

19 grudnia 2019

## Raport Dzienny

### Autorzy:

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

Marcin Mazurek  
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)

Maciej Zdrolik  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[maciej.zdrolik@mbank.pl](mailto: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](http://www.mbank.pl)

Nasze wszystkie publikacje  
dostępne są na stronie  
internetowej pod adresem:  
[www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/](http://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		
<b>16.12.2019 PONIEDZIAŁEK</b>							
3:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	lis	5.0	4.7	6.2	
3:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lis	7.6	7.2	8.0	
9:15	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	gru	51.5	51.7	50.3	
9:15	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	gru	52.1	52.2	52.4	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	gru	44.6	44.1	43.4	
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	gru	52.0	51.7	52.0	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	gru	47.3	46.9	45.9	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	gru	52.0	51.9	52.4	
10:30	GBR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	gru	49.2	48.9	47.4	
10:30	GBR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	gru	49.5	49.3	49.0	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	paż	324	250	172 ( r )	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	paż	20900	21591	19279	
14:00	POL	Import (mln EUR)	paż	20700	21227	18811	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lis	2.6	2.6	2.4	
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	gru	4.0	2.9	3.5	
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	gru	52.6	52.6	52.5	
15:45	USA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	gru	52.0	51.6	52.2	
<b>17.12.2019 WTOREK</b>							
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	paż	3.9	3.8	3.8	
14:00	HUN	Decyzja banku centralnego (%)	gru	0.90	0.90	0.90	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	lis	1340	1323 ( r )	1365	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	lis	1405	1461	1482	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lis	0.8	-0.8 ( r )	1.1	
<b>18.12.2019 ŚRODA</b>							
10:00	GER	Indeks Ifo - oczekiwania (pkt.)	gru	93.0	92.3 ( r )	93.8	
10:00	GER	Indeks Ifo - sytuacja bieżąca (pkt.)	gru	98.1	98.0 ( r )	96.3	
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lis	2.5	2.5	2.6	
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	lis	5.4	5.9	5.3	
10:30	GBR	CPI r/r (%)	lis	1.4	1.5	1.5	
<b>19.12.2019 CZWARTEK</b>							
10:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lis	-1.1	0.9	3.5	
10:00	POL	PPI r/r (%)	lis	0.3	0.3	-0.1	
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	gru	0.75	0.75		
14:00	POL	Minutes RPP	gru				
14:30	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	gru	8.5	10.4		
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.12				
<b>20.12.2019 PIĄTEK</b>							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lis	1.1	4.2	4.6	
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR <i>trzeci</i> (%)	Q3	2.1	2.1		
16:00	USA	Dochody gosp. domowych m/m (%)	lis	0.3	0.0		
16:00	USA	Wydatki gosp. domowych m/m (%)	lis	0.5	0.3		
16:00	USA	Inflacja PCE r/r (%)	lis	1.5	1.6		
16:00	USA	Koniunktura kons. U.Mich (pkt.)	gru	99.2	99.2		

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Dziś o 10:00 zostaną opublikowane miesięczne dane z przemysłu (za listopad). Z uwagi na relatywnie niską produkcję energii (konsekwencja wysokiej temperatury utrzymującej się przez większą część miesiąca) i niekorzystnego układu kalendarza (-2 r/r wobec 0 r/r w październiku) należy spodziewać się wyraźnego spadku produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu miesięcznym i, naszym zdaniem, również w ujęciu rocznym. Nasza prognoza to -1,1% r/r. Z kolei dynamika cen producentów wróciła na dodatnie terytorium.

**Gospodarka globalna:** W Europie można odnotować decyzję Banku Anglii (bez zmian w polityce pieniężnej w Wielkiej Brytanii), w Stanach Zjednoczonych zaś cotygodniowy raport z rynku pracy oraz indeks koniunktury z okręgu filadelfijskiego.

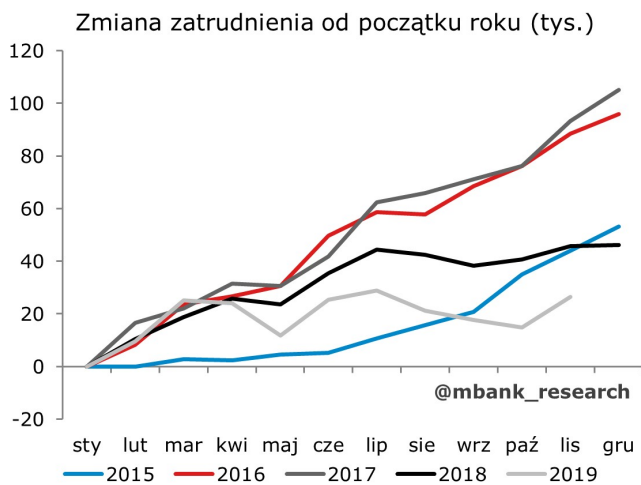
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

■ GUS: Zarówno bieżące, jak i przyszłe nastroje konsumentów są w grudniu na niższym poziomie niż miesiąc wcześniej.

Decyzja RPP (8.01.2020)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	-0.247	0.012
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.922	-0.002
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.027	-0.021
<b>PROGNOZA mBanku</b>		<b>Dotyczy benchmarków Reuters</b>		
<b>bez zmian</b>				

## Zaskakujący skok zatrudnienia w listopadzie, wynagrodzenia spowalniają zgodnie z trendem

**Przeciętne zatrudnienie** w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyło w listopadzie do 2,6% w ujęciu rocznym. To zaskakujący i jednocześnie niezaskakujący wynik. Prognozowaliśmy niższą zmianę zatrudnienia, ale listopad jest jednym z miesięcy, które charakteryzują się skokowym przyrostem miesięcznym zatrudnionych (patrz wykres i ostatnie 2 lata), przez co nieco trudniej trafić prawidłowy wynik. Z tego względu jest to zaskoczenie, z którym dość łatwo się pogodzić i nie należy szukać w nim przesłanek zmiany trendu – ten pozostaje naszym zdaniem spadkowy.



Standardowo nie jesteśmy w stanie wypowiedzieć się w kwestii szczegółów, bo ich nie znamy. Warto jednak postawić na sekcje cykliczne, które przy dobrej pogodzie mogły swobodnie funkcjonować. Dodatkowo po stronie przemysłowej było kilka sekcji, które „skakały” na końcu próby, z uwagi na zaokrąglenia, co samo w sobie mogło odpowiadać nawet za kilka tysięcy etatów.

**Przeciętne wynagrodzenie brutto** wzrosło w listopadzie o 5,3% r/r i było niemal równe naszej prognozie (5,4% r/r), ale uplasowało się poniżej konsensusu (5,9% r/r). Spowolnienie w stosunku do października jest naszym zdaniem przede wszystkim konsekwencją niekorzystnego układu dni roboczych (spadek z 0 do -2 r/r), który obniżył ruchome składniki wynagrodzeń w przetwórstwie przemysłowym i budownictwie. Dynamika płac w usługach najprawdopodobniej utrzymała się na wysokim poziomie, ale szczytkowe szczegóły odczytu podane przez GUS nie pozwalają na weryfikację tego przypuszczenia. Przyjmując szerszą perspektywę, należy zauważyć, że płace spowalniają od miesięcy, a trend wynagrodzeń w kończącym się roku wypłaszczył się z ok. 7 do ok. 6% r/r (por. wykres poniżej).



Hamowanie w płacach jest zjawiskiem w dużej mierze cyklicznym, związanym z rozładowywaniem się nawisu niezapełnionych wakatów i spadkiem presji na wzrost wynagrodzeń – obydwie to efekt spadku popytu na pracę obserwowanego od wielu kwartałów w miękkich i twardych wskaźnikach. W najbliższych miesiącach z trajektorii spadkowej dynamikę wynagrodzeń ma szansę wyrwać podwyżka płacy minimalnej na początku przyszłego roku. Będzie to jednak efekt przejściowy i prawdopodobnie bez wpływu na ogólną trajektorię wynagrodzeń w przyszłym roku.

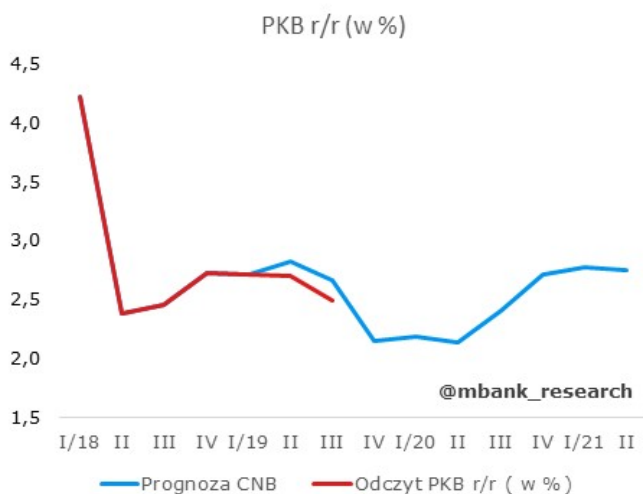
Listopadowe dane z sektora przedsiębiorstw pokazują, że rynek pracy jest coraz mniejszym wsparciem dla konsumenta, dostarczając coraz mniejszego strumienia nowych dochodów z pracy (realny fundusz płac spowolnił z 6,1 do 5,4% r/r). Co więcej, z uwagi na niepewność dotyczącą sytuacji gospodarczej i kształtowania się inflacji w przyszłym roku, strumień ten wiąże się z coraz większym ryzykiem. Efektem jest koniec karnawału w nastrojach społecznych (por. wykres poniżej), co sugeruje wzrost oszczędności przezornościowych i kontynuację spowolnienia konsumpcji w kolejnych kwartałach.



## CNB bez zmian stóp procentowych

Zgodnie z oczekiwaniami czeski bank centralny pozostawił wczoraj stopy procentowe na niezmiennym poziomie (główna stopa procentowa 2). Ponownie pojawił się na wczorajszym posiedzeniu wniosek o podwyżkę stóp i ponownie stosunkiem głosów 2:5 nie został przyjęty.

Jak wskazano w komunikacie, z jednej strony zmniejszyła się niepewność co do otoczenia zagranicznego (Brexit, negocjacje handlowe) ale z drugiej zauważalne było bardziej intensywne, niż się spodziewano, przelewanie się osłabienia popytu zewnętrznego do krajowej gospodarki. I to słabnący czeski wzrost (poniżej zakładanego w prognozach CNB, patrz wykres poniżej) był głównym argumentem przeciwko podwyżkom stóp.



Konferencja J. Rusnoka miała jednak kilka jastrzębich akcentów. Prezes CNB wskazywał, że wciąż istnieje prawdopodobieństwo podwyżki stóp na następnych posiedzeniach, choć uzależnił je od potwierdzenia poprawy nastrojów globalnych i braku dalszych antyinflacyjnych nacisków w krajowej gospodarce (co naszym zdaniem, przy spowolnieniu wzrostu jest jednak dość silnym założeniem). Zwracał uwagę, że nie rozważano w ogóle obniżek stóp. Z drugiej strony wskazywał, że choć posiadanie inflacji powyżej 2% jest nieprzyjemne, to nie uważają (jako Zarząd), aby miało to poważny negatywny wpływ na czeską gospodarkę.

Wczorajsza decyzja CNB nie zmienia naszych prognoz dot. kształtowania się czeskiej polityki pieniężnej w przyszłym roku. Uważamy, że w obliczu spowalniającej czeskiej gospodarki (i co za tym idzie wygaszania presji inflacyjnej ze strony np. płac). CNB nie podniesie stóp proc. na najbliższych posiedzeniach, a utrzymujące się spowolnienie w Europie może przekonać Zarząd Banku do decyzji o cięciu stóp pod koniec roku.

## EURUSD fundamentalnie

Nic na EURUSD nie działa tak jak powinno. Lepsze lfo nie przyczyniło się do umocnienia euro. Dzień skończyliśmy nieco poniżej otwarcia. Dopóki nie wystąpią idiosynkratyczne szoki dotykające wyłącznie jednego z obszarów walutowych (USA czy Europy), dopóty EURUSD będzie pozostawał względnie stabilny. Dopuszczamy możliwość, że w miarę ugruntowywania się słabych sygnałów stabilizacji (nieśmiałego ożywienia w gospodarce globalnej) euro może nieco zyskać do dolara. Do tego potrzebna będzie jednak duża poprawa europejskiej koniunktury. Tymczasem wygląda na to, że to silne popytem wewnętrznym i bardziej zamknięte Stany wychodzą na prowadzenie. Kolejny już raz konsensus zakładający wzrosty EURUSD w ciągu roku oparty jest na życzeniach, a nie faktach (przynajmniej na razie).

## EURUSD technicznie

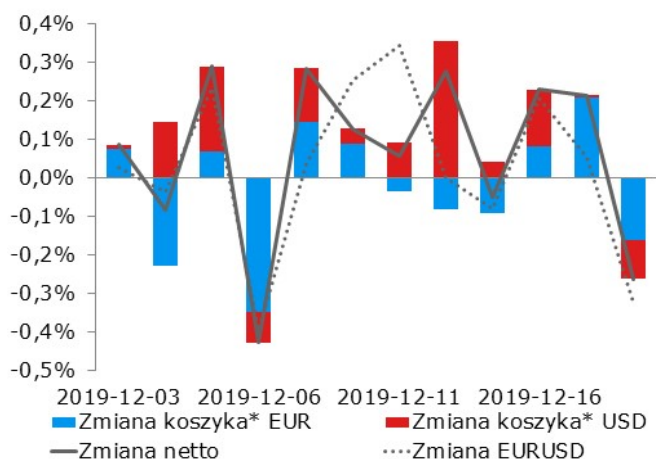
**Nowa pozycja:** Mała pozycja short po 1,1136, S/L 1,1220.

**Preferencja:** Range/fałszywe wybicie w dół.

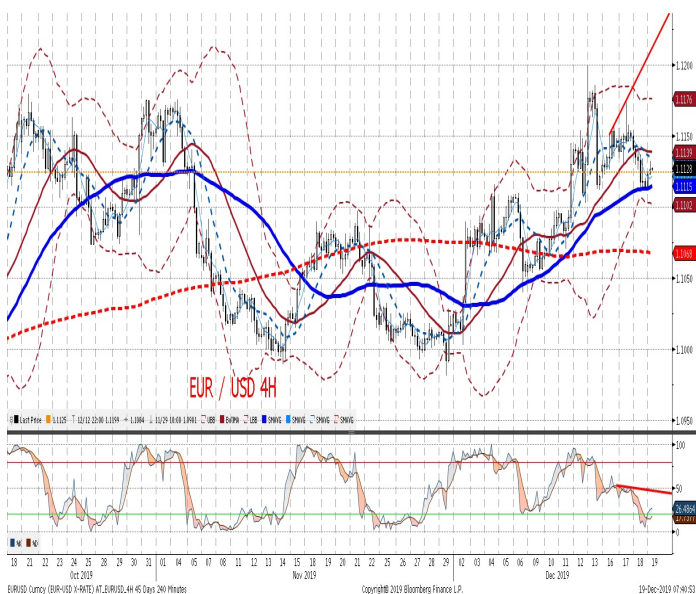
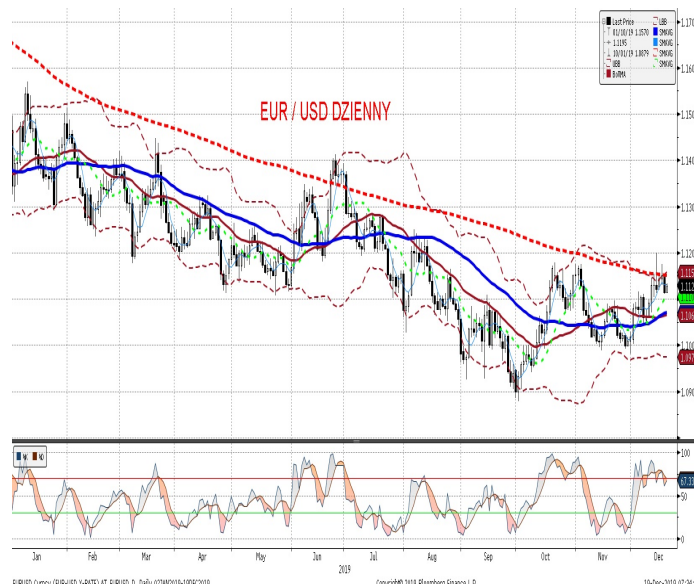
EURUSD zaczął żwawiej spadać. Pierwszym skutecznym oporem okazała się być MA55 na wykresie czterogodzinowym, ale wcale nie jest powiedziane, że to ostatnie słowo. W zasadzie można na wykresie 4H dostrzec koślawą głowę z ramionami i zejście właśnie poniżej MA55-4H będzie tożsame ze złamaniem tej formacji i będzie sygnałem spadkowym. Przestrzeń do spadków jest dość znacząca (1,10), a złamanie średnich powinno otworzyć drogę w dół. Pozycja bez zmian.

Wsparcie	Opór
1,0879	1,1651
1,0864	1,1570
1,0341	1,1412

### Dekompozycja zmian EUR/USD



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





## EURPLN fundamentalnie

Zmienność na EURPLN była wczoraj nieco wyższa niż żadna i dzięki niej otrzymaliśmy kilka nowych obserwacji w zakresie czynników powodujących zmiany kursu złotego. Złoty pozostał stabilny/lekko osłabiał się mniej więcej do godziny 18. Zbiegło się to z bardzo pozytywnymi nastrojami na rynkach akcji (globalnie, nie w Polsce) i umocnieniem dolara. Po 18 lekko opadła euforia i dolar lekko się osłabił. To wystarczyło do umocnienia złotego w okolicy 4,26 wobec euro. Wygląda na to, że wciąż kluczem do mocy złotego jest dolar. Bez osłabienia tej waluty nawet duży risk-on będzie przechodził bez większego wpływu na polską walutę. Automatycznie powinno to także oznaczać, że w okresach typowego risk-off (słabszy sentyment giełdowy, mocniejszy dolar) scenariuszem wciąż najbardziej prawdopodobnym jest osłabienie złotego. Dziś publikacja danych ze sfery realnej (produkcja). Zaryzykujemy stwierdzenie, że cokolwiek się wyświetli, na złotym nie odcisnie to żadnej trwałej reakcji. Rządzi global.

## EURPLN technicznie

**Pozycja:** Mały long po 4,2750, S/L 4,2500, T/P 4,34.

**Preferencja:** Stary range (4,24-4,34).

Przez chwilę wczoraj nasza pozycja była na plusie, ale notowania odbiły się od MA14D/MA55-4H i wróciły poniżej 4,27. Poza wzrostem zmienności nie wpływa to znacząco na sytuację techniczną EURPLN. W dalszym ciągu widzimy wzrost notowań w ramach range (4,24-34).

Wsparcie	Opór
4,2374	4,4142
4,1293	4,3995
3,9672	4,3460

Zmiana kursu PLN na tle indeksu walut rynków wschodzących JPM (EM FX)

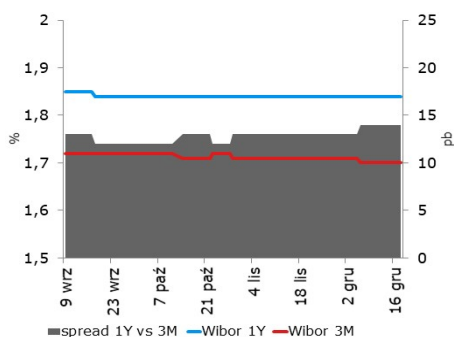


Uwaga: Wzrost = aprecjacja do dolara, spadek = deprecjacja do dolara

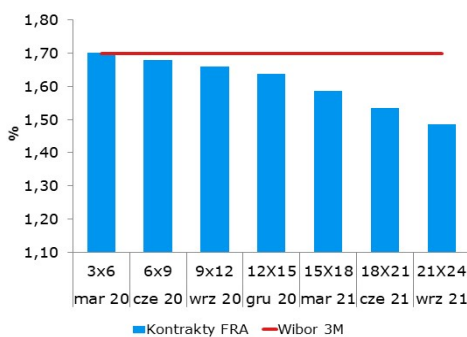


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.67	1.71	ON	0.70	1.25	EUR/PLN	4.2644
2Y	1.70	1.74	1M	1.94	2.14	USD/PLN	3.8302
3Y	1.66	1.70	3M	1.79	1.99	CHF/PLN	3.9069
4Y	1.66	1.70					
5Y	1.67	1.71	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	1.68	1.72	1x2	1.62	1.66	EUR/USD	1.1111
7Y	1.70	1.74	1x4	1.67	1.72	EUR/JPY	121.74
8Y	1.70	1.74	3x6	1.65	1.70	EUR/PLN	4.2662
9Y	1.72	1.76	6x9	1.64	1.68	USD/PLN	3.8386
10Y	1.74	1.78	9x12	1.62	1.66	CHF/PLN	3.9122

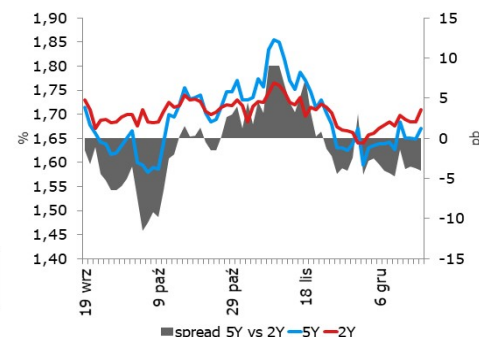
### WIBOR 3M i 1Y



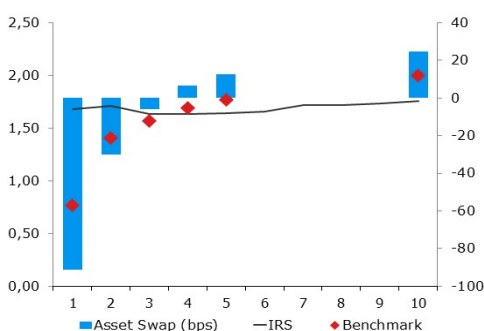
### WIBOR 3M i stawki FRA



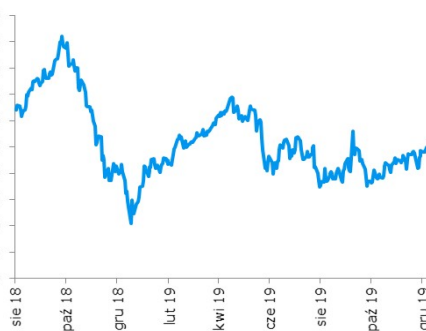
### IRS 5Y i 2Y



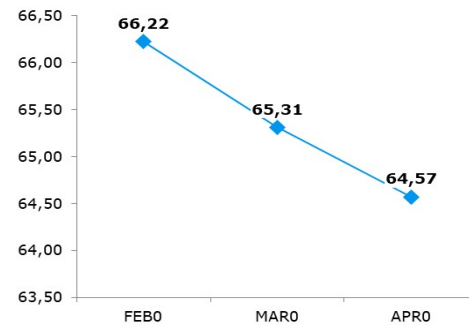
### Asset swap i IRS



### Indeks cen ropy naftowej



### Ropa 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](mailto:research@mbank.pl) służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.