

19 grudnia 2018

Raport Dzienny

Autorzy:

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

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

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

Maciej Zdrolik
analityk
tel. +48 22 829 02 56
maciej.zdrolik@mbank.pl

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

Nasze wszystkie publikacje
dostępne są na stronie
internetowej pod adresem:
www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/

Można nas również śledzić w
serwisie Twitter:
[@mbank_research](https://twitter.com/mbank_research)

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
17.12.2018 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lis	0.7	0.9	0.9	0.7
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	gru		20.0	23.3	10.9
18.12.2018 WTOREK							
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	lis	7.1	7.1	7.6	7.7
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lis	3.0	3.0	3.2	3.0
10:00	GER	Indeks Ifo – oczekiwania (pkt.)	gru		98.3	98.7	97.3
10:00	GER	Indeks Ifo – sytuacja bieżąca (pkt.)	gru		104.9	105.5 (r)	104.7
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego (%)	paź		0.90	0.90	0.90
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	lis		1230	1217 (r)	1256
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	lis		1260	1265 (r)	1328
19.12.2018 ŚRODA							
10:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lis	3.1	4.3	7.4	
10:00	POL	PPI r/r (%)	lis	2.6	3.1	3.2	
10:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	lis	16.4	16.5	22.4	
10:00	POL	Koniunktura konsumencka	gru				
10:30	GBR	CPI r/r (%)	lis		2.3	2.4	
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.wtórny (mln)	lis		5.20	5.22	
20:00	USA	Decyzja FOMC (%)	gru		2.50	2.25	
20.12.2018 CZWARTEK							
	JAP	Decyzja BoJ (%)	gru		-0.10	-0.10	
10:00	POL	Koniunktura biznesowa GUS	gru				
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	gru		0.75	0.75	
14:00	USA	Minutes RPP	gru				
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.12		219	206	
14:30	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	gru		15.0	12.9	
21.12.2018 PIĄTEK							
0:30	JAP	CPI r/r (%)	lis		0.8	1.4	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	lis	5.8	5.7	5.7	
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lis	5.1	6.3	7.8	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	lis		1.7	-4.3	
14:30	USA	PKB kw/kw trzeci szacunek (%)	Q3		3.5	3.5	
16:00	USA	Dochody gosp. domowych m/m (%)	lis		0.3	0.5	
16:00	USA	Wydatki gosp. domowych m/m (%)	lis		0.3	0.6	
16:00	USA	Inflacja PCE r/r (%)	lis		1.8	2.0	
16:00	USA	Koniunktura konsumencka UMich (pkt.)	gru		97.5	97.5	
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka (pkt.)	gru			-3.9	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dziś światło dzienne ujrzą dane z przemysłu i budownictwa. Z uwagi na niekorzystną różnicę dni roboczych (zamiast +1,0 r/r), obecność dodatkowego (i w dużej mierze nieantycypowanego) święta 12 listopada oraz wysoką bazę z poprzedniego miesiąca, spodziewamy się wyraźnego spowolnienia w przemyśle, do 3,1% r/r. Podobny efekt zadziała w przypadku budownictwa (spowolnienie do ok. 16,5% r/r). Ceny producentów również wyhamowały – tutaj kluczowy okazał się spadek cen ropy naftowej. W tym samym czasie zostaną opublikowane dane GUS o koniunkturze konsumenckiej – będzie to pierwszy próbiez nastrojów w polskiej gospodarce w grudniu.

Gospodarka globalna: Dziś decyzję na temat stóp procentowych podejmie Fed (więcej na ten temat w sekcji analiz).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie 2018 roku wyniosło 4.966,61 zł, co oznacza wzrost rdr o 7,7 proc. Zatrudnienie w tym sektorze rdr wzrosło o 3,0 proc.
- GER: Indeks Ifo, obrazujący nastroje wśród przedsiębiorców niemieckich, wyniósł w XII 101,0 pkt. wobec 102,0 pkt. w poprzednim miesiącu - podał instytut Ifo w komunikacie.
- USA: Liczba rozpoczętych inwestycji w zakresie budowy domów mieszkalnych w USA w listopadzie wyniosła 1,256 mln w ujęciu zannualizowanym (SAAR). W październiku wskaźnik ten wyniósł 1,217 mln po korekcie z 1,228 mln - podał Departament Handlu USA w komunikacie.

Decyzja RPP (09.01.2019)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.246	-0.004
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.819	-0.009
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.942	-0.001

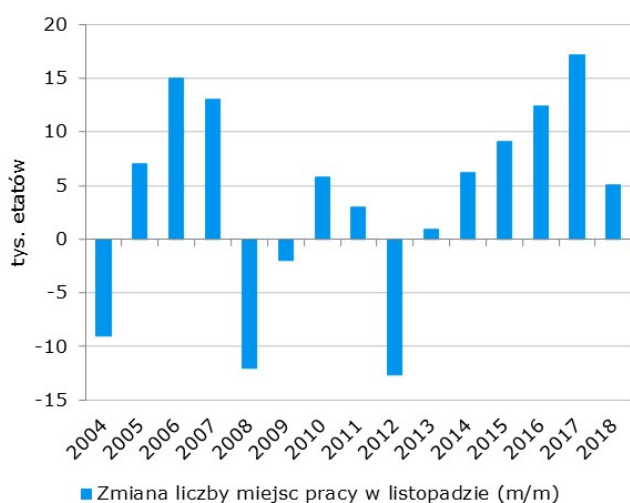
PROGNOZA mBanku

bez zmian

Dotyczy benchmarków Reuters

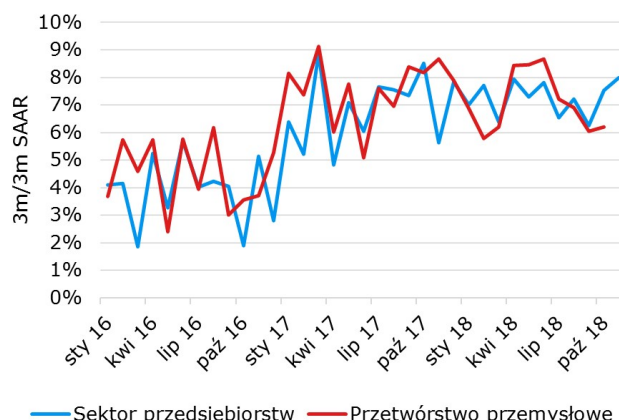
Ostre hamowanie zatrudnienia, płace ponownie zaskakują pozytywnie.

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie wzrosło o 3% r/r, zgodnie zarówno z naszymi oczekiwaniami, jak i z konsensusem rynkowym. Głównych powodów spadków dynamiki zatrudnienia można upatrywać w efekcie bazy z poprzedniego roku (rekordowy miesięczny przyrost liczby zatrudnionych) oraz w trendzie wyhamowywania zatrudnienia widocznym od wielu miesięcy. W ujęciu absolutnym przybyło 5 tys. etatów co stanowi najgorszy wynik dla listopada od 2013 roku (por. wykres poniżej). Słabnięcie dynamiki zatrudnienia to naszym zdaniem konsekwencja działania czynników podażowych i popytowych. Te pierwsze to coraz bardziej wiążące trudności w znalezieniu pracowników i wydłużający się czas poszukiwania pracownika, te drugie to hamowanie popytu na pracę, widoczne w całym przekroju miękkich i twardych wskaźników makro.

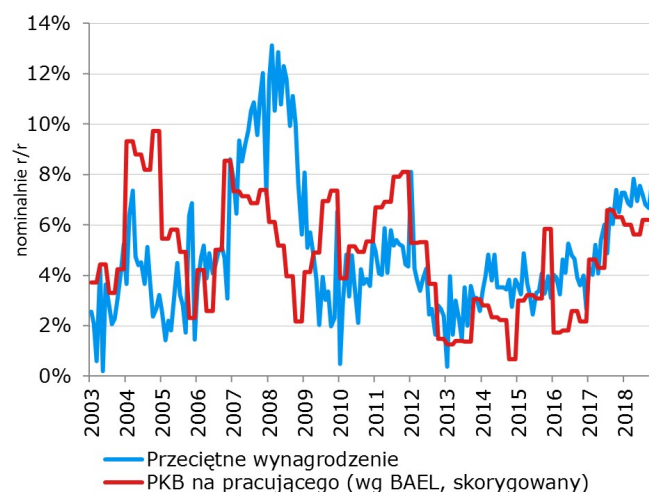


Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w listopadzie o 7,7% r/r wobec wzrostu o 7,6% r/r w październiku – jest to spora niespodzianka, prognozy (w tym i nasza) zakładały bowiem spowolnienie w płacach do ok. 7,1-7,2% r/r. O przyczynach zaskoczenia można spekulować – wyjaśni się to już w piątek, wraz z publikacją Biuletynu Statystycznego. Zauważymy natomiast, że delikatnemu spowolnieniu sprzyjał zarówno niekorzystny kalendarz (różnica w dniach roboczych spadła z +1 do 0 r/r albo nawet -1 r/r, jeśli 12 listopada traktować jako pełnoprawny dzień roboczy), jak i zrealizowanie części premii w górnictwie w październiku. Być może o zaskoczeniu zdecydowała po prostu większa skala wypłat górniczych premii, być może jednak mamy tutaj do czynienia z innym czynnikiem, takim jak np. przesuwanie wypłat w wielu sektorach przed wprowadzeniem tzw. daniny solidarnościowej w przyszłym roku. Analiza szczegółowych danych powinna te wątpliwości rozwiązać.

Dynamika przeciętnego wynagrodzenia brutto



Niezależnie od przyczyn, dynamika wynagrodzeń w końcu roku kształtuje się na wyższym poziomie od prognoz i jej momentum wygląda nieco lepiej niż ocenialiśmy jeszcze dwa miesiące temu, wskazując na utrzymanie trendu bocznego w wynagrodzeniach. Kolejna fala wzrostu wynagrodzeń w świetle bieżących danych nie jest faktem, ale może zmienić się to w przyszłym roku, wraz z liberalizacją niemieckiego rynku pracy dla pracowników z Ukrainy. Odływ pracowników byłby z tego punktu widzenia silnym impulsem dla dalszego wzrostu wynagrodzeń.



Solidny wzrost wynagrodzeń w powiązaniu ze spadkiem inflacji w ostatnich miesiącach to ratunek dla dochodów realnych i kolejny powód do obstawiania łagodnej ścieżki spowolnienia konsumpcji na kolejne kwartały. Z punktu widzenia RPP bieżące dane z rynku pracy są bez znaczenia dla oceny sytuacji gospodarczej, a wysoki wzrost produktywności pracy (por. wykres powyżej) jest dostatecznie dobrym argumentem, by bagatelizować przekraczające 1 pkt. proc. zaskoczenia względem trajektorii płac z projekcji inflacyjnych. Jak powtarzamy od miesięcy, jedynie istotny wzrost inflacji mógłby naruszyć status quo w Radzie Polityki Pieniężnej, a prognozowana na najbliższe miesiące ścieżka CPI nie daje podstaw do takich oczekiwań.

Dziś Fed – spodziewamy się podwyżki stóp

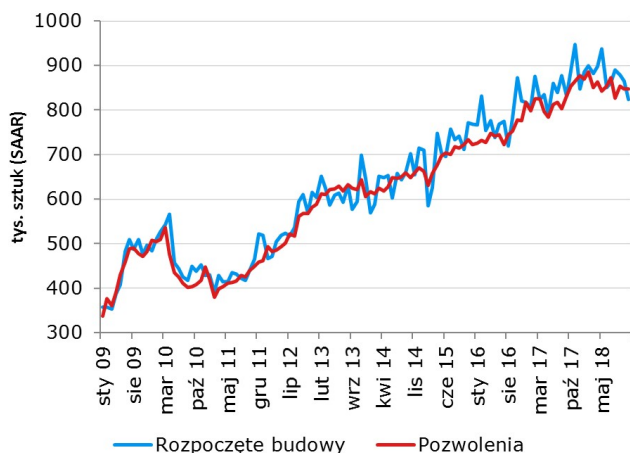
Choć wyceny rynkowe obstawiają około 70% prawdopodobieństwo podwyżki stóp na dzisiejszym posiedzeniu, nie mamy wątpliwości, że do niej dojdzie. Stopy znajdują się w przedziale 2,25-2,50%. Ostatnie negatywne komentarze D. Trumpa tylko uprawdopodobniają ruch stóp w górę. Kluczowy będzie jednak zestaw projekcji i retoryka J.Powella podczas konferencji. Bardzo trudno będzie przeliczyć obecne, bardzo gołębie podejście rynku. Stąd też uważamy, że posiedzenie będzie skutkować podniesieniem oczekiwań na ścieżkę stóp procentowych.

Zacieśnienie warunków finansowych, sprosowane agresywną retoryką FOMC w ostatnich miesiącach zbierze żniwo na projekcjach PKB i być może także inflacji. Nie ma jednak powodów do nadmiernie agresywnego cięcia prognoz. Dla uczestników rynku kluczowa będzie projekcja stóp procentowych, która może zostać delikatnie obniżona (mediana na 2019 rok „wisi” obecnie na jednej kropce). Trudno będzie tu jednak o wydzwięk bardziej gołębi od bieżącej wyceny rynkowej, zakładającej niecałą podwyżkę w 2019 roku i obniżkę w 2020 roku. Dodatkowo, retoryce odejścia od autopilota powinno towarzyszyć zapewnienie, że ewolucja gospodarki wciąż w zasadzie nie odbiega od wcześniejszych przewidywań FOMC. Zakotwiczenie przyszłych decyzji w danych to pokłosie zbliżania się do stopy neutralnej i konieczności obserwacji wpływu dotychczasowych decyzji na rynek pracy i inflację. Nie spodziewamy się przy tym, że poziom stopy neutralnej zostanie zrewidowany w dół. W dalszym ciągu obowiązywać będzie przedział 2,5-3,25%, a średnia „kropka” wyrażająca stopę długoterminową powinna pozostać bez zmian.

USA: Osłabienie aktywności na rynku nieruchomości

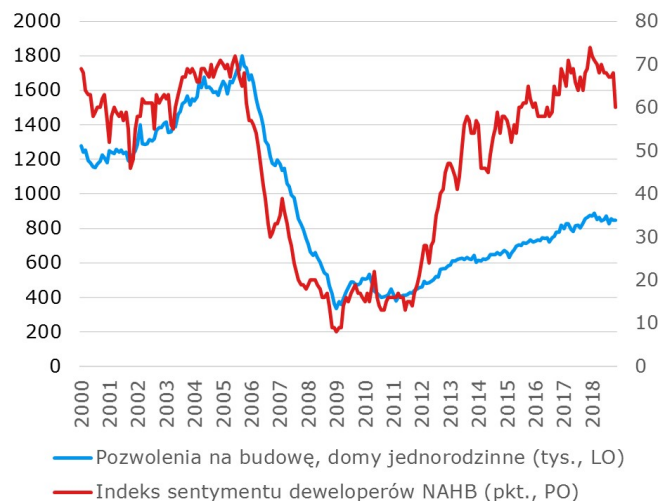
Rynek nieruchomości w Stanach Zjednoczonych hamuje – z ostatnich sześciu kwartałów, tylko w jednym budownictwo mieszkaniowe kontrybuowało pozytywnie do wzrostu PKB, a wskaźniki miesięczne zaskakują regularnie in minus – to najgorsza część amerykańskiego indeksu zaskoczeń.

Budownictwo jednorodzinne w USA



Wczorajsze dane tylko potwierdziły ten stan rzeczy – wprowadzie łączna liczba pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów domów wzrosła mocniej od prognoz, ale wynikało to z wahanecia po stronie budownictwa wielorodzinnego. Bardziej stabilne budownictwo jednorodzinne (por. wykres powyżej) pozostaje w krótkoterminowym trendzie spadkowym od początku roku. Ma to

swoje odzwierciedlenie zarówno w wycenach deweloperów na giełdzie, jak i w badaniach koniunktury w tej branży, które mają tendencję do bycia delikatnie wyprzedzającymi w stosunku do aktywności na placach budów. Z tego punktu widzenia ostatnie tąpnięcie indeksu NAHB zapowiada dalsze spowalnianie rynku nieruchomości (por. wykres poniżej).



Z czego wynika to spowolnienie? Kombinacja wzrostów cen i czynszów (tutaj problemem jest niezmiennie historycznie niska podaż), drożących materiałów budowlanych oraz istotnie wyższych stóp procentowych okazała się negatywna i dla popytu, i dla produkcji. W szczególności, średnie oprocentowanie 30-letnich hipotek wzrosło przez ostatni rok o ponad 100 pb. W okresie pokryzysowym to właśnie epizody wzrostu stóp procentowych można najlepiej powiązać ze spadkami aktywności budowlanej – tak było w 2013 i w 2017 roku. Ostatnie tygodnie przyniosły wprawdzie częściowe cofnięcie tego ruchu, ale jest ono póki co stosunkowo niewielkie. Jeżeli gospodarka będzie dalej spowalniać, to efekt ten ma szansę być mocniejszym.

Rynek nieruchomości w USA ma wyprzedzający charakter w cyklu koniunkturalnym – liczony na bazie rocznej wkład budownictwa mieszkaniowego do PKB w ostatnich dekadach przechodził na ujemne terytorium na 2-6 kwartałów przed oficjalnym początkiem recesji. Tym niemniej, nie jest to wskaźnik idealny (na przełomie 1995 i 1996 zawiódł). Ponadto, w chwili obecnej znaczenie rynku nieruchomości mieszkaniowych jest znacząco mniejsze niż chociażby w latach 2004-2006. Z tego względu jego zachowanie powinno być śledzone z uwagą – w okresie pokryzysowym miał on częstokroć funkcję samoobalającą się przepowiedni. Jeżeli obecne obawy o wzrost gospodarczy przełożą się na rozluźnienie warunków finansowania i istotny spadek oprocentowania hipotek, rynek nieruchomości powinien odzyskać część wigoru. Póki co jednak jego zachowanie jest kolejnym przyczynkiem do prognoz spowolnienia PKB w 2019 r. w USA.

EURUSD fundamentalnie

Wczoraj ponownie dolar lekko osłabiał się wobec euro. Europejskiej walucie nie zaszkodziły słabsze dane o koniunkturze Ifo (po piątkowych PMI nie były już zaskoczeniem), lekko dolarowi pomagały lepsze dane z rynku nieruchomości. Ruch EURUSD kształtują jednak głównie oczekiwania rynków wobec konferencji po posiedzeniu Fed, na który wczoraj znów próbował naciskać D. Trump. Twitty amerykańskiego prezydenta nie powinny mieć jednak przełożenia na decyzję FOMC, który podniesie dzisiaj stopy. Spodziewamy się także, że projekcje i retoryka dzisiejszej konferencji będzie mniej gołębia niż zakłada rynek, co powinno przekładać się na umacnianie dolara wobec euro (więcej o dzisiejszej decyzji Fed w sekcji analiz).

EURUSD technicznie

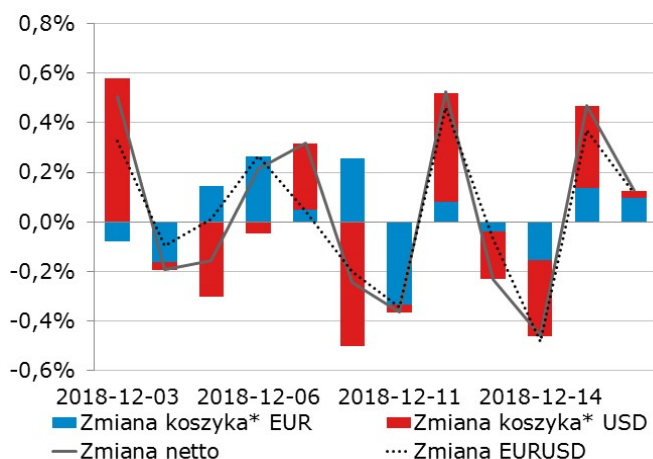
Pozycja: Mały long po 1,1362, S/L 1,1200, T/P 1,18.

Preferencja: Range 1,13-1,18.

Kurs blisko jest już górnego ograniczenia klina i MA55 z dziennej. Splot średnich na 4h został również pokonany. Pozostawiamy oczywiście pozycję bez zmian. Z uwagi na silne podłoże fundamentalne tego ruchu (gra na Fed – więcej w sekcji analiz) należy liczyć się ze scenariuszem gwałtownej korekty notowań dziś wieczorem. Nie będzie to jednak prawdopodobnie miało wpływu na obraz techniczny.

Wsparcie	Opór
1,1201	1,1815
1,0906	1,1651
1,0341	1,1500/15

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

Wtorek był kolejnym dniem stabilnego EURPLN, który pozostawał w okolicach 4,285. Wyższy od oczekiwań odczyt wynagrodzeń za listopad powinien wspierać złotego, jednak ten nie reagował na dane z polskiego rynku pracy. Dziś natomiast poznamy wyniki produkcji przemysłowej i cen producentów. Oczekujemy, że będą one niższe od konsensusu co teoretycznie powinno osłabiać złotego. Wziąwszy jednak pod uwagę ostatni mały wpływ krajowych danych na zachowanie EURPLN, można oczekiwać, że i w tym przypadku efekt kursowy będzie niewielki, a głównym czynnikiem kształtującym relację złotego do euro będą globalne nastroje po konferencji Fed.

EURPLN technicznie

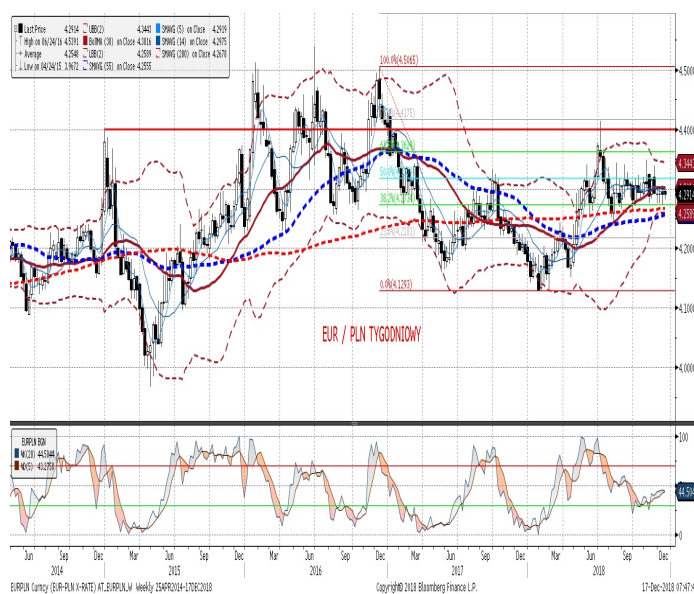
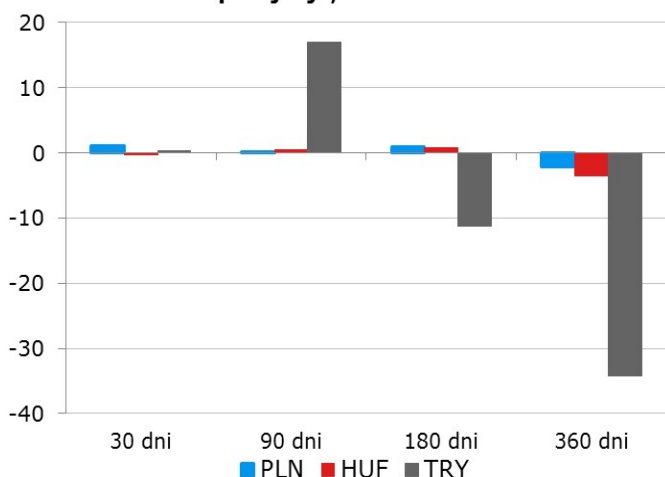
Pozycja: Mała pozycja long po 4,2844, S/L 4,2550, T/P 4,34.

Preferencja: Range 4,25-35

Bez zmian. Notowania przebieły się poniżej MA55 na wykresie 4h i osiadły na MA200 z wykresu dziennego. Skala ruchów, które opisujemy, pozostaje jednak niewielka – ostatnie kilka dni to ledwie 2 grosze zmienności... Mimo potwierdzonego wybicia z kanału, nie zmieniamy pozycji, gdyż: 1) notowania znajdują się w punkcie naszego wejścia; 2) tuż poniżej znajduje się cała seria minimów lokalnych, które służyły za bardzo skuteczne wsparcie. Sensownym warunkiem kapitulacji jest dopiero zejście kursu poniżej horyzontalnego przedziału wahań z wykresu dziennego.

Wsparcie	Opór
4,2657	4,4142
4,2030	4,3570
4,1511	4,3401

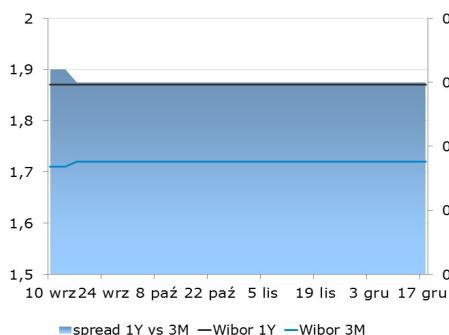
Ruchy walutowe w regionie (względem EUR). Wzrost - aprecjacja, spadek - deprecjacja, w %.



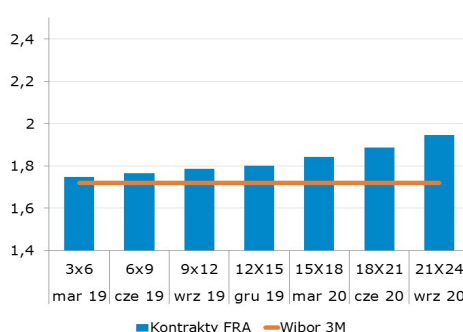
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.74	1.78	ON	1.20	1.60	EUR/PLN	4.2853
2Y	1.85	1.89	1M	2.01	2.21	USD/PLN	3.7668
3Y	1.96	2.00	3M	1.78	1.98	CHF/PLN	3.7989
4Y	2.09	2.13					
5Y	2.20	2.24					
6Y	2.29	2.33					
7Y	2.37	2.41					
8Y	2.44	2.48					
9Y	2.50	2.54					
10Y	2.57	2.61					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.62	1.66	EUR/USD	1.1359
1x4	1.71	1.74	EUR/JPY	127.82
3x6	1.72	1.75	EUR/PLN	4.2829
6x9	1.74	1.77	USD/PLN	3.7714
9x12	1.75	1.78	CHF/PLN	3.7908

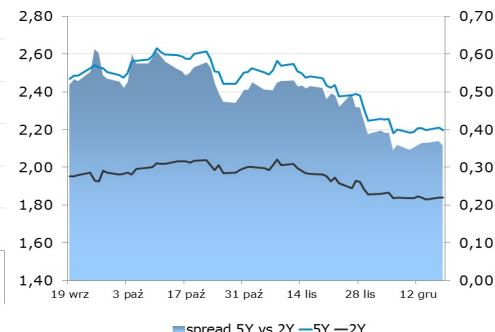
WIBOR 3M i 1Y



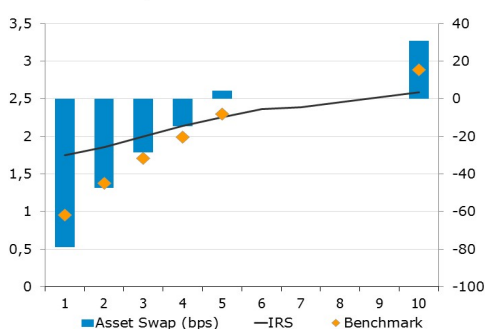
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



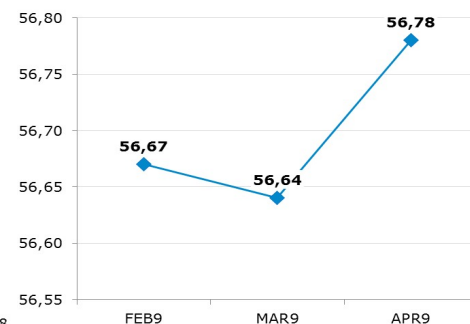
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



Uwaga!

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z art. 83c Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o Obrocie Instrumentami Finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego, pochodzą z serwisów informacyjnych (Reuters, Bloomberg) i mają charakter wyłącznie informacyjny.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.

Skrzynka pocztowa research@mbank.pl służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.