

28 stycznia 2015

# 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)

Karol Klimas  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[karol.klimas@mbank.pl](mailto: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 |             |        |
| 26.01.2015 PONIEDZIAŁEK |      |                                        |       |          |           |             |        |
| 10:00                   | GER  | Indeks Ifo - oczekiwania (pkt.)        | sty   |          | 102.5     | 101.4 ( r ) | 102.0  |
| 10:00                   | GER  | Indeks Ifo - sytuacja bieżąca (pkt.)   | sty   |          | 111.0     | 110.0 ( r ) | 111.7  |
| 27.01.2015 WTOREK       |      |                                        |       |          |           |             |        |
| 10:00                   | POL  | PKB r/r (%)                            | 2014  | 3.3      | 3.3       | 1.7 ( r )   | 3.3    |
| 10:00                   | POL  | Sprzedaż detaliczna r/r (%)            | gru   | 1.2      | 2.2       | -0.2        | 1.8    |
| 10:00                   | POL  | Stopa bezrobocia (%)                   | gru   | 11.5     | 11.6      | 11.4        | 11.5   |
| 10:30                   | GBR  | PKB kw/kw (%)                          | Q4    |          | 0.6       | 0.7         | 0.5    |
| 14:00                   | HUN  | Decyzja banku centralnego (%)          | sty   |          | 2.10      | 2.10        | 2.10   |
| 14:30                   | USA  | Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)     | gru   |          | 0.3       | -2.1 ( r )  | -3.4   |
| 15:00                   | USA  | Indeks CaseShiller r/r (%)             | lis   |          | 4.30      | 4.47        | 4.31   |
| 16:00                   | USA  | Sprzedaż domów na r. pierwotnym (tys.) | gru   |          | 450       | 431 ( r )   | 481    |
| 16:00                   | USA  | Wsk. koniunktury kons. CB (pkt.)       | sty   |          | 95.5      | 93.1 ( r )  | 102.9  |
| 28.01.2015 ŚRODA        |      |                                        |       |          |           |             |        |
| 8:00                    | GER  | Wsk. koniunktury kons. GfK (pkt.)      | lut   |          | 9.1       | 9.0         |        |
| 20:00                   | USA  | Decyzja FOMC (%)                       | sty   |          | 0.25      | 0.25        |        |
| 29.01.2015 CZWARTEK     |      |                                        |       |          |           |             |        |
| 9:55                    | GER  | Stopa bezrobocia (%)                   | sty   |          | 6.5       | 6.5         |        |
| 10:00                   | EUR  | M3 r/r (%)                             | gru   |          | 3.4       | 3.1         |        |
| 11:00                   | EUR  | Wskaźnik ESI (pkt.)                    | sty   |          | 101.5     | 101         |        |
| 14:00                   | GER  | CPI r/r wstępny (%)                    | sty   |          | -0.1      | 0.2         |        |
| 14:30                   | USA  | Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)  | 24.01 |          |           | 307         |        |
| 16:00                   | USA  | Umowy na sprzedaż domów m/m (%)        | gru   |          | 0.5       | 0.8         |        |
| 30.01.2015 PIĄTEK       |      |                                        |       |          |           |             |        |
| 0:30                    | JAP  | Stopa bezrobocia (%)                   | gru   |          | 3.5       | 3.5         |        |
| 0:30                    | JAP  | CPI r/r (%)                            | gru   |          | 2.3       | 2.4         |        |
| 9:00                    | SPA  | PKB kw/kw (%)                          | Q4    |          | 0.6       | 0.5         |        |
| 11:00                   | EUR  | Stopa bezrobocia (%)                   | gru   |          | 11.5      | 11.5        |        |
| 11:00                   | EUR  | CPI r/r (%)                            | sty   |          | -0.5      | -0.2        |        |
| 14:00                   | POL  | Oczekiwania inflacyjne NBP (%)         | sty   | 0.1      | 0.1       | 0.2         |        |
| 14:30                   | USA  | PKB kw/kw pierwszy (%)                 | Q4    |          | 3.0       | 5.0         |        |
| 15:45                   | USA  | Chicago PMI (pkt.)                     | sty   |          | 58.0      | 58.8 ( r )  |        |
| 16:00                   | USA  | Wsk. koniunktury kons.UM (pkt.)        | sty   |          | 98.2      | 98.2        |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka globalna.** Dziś decyzję ws. polityki pieniężnej podejmie Fed. Nie należy się oczywiście spodziewać zmian parametrów w polityce pieniężnej, pewnym drobnym modyfikacjom może za to ulec komunikat FOMC. Fed zapewne odnotuje postęp na rynku pracy (podkreślając jednocześnie, że jest wciąż niedostateczny) i trudno spodziewać się, aby niedawne negatywne niespodzianki w danych ze sfery realnej (sprzedaż detaliczna, zamówienia na dobra trwałe) znalazły wpływ na całościową ocenę gospodarki. Jest jednak prawdopodobne, że w ocenie procesów inflacyjnych (lub opisie gospodarki) znajdą się odniesienia do niższej inflacji. To także posiedzenie w nowym składzie, przechylone bardziej w kierunku gołębi.

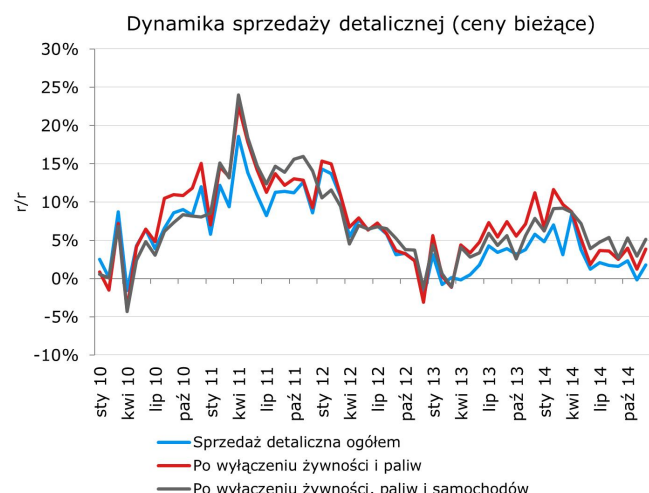
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Chojna-Duch: Głębszej analizy ostatnich zjawisk w gospodarce należy dokonać na bazie marcowej projekcji NBP.
- GUS: Produkt Krajowy Brutto wzrósł w 2014 roku o 3,3 proc., po wzroście o 1,7 proc. w 2013 roku.
- GUS: Sprzedaż detaliczna w grudniu wzrosła o 1,8 proc. w ujęciu rdr, a mdm wzrosła o 19,6 proc.
- HUN: Bank centralny (NBH) zgodnie z oczekiwaniami pozostawił stopy procentowe bez zmian. Główna stopa wciąż wynosi 2,1 proc.
- USA: Zamówienia na dobra trwałe w grudniu spadły mdm o 3,4 proc., po tym jak w miesiąc wcześniej spadły o 2,1 proc. mdm po rewizji ze spadku o 0,7 proc. mdm.

| Decyzja RPP (04.02.2015) |  | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. |  | Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|--------------------------|--|------------------------------------------------------------------|--|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps          |  | 0%                                                               |  | GERGB 10Y                   | 0.388        | 0.000        |
| stopy bez zmian          |  | 70%                                                              |  | USAGB 10Y                   | 1.821        | -0.005       |
| obniżka 25 bps           |  | 30%                                                              |  | POLGB 10Y                   | 2.104        | -0.079       |
| <b>PROGNOZA mBanku</b>   |  | <b>obniżka 25 pb</b>                                             |  | Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

## Sprzedaż detaliczna wzrosła szybciej, lecz kompozycja pozostała marna. Odczyt PKB za cały rok potwierdza nasze oczekiwania odnośnie delikatnego spowolnienia wzrostu na przełomie roku.

**Sprzedaż detaliczna** wzrosła w grudniu o 1,8% r/r wobec -0,2% w poprzednim miesiącu. Odczyt był mniej więcej zgodny z konsensusem rynkowym i wyższy od naszej prognozy. Struktura sprzedaży pozostaje słaba. Wygenerowane przyspieszenie wynika z nieznacznego odbicia sprzedaży samochodów (drobniutkie odchylenie in plus od sezonowego wzorca, a więc z dużą dozą prawdopodobieństwa po prostu szum) oraz znacznie wyższej realizacji sprzedaży żywności, która zawsze w grudniu podlega tak dużym wahaniom, że trafienie konkretnej wartości jest bardzo trudne. Z drugiej strony, bardzo słabo wypadły dobra trwałe (z dynamiki rządu +3,7% nagle zrobiło się -3,3%). Trudno na podstawie tej kompozycji sprzedaży ferować daleko idące wnioski na temat nagłego odbicia sprzedaży towarów. Coś w rodzaju trendu bocznego trwa także na kategoriach po wyłączeniach (patrz rysunek).

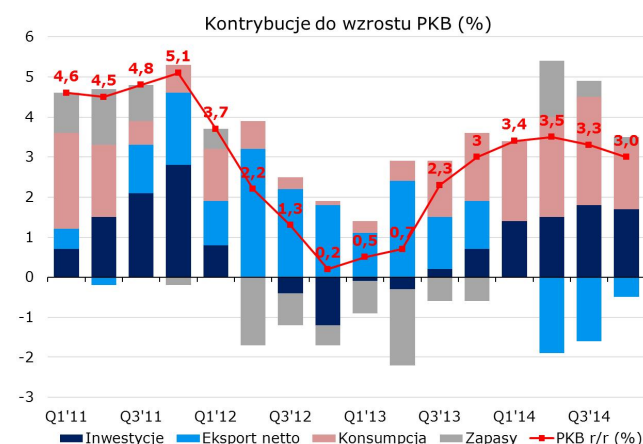


Jak widać po dynamikach konsumpcji prywatnej, konsumpcja towarów to czynnik drugorzędny w stosunku do konsumpcji usług, która dzięki mocnemu rynkowi pracy trwa w najlepsze. Nie oczekujemy odwrócenia tej tendencji. Z uwagi na postępujący i uporczywy spadek cen sprzedaży detalicznej można spodziewać się pewnych pozytywnych, popytowych efektów w kolejnych miesiącach na sprzedaży towarów. Obecnie jednak jeszcze ich nie widać.

**Tymczasem duże agregaty ekonomiczne potwierdzają delikatne spowolnienie wzrostu na przełomie roku.** W 2014 roku PKB wzrósł wprawdzie o 3,3% r/r, przyspieszając wobec 1,7% zanotowanych w 2013, jednak najciekawszą informacją z właśnie podanego szacunku PKB za cały rok 2014 jest jednak możliwość oszacowania tempa wzrostu PKB w ostatnim kwartale 2014. Tempo to spadło z 3,3% r/r do około 3% (możliwe, że nawet poniżej 3%). Jest to zgodne z naszymi szacunkami, że dno usterki cyklu przypadnie na IV kw. 2014 i I kw. 2015 roku (wtedy zobaczymy najniższe wskaźniki roczne PKB).

Szacunki roczne konsumpcji i inwestycji przedstawione przez GUS sugerują, że w IV kw. spadła dynamika konsumpcji, do około 2,9% r/r z 3,2%, i dynamika inwestycji, do około

8,8% z 9,9%. Ta pierwsza mogła się wypłaszczyć w sytuacji wykorzystania potencjału wzrostu popytu na usługi i odbudowy stopy oszczędności (realna sprzedaż w IV kwartale była w ujęciu rocznym płaska lub nawet nieco wyższa, biorąc pod uwagę wolumenowe przeważenie grudnia). Wzrost inwestycji pozostał natomiast silny. Nie znamy struktury ich wzrostu, ale na podstawie poprzednich trzech kwartałów obstawić można kontynuację wzrostu inwestycji publicznych.



W krótkim okresie aktywność ekonomiczna w Polsce znajduje się pod wpływem czynników ryzyka takich jak spowolnienie eksportu do Rosji, szok niepewności związany z osłabieniem złotego do CHF. Czynniki te nie powinny jednak wykończyć ożywienia gospodarczego. Na kolejne kwartały obstawiamy stabilizację ścieżki konsumpcji, czemu sprzyjać będzie sytuacja na rynku pracy (rynek pracy wykazuje strukturalną poprawę generując przyrosty płac i zatrudnienia spójne z 5, a nie 3% wzrostem PKB) oraz niskie ceny paliw i pozytywny efekt dochodowy. W 2015 roku powinniśmy też obserwować cały czas wysokie dynamiki popytu inwestycyjnego w jeszcze większym stopniu wspomagane popytem infrastrukturalnym (II połowa 2015).

Konstelacja danych i wspomniane przez nas osiągnięcie minimum dynamik PKB na przełomie 2014/2015 będą sprzyjały (albo nie będą przeszkadzały) złagodzeniu polityki pieniężnej. Podstawowymi przesłankami za obniżkami stóp (50pb plus) są: pogłębiająca się i wydłużająca deflacja oraz asymetryczne ryzyko umocnienia złotego pod wpływem europejskiego QE.

## EURUSD fundamentalnie

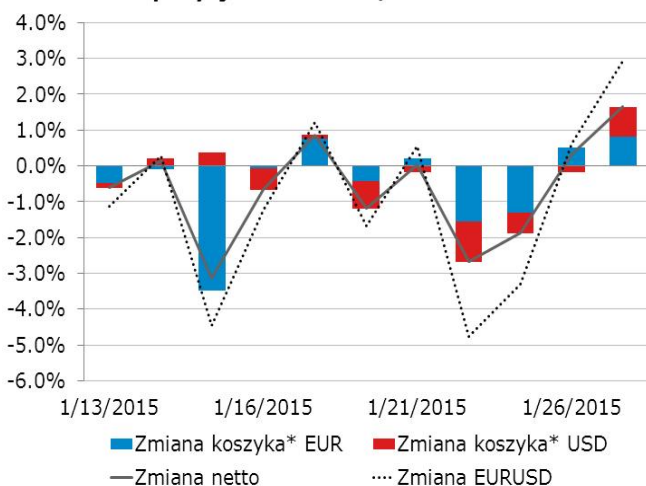
Silne (o ok. 2 centy) umocnienie euro w stosunku do dolara. W godzinach porannych głównym czynnikiem napędzającym aprecjację euro była werbalna interwencja Banku Szwajcarii, przejściowo umacniająca euro w stosunku do franka szwajcarskiego i, pośrednio (przez inne crossy), innych walut. Czynniki ten szybko wygasł, ale w sesji amerykańskiej euro otrzymało potężne wsparcie ze strony słabych danych o zamówieniach na dobra trwałe w USA oraz za sprawą łagodnej fazy risk off (spadki na amerykańskiej giełdzie po danych makro i kilku niespodziankach w kwartalnych wynikach spółek). W szczytowym momencie na EURUSD wyświetliło się 1,1420, kurs powrócił zatem w rejony, z których startował w piątkowy poranek. Dzisiejszy dzień upłynie pod znakiem oczekiwania na decyzję FOMC i tu otwiera się przestrzeń do dalszych wzrostów EURUSD - jest bowiem możliwe, że Fed złagodzi swoją retorykę, przede wszystkim w odniesieniu do inflacji.

## EURUSD technicznie

Pękła MA30 na 4h i notowania zbliżyły się podczas wczorajszej sesji do 61,8% fibo. Poziom ten niemal konwerguje z notowaniami MA55 i te poziomy oporu powinny wytrzymać. Jesteśmy w blokach startowych, aby znów sprzedawać EURUSD; czekamy tylko na sygnał z oscylatora, aby podążyć za trendem.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,1308   | 1,1647 |
| 1,1213   | 1,1438 |
| 1,0433   | 1,1423 |

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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





## EURPLN fundamentalnie

Złoty słabszy o ok. 3 grosze (normalna zmienność w tym roku) i tym razem stało się to w niemal jednostajnym tempie. Tym niemniej, dzień na plusie zakończyła zarówno warszawska giełda, jak i rynek obligacji (rentowności 10-latek po raz pierwszy w historii spadły wczoraj poniżej 2%), trudno więc mówić o odwrócenie od polskich aktywów. Ruch na walucie wiążemy raczej z łagodną fazą risk off na światowych rynkach i czynnikami regionalnymi (informacje o nadzwyczajnym posiedzeniu tureckiego banku centralnego w celu... obniżki stóp). W szerszej perspektywie, wciąż spodziewamy się umocnienia złotego - perspektywa wylewania się płynności ze strefy euro generalnie wspiera walutę, które mogą być wykorzystane do carry trades (złoty ma sporo zalet: wysokie stopy realne, zmienność powoli obniżająca się z grudniowej góry).

## EURPLN technicznie

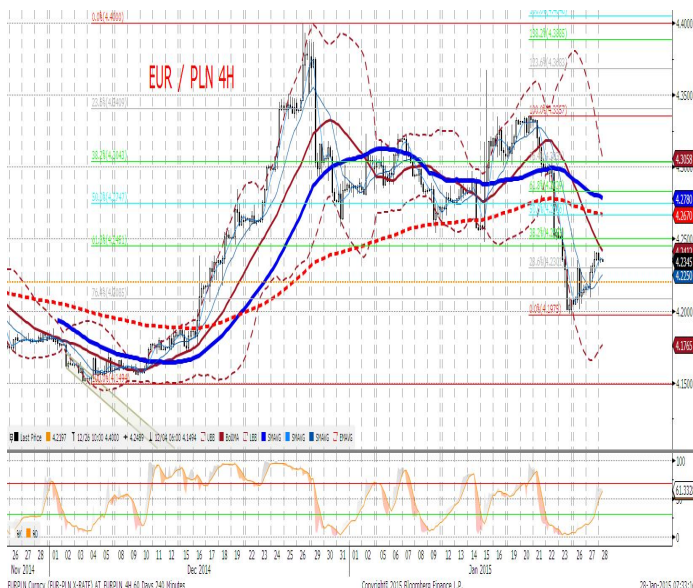
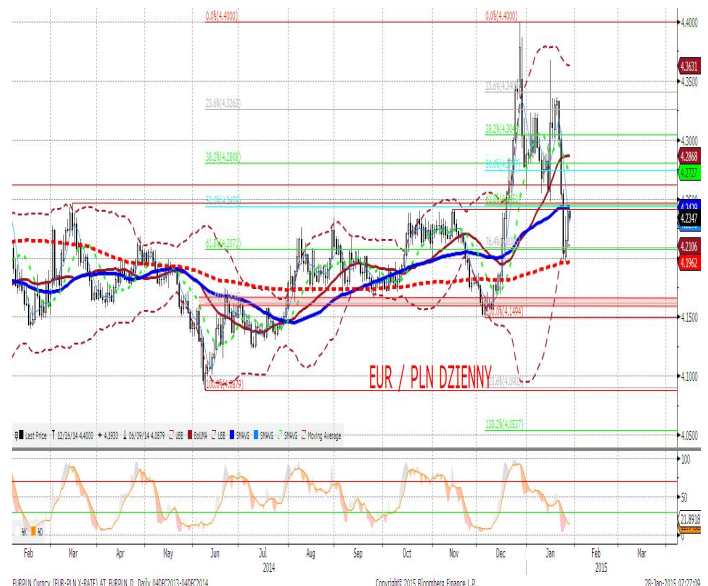
Kurs znajduje się między średnimi MA200 i MA55 na dziennym; wraca też do 61,8% Fibo. Czy notowania przebijają się w górę? Wykres dzienny na to pytanie nie odpowie. Na interwale 4h notowania zbliżyły się do MA30 i oscylator nadal rośnie. Niewykluczone, że zobaczymy dziś 4,2451, co jest bliskie naszego poziomu S/L (4,25). Utrzymujemy więc pozycję short. Przez pewien czas będzie pewnie można próbować także grać na range 4,20-25.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,1957   | 4,3357 |
| 4,1658   | 4,2808 |
| 4,1494   | 4,2439 |

### 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.

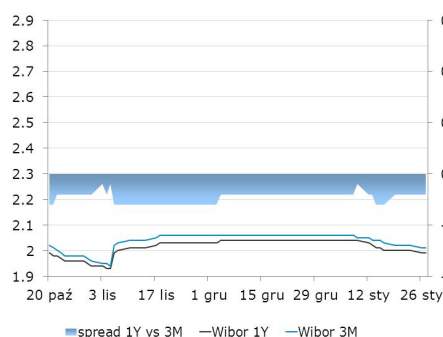


| IRS | BID  | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 1.56 | 1.59 | ON   | 1.3 | 1.6 | EUR/PLN    | 4.2285 |
| 2Y  | 1.53 | 1.57 | 1M   | 1.8 | 2.0 | USD/PLN    | 3.7348 |
| 3Y  | 1.49 | 1.52 | 3M   | 1.8 | 2.0 | CHF/PLN    | 4.1357 |
| 4Y  | 1.52 | 1.55 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 1.55 | 1.58 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 1.59 | 1.62 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 1.64 | 1.67 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 1.68 | 1.71 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 1.73 | 1.76 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 1.77 | 1.80 |      |     |     |            |        |

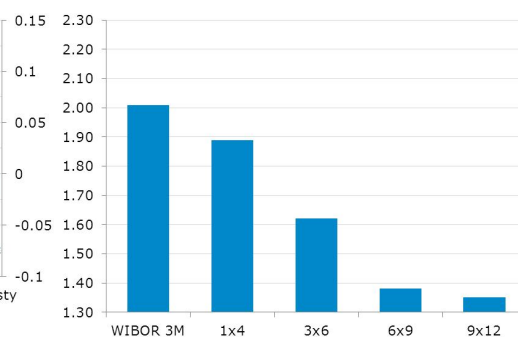
  

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 1.86 | 1.91 | EUR/USD          | 1.1380 |
| 1x4  | 1.83 | 1.89 | EUR/JPY          | 134.10 |
| 3x6  | 1.58 | 1.62 | EUR/PLN          | 4.2391 |
| 6x9  | 1.32 | 1.38 | USD/PLN          | 3.7253 |
| 9x12 | 1.29 | 1.35 | CHF/PLN          | 4.1232 |

WIBOR 3M i 1Y



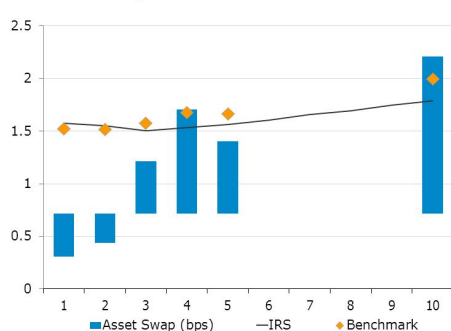
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



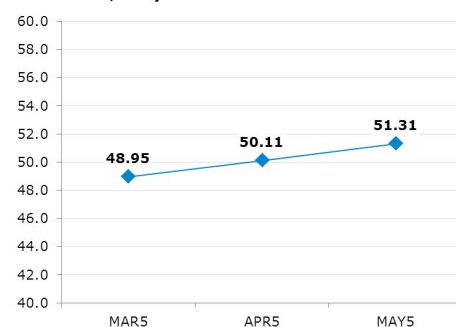
Asset swap i IRS



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.