

12 stycznia 2015

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		
12.01.2015 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
13.01.2015 WTOREK							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	gru		0.7	1.0	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	lis	13550	13455	14728	
14:00	POL	Import (mln EUR)	lis	13450	13365	14672	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	lis	-282	-450	-435	
14.01.2015 ŚRODA							
8:45	FRA	CPI r/r (%)	gru		0.0	0.3	
9:00	HUN	CPI r/r (%)	gru		-0.4	-0.7	
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lis		0.3	0.1	
	POL	Decyzja RPP (%)	sty	2.00	2.00	2.00	
14:00	POL	M3 r/r (%)	gru	8.6	8.2	8.4	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	gru		0.1	0.7	
20:00	USA	Beżowa księga	sty				
15.01.2015 CZWARTEK							
0:50	JAP	Zamówienia na maszyny m/m (%)	lis		4.6	-6.4	
10:00	GER	PKB r/r (%)	2014		1.5	0.1	
14:00	POL	CPI r/r (%)	gru	-0.9	-0.9	-0.6	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	sty		5.00	-3.58	
14:30	USA	PPI r/r (%)	gru		1.0	1.4	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.01			294	
16:00	USA	Wskaźnik Philly Fed (pkt.)	sty		20.0	24.3 (r)	
16.01.2015 PIĄTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	gru	0.5	0.5	0.4	
14:30	USA	CPI r/r (%)	gru		0.7	1.3	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		0.0	1.3	
16:00	USA	Koniunktura kons. U.Michigan (pkt.)	stv		94.1	93.6	

W tym tygodniu...

Gospodarka polska. Ze względu na układ kalendarza posiedzenie RPP odbywa się dopiero w tym tygodniu. Choć od dłuższego czasu powtarzamy, że obniżki nie można wykluczyć na żadnym z posiedzeń, wznowienie cięć w styczniu jest mało prawdopodobne z uwagi na percepcję wciąż solidnego wzrostu gospodarczego i niedawne osłabienie złotego, które część członków Rady uważa za substytut cięć stóp procentowych. Publikowane dzień później dane o inflacji powinny jednak potwierdzić pogłębianie się deflacji (wynik niższych cen paliw i stabilizacji inflacji bazowej) i oddalanie perspektyw powrotu inflacji do celu. Tydzień rozpocznie się jednak od publikacji danych o bilansie płatniczym. Prognozowane zawężenie salda obrotów bieżących to - przy niezmiennym saldzie handlowym - efekt sezonowy w pozostałych kategoriach bilansu.

Gospodarka globalna. Najważniejszym dla rynków wydarzeniem będzie decyzja ECJ w sprawie OMT (środa). Poza tym tydzień upłynie pod znakiem publikacji grudniowych danych o inflacji w krajach rozwiniętych (wtorek - Wielka Brytania, środa - Francja, czwartek - PPI w USA, piątek - CPI w USA), pozostających pod silnym, negatywnym wpływem niskich cen ropy na rynkach globalnych. Warto dodać, że to nie koniec napędzanej ropą dezinflacji, a większości z nich tanie paliwa sprowadzą inflację poniżej zera. W strefie euro warto ponadto zwrócić uwagę na dane o produkcji przemysłowej (środa), które powinny potwierdzić słabą kondycję europejskiego przemysłu w IV kwartale. W Stanach Zjednoczonych kalendarz wypełniają zarówno „twarde” dane, jak i pierwsze odczyty koniunktury za 2015 rok. Pierwsza kategoria to dane o produkcji przemysłowej (po bardzo mocnym listopadzie grudzień przyniósł prawdopodobnie stabilizację produkcji) i sprzedaży detalicznej (podobnie, jak w listopadzie, niskie ceny paliw obniżają dynamikę sprzedaży, ale kategorie bazowe mogą zaskoczyć na plus). Indeksy koniunktury (czwartkowe Philly Fed i Empire State oraz piątkowe dane o koniunkturze konsumenckiej) powinny z kolej potwierdzić wysokie nastroje przedsiębiorców i konsumentów w USA.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **USA:** Liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w grudniu wzrosła o 252 tys., podczas gdy w listopadzie wzrosła o 353 tys., po korekcie.
- **Polska Izba Handlu:** Sprzedaż detalicznych sklepów FMCG w grudniu wzrosła o 4 proc. rdr, a w ujęciu mdm wzrosła o 16,5 proc..

Decyzja RPP (14.01.2015)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.506	0.004
stopy bez zmian	70%	USAGB 10Y	0.000	-0.019
obniżka 25 bps	30%	POLGB 10Y	2.313	0.000
PROGNOZA mBanku		stopy bez zmian		
Dotyczy benchmarków Reuters				

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



PMI bez niespodzianek, a polski indeks zaskoczeń nie może uformować zdecydowanego trendu wzrostowego. W nowym tygodniu szansę na poruszeniem indeksem zaskoczeń mają dane o inflacji (i może to być negatywna niespodzianka).

STREFA EURO

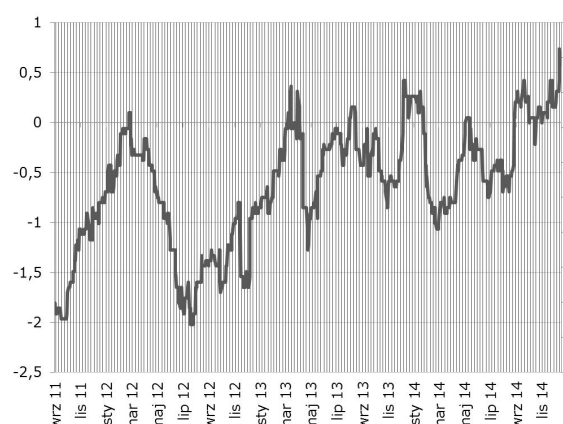
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



W dół po danych PMI w usługach i po publikacji inflacji PPI w strefie euro, w górę po danych o sprzedaży detalicznej w Niemczech. Europejski indeks zaskoczeń wciąż pozostaje w trendzie spadkowym, bez wyraźniejszych korekt. W nowym tygodniu zaskoczyć mogą dane o produkcji przemysłowej w strefie euro.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA



Nieznaczna korekta amerykańskiego indeksu zaskoczeń (indeks ISM w usługach). Kalendarz w nowym tygodniu obfituje w wydarzenia (indeksy koniunktury, inflacja sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa), stąd okazji do zaskoczeń będzie mnóstwo.

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 na oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Inflacja w Czechach niżej. Czujemy się komfortowo z prognozą inflacji -0,9-1,0% w grudniu.

Inflacja w Czechach wyniosła w grudniu -0,1% m/m, zgodnie z oczekiwaniami analityków (wskaźnik roczny był o 0,1pp niższy). Spadki wygenerowane zostały głównie przez ceny paliw (ponad 5% procentowy spadek) przy stabilnych cenach pozostałych kategorii (płasko lub lekkie wzrosty).

Szybki przegląd kategorii bazowych sugeruje, że nasze prognozy dla Polski nie wymagają poprawek. Porównanie poszczególnych kategorii cen żywności jest już jednak nietrywialne. O ile wyniki w Czechach są spójne z tym, co zaobserwowaliśmy na targowiskach w Polsce w zakresie cen mięs i nabiału (kategorie te zwykle słabo korelują się wzajemnie pomiędzy krajami; amplituda wahań także znacząco się różni), istotne różnice widzimy w cenach warzyw (w Czechach lekki spadek, w Polsce targowiska sugerują wzrosty) i owoców (w Czechach wzrosty, w Polsce spadki).

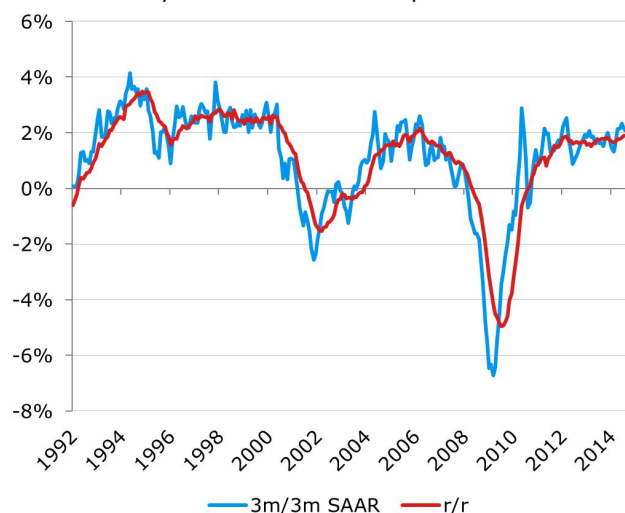
Nie pozostaje zatem nic innego jak pozostanie przy relacjach modelowych na całym agregacie żywności (wspomniane rozbieżności w szczegółach mogą się łatwo znieść, gdyby faktycznie ceny warzyw i owoców w Polsce miały podążać wzorcem czeskim i można je w agregacie zaniedbać). Relacje te sugerują niewielkie ryzyka w dół od prognozy modelowej 0,6% (okolice 0,4-0,5%). Z kolei mechaniczne porównanie odczytów w roku 2013 i 2014 (listopad, grudzień) w Czechach (dzięki takiemu spojrzeniu uwalniamy się od uśredniania efektów sezonowych) sugeruje trwale rozbieżności pomiędzy tymi miesiącami w latach w Czechach (in minus 0,4pp). Gdyby ten wzorec powtórzyć w Polsce, nasza oryginalna prognoza cen żywności na poziomie 0,1-0,2% m/m byłaby trafna.

Niestety taka wartość sprawia też, że cała prognoza znajduje się „na ostrzu noża” (kwestie zaokrągleń) co przy niepewności dot. dokładnej skali przełożenia silnych spadków cen paliw na spadkach na wskaźnik GUS sugeruje obstawienie przedziału inflacji w Polsce w grudniu -0,9%-1,0% r/r.

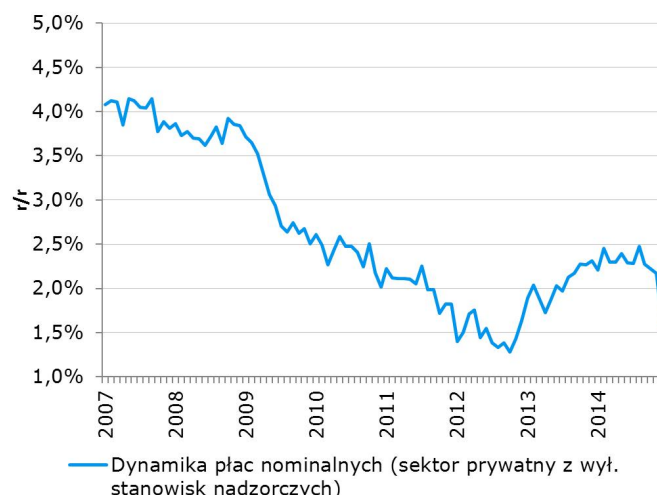
USA: Kolejny dobry raport z rynku pracy, ale... gdzie te płace?

W grudniu w amerykańskiej gospodarce przybyło 252 tys. miejsc pracy, nieznacznie powyżej konsensusu opiewającego na ok. 240 tys. nowych etatów. Dane za poprzednie miesiące zostały również zrewidowane w górę, a listopadowy przyrost zatrudnienia to już 353 tys. Tym samym, 2014 okazał się być najlepszym rokiem na rynku pracy od 1999 roku, a dynamika zatrudnienia sięga już poziomów ostatnio notowanych w latach 90-tych (ponad 2% r/r). Solidnie wygląda struktura sektorowa: +17 tys. w przemyśle, +48 tys. w budownictwie, +15 tys. w wyprzedzającej dla całego agregatu sekcji usług wspierających. W danych nie widać (jeszcze) zwolnień pracowników w sektorze naftowym związanych z wygaszaniem części wysokokosztowych operacji w związku z niskimi cenami ropy naftowej.

Dynamiki zatrudnienia poza rolnictwem



Ponownie (i jest to już regułą) in plus zaskoczyły dane o bezrobociu – stopa bezrobocia w grudniu wyniosła już tylko 5,6% i jest niższa nie tylko od aktualnych prognoz analityków, ale również od projekcji FOMC (o 0,2 p. proc. od ścieżki centralnej) i od wieloletniej średniej. W grudniu zawężyły się również wszystkie miary niewykorzystania zasobów pracy, a dla osób zatrudnionych wydłużył się tydzień pracy. I ten cukierkowy obraz byłby jednoznaczny, gdyby nie zachowanie płac. Wzrost (r/r) wynagrodzeń godzinowych w sektorze prywatnym wyhamował z 1,9% do 1,7%, a wśród „szeregowych” pracowników – z 2,2% do marnego 1,6% (-0,4% m/m – to wygląda jak jednorazowy wystrzał). Tak rozczarowujący wzrost płac trudno pogodzić z postępem, jaki przez ostatnie lata dokonał się na rynku pracy i faktem, że stopa bezrobocia znajduje się blisko NAIRU (czyli szacunkowego poziomu, przy którym powinien pojawić się wzrost płac).



W takiej sytuacji można pytać, czy wzrost płac może kiedykolwiek się pojawić w gospodarce amerykańskiej (jak bardzo musi się poprawić sytuacja na tamtejszym rynku pracy?). Być może, jak wskazuje wzrost płac jest zaniżany przez efekty kompozycyjne: zasób pracujących w Stanach Zjednoczonych odmładnia się, a nowo zatrudniani pracownicy (młodzi, niedoświadczeni) otrzymują niższe wynagrodzenia niż odchodzący na emeryturę

przedstawiciele pokolenia powojennego wyżu; wzrost płac wówczas pojawi się, gdy nowo zatrudniani zaczną (co jest typowe w cyklu życia) zarabiać więcej. Jakakolwiek przyczyna nie stałaby za niskim wzrostem płac, faktem jest, że w chwili obecnej po prostu go nie ma, a wszelkie alternatywne miary dynamiki wynagrodzeń pozostają niskie. Czy w tej sytuacji Fed może szykować się do podwyżek stóp procentowych? Sądząc po reakcji rynkowej (spadek krótkich i długich stóp procentowych), większość uczestników rynku wydaje się powątpiewać przynajmniej w scenariusz rychłych podwyżek (kwiecień, czerwiec). I choć ostrożność wbudowana w pokryzysową politykę pieniężną nakazywałaby obserwację i zwleknięcie z podwyżkami, warto odnotować, że temat płac w ostatnich tygodniach zniknął z komunikacji Fed (włącznie z konferencją J.Yellen z grudnia).

Od wskazywanego za możliwy przez Fed terminu rozpoczęcia normalizacji polityki pieniężnej dzielą na co najmniej dwa posiedzenia. W okresie tym rynek pod wpływem danych o płacach i przede wszystkim inflacji (minima dopiero przed nami) może kontestować zarówno skalę, jak i termin rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp.

EURUSD fundamentalnie

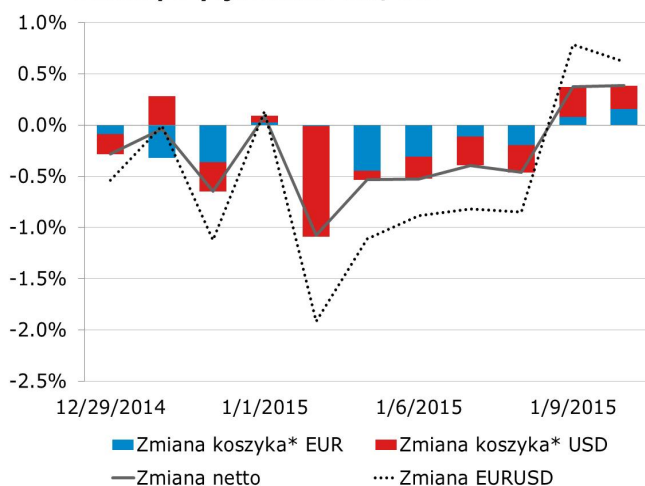
Ważny tydzień dla EURUSD wraz z decyzją ECJ o OMT (środa). W tle toczyć się będą publikacje inflacyjne (ryzyka przeważone w dół) i ze sfery realnej (USA ryzyka zbilansowane, strefa euro - drugi garnitur danych, ryzyka w dół); przemówią także członkowie FOMC (Lockhart, Kocherlakota, Plosser). Informacje napływające ze strony ECB (oraz poszczególne raporty banków inwestycyjnych) mogą sugerować, że gra na QE może chwilowo się zatrzymać z uwagi na rozwodnienie programu lub wrzucić bieg wsteczny (środa i ryzyko związane z ECJ). W tym kontekście ryzykiem na nadchodzący tydzień jest ryzyko umocnienia EUR (awersja do ryzyka w wersji no-brainer). Nie będziemy grali jeszcze rozpadu strefy euro, lecz ewentualne rozszerzenie spreadów; na pierwszy element przyjdzie jeszcze czas w trakcie greckich wyborów (25 stycznia).

EURUSD technicznie

Wykres tygodniowy to trend spadkowy pełną parą. Niemniej po przekroczeniu 1,1877 na tym obrazie pojawiają się pierwsze rysy (dolny cień na świecy, czego dawno nie było). W końcu też notowania zrobiły sobie przerwę w marszu w dół. Na dziennym jednak nie widać dywergencji, co sugeruje, że zasięg ruchu ma (na razie) dość lokalny charakter i korekta powinna zamknąć się na średnich (obecny poziom lub MA55 1,1950) lub wcześniejszych Fibo (1,2066). Obrazek jest jednak za mało przekonujący, aby skłonić nas do kupowania EURUSD...

Wsparcie	Opór
1,1754	1,2090
1,1640	1,2066
1,1213	1,1955

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN znajdzie się pod wpływem decyzji RPP (bez zmian, ale ryzyko obniżki będzie nam towarzyszyć na każdym posiedzeniu) oraz inflacji (niski odczyt na minusie potwierdzi deflacyjny trend). W połączeniu z ryzykami na EURUSD (patrz fragment na poprzedniej stronie) widzimy środowisko dla słabszego złotego, tym bardziej że na poziomach 4,25-26 mogą być budowane pozycje rynkowe long EURPLN powodowane przeświadczeniem o istnieniu przedziału wahań o takich właśnie poziomach wsparć.

EURPLN technicznie

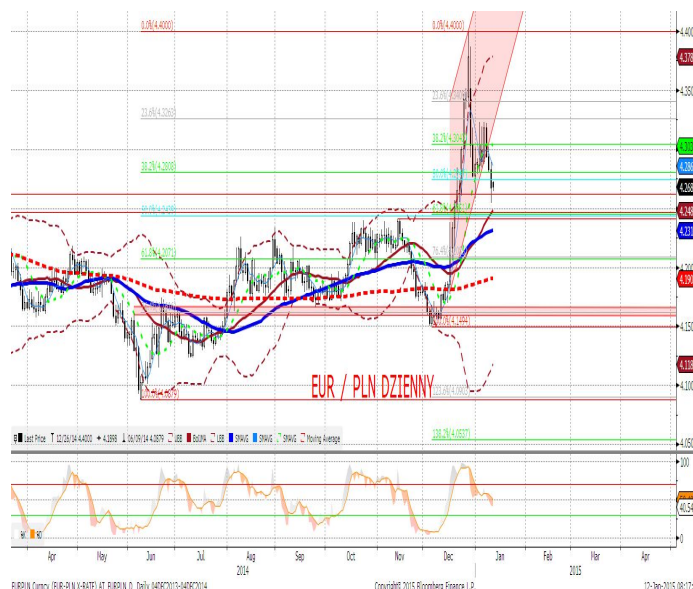
Okolice 4,25 są na tygodniowym ładnie podparte (cienie 3 ostatnich świec właśnie tam się zatrzymały), oscylator powraca do wzrostów. Na dziennym notowaniu zbliżyły się do średniej MA30 oraz 61,8 fibo. Wygląda na to, że na takim interwale ruch w dół jest powoli kontynuowany (uwaga jednak na popyt uaktywniający się nagle na 4,25/26 co pokazują dwa cienie). Dywergencja na 4h skłania nas do zakupów EURPLN po 4,2672 z bliżej nieokreślonym celem (może nawet 4,40, jednak na razie dywergencja na 4h sygnalizuje raczej lokalny zasięg), S/L 4,24).

Wsparcie	Opór
4,2451	4,3233
4,2412	4,3043
4,2071	4,2915

Czynnik krajowy* w EURPLN



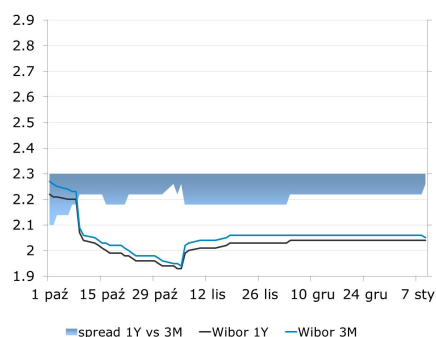
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



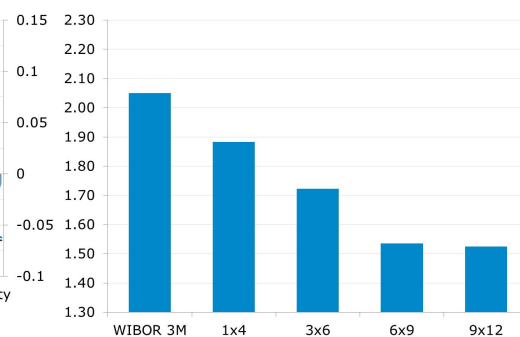
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.685	1.73	ON	1.8	2.1	EUR/PLN	4.2837
2Y	1.66	1.70	1M	1.9	2.1	USD/PLN	3.6252
3Y	1.66	1.69	3M	1.9	2.1	CHF/PLN	3.5663
4Y	1.73	1.75					
5Y	1.79	1.82					
6Y	1.86	1.89					
7Y	1.92	1.95					
8Y	1.98	2.00					
9Y	2.02	2.06					
10Y	2.06	2.10					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.89	1.94	EUR/USD	1.1837
1x4	1.84	1.88	EUR/JPY	140.30
3x6	1.68	1.72	EUR/PLN	4.2660
6x9	1.50	1.54	USD/PLN	3.6026
9x12	1.49	1.53	CHF/PLN	3.5525

WIBOR 3M i 1Y



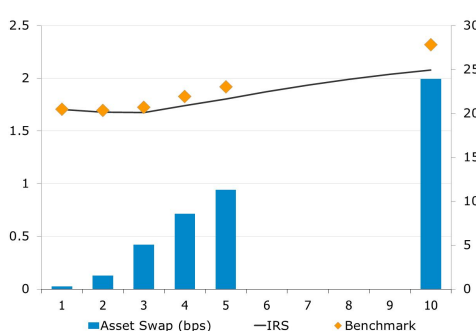
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



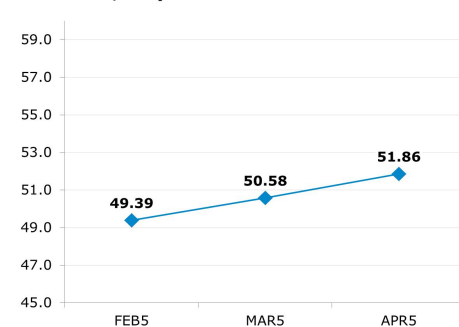
Asset swap i IRS



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 informacji 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.