mBank.pl

1 grudnia 2014

# 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

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
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 | | |
| **1.12.2014 PONIEDZIAŁEK** | | | | | | | |
| 2:00 | CHN | PMI w przemyśle (pkt.) | lis | | 50.5 | 50.8 | 50.3 |
| 9:00 | POL | PMI w przemyśle (pkt.) | lis | 52.0 | 51.0 | 51.2 | |
| 9:50 | FRA | PMI w przemyśle *finalny* (pkt.) | lis | | 47.7 | 47.6 | |
| 9:55 | GER | PMI w przemyśle *finalny* (pkt.) | lis | | 50.0 | 50.0 | |
| 10:00 | EUR | PMI w przemyśle *finalny* (pkt.) | lis | | 50.4 | 50.4 | |
| 10:30 | GBR | PMI w przemyśle (pkt.) | lis | | 53.0 | 53.2 | |
| 14:45 | USA | PMI w przemyśle *finalny* (pkt.) | lis | | 55.0 | 54.7 | |
| 16:00 | USA | ISM w przemyśle (pkt.) | lis | | 57.8 | 59.0 | |
| **2.12.2014 WTOREK** | | | | | | | |
| 11:00 | EUR | PPI r/r (%) | paź | | -1.3 | -1.4 | |
| **3.12.2014 ŚRODA** | | | | | | | |
| | POL | Decyzja RPP (%) | gru | 1.75 | 2.00 | 2.00 | |
| 9:50 | FRA | PMI w usługach *finalny* (pkt.) | lis | | 48.8 | 48.8 | |
| 9:55 | FRA | PMI w usługach *finalny* (pkt.) | lis | | 52.1 | 52.1 | |
| 10:00 | EUR | PMI w usługach *finalny* (pkt.) | lis | | 51.3 | 51.3 | |
| 10:30 | GBR | PMI w usługach (pkt.) | lis | | 56.5 | 56.2 | |
| 11:00 | EUR | Sprzedaż detaliczna m/m (%) | paź | | 0.5 | -1.3 | |
| 14:15 | USA | Zatrudnienie ADP m/m (tys.) | lis | | 222 | 230 | |
| **4.12.2014 CZWARTEK** | | | | | | | |
| 13:00 | GBR | Decyzja BoE (%) | gru | | 0.50 | 0.50 | |
| 13:45 | EUR | Decyzja EBC (%) | gru | | 0.05 | 0.05 | |
| 14:30 | USA | Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 29.11 | | | 313 | |
| **5.12.2014 PIĄTEK** | | | | | | | |
| 8:00 | GER | Zamówienia w przemyśle m/m (%) | paź | | 0.4 | 0.8 | |
| 14:30 | USA | Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.) | lis | | 225 | 214 | |
| 14:30 | USA | Stopa bezrobocia (%) | lis | | 5.8 | 5.8 | |
| 14:30 | USA | Bilans handlowy (mld) | paź | | -41.0 | -43.0 | |
| 16:00 | USA | Zamówienia w przemyśle m/m (%) | paź | | -0.2 | -0.6 | |

## W tym tygodniu...

**Gospodarka polska.** Tydzień rozpoczyna się od publikacji indeksu PMI za listopad. Wprawdzie zachowanie niemieckich wskaźników koniunktury (PMI i Ifo) wskazuje na minimalny spadek polskiego PMI (zgodny z oczekiwaniami rynkowymi), ale w naszej opinii jest to scenariusz mało prawdopodobny. Po pierwsze, wzrosty PMI mają tendencję do grupowania i po dwóch miesiącach wzrostów bardziej prawdopodobna jest ich kontynuacja. Po drugie, PMI w poprzednich miesiącach wskazywał na większą skalę spowolnienia aktywności w przemyśle niż miało to miejsce w rzeczywistości, a dostosowanie indeksu PMI do wskazań innych indeksów koniuntury wymagać będzie wzrostu do ok. 53 pkt. (nie w jednym strzale, oczywiście). Po dobrych danych o PKB i (zakładamy) PMI, problem decyzyjny, przed którym stanie RPP, będzie jeszcze bardziej skomplikowany. Choć w naszej opinii cięcia stóp procentowych jeszcze w Polsce się nie zakończyły, moment ich wystąpienia uważamy za zmienną losową, a na najbliższym posiedzeniu możliwy jest każdy scenariusz (obniżka, brak cięcia, warunkowa zapowiedź cięcia).

**Gospodarka globalna.** Jak zawsze, pierwsze dni miesiąca upłyną pod znakiem EBC i danych z amerykańskiego rynku pracy. Choć ostatnie wypowiedzi przedstawicieli EBC i seria negatywnych zaskoczeń z gospodarki europejskiej rozbudziły nadzieje na rozszerzenie programu skupu aktywów już na grudniowym posiedzeniu (czemu sprzyja zmiana kalendarza spotkań od stycznia), podjęcie takich działań wydaje nam się mniej prawdopodobne już teraz (czyli w czwartek). Z pewnością jednak w łonie EBC doszło do strukturalnej zmiany myślenia na temat procesów inflacyjnych i zagrożeń deflacyjnych, a gołębi ton konferencji jest niemal pewny (absolutnie nie spodziewamy się wycofywania z QE, a nawet można postawić na próby utwierdzania oczekiwań rynkowych odnośnie nieuchronności jego wystąpienia). W Europie przygrywką przed posiedzeniem będą publikacje finalnych odczytów indeksów PMI w przemyśle (poniedziałek) i w usługach (środa) oraz sprzedaży detalicznej w strefie euro (środa). Tradycyjnie już przed publikacją danych z rynku pracy, w odniesieniu do których oczekuje się kolejnego solidnego wzrostu zatrudnienia, zobaczymy dane ADP i ISM, które nadadzą ostatecznego szlifu oczekiwaniom na NFP.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- CHF: Szwajcarzy najprawdopodobniej odrzucili w niedzielnym referendum wszystkie trzy poddane pod głosowanie inicjatywy - zwiększenia rezerw złota, zaostrzenia kwot imigracyjnych, a także zniesienia ulgi podatkowej dla zamożnych cudzoziemców.

| Decyzja RPP (3.12.2014) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. |
|---|---|
| podwyżka 25 bps | 0% |
| stopy bez zmian | 30% |
| obniżka 25 bps | 70% |
| **PROGNOZA mBanku** | **obniżka w XII lub I** |

| Obligacje | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|---|---|---|
| GERGB 10Y | 0.699 | -0.010 |
| USAGB 10Y | 2.178 | -0.020 |
| POLGB 10Y | 2.404 | 0.000 |

Dotyczy benchmarków Reuters

# Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

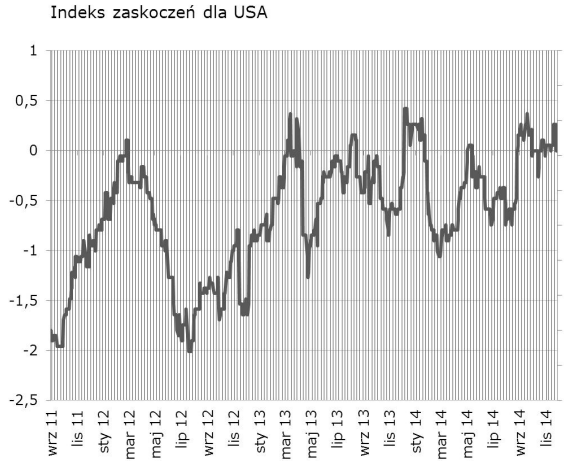
## POLSKA

W górę po danych o bezrobociu i PKB. Polski indeks zaskoczeń najprawdopodobniej zawrócił. W tym tygodniu jedyną okazją do ruszenia indeksem są dane PMI.

## STREFA EURO

W górę po publikacji indeksów Ifo. Europejski indeks zaskoczeń wydaje się konsolidować w okolicy ostatnich minimów. W nowym tygodniu szansę dla poruszenia nim oferują dane o sprzedaży detalicznej i finalne odczyty PMI.

## USA

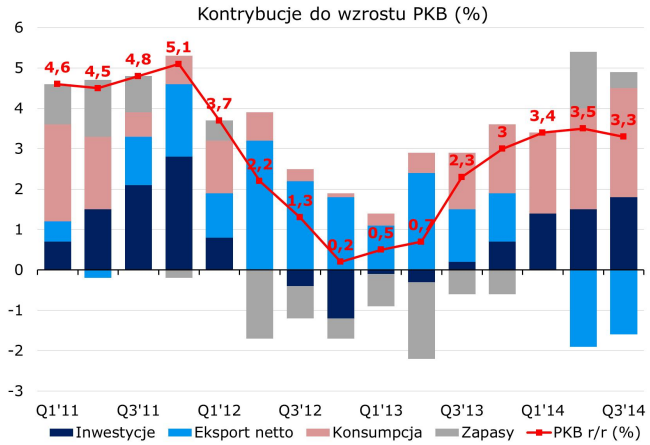



Spadek amerykańskiego indeksu zaskoczeń (Chicago Fed NAI, zamówienia na dobra trwałe, nowe wnioski o zasiłki, koniunktura konsumencka U.Michigan, wydatki konsumenckie - wszystkiego tego nie zdołała zrównoważyć mała pozytywna niespodzianka w indeksie CaseShiller). W nowym tygodniu szansę na odreagowanie stwarzają m.in. dane z rynku pracy i indeksy ISM.

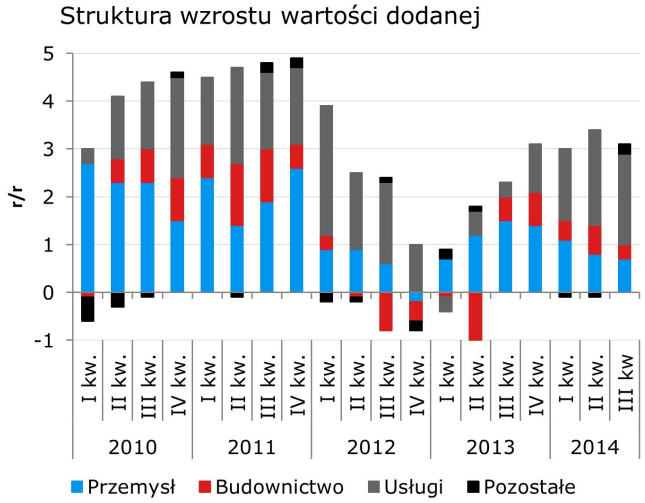
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi sa 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.

## Wzrost PKB potwierdzony na poziomie 3,3%. Dobra struktura wzrostu.

Wzrost PKB w III kwartale potwierdzono na poziomie 3,3%, wskazywaliśmy jednak wielokrotnie, że w świetle bardzo dużych rozbieżności z danymi miesięcznymi kluczowa będzie struktura wzrostu. Tymczasem, okazuje się – ponownie wbrew oczekiwaniom zakładającym wolniejszy wzrost konsumpcji i inwestycji niż w II kwartale – że również struktura wzrostu maluje bardzo optymistyczny obraz polskiej gospodarki. Po pierwsze, konsumpcja prywatna przyspieszyła z 3,1 (zrewidowanych z 2,6%) do 3,3%, pomimo istotnego spowolnienia realnej sprzedaży detalicznej i jedynie stabilnego zachowania dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Po drugie, inwestycje ponownie przyspieszyły, tym razem do 9,9% r/r, wbrew zachowaniu praktycznie wszystkich miesięcznych korelatów inwestycji (sprzedaży hurtowej i detalicznej pojazdów samochodowych, aktywności budowlanej, produkcji dóbr inwestycyjnych, etc.). Bez szczegółowych danych o inwestycjach trudno nam wyrokować na temat skali zaskoczenia w inwestycjach (z pewnością efektu wyborów samorządowych nie było widać w danych o produkcji budowlanej!). Kategorie, którym najczęściej przypisywano odpowiedzialność za niespodziankę, tym razem zachowały się raczej stabilnie: wkład zapasów do wzrostu to skromne 0,4 p.proc.; konsumpcja publiczna wzrosła o 3,5% r/r (co sugeruje jedynie niewielki wzrost wydatkowania przed wyborami samorządowymi); eksport netto drugi miesiąc z rzędu od wzrostu odjął ponad 1,5 p.proc. Summa summarum, popyt krajowy wzrósł o 4,9% r/r.




Z perspektywy polityki pieniężnej i rynków finansowych wszystko to antyczna przeszłość i kluczowe będą perspektywy wzrostu w kolejnych kwartałach. Niemniej rewizje w danych o PKB znacząco zmieniają punkt zaczepienia dla prognoz, a także – niestety – organizację myślenia o motorach funkcjonowania polskiej gospodarki. Obserwowana struktura wzrostu sugeruje, że gospodarka jest w stanie funkcjonować na wysokim biegu nawet w warunkach, gdy dwa najbardziej cykliczne sektory (budownictwo i przemysł) trwają w wielomiesięcznej stagnacji – w niemalże cudowny sposób ich niedostatki są rekompensowane przez „niematerialną gospodarkę", tj. usługi. Biorąc pod uwagę stabilne momentum w danych PKB (nie ma ani śladu istotnego spowolnienia głównych agregatów w ujęciu kw/kw) i brak jednorazowych czynników, na których odwrócenie można by liczyć, należy spodziewać się, że przyzwoity wzrost zostanie utrzymany w również w IV kwartale. 2015 rok, pomimo niezaprzeczalnych istotnych ryzyk globalnych ostatecznie powinien przynieść więcej pozytywnych impulsów dla gospodarki (niskie ceny ropy, inwestycje infrastrukturalne, możliwe przyspieszenie wzrostu w strefie euro po bezkompromisowym działaniu ECB).




Szybki wzrost PKB i jego zdrowa struktura, w powiązaniu z wciąż oddalającymi się perspektywami osiągnięcia celu inflacyjnego (obecnie można oczekiwać, że ujemne odczyty inflacji będą nam towarzyszyć aż do połowy 2015 roku) komplikują perspektywę dla polityki monetarnej. RPP reagować będzie albo na kolejne słabsze dane makro (dane miesięczne ciągle wskazują na neutralne momentum w gospodarce) albo realizację scenariusza umocnienia złotego (tu na pierwszy plan wybija się kontekst europejski). Jak powszechnie wiadomo decyzja zależy w tym momencie od jednej członkini Rady, stąd ciężko przesądzić o jej umiejscowieniu w czasie.

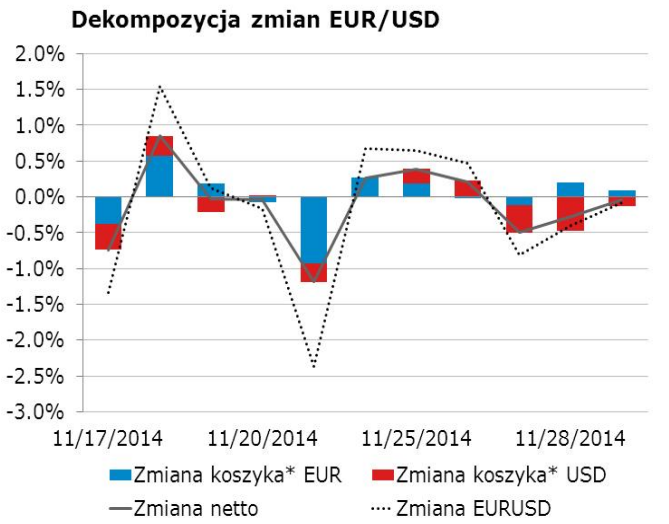
## EURUSD fundamentalnie

Seria słabszych danych ze strefy euro oraz Draghi i Constancio otwarcie mówiący o możliwości wprowadzenia QE to czynniki utrzymujące niskie notowania EURUSD, nawet przy pewnej zadyszce amerykańskich danych. Zresztą, inwestorzy zdają się i tak głównie wierzyć w rozpędzenie amerykańskiej gospodarki i dobre dane traktują jako pewnik, słabsze ignorują - ciekawa konstelacja; dzięki mocniejszemu dolarowi inwestorzy na rynku stopy mają niższe rentowności. Kluczem do zachowania EURUSD jest ECB. Czekamy na gołębią konferencję. Zapowiedzenie QE spowoduje natychmiastowy ruch w dół w wycenach EUR, a odłożenie go w czasie - ruch z opóźnieniem, z wyższych poziomów (jednak naszym zdaniem ciągle pewny), w reakcji na słabsze dane. Strategicznie stawiamy na słabsze EURUSD, jednak na obecnych poziomach pozycjonowanie sprawia, że ruch może stracić dynamikę i być podatny na gwałtowne, lecz krótkie korekty.

## EURUSD technicznie

Na wykresie tygodniowym, podobnie jak na dziennym, EURUSD uformował podwójne dno. W układzie doborym notowania „skapują"w dół po odbiciu od linii trendu spadkowego, aczkolwiek momentum jest na tyle wątłe, że ruch w ogóle nie odznaczył się na oscylatorze. Na 4H notowania ponownie znalazły się poniżej MA55 (która to średnia zdążyła już zadziałać jako skuteczny opór) i szanse na kolejną falę spadkową wyglądają wcale dobrze (najbliższe wsparcia: 1,24 i 1,2358). Poza wciąż obowiązującą dywergencją z dziennego nie ma wyraźnych sygnałów odwrócenia. Z tego względu zostawiamy naszą pozycję bez zmian (z T/P ustawionym na dość skromny zarobek, gdy już do niego dojdzie).

| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 1,2358 | 1,2684 |
| 1,2043 | 1,2560 |
| 1,1877 | 1,2474/83 |




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

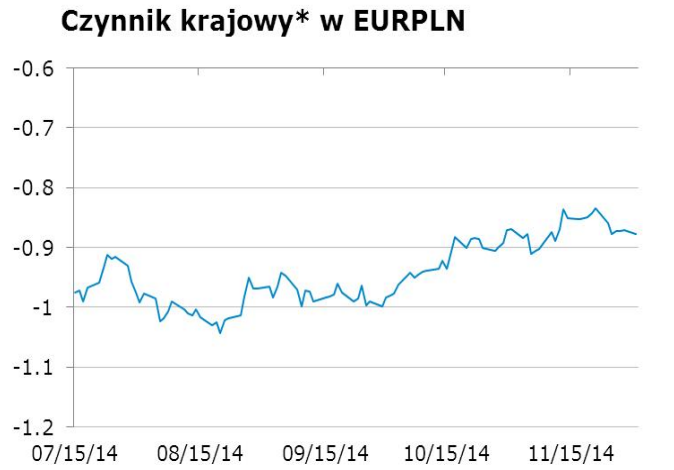
## EURPLN fundamentalnie

Dla EURPLN liczy się w tym tygodniu przede wszystkim sekwencja danych. Do środy prym wieść będą czynniki krajowe: dzisiejsza publikacja PMI oraz środowa RPP. Jeśli zgodnie z naszymi oczekiwaniami PMI będzie wyższy, rynek wyceni także brak obniżki stóp i w konsekwencji złoty może się umocnić. Gorszy PMI z kolei może podwójnie zaszkodzić złotemu. Losową decyzję RPP zostawiamy na boku, dość powiedzieć, że obniżka wycenia się co najmniej w 2/3 zaś wciąż cykl ma się składać z dodatkowych 50 punktów obniżek. Przestrzeń do zaskoczenia jest spora, jednak nie wierzymy, że rynek jest w stanie w obecnym otoczeniu zapomnieć całkowicie o cięciach, nawet w obecnym rozgardiaszu decyzyjnym w RPP. Nie wierzymy zatem w umocnienie złotego poniżej 4,16 bez wsparcia ze strony ECB. Z kolei gdyby pojawiły się i słabsze dane i obniżka stóp (4,20 w takim wypadku może zostać złamane) warto obstawić bardziej gołębi ECB i słabsze piątkowe NFP, bo rynek wydaje się szczególnie napalony na lepsze amerykańskie dane.

## EURPLN technicznie

EURPLN dotarł na wykresie tygodniowym do skrzyżowania MA200 i MA55 i tam utknął (a w tym roku ta pierwsza średnia pełniła funkcję wsparcia bardzo dobrze). Na dziennym kurs konsoliduje się tuż pod MA200 / FIBO 38,2% (4,1820/36) i, incydentalnie, jest to ta sama okolica, w której EURPLN zrobił sobie przerwę na przełomie września i października, zanim rozpoczął ostatnią serię wzrostów. Na 4H kurs mozolnie pnie się w górę i po złamaniu Ma200D powinien ruszyć w górę. Najbliższe opory to dla EURPLN skrzyżowanie MA55D, Fibo i Ma200 na 4H (4,2031/50/58). Nasza pozycja long na razie na skromnym plusie. Czekamy, wiedząc że chroni nas mocna strefa wsparć (S/L 4,16).

| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 4,1660 | 4,2412 |
| 4,1592 | 4,2031 |
| 4,1465 | 4,1826 |




* 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 | 1.775 | 1.82 |
| 2Y | 1.75 | 1.79 |
| 3Y | 1.75 | 1.78 |
| 4Y | 1.8 | 1.83 |
| 5Y | 1.86 | 1.89 |
| 6Y | 1.93 | 1.96 |
| 7Y | 1.99 | 2.02 |
| 8Y | 2.06 | 2.09 |
| 9Y | 2.13 | 2.16 |
| 10Y | 2.19 | 2.22 |

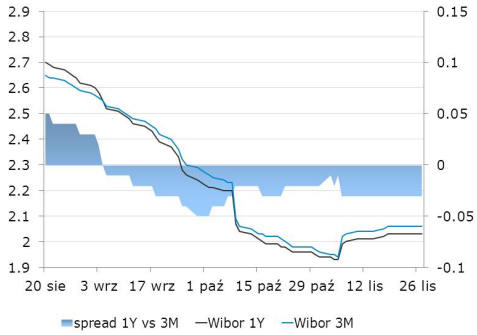
| depo | BID | ASK |
|---|---|---|
| ON | 2.3 | 2.6 |
| 1M | 1.8 | 2.3 |
| 3M | 1.8 | 2.1 |

| FRA | BID | ASK |
|---|---|---|
| 1x2 | 1.94 | 1.99 |
| 1x4 | 1.93 | 1.99 |
| 3x6 | 1.75 | 1.81 |
| 6x9 | 1.61 | 1.67 |
| 9x12 | 1.61 | 1.67 |

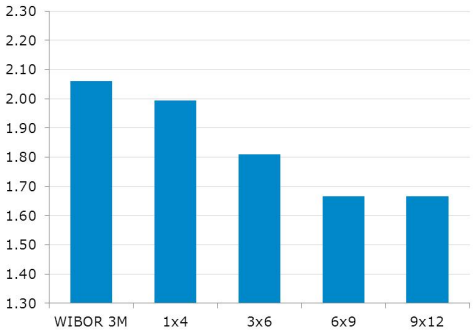
| Fixing NBP | |
|---|---|
| EUR/PLN | 4.1814 |
| USD/PLN | 3.3605 |
| CHF/PLN | 3.4788 |

| Poziomy otwarcia | |
|---|---|
| EUR/USD | 1.2455 |
| EUR/JPY | 147.61 |
| EUR/PLN | 4.1806 |
| USD/PLN | 3.3520 |
| CHF/PLN | 3.4726 |

**WIBOR 3M i 1Y**

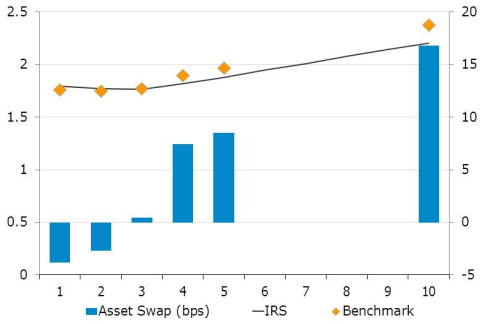



**WIBOR 3M i stawki FRA**



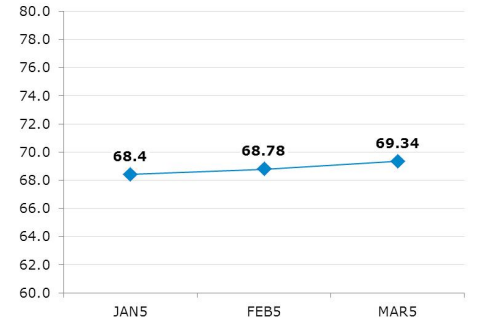

**IRS 5Y i 2Y**

**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 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.