

10 kwietnia 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

Marek Ignaszak  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
marek.ignaszak@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		
<b>07.04.2014 PONIEDZIAŁEK</b>							
8:00	GER	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut	0.3		0.8	0.4
<b>08.04.2014 WTOREK</b>							
	JAP	Decyzja BoJ (bln JPY)	kwi			270	270
<b>09.04.2014 ŚRODA</b>							
8:00	GER	Ekspert m/m (%)	lut	-0.5		2.2	-1.3
8:00	GER	Import m/m (%)	lut	0.3		4.1	0.4
9:00	CZE	CPI r/r (%)	mar	0.2		0.2	0.2
	POL	Decyzja RPP (%)	kwi	2.50	2.50	2.50	2.50
20:00	USA	Minutes FOMC	mar			2.50	2.50
<b>10.04.2014 CZWARTEK</b>							
1:50	JAP	Zamówienia na maszyny m/m (%)	lut	-2.8		13.4	-8.8
8:45	FRA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut	0.2		-0.2	
13:00	GBR	Decyzja BoE (%)	kwi	0.50		0.50	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	05.04			326	
<b>11.04.2014 PIĄTEK</b>							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	mar	2.4		2.0	
9:00	HUN	CPI r/r (%)	mar	0.2		0.1	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	lut	-212	-533	-1135	
14:00	POL	Ekspert (mln EUR)	lut	13650	13462	13503	
14:00	POL	Import (mln EUR)	lut	13150	13025	13084	
14:30	USA	PPI r/r (%)	mar	1.2		0.9	
15:55	USA	Wsk. Koniunktury kons. U.Michigan wstępny	kwi	81.0		80.0	

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka globalna.** Obok danych o produkcji przemysłowej we Francji (po poniedziałkowej informacji z Niemiec, jest to kolejny element budujący obraz europejskiej gospodarki w I kwartale), warto dziś zwrócić uwagę również na cotygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy - tu oczekuje się kolejnego dobrego odczytu. Ze względu na fakt, iż Wielka Brytania może być pierwszym państwem podnoszącym wkrótce stopy procentowe z poziomu zera (być może jeszcze w tym roku), posiedzenia Banku Anglii zaczynają nabierać nieco większej wagi niż zazwyczaj.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- NBP: Rada Polityki Pieniężnej na śródomowym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, referencyjna stopa procentowa NBP wynosić będzie nadal 2,50 proc. w skali rocznej (**więcej w sekcji analiz**).
- Belka: Lipiec będzie prawdopodobnie momentem potencjalnej modyfikacji obecnego komunikatu RPP.
- USA: Część amerykańskich bankierów centralnych w trakcie marcowego posiedzenia Fed była zdania, że tempo podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, zakładane przez projekcję Fed, może być zbyt szybkie - wynika z minutes z ostatniego posiedzenia FOMC (**więcej w sekcji analiz**).

Decyzja RPP (9.04.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.559	-0.003
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.695	-0.005
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	4.097	0.012
<b>PROGNOZA mBanku</b>	<b>stopy bez zmian</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

## Stopy RPP bez zmian. Belka bardzo wyważony w swych ocenach.

Zgodnie z powszechnym oczekiwaniem RPP nie zmieniła stóp procentowych na wczorajszym posiedzeniu. Stopa bazowa wynosi nadal 2,5%. Wydźwięk i komunikatu i konferencji po decyzji był jednak mniej gołębny niż oczekiwaliśmy (i oczekiwali inwestorzy). Od razu należałoby też przyznać, że wydźwięk nie był też jastrzębi (część komentatorów chyba zbyt mocno ucieszyła się, że RPP nie zrobiła teoretycznie niemożliwego ruchu, jakim byłaby obniżka stóp). Co do mniejszej łagodności komunikatu.

Po pierwsze, nie wydłużono formalnie tzw. forward guidance. Było to niespójne z ostatnimi wypowiedziami Belki i części RPP z ostatnich dni, w których sugerowano wydłużenie okresu bez zmiany stóp do końca roku. Już na konferencji Belka niemal zapewnił, że formalnie nastąpi to wraz z publikacją lipcowej projekcji inflacyjnej.

Po drugie, Belka zrezygnował z podawania dokładnych szacunków wpływu sytuacji na Ukrainie i w Rosji na polską gospodarkę (zauważmy, że w ostatnim miesiącu padły konkretne liczby). Wskazał jedynie, że wpływ ten będzie negatywny. Belka, podobnie zresztą jak my, nie zakłada, aby sytuacja na Wschodzie wykołosała polski cykl koniunkturalny – wszelkie nawiązania do koniunktury w komunikacie i podczas konferencji sugerowały kontynuację żwawego ożywienia gospodarczego. W dalszym ciągu podtrzymujemy naszą prognozę, że wzrost PKB w 2014 roku wyniesie 3,5%. Przedstawione przez nas szacunki negatywnego wpływu wydarzeń na Wschodzie na wzrost to szacunki statyczne, które nie są w stanie objąć efektów zwrotnych związanych ze stymulacją popytu wewnętrznego na przykład ze względu na niższe ceny, po których niewyeksportowana produkcja może zostać sprzedana w kraju; tym samym szacunki te są prawdopodobnie obciążone w dół.

Po trzecie, Belka zapytany o możliwość obniżki stóp powiedział, że w świetle prognoz koniunktury byłoby to działanie pro-cykliczne (a tego chciałby uniknąć). Belka wskazał, że obniżka nie jest dyskutowana przez RPP, żeby natychmiast się poprawić (wniosek – głosy takie jednak się pojawiają), że RPP nie sygnalizuje takiej możliwości w komunikacie. W ten właśnie sposób traktujemy kwestię ewentualnej obniżki stóp. Nie jest to scenariusz bazowy ani nasz, ani na pewno RPP; niemniej w samej RPP część członków pewnie go dopuszcza. Ma małe prawdopodobieństwo realizacji (ale nie jest całkowicie nieprawdopodobny) i dużą wypłatę (dla uczestników rynku). Wymagałby realizacji (być może nawet łącznej) szeregu zdarzeń. Zdarzeń, które są mieszaną całkiem prawdopodobnych i co do esencji przez RPP rozpoznanych w zakresie możliwości wystąpienia (QE w EBC pociągające za sobą znaczne umocnienie złotego), oraz tych plasujących się mocno obok scenariusza bazowego (realizacja ryzyk dla wzrostu gospodarczego, ale w skali zagrażającej wykołosaeniu cyklu – już na samą weryfikację RPP musiałaby poświęcić kilka miesięcy i pewnie podeprzeć się projekcją).

Co świadczy o tym, że wydźwięk posiedzenia nie był jastrzębi? Po pierwsze, brak ostrzeżeń przed wzrostem inflacji (ale bilans ryzyk już jest symetryczny). Po drugie, praktyczny brak odniesień do zacieśnienia monetarnego. Belka w luźnej wypowiedzi o zmianie celu inflacyjnego sugerował, że nie chciałby odchodzić

od obecnej, dobrej dla konsumentów luźnej polityki monetarnej.

Nasz scenariusz na oczekiwania odnośnie polityki pieniężnej w Polsce (zresztą podobnie jak na świecie) jest na ten rok podzielony na dwa okresy. W pierwszej połowie roku ciągle widzimy potencjał do zaskoczeń niższą inflacją i niestandardowymi działaniami banków centralnych (stąd biorą się falstarty w grze na wzrost rentowności obligacji). Nieantycypowane na początku roku przez nas wydarzenia, takie jak choćby kryzys na Ukrainie, przechylają jeszcze bardziej bilans ryzyk w stronę odsuwania momentu zacieśnienia polityki pieniężnej (wcale nie musi dojść do obniżki stóp, żeby dryf rentowności polskich obligacji w dół jeszcze trochę potrwał). Niskie rentowności w fazie coraz bardziej dojrzałego ożywienia gospodarczego to jednak anomalia. Uważamy, że ostatecznie ożywienie w Polsce (i na świecie) nie zostanie wykołoszone i poprzez rynek pracy (tu właśnie najwyraźniej została w górę zrewidowana projekcja NBP), płace i ceny usług zobaczymy w drugiej połowie roku rosnącą trajektorię polskiej inflacji bazowej (scenariusz ten powinien zgrać się w czasie ze scenariuszem amerykańskim). Skutkiem będzie odnowienie oczekiwań na cykl podwyżek stóp w Polsce.

## Fed „Minutes”. Odwrócenie uwagi rynku od „kropek” w kierunku komunikatu.

To nie trema i zdenerwowanie sprawiło, że Janet Yellen podczas konferencji na posiedzeniu w sposób bardzo niejasny i czasem nawet infantylny tłumaczyła uczestnikom rynku wykresy kropkowe obrazujące ścieżkę stóp procentowych preferowanych przez poszczególnych członków FOMC. Z lektury najnowszych „Minutes” dowiadujemy się, że był to bardzo ważny przekaz, gdyż wykresy te „zawyżają ścieżkę stóp procentowych”, co otwarcie potwierdza dyskusja przeprowadzona na posiedzeniu. Tym samym zalecane jest skupienie uwagi uczestników rynku na komunikacie, a ten pozostaje wciąż gołębny i doskonale licuje z późniejszymi obawami Yellen (ożywienie, które wciąż pod pewnymi względami wygląda jak recesja) wyrażonymi w indywidualnym wystąpieniu kilka dni po konferencji.

Reakcja rynkowa? Znaczące spadki rentowności przede wszystkim na krótkim końcu krzywej i w okolicach „brzuszka” (2y o -3,5pb, 5y o 4pb, 10y prawie bez zmian), wzrosty indeksów giełdowych i osłabienie dolara wobec całego koszyka walut. W obecnej chwili praktycznie cały ruch na krzywej po posiedzeniu FOMC został skorygowany, pewna przestrzeń pozostała jeszcze w okolicach „brzuszka”. Pozycje bearish flattener, w które zaangażowało się wielu uczestników rynku w okolicach konferencji i na fali świetnego sentymentu przed publikacją NFP okazały się (z woli lub przymusu) pozycjami taktycznymi, nie strategicznymi; takie pozycje w normalnych warunkach zarabiają od 6-9 miesięcy przed faktycznym zacieśnieniem polityki pieniężnej. Z dzisiejszej perspektywy falstart był ewidentny.

Uważamy, że status quo sprzed posiedzenia FOMC zostało w dużej mierze przywrócone. Uczestnicy rynków muszą wciąż mieć z tyłu głowy ostrzeżenie, że Fed nie ma zamiaru nikogo prowadzić za rękę, liczy się poprawna interpretacja danych makroekonomicznych, a wszelkie rzekome próby zafiksowania uczestników rynku na działaniach monetarnych na pierwszy rzut oka sprzecznych z obecną oceną stanu gospodarki i procesów inflacyjnych Fed powinny być traktowane jako faktycznie

sprzeczne. Absolutnie nie neguje to możliwości wzrostów rentowności obligacji w kolejnych miesiącach (i są one naszym scenariuszem bazowym), gdyż gospodarka amerykańska staje na nogi. Ruch powinien w naszym odczuciu odbywać się jednak w sposób zrównoważony, spójny ze stopniowym napływem nowych informacji w danych makro. Atmosfera rozbicia inwestorów po nieudanych wyplaszczeniu krzywej ma potencjał na przynajmniej krótkookresowe wsparcie dla polskich papierów, dlatego nie zmieniamy naszych upodobań wobec sektora 5y.

## **Czeska inflacja bez zmian. Nasza ostateczna prognoza to przedział 0,6%-0,7%.**

Inflacja w Czechach utrzymała się na niskim poziomie sprzed miesiąca, czyli 0,2% r/r. Odczyt był zgodny z oczekiwaniami. Tradycyjnie już miara inflacji czeskiej może zostać przyłożona tylko z pewnym przybliżeniem do naszego odczytu inflacji. Niemniej jednak, zauważmy silny spadek cen w kategorii rekreacja i kultura (spadki cen turystyki zorganizowanej), który nie jest skorelowany z datą wystąpienia Świąt Wielkanocnych; w polskim uniwersum inflacyjnym byłoby to spójne ze stabilnymi cenami w tej kategorii w marcu (choć z pewnym ryzykiem w dół). Według wskazań zza południowej granicy podniosły się ceny odzieży i obuwia, które jako dobra handlowalne charakteryzują się bardzo dobrą korelacją z polskimi odpowiednikami (tym samym nasza oryginalna prognoza inflacji była w tym aspekcie zaniżona). Przechodząc już tradycyjnie do żywności, siłą napędową bardzo niewielkich wzrostów w Czechach był nabiał, pieczywo i mięsa. Szczególnie te dwie pierwsze kategorie charakteryzują się znacznie większą amplitudą wahań niż w Polsce, a więc nie bierzemy ich pod uwagę. Co do mięs, w Polsce – z uwagi na specyfikę handlu i działające embargo – trend był w marcu wciąż spadkowy. Szczególnie optymistycznie nastawiają nas zaobserwowane w Czechach spadki cen warzyw i owoców, które potwierdzają prawdopodobieństwo sezonowego wyłomu tych kategorii w Polsce zaobserwowanego na targowiskach i w sklepach.

Z perspektywy samej inflacji czeskiej czulibyśmy się komfortowo z nieco niższym poziomem inflacji w Polsce niż zakłada konsensus rynkowy (0,6% zamiast 0,7%), czyli zgodnie z naszą oryginalną prognozą. Niemniej jednak, niemożność weryfikacji zachowania detalistów w zakresie cen alkoholi wysokoprocentowych po podwyżkach akcyzy (dochodzą nas słuchy, że duża część sklepów stosuje przedświąteczne promocje i występuje walka cenowa, co zapobiega przeniesieniu podwyżek cen hurtowych na ceny detaliczne) skłania nas do obstawienia przedziału 0,6%-0,7%.

## EURUSD fundamentalnie

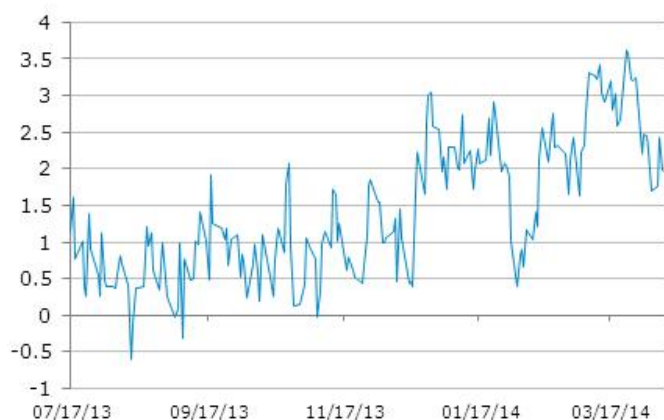
Wczoraj, przy pustym kalendarzu i braku nowych informacji przez większość dnia, EURUSD kontynuował marsz w górę. Przyspieszenie przyniosła jednak dopiero sesja amerykańska - najpierw ostatecznie padł poziom 1,38, a w godzinach wieczornych czasu polskiego dolar sięgnął nowych minimów (EURUSD 1,3860) po publikacji zapisu dyskusji z ostatniego posiedzenia FOMC. Ich gołębi wydźwięk (więcej w sekcji analizy) nieco uspokoił część inwestorów spodziewających się przedwczesnego zacieśnienia polityki pieniężnej i złagodził wrażenia po konferencji Yellen. Dziś, po ustanowieniu nowych lokalnych maksimów (1,3870 w sesji azjatyckiej), możemy spodziewać się realizacji zysków. Tym niemniej, trend wzrostowy na EURUSD pozostaje bardzo mocny i do jego fundamentalnego odwrócenia potrzebna jest faktyczna implementacja QE przez EBC. Pamiętajmy bowiem, że same zapowiedzi luzowania ilościowego, ze względu na spodziewane umocnienie obligacji skarbowych w strefie euro, mogą wręcz stymulować napływ kapitału do eurolandu, umacniając euro (efekt samospełniającej się przepowiedni).

## EURUSD technicznie

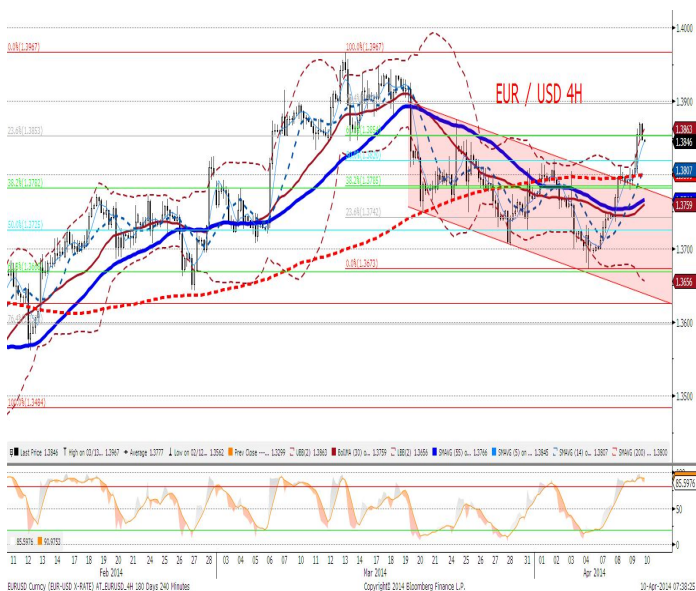
Nasza pozycja została zamknięta zleceniem SL, ze stratą 65 punktów. EURUSD wyłamał się górą z kanału spadkowego przebijając MA200 (4H). Az do poziomu 1,3967 nie ma żadnych oporów, więc to lokalne maksimum powinno być pierwszym przystankiem w trakcie marszu na północ. Dynamiczne przełamanie ważnych oporów sugeruje koniec korekty i powrót trendu wzrostowego jako nadrzędnego. Choć na dzisiejszej sesji można oczekiwać lekkiego odreagowania po tak silnym ruchu, droga do 1,40 została wczoraj otwarta. Ten obraz mać nieco pięćofalowa struktura ruchu w dół rozpoczętego w połowie marca sugerująca, że jest to jedynie początek głębszego ruchu na południe. Na dzisiejszej sesji pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,3780	1,4100
1,3736	1,3967
1,3650	1,3876

### EURUSD wzgl. dysparytetu na 2Y IRS



\* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.



## EURPLN fundamentalnie

Na EURPLN wąski zakres wahań (4,16 – 4,18) w dalszym ciągu obowiązuje. Nie zdołały go naruszyć ani wieści z Ukrainy (wydaje się, że okres paniki bezpowrotnie minął), ani koszykowa wyprzedaż części rynków wschodzących (traciły wczoraj: TRY, RUB, HUF, ZAR), ani zaostrenie tonu ze strony Rady Polityki Pieniężnej (więcej w sekcji analizy). Wreszcie, również gołębie Minutes FOMC nie przyniosły istotnej zmiany kursu złotego (w przeciwieństwie do wspomnianych wyżej walut EM, którym przyniosły wytchnienie). Przy minimalnej zmienności, jaką obserwujemy, w dalszym ciągu oczekujemy na sygnał, który pozwoli na złamanie obowiązującego zakresu. Dziś, przy pustym kalendarzu publikacji makro, raczej nie należy się go spodziewać.

## EURPLN technicznie

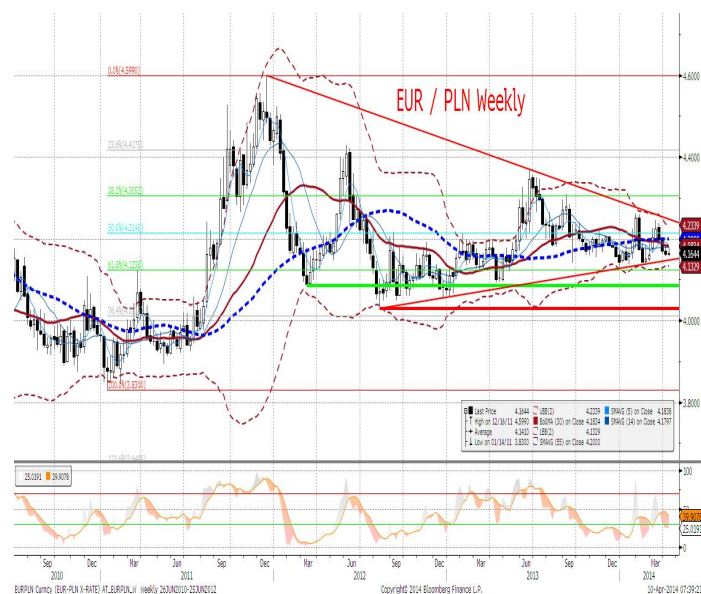
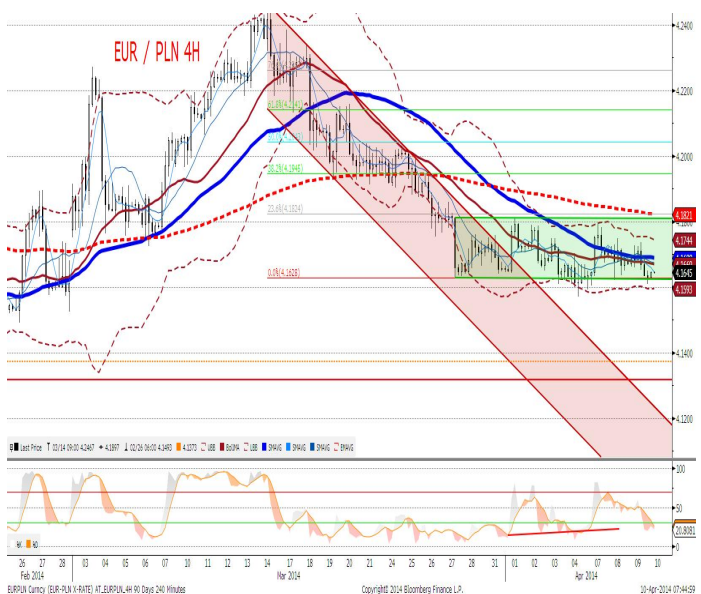
Marazmu ciąg dalszy – z czystym sumieniem mogliśmy skopiować jeden ze wcześniejszych komentarzy. Podczas wczorajszej sesji EURPLN dotarł do dna range'u (4,16), dziś więc powinniśmy obserwować mozolny ruch w kierunku 4,18. Z zajęciem pozycji wstrzymujemy się do momentu wybicia z trendu bocznego.

Wsparcie	Opór
4,1483 (!)	4,2026
4,1402	4,1890
4,1318	4,1721

### 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.

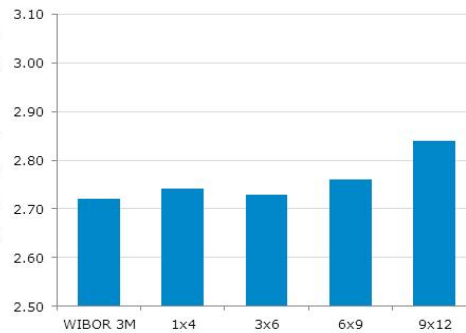


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.75	2.78	ON	2.4	2.7	EUR/PLN	4.1675
2Y	2.9725	3.02	1M	2.4	2.6	USD/PLN	3.0221
3Y	3.16	3.22	3M	2.4	2.8	CHF/PLN	3.4189
4Y	3.35	3.40					
5Y	3.5	3.56	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	3.62	3.68	1x2	2.59	2.63	EUR/USD	1.3854
7Y	3.7	3.76	1x4	2.68	2.74	EUR/JPY	141.29
8Y	3.78	3.85	3x6	2.69	2.73	EUR/PLN	4.1629
9Y	3.85	3.91	6x9	2.71	2.76	USD/PLN	3.0044
10Y	3.91	3.97	9x12	2.79	2.84	CHF/PLN	3.4144

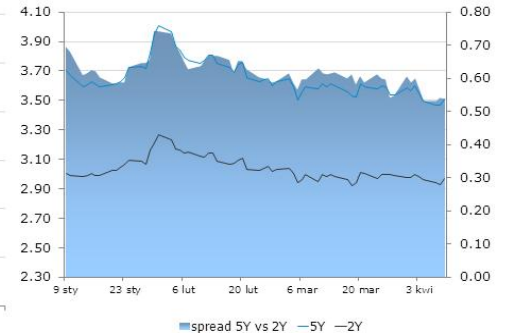
### WIBOR 3M i 1Y



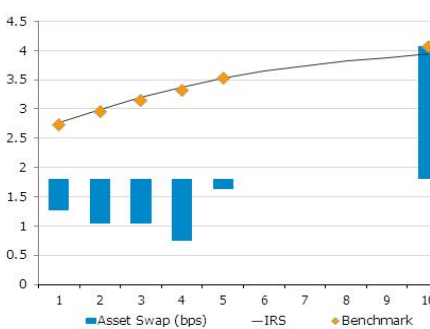
### WIBOR 3M i stawki FRA



### IRS 5Y i 2Y



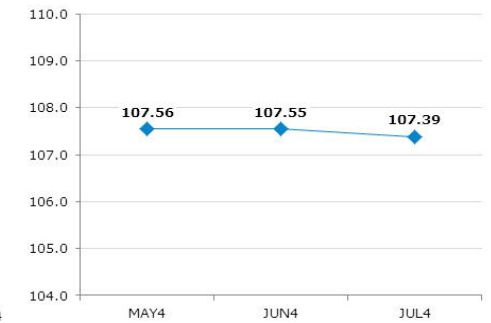
### Asset swap i IRS



### 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 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 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.