,3832 |
| 1,3588 | 1,3811 |

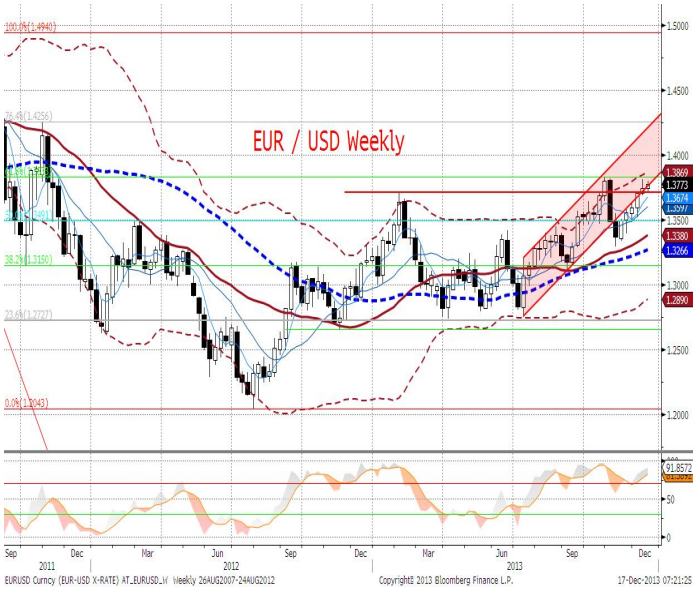
**EURUSD wzgl. dysparytetu na 2Y IRS**




* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.



## EURPLN fundamentalnie

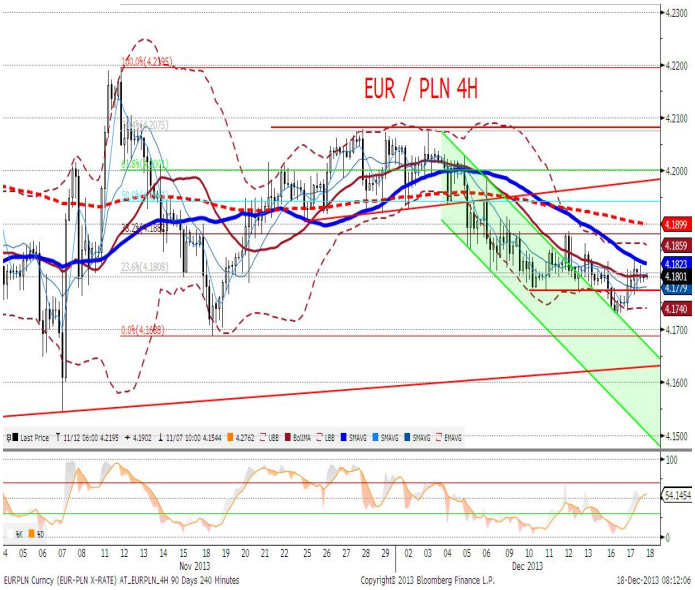
EURPLN nieco wyżej. Dzisiejsze polskie dane z sektora przemysłowego będą dla złotego neutralne. Najważniejszym wydarzeniem dnia jest decyzja FOMC, która będzie ogłoszona o 20:00. Mimo że konsensus wciąż wskazuje marcowe posiedzenie jako datę początku końca QE, to ewentualne podjęcie tej decyzji już w grudniu nie powinno wywołać gwałtownego osłabienia złotego. Dotychczas złoty wykazywał dużą odporność na przesuwającą się ku grudniowi masę prawdopodobieństwa podjęcia decyzji o zakończeniu programu skupu aktywów. Ponadto uczestnicy rynku są świadomi, że zakończenie programu jest konieczne i, że nastąpi raczej prędzej, niż później. Co więcej, Fed udało się rozdzielić oczekiwania dotyczące stóp procentowych od przyszłych losów QE i jego ewentualne zakończenie nie będzie oznaczało końca luźnego nastawienia w polityce monetarnej. Dotychczasowy trend spadkowy na EURPLN powinien zostać utrzymany i kontynuowany w dłuższym terminie.

## EURPLN technicznie

EURPLN dotarł do ważnych wsparć wyznaczanych przez linie trendu...po czym rozpoczął marsz w górę (ale bez odwrócenia na oscylatorze na wykresie dziennym). Zmienność wciąż pozostaje niewielka, a ruchy zbyt małe by na nich zarobić. Wokół linii trendu najprawdopodobnije rozpocznie się kolejny trend boczny (z notowaniami ograniczonymi od góry przez średnie, czyli 4,1900...) w oczekiwaniu na bodźce zdolne nadać notowaniom impet. Na bodźce te czekamy z niecierpliwością także i my licząc na pojawienie się większej zmienności i wyraźnych trendów. Do tego czasu pozostajemy neutralni.

| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 4,1700 | 4,1913 |
| 4,1688 | 4,1882 |
| 4,1600 | 4,1831 |

* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.



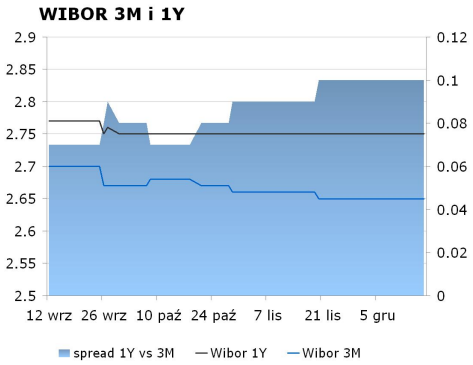
| IRS | BID | ASK |
|---|---|---|
| 1Y | 2.6975 | 2.73 |
| 2Y | 2.9425 | 2.99 |
| 3Y | 3.15 | 3.21 |
| 4Y | 3.39 | 3.45 |
| 5Y | 3.59 | 3.65 |
| 6Y | 3.74 | 3.80 |
| 7Y | 3.86 | 3.92 |
| 8Y | 3.96 | 4.02 |
| 9Y | 4.03 | 4.09 |
| 10Y | 4.09 | 4.15 |

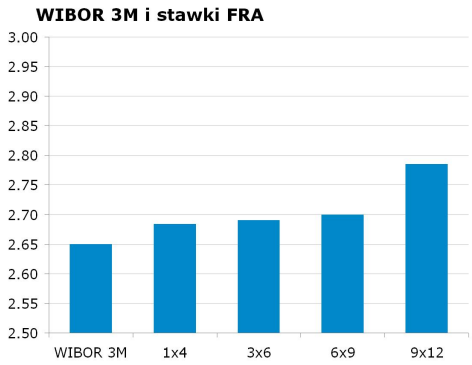
| depo | BID | ASK |
|---|---|---|
| ON | 2.2 | 2.5 |
| 1M | 2.3 | 2.5 |
| 3M | 2.3 | 2.5 |

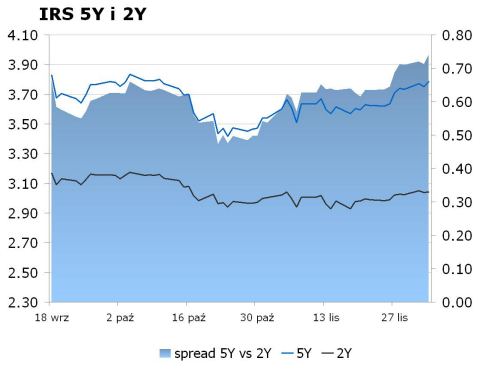
| FRA | BID | ASK |
|---|---|---|
| 1x2 | 2.58 | 2.63 |
| 1x4 | 2.62 | 2.68 |
| 3x6 | 2.63 | 2.69 |
| 6x9 | 2.65 | 2.70 |
| 9x12 | 2.74 | 2.79 |

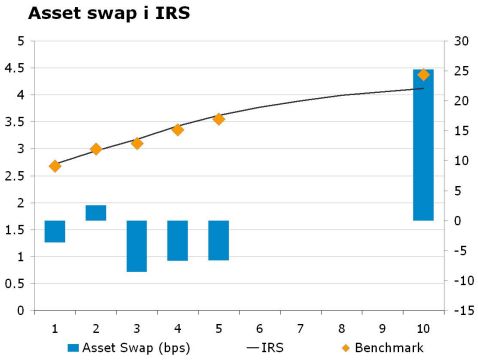
| Fixing NBP | |
|---|---|
| EUR/PLN | 4.1788 |
| USD/PLN | 3.0360 |
| CHF/PLN | 3.4212 |

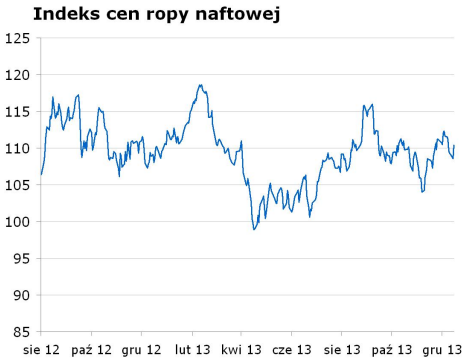
| Poziomy otwarcia | |
|---|---|
| EUR/USD | 1.3768 |
| EUR/JPY | 141.36 |
| EUR/PLN | 4.1781 |
| USD/PLN | 3.0343 |
| CHF/PLN | 3.4288 |

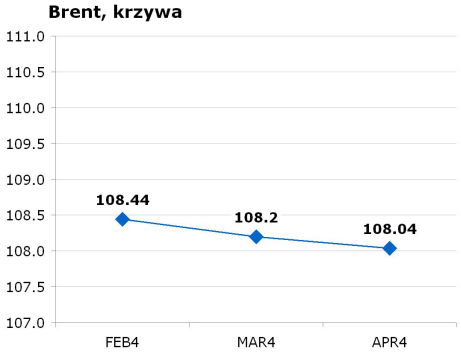



**Uwaga!**
Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami 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 intrumentów 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.