

10 lutego 2014

## Raport Dzienny

### Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 66  
[ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Marcin Mazurek  
starszy 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)

Marek Ignaszak  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[marek.ignaszak@mbank.pl](mailto: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 |            |        |
| 10.02.2014 PONIEDZIAŁEK |      |                                                  |       |          |           |            |        |
| 8:45                    | FRA  | Produkcja przemysłowa m/m (%)                    | gru   |          | 0.2       | 1.3        |        |
| 11.02.2014 WTOREK       |      |                                                  |       |          |           |            |        |
| BRAK ISTOTNYCH DANYCH   |      |                                                  |       |          |           |            |        |
| 12.02.2014 ŚRODA        |      |                                                  |       |          |           |            |        |
| 0:50                    | JAP  | Zamówienia na maszyny m/m (%)                    | gru   |          | -3.8      | 9.3        |        |
| 9:00                    | CZE  | CPI r/r (%)                                      | sty   |          | 0.3       | 1.4        |        |
| 11:00                   | EUR  | Produkcja przemysłowa m/m (%)                    | gru   |          | -0.3      | 1.8        |        |
| 14:00                   | POL  | Saldo obrotów bieżących (mln EUR)                | gru   | -1106    | -1279     | -984       |        |
| 14:00                   | POL  | Eksport (mln EUR)                                | gru   | 11700    | 11550     | 13594      |        |
| 14:00                   | POL  | Import (mln EUR)                                 | gru   | 12300    | 12091     | 13587      |        |
| 13.02.2014 CZWARTEK     |      |                                                  |       |          |           |            |        |
| 14:30                   | USA  | Sprzedaż detaliczna m/m (%)                      | sty   |          | 0.0       | 0.2        |        |
| 14:30                   | USA  | Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys. )           | 08.02 |          | 330       | 331        |        |
| 14.02.2014 PIĄTEK       |      |                                                  |       |          |           |            |        |
| 2:30                    | CHN  | CPI r/r (%)                                      | sty   |          | 2.4       | 2.5        |        |
| 7:30                    | FRA  | PKB kw/kw (%)                                    | Q4    |          | 0.1       | -0.1       |        |
| 8:00                    | GER  | PKB kw/kw (%)                                    | Q4    |          | 0.3       | 0.3        |        |
| 9:00                    | CZE  | PKB r/r (%)                                      | Q4    |          | -0.2      | -1.2       |        |
| 9:00                    | HUN  | PKB r/r (%)                                      | Q4    |          | 2.5       | 1.8        |        |
| 9:00                    | HUN  | CPI r/r (%)                                      | sty   |          | 0.3       | 0.4        |        |
| 10:00                   | POL  | PKB r/r (%)                                      | Q4    | 2.9      | 2.9       | 1.9        |        |
| 11:00                   | EUR  | PKB kw/kw (%)                                    | Q4    |          | 0.2       | 0.1        |        |
| 14:00                   | POL  | M3 r/r (%)                                       | sty   | 6.4      | 6.1       | 6.1        |        |
| 14:00                   | POL  | CPI r/r (%)                                      | sty   | 0.9      | 0.8       | 0.7        |        |
| 15:15                   | USA  | Produkcja przemysłowa m/m (%)                    | sty   |          | 0.3       | 0.3        |        |
| 15:55                   | USA  | Wsk. koniunktury kons. U.Michigan wstępny (pkt.) | lut   |          | 80.5      | 81.2       |        |

## W tym tygodniu...

**Gospodarka polska.** Comiesięczny maraton publikacji danych makro rozpoczyna się od informacji o bilansie płatniczym w grudniu. Przy niższym saldzie transferów i nieco lepszym wyniku w saldzie dochodów kluczowym czynnikiem rozszerzającym deficyt obrotów bieżących było sezonowe załamanie salda towarowego (warto również odnotować sezonowy spadek wolumenów handlu). Wzrost inflacji na początku roku był najprawdopodobniej niewielki, ze względu na spadki cen paliw i wciąż niewielki wzrost cen żywności. Zmiany cen administracyjnych (energia elektryczna i gaz) praktycznie się zniosły, efekt wzrostu akcyzy na wyroby spirytusowe może zaś być rozłożony w czasie ze względu na zapasy poczynione przed końcem roku. Na podstawie danych rocznych można szacować wzrost PKB w IV kwartale na ok. 2,9 proc. - piątkowy szacunek obejmuje wyłącznie wzrost PKB, a szczegółową strukturę wzrostu poznamy dwa tygodnie później. Wreszcie, dane dotyczące podaży pieniądza w styczniu powinny pokazać kontynuację większości dotychczasowych trendów przy nieco lepszych niż w zeszłym roku wynikach w obszarze depozytów detalicznych.

**Gospodarka globalna.** Początek tygodnia raczej spokojny - dane o produkcji przemysłowej w wybranych państwach strefy euro (Francja, Włochy) oraz szacunek Eurostatu dla całej strefy (środa) będą przygrzywką przed piątkową serią odczytów PKB za IV kwartał. Na podstawie dostępnych danych miesięcznych i opublikowanych już szacunków (Hiszpania, Włochy i Belgia) można oczekiwać, że wzrost gospodarczy w strefie euro pozostał na koniec roku niski (ok. 0,2 proc.) i był napędzany głównie przez niezły wynik Niemiec i dalszą poprawę na peryferiach. Równolegle zostaną opublikowane również dane o wzroście gospodarczym w Czechach i na Węgrzech - w obydwu przypadkach można spodziewać się solidnego wzrostu. Wreszcie, warto zwrócić uwagę na dane o inflacji w Czechach i na Węgrzech - jak co miesiąc, pozwolą one na doprecyzowanie naszej prognozy inflacji. W Stanach Zjednoczonych serię danych za styczeń rozpoczyna, jak co miesiąc, sprzedaż detaliczna (oczekiwane spowolnienie związane z niskimi cenami benzyny i niesprzyjającą zakupom aurą) i produkcja przemysłowa (*headline* napędzany zwiększoną zimową aurą produkcją energii elektrycznej).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

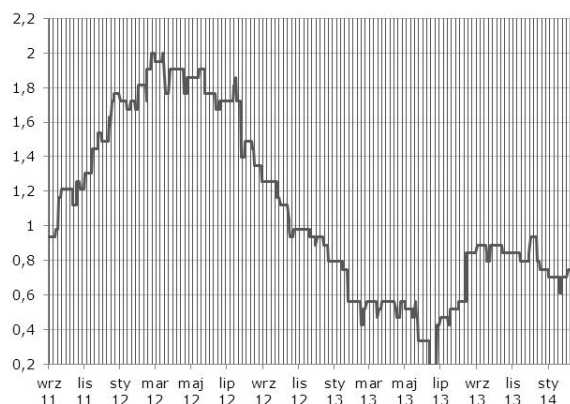
- Chojna-Duch: Możliwa sytuacja, w której stopy NBP pozostają stabilne przez cały 2014.
- USA: Liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w Stanach Zjednoczonych w styczniu wzrosła o 113 tys., podczas gdy w grudniu wzrosła o 75 tys., po korekcie (**więcej w sekcji analizy**).

| Decyzja RPP (5.03.2014) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. | Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps         | 0%                                                               | GERGB 10Y                   | 1.667        | 0.002        |
| stopy bez zmian         | 100%                                                             | USAGB 10Y                   | 2.684        | -0.002       |
| obniżka 25 bps          | 0%                                                               | POLGB 10Y                   | 4.456        | -0.026       |
| <b>PROGNOZA mBanku</b>  |                                                                  | Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |
| <b>stopy bez zmian</b>  |                                                                  |                             |              |              |

## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

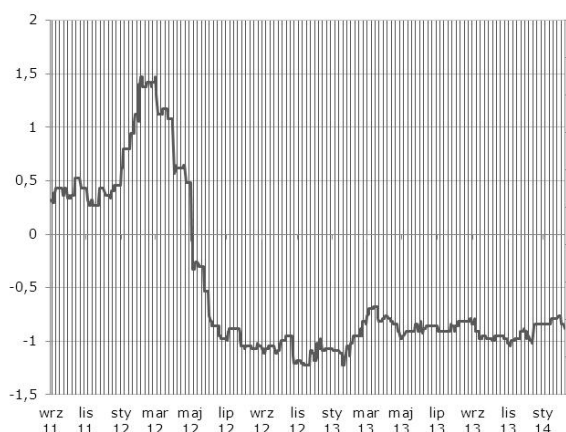
### POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



Nieznacznie w górę dzięki indeksowi PMI. W nadchodzącym tygodniu sporo danych, jednak jedynie CPI oferuje potencjał do poruszenia indeksem.

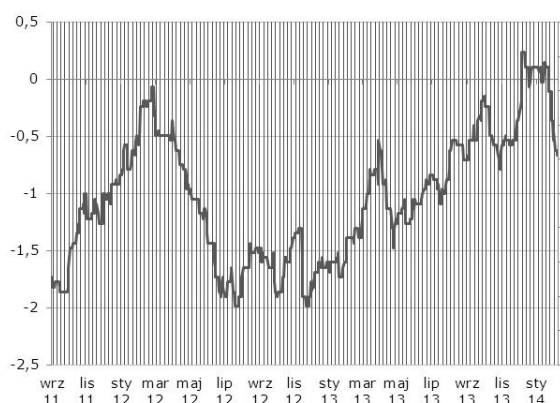
### STREFA EURO



Lekko w dół po negatywnych zaskoczeniach europejskim indeksem PMI oraz produkcją przemysłową w Niemczech. W przyszłym tygodniu brak potencjału do zmian w indeksie.

### USA

Indeks zaskoczeń dla USA



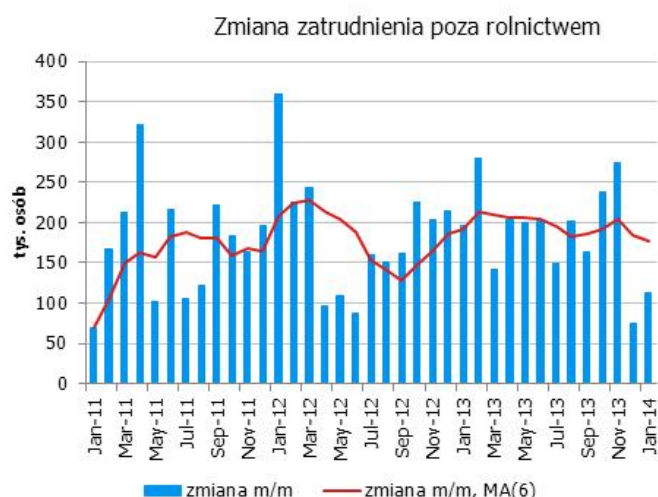
Mocno w dół po słabszych odczytach ISM w przemyśle oraz NFP. Nadchodzący tydzień generuje nieznaczny potencjał do dalszych zmian w indeksie.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

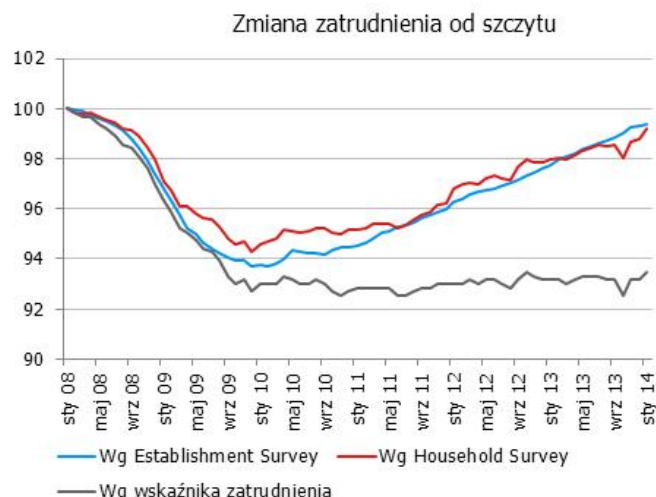
## Kolejne rozczarowanie na amerykańskim rynku pracy. Opowieść o dwóch badaniach.

Po styczniowych danych z amerykańskiego rynku pracy obiecywano sobie wiele: solidne odczyty ISM, w świetle których wzrost liczby etatów o 200+ tys. nie byłby zaskoczeniem; możliwość odreagowania grudniowych danych; relatywnie dobra pogoda w okresie referencyjnym BLS w styczniu. Tak się jednak nie stało – w styczniu przybyło jedynie 113 tys. miejsc pracy (konsensus – ok. 180 tys.), nie było również rewizji poprzedniego odczytu. Co więcej, tym razem trudno za negatywną niespodziankę winić pogodę, na co wskazuje zarówno niska liczba osób pozostających bez pracy z powodu czynników pogodowych, jak i analogiczne dane z Kanady, które negatywnie nie zaskoczyły.

Wreszcie, nie wskazuje na to struktura sektorowa wzrostów zatrudnienia: budownictwo, które powinno być najmocniej dotknięte warunkami pogodowymi, zanotowało wzrost o 48 tys. etatów. Dodajmy do tego 21 tys. nowych etatów w przetwórstwie przemysłowym oraz dalsze wzrosty w sekcji „administracja i usługi wspierające” i jest jasne, że za negatywną niespodziankę odpowiadają nie najbardziej cykliczne branże, a raczej sektor publiczny (-29 tys. zatrudnionych) i typowo wahlwy na przełomie roku handel detaliczny (-13 tys.). Dlatego też, pomimo gorszego headline, znajdujemy wiele pocieszeń w szczegółach.



O ile więc wyniki badania przedsiębiorstw (Establishment Survey) rozczarowały, o tyle badanie gospodarstw domowych (Household Survey) tym razem przynosi same pozytywne wiadomości. Stopa bezrobocia spadła o 0.1 p. proc. do 6,6%, ale nie z powodu spadającej aktywności zawodowej (ta wzrosła z 62,8 do 63%), a z uwagi na duży, przekraczający 600 tys. wzrost liczby pracujących (stąd też wzrost współczynnika zatrudnienia). Oczywiście, nie bez powodu zatrudnienie w metryce badania gospodarstw domowych nie jest przedmiotem ekscytacji rynków (jest dużo bardziej zmienne), ale należy odnotować, że obydwie miary zatrudnienia są zasadniczo współbieżne w dłuższych horyzontach, a ostatnie dwa odczyty można postrzegać jako korektę – dziś względem przedrecesyjnych szczytów obydwie miary są w tym samym miejscu (patrz wykres poniżej).



Reasumując, styczniowy raport z rynku pracy, choć niejednoznaczny i pod wieloma względami całkiem niezły, nie zdołał poprawić nastrojów inwestorów (natychmiastowy efekt na rynku: EURUSD powyżej 1,36; kolejne spadki rentowności obligacji) i wzmocnił tylko przekonanie o kolejnym (czwartym z rzędu) spowolnieniu amerykańskiej gospodarki na początku roku. Co więcej, coraz niższe tempo kreacji miejsc pracy w warunkach spadającej stopy bezrobocia, która cel 6,5% przebieje najprawdopodobniej jeszcze wcześniej niż jeszcze kilka tygodni temu oczekiwano, stawia jest zagwozdką dla obserwatorów Fed. Tym niemniej, niejednoznaczność dotychczasowych negatywnych niespodzianek sprawia, że trudno oczekiwać, aby miały zepchnąć FOMC z obranego raz kursu. Cel 6,5% został rozwodniony i jest problemem tylko dla tych, którzy nie czytają komunikatów i Minutes FOMC; o losach QE na marcowym posiedzeniu trudno w tej chwili się wypowiedzieć i warto tutaj poczekać na więcej danych. Tym niemniej, mieszane dane w kolejnych tygodniach – choć nie zapowiadają tutaj fundamentalnego odwrócenia pozytywnych tendencji – będą wspierać amerykańskie obligacje i bezpieczne aktywa w ogólności, zwłaszcza jeżeli po drodze wygenerują się oczekiwania zatrzymania cięć QE.



## EURUSD fundamentalnie

Euro mocniejsze po zaskakujących danych z amerykańskiego rynku pracy. Dwa słabsze odczyty NFP z rządu w połączeniu ze zmianą na fotelu prezesa Fed rozbudzają nadzieję na wydłużenia okresu prowadzenia luźnej polityki pieniężnej w USA. W bieżącym tygodniu pojawią odczyty PKB państw w strefie euro, a zza Oceanu nadejdą dane o produkcji przemysłowej oraz o koniunkturze konsumenckiej U. Michigan. Warto także śledzić jutrzejszą wypowiedź J. Yellen w amerykańskim kongresie. W najbliższej przyszłości seria mieszanych danych z gospodarki USA będzie kontynuowana, jednak sytuacja nie powinna pogorszyć się na tyle aby zmusić Fed do odłożenia taperingu na marcowym posiedzeniu. Nadal wierzymy w siłę dolara, który powinien kontynuować stopniowe umocnienie.

## EURUSD technicznie

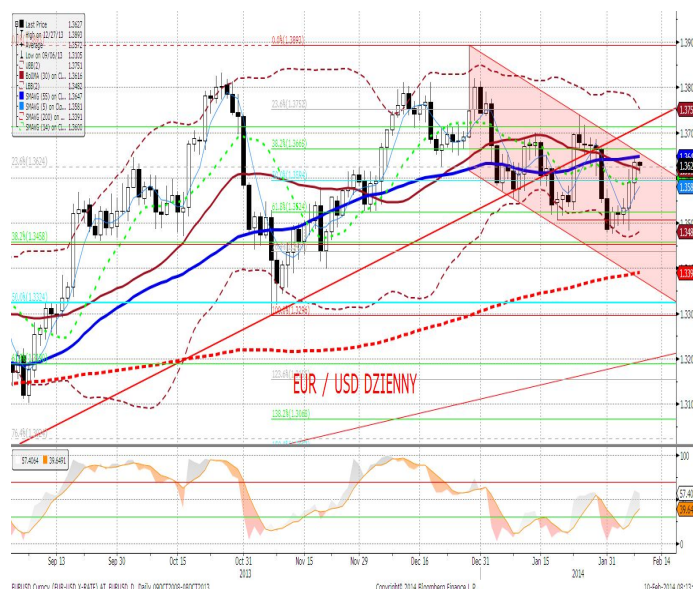
Notowania na wykresie tygodniowym poruszają się w dół w niemrawym trendzie, poprzerętanym mocno wypełnionymi, białymi i czarnymi świecami. Choć trend wzrostowy z połowy 2013 roku jest nadal złamany, ostatnio ubija się dno na poziomie około 1,35 (bez zmian w tendencji spadkowej oscylatora). Na dziennym funkcjonuje kanał spadkowy (jego górne ograniczenie tworzy węzeł z 38,2% Fibo), w który wierzymy i angażujemy się w pozycję short EURUSD (wejście 1,3633, S/L 1,3680).

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,3599   | 1,3832 |
| 1,3524   | 1,3713 |
| 1,3477   | 1,3665 |

### 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

Mimo porannego osłabienia złoty zakończył piątkową sesję blisko kursu otwarcia. Złoty znajduje się już na poziomach sprzed zawirowań na rynkach EM. Opublikowane w piątek dane z amerykańskiego rynku pracy wskazały na niespodziewanie niskie tempo kreacji miejsc pracy (więcej w sekcji analizy). Rozbudzone nadzieje na nieco dłuższy okres prowadzenia luźnej polityki Fed wsparły waluty koszyka EM. Rozpoczynający się dziś tydzień przyniesie serię polskich danych ze sfery realnej. W środę poznamy saldo rachunku obrotów bieżących, w piątek PKB oraz inflację. Przyzwyczailiśmy się już jednak, że krajowe dane wywierają bardzo ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. Do momentu pojawienia się nowego źródła niepewności problemy państw EM będą stopniowo odchodzić w zapomnienie i złoty powróci do poprzedniego trendu powolnego umocnienia.

## EURPLN technicznie

Na wykresie tygodniowym biała świeca sprzed 2 tygodni została w pełni zniesiona (bearish reversal = mocniejszy złoty), a notowania powróciły pod linię trendu. Na tej częstotliwości konkluzja jest spadkowa (cel, na dobry początek, pewnie 4,1238). Na dziennym notowaniu cofnęły się poniżej 61,8% Fibo, a więc to nie korekta w nowo-zapoczątkowanym trendzie wzrostowym, lecz raczej korekta jednorazowego wystrzału w górę. Na wykresie 4h kreśli się dla odmiany lekka dywergencja. Uważamy, że po tak solidnej korekcie w dół notowania prawdopodobnie utkną pomiędzy 4,13/14 a 4,19/20. Odpowiednio zatem dostosowujemy taktykę (sprzedaj EURPLN 4,1850 ze S/L 4,20 oraz kup EURPLN 4,14 S/L 4,13).

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,1695   | 4,2150 |
| 4,1402   | 4,1987 |
| 4,1318   | 4,1868 |

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



\* 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.

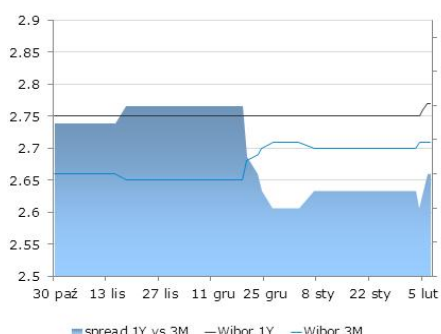


| IRS | BID   | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|-------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 2.815 | 2.87 | ON   | 2.1 | 2.6 | EUR/PLN    | 4.1865 |
| 2Y  | 3.14  | 3.19 | 1M   | 2.5 | 2.7 | USD/PLN    | 3.0857 |
| 3Y  | 3.38  | 3.44 | 3M   | 2.6 | 3.1 | CHF/PLN    | 3.4229 |
| 4Y  | 3.6   | 3.66 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 3.76  | 3.82 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 3.87  | 3.93 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 3.97  | 4.03 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 4.06  | 4.12 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 4.12  | 4.17 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 4.16  | 4.23 |      |     |     |            |        |

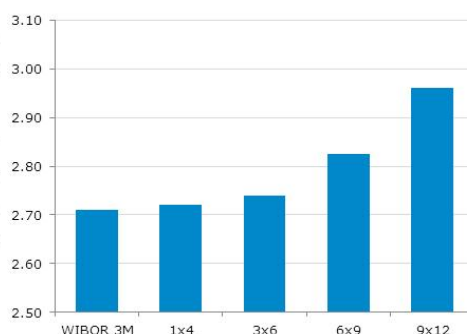
  

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 2.58 | 2.63 | EUR/USD          | 1.3631 |
| 1x4  | 2.67 | 2.72 | EUR/JPY          | 139.53 |
| 3x6  | 2.69 | 2.74 | EUR/PLN          | 4.1730 |
| 6x9  | 2.78 | 2.83 | USD/PLN          | 3.0585 |
| 9x12 | 2.93 | 2.96 | CHF/PLN          | 3.4082 |

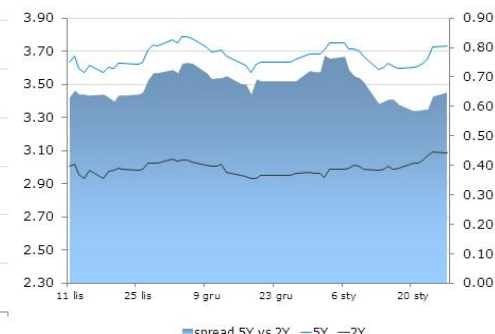
WIBOR 3M i 1Y



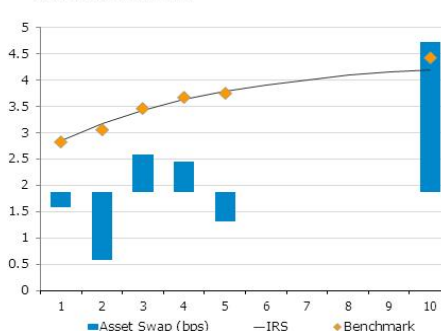
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



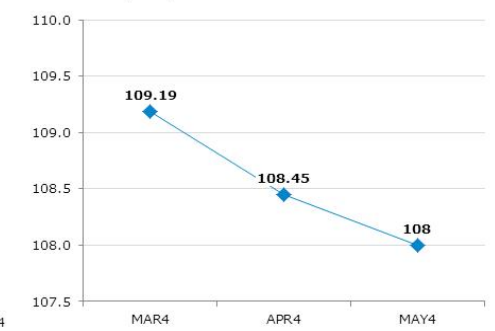
Asset swap i IRS



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.