

16 kwietnia 2014

# 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)

Marek Ignaszak  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[marek.ignaszak@mbank.pl](mailto: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 |            |        |
| 14.04.2014 PONIEDZIAŁEK |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 11:00                   | EUR  | Produkcja przemysłowa m/m (%)         | lut   |          | 0.2       | 0.0 ( r )  | 0.2    |
| 14:00                   | POL  | M3 r/r (%)                            | mar   | 4.8      | 4.8       | 5.3        | 5.1    |
| 14:30                   | USA  | Sprzedaż detaliczna m/m (%)           | mar   |          | 0.8       | 0.3        | 1.1    |
| 15.04.2014 WTOREK       |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 11:00                   | GER  | ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)         | kwi   |          | 50.5      | 51.3       | 59.5   |
| 11:00                   | GER  | ZEW - oczekiwania (pkt.)              | kwi   |          | 46.0      | 46.6       | 43.2   |
| 14:00                   | POL  | CPI r/r (%)                           | mar   | 0.6      | 0.8       | 0.7        | 0.7    |
| 14:30                   | USA  | CPI r/r (%)                           | mar   |          | 1.4       | 1.1        | 1.5    |
| 14:30                   | USA  | Wskaźnik Empire State (pkt.)          | kwi   |          | 8.00      | 5.61       | 1.3    |
| 15:00                   | POL  | Wykonanie budżetu (%)                 | mar   |          |           | 24.7       | 36.8   |
| 16.04.2014 ŚRODA        |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 4:00                    | CHN  | Sprzedaż detaliczna r/r (%)           | mar   |          | 12.2      | 11.8       | 12.2   |
| 4:00                    | CHN  | Produkcja przemysłowa r/r (%)         | mar   |          | 9.0       | 8.8        | 8.8    |
| 4:00                    | CHN  | PKB r/r (%)                           | Q1    |          | 7.3       | 7.7        | 7.4    |
| 10:00                   | POL  | Rewizja kwartalnych rach. narodowych  |       |          |           |            |        |
| 10:00                   | POL  | Raport o Koniunkturze NBP             | Q1    |          |           |            |        |
| 14:00                   | POL  | Inflacja bazowa r/r (%)               | mar   | 0.9      | 0.9       | 0.9        |        |
| 14:30                   | POL  | Zatrudnienie r/r (%)                  | mar   | 0.4      | 0.4       | 0.2        |        |
| 14:30                   | POL  | Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)      | mar   | 4.6      | 3.9       | 4.0        |        |
| 14:30                   | USA  | Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)   | mar   |          | 968       | 907        |        |
| 14:30                   | USA  | Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)      | mar   |          | 1000      | 1014 ( r ) |        |
| 15:15                   | USA  | Produkcja przemysłowa m/m (%)         | mar   |          | 0.5       | 0.6        |        |
| 20:00                   | USA  | Beżowa księga                         | kwi   |          |           |            |        |
| 17.04.2014 CZWARTEK     |      |                                       |       |          |           |            |        |
| 14:00                   | POL  | Produkcja przemysłowa r/r (%)         | mar   | 6.9      | 6.3       | 5.3        |        |
| 14:00                   | POL  | PPI r/r (%)                           | mar   | -1.3     | -1.2      | -1.4       |        |
| 14:30                   | USA  | Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 12.04 |          | 315       | 300        |        |
| 16:00                   | USA  | Indeks Philly Fed (pkt.)              | kwi   |          | 9.5       | 9.0        |        |
| 18.04.2014 PIĄTEK       |      |                                       |       |          |           |            |        |
| BRAK ISTOTNYCH DANYCH   |      |                                       |       |          |           |            |        |

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska.** Dzisiejsze dane z rynku pracy powinny pokazać kontynuację ożywienia: dalszy przyrost zatrudnienia i wysoki wzrost płac. Dziś także publikacja deficytu i długu jednostek SFP w ubiegłym roku oraz towarzysząca jej rewizja rachunków narodowych opublikowana przez GUS. Ponadto poznamy raport o koniunkturze NBP oraz inflację bazową. Tę ostatnią oszacowaliśmy na podstawie wczorajszych danych GUS w przedziale 0,9–1%.

**Gospodarka globalna.** Dziś poznamy dane z amerykańskiego sektora budowlanego, które powinny ustabilizować się na poziomach notowanych w poprzednim miesiącu. Ponadto, dzisiejsza publikacja marcowej produkcji przemysłowej powinna potwierdzić niewielką, dodatnią dynamikę gospodarki amerykańskiej w I kwartale. Dzień zakończy publikacja beżowej księgi Fed.

■ **Szczurek:** Zapisana w aktualizacji programu konwergencji nadwyżka sektora finansów publicznych według metodologii ESA '95 w 2014 roku wyniesie 5,8 proc. PKB, zaś według metodologii ESA 2010 będzie to deficyt na poziomie 3,5 proc. PKB.

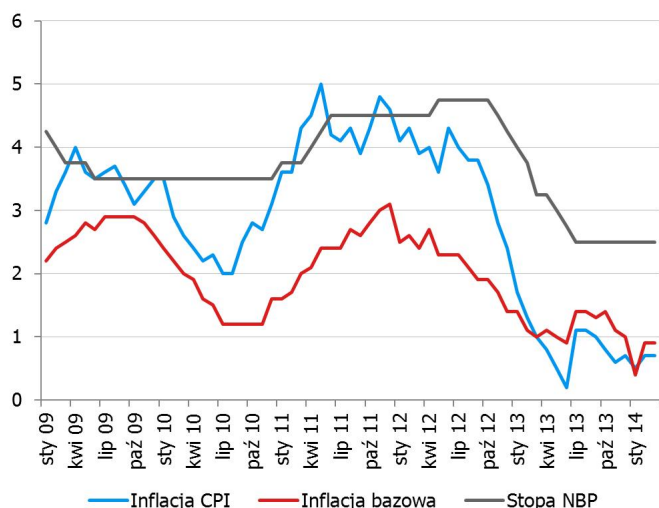
■ **MF:** Deficyt budżetu państwa po marcu 2014 r. wyniósł 17,4925 mld zł, czyli 36,8 proc. planu na 2014 r. Zgodnie z harmonogramem dochodów i wydatków budżetu państwa na 2014 roku deficyt po marcu miał wynieść 17,4089 mld zł (**więcej w sekcji analiz**).

■ **GER:** Indeks oczekiwań ZEW spadł do 43,2 pkt. z 46,6 pkt. miesiąc wcześniej.

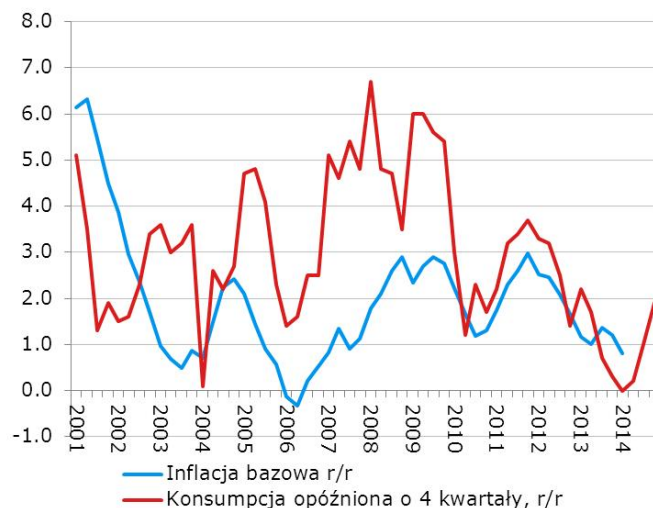
| Decyzja RPP (7.05.2014) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. | Obligacje                   | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps         | 0%                                                               | GERGB 10Y                   | 1.490        | 0.018        |
| stopy bez zmian         | 100%                                                             | USAGB 10Y                   | 2.626        | 0.013        |
| obniżka 25 bps          | 0%                                                               | POLGB 10Y                   | 4.060        | 0.058        |
| <b>PROGNOZA mBanku</b>  | <b>stopy bez zmian</b>                                           | Dotyczy benchmarków Reuters |              |              |

## Inflacja wciąż (bardzo) niska.

Inflacja w marcu wyniosła 0,7% (konsensus rynkowy i nasza prognoza), czyli dokładnie tyle samo, co przed miesiącem. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami spadkiem cen wykazała się żywność (-0,4% - anomalia względem wzorca sezonowego), zgodnie z przewidywaniami nie zaobserwowaliśmy jeszcze pełnego efektu wprowadzonych podwyżek podatku akcyzowego, które prawdopodobnie pojawią się dopiero w okresie poświadczeniowym. Niespodzianki, które wywarły dodatni wpływ na ceny to kategoria łączność (korekta cenników za Internet) i rekreacja i kultura (korekta cenników za telewizję). Nieprzewidywalny (i niecykliczny) charakter występujących w tych kategoriach zmian to dobra przesłanka za analizowaniem inflacji po ich wyłączeniu – gdyby kategorie te zachowały się „normalnie”, inflacja wyniosłaby 0,6%. Nasze wstępne szacunki sugerują, że inflacja bazowa prawdopodobnie utrzymała się na poziomie sprzed miesiąca bądź nieznacznie wzrosła (0,9-1,0% r/r).



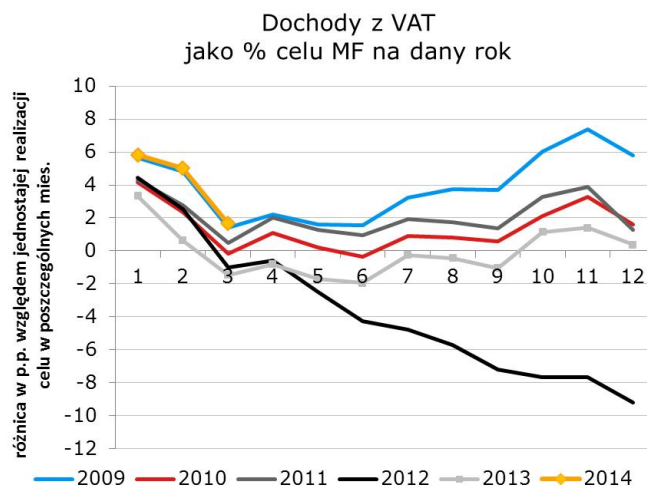
Inflacja osiągnęła lokalne minimum. W kolejnych miesiącach zacznie powolny marsz w górę, sponsorowany w początkowej fazie głównie przez efekty bazowe z ubiegłego roku. Nałożą się na nie także opóźnione efekty implementacji podwyżki podatku akcyzowego. Nie ma się co jednak oszukiwać, że inflacja rośnie w wyniku występowania czynników fundamentalnych, które podpowiada teoria ekonomiczna. Sytuacja zmieni się dopiero w drugiej połowie roku, kiedy inflacja bazowa zawróci, odzwierciedlając domykanie się luki popytowej (patrz wykres).



Z punktu widzenia RPP dane inflacyjne są neutralne. Wydaje nam się, że bank centralny nie wykaże w najbliższym czasie nadmiernego zainteresowania ani samym poziomem bieżącej inflacji (niski, bo niski – wspiera konsumentów), ani jego korektą w górę, powodowaną w początkowej fazie – jak już wspomnieliśmy – głównie efektami statystycznymi. Zdecydowanie bardziej interesująca jest kwestia procesów realnych, w przypadku których scenariusz bazowy RPP zbliża się powoli do tych najbardziej optymistycznych na rynku. W takim przypadku nawet niewielkie negatywne zaskoczenia danymi mogą zbliżyć RPP do prób dalszego rozluźnienia polityki pieniężnej, nawet przy nieco wyższej inflacji (na przykład poprzez przedłużenie forward guidance). Stanowi to wciąż pozytywne tło dla polskich instrumentów dłużnych, które wspierane są dodatkowo oczekiwaniami na rozluźnienie polityki pieniężnej przez ECB.

## Marcowe wykonanie budżetu zgodnie z planem

Po pierwszym kwartale budżet państwa zamknął się saldem - 17,5 mld zł. Wynik ten stanowi 36,6% celu na cały rok, jest zgodny z harmonogramem i stanowi zupełnie dobry wynik w porównaniu z poprzednimi latami (w szczególności, po marcu 2013 r. wypracowano 68,7% celu na dany rok).



Zgodność dotychczasowej realizacji z harmonogramem nie

oznacza jednak, że szczegółowe dane nie są pozbawione niespodzianek. Po pierwsze, po dwóch miesiącach bardzo mocnych wzrostów dochody podatkowe tym razem w ujęciu rocznym nie zmieniły się. Jest to kombinacja silnego spadku wpływów z VAT (o ok. 18% r/r), stagnacji dochodów z PIT (-1,4% r/r) i wzrostów przychodów z akcyzy (+5,9% r/r) oraz CIT (+46% r/r – to nie jest literówka!). Jak zwykle, przestrzegamy przed przywiązaniem zbyt dużej wagi do pojedynczych odczytów, szczególnie w przypadku VAT, którego zmienność wydaje się rosnąć w czasie. Dynamika tego ostatniego została również zniekształcona przez efekt bazy statystycznej z poprzedniego roku – tak, jak wyjątkowo niskie wpływy z VAT w styczniu i lutym 2013 roku przyczyniły się do wysokich dynamik w pierwszych dwóch miesiącach tego roku, tak konsekwencją dobrego marca 2013 jest słaby marzec 2014 roku. Prawda, efekt bazy wyjaśnia zapewne jedynie ok. 10 p.proc. ujemnej dynamiki, a wpływy z VAT i tak są niższe niż w marcu 2012 roku, ale tu znów wspomnieć należy o zmienności i pozytywnym trendzie, który jest zachowany (jest zdecydowanie za wcześnie na ewentualne negatywne konsekwencje załamania eksportu na Wschód, ale monitorujemy ten aspekt). W szczególności, dotychczasowa trajektoria dochodów podatkowych w dalszym ciągu sugeruje większe całoroczne wpływy niż założono w ustawie budżetowej.

Po danych marcowych podtrzymujemy naszą ocenę dobrego stanu budżetu centralnego i możliwość lepszego od założeń wykonania deficytu w tym roku (przy zerowym zysku NBP, oczywiście, jest to jedyny czynnik, który będzie temu sprzyjał). W tej sytuacji uwaga przesunąć się w kierunku ścieżki konsolidacji. Z informacji prasowych wiadomo już, że poprzedni rok dla całego SFP zamknął się wynikiem lepszym od ostatnich prognoz (4,3% PKB vs. 4,8% zakładane jesienią), a potwierdzenie powinniśmy uzyskać dziś, po stosownej informacji GUS.

## EURUSD fundamentalnie

EURUSD odnotował wczoraj nowe lokalne minima w okolicach 1,3790. Wydarzyło się to praktycznie dwukrotnie: rano, po publikacji gorszego od oczekiwań indeksu ZEW, oraz po południu, po wyświetleniu wyższej od oczekiwań inflacji w USA. Oba spadki kursu zostały szybko odkupione. Około godziny 16 (informacja, że na lotnisku Ukraińskim napotkano rosyjskich spadochroniarzy - niepotwierdzona...) kurs wystrzelił w górę do 1,3833, jednak również i ten ruch został szybko skorygowany. Niemniej EURUSD znajduje się od tego momentu w powolnym dryfie w górę. Z wczorajszego dnia płyną 2 istotne lekcje. 1) Oczekiwania na rozluźnienie polityki pieniężnej przez ECB osiągnęły apogeum prawdopodobnie tuż po posiedzeniu ECB i obecnie są w odwrocie (wszystko opiera się w krótkim terminie na oczekiwaniach na kwietniową inflację). 2) Eskalacja kryzysu rosyjsko-ukraińskiego niekoniecznie musi prowadzić do osłabienia EUR (to tam, a nie do USA spłynąć może kapitał). W parze walutowej EURUSD dolar jest safe, ale euro jest haven. Dziś dane z rynku domów USA oraz produkcja przemysłowa. Dla tych, którzy chcą się ustawić na lepsze dane (co uważamy za taktykę sensowną) przez kurs walutowy, polecamy raczej USDJPY, gdyż tam przełożenie amerykańskiego ożywienia na dolara jest większe.

### EURUSD wzgl. dysparytetu na 2Y IRS

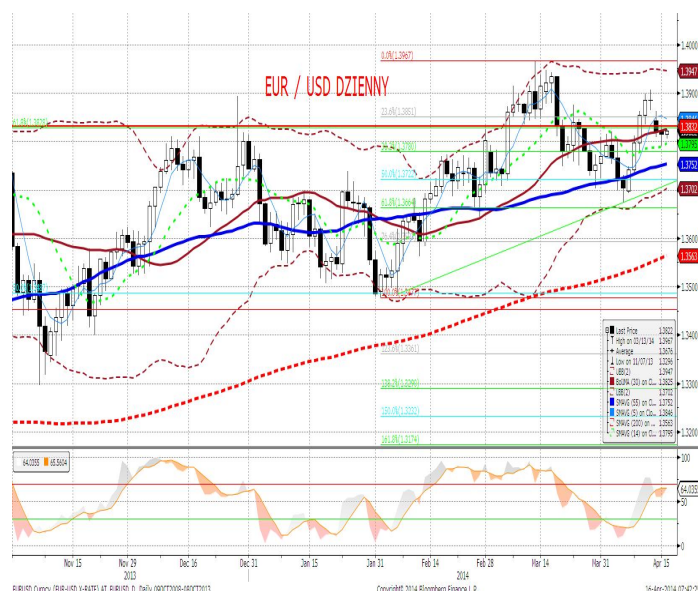


\* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

## EURUSD technicznie

EURUSD niżej, kolejna fala korekty została powstrzymana na poziomie 1,3790 (MA55 (4H), oraz 50% zniesienie). Przy tych poziomach pojawił się spory popyt na euro. Ponadto minimalny zasięg korekty (50%) został już zrealizowany pozwalając oscylatorowi odwrócić się w obszarze wykupienia. Taktycznie układ kresek wskazuje więc na kontynuację trendu wzrostowego celującego w lokalne szczyty (1,3967).

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,3790   | 1,4282 |
| 1,3747   | 1,4100 |
| 1,3650   | 1,3967 |





## EURPLN fundamentalnie

EURPLN ustanowił nowe maksima lokalne (4,1962) w momencie, kiedy skokowo EURUSD dotarł do 1,3833. Eskalacja napięć na wschodzie to osłabienie złotego oraz prawdopodobnie innych walut z regionu. Nie odnotowaliśmy natomiast reakcji złotego na inflację (zgodna z konsensusem). Dziś publikacja danych z rynku pracy - nie spodziewamy się reakcji ze strony kursu walutowego. Złoty wszedł w fazę, w której dominującym trendem jest co prawda pozytywna cykliczność, jednak to głównie presja deprecjacyjna może być dominującym tematem w najbliższych dniach z uwagi na informacje o konflikcie na wschodzie. Z uwagi na fakt, że RPP jest obecnie bardzo pozytywna w zakresie sfery realnej, wszelkie negatywne odchylenia najbliższych publikacji mogą powodować dodatkową presję na osłabienie złotego. Podkreślamy jednak, że jest to sytuacja przejściowa i w końcu roku wciąż oczekujemy mocniejszego złotego.

## EURPLN technicznie

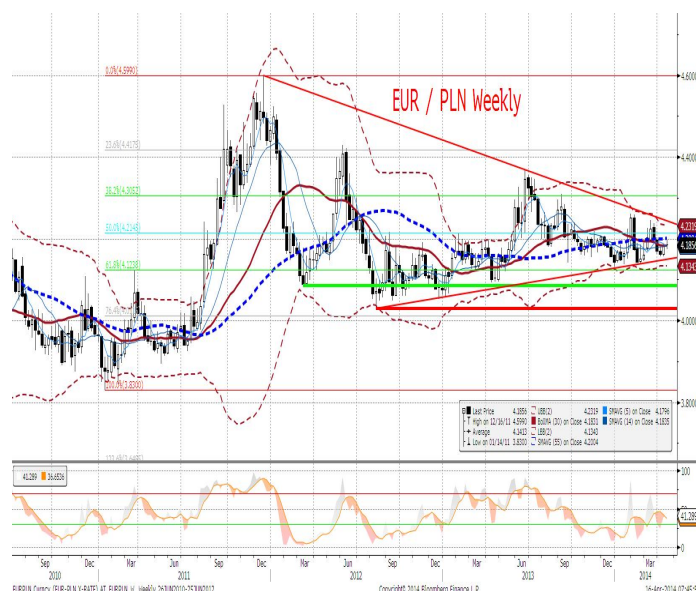
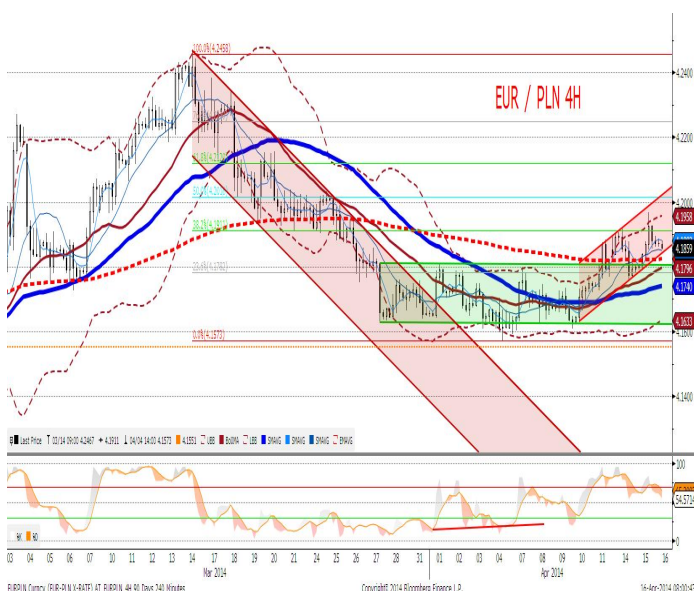
Polska waluta pozostaje wrażliwa na szum informacyjny zza wschodniej granicy. Podczas wczorajszej sesji EURPLN wyznaczył nowe lokalne szczyty, jednak szybko się skorygował. Złoty wykazuje lekki dryf na północ ale powyżej 4,19 pojawia się silny popyt na polską walutę, który szybko sporadza EURPLN niżej. Mamy więc raczej do czynienia z poszerzeniem range'u niż nowym trendem wzrostowym. Dynamiczne wzrosty EURPLN będą więc dobrą okazją do zajęcia krótkiej pozycji.

| Wsparcie   | Opór   |
|------------|--------|
| 4,1483 (!) | 4,2120 |
| 4,1402     | 4,2026 |
| 4,1318     | 4,1921 |

### 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  |
|-----|------|------|
| 1Y  | 2.75 | 2.81 |
| 2Y  | 2.96 | 3.02 |
| 3Y  | 3.17 | 3.23 |
| 4Y  | 3.36 | 3.41 |
| 5Y  | 3.51 | 3.56 |
| 6Y  | 3.62 | 3.67 |
| 7Y  | 3.71 | 3.76 |
| 8Y  | 3.79 | 3.84 |
| 9Y  | 3.86 | 3.91 |
| 10Y | 3.91 | 3.96 |

| depo | BID | ASK |
|------|-----|-----|
| ON   | 2.3 | 2.6 |
| 1M   | 2.4 | 2.6 |
| 3M   | 2.4 | 2.8 |

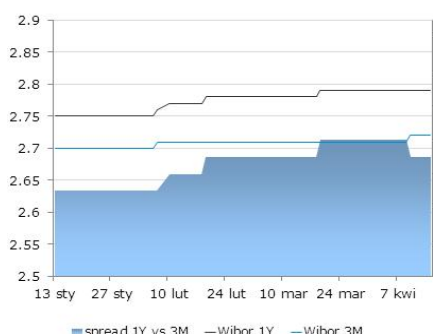
| FRA  | BID  | ASK  |
|------|------|------|
| 1x2  | 2.59 | 2.64 |
| 1x4  | 2.68 | 2.74 |
| 3x6  | 2.70 | 2.75 |
| 6x9  | 2.70 | 2.75 |
| 9x12 | 2.78 | 2.83 |

| Fixing NBP |        |
|------------|--------|
| EUR/PLN    | 4.1840 |
| USD/PLN    | 3.0325 |
| CHF/PLN    | 3.4409 |

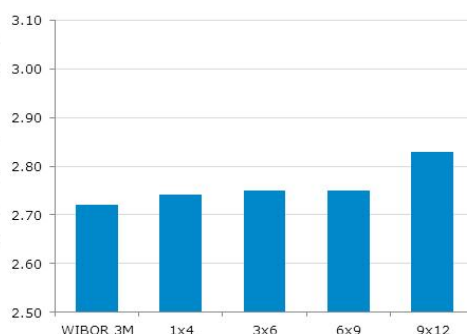
  

| Poziomy otwarcia |        |
|------------------|--------|
| EUR/USD          | 1.3812 |
| EUR/JPY          | 140.77 |
| EUR/PLN          | 4.1874 |
| USD/PLN          | 3.0298 |
| CHF/PLN          | 3.4417 |

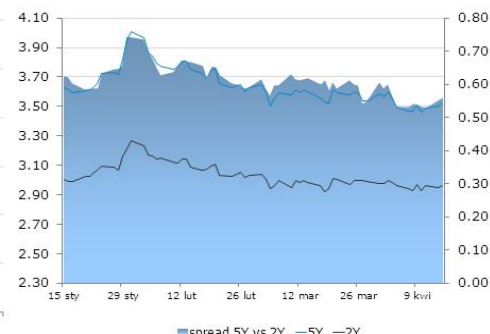
WIBOR 3M i 1Y



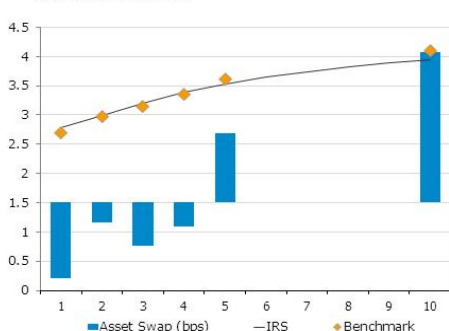
WIBOR 3M i stawki FRA



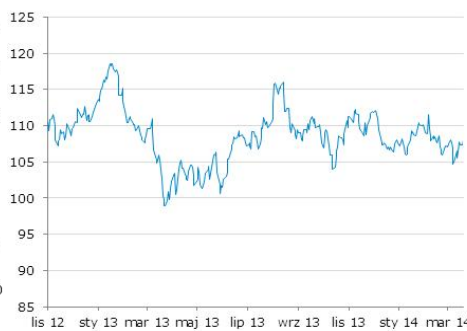
IRS 5Y i 2Y



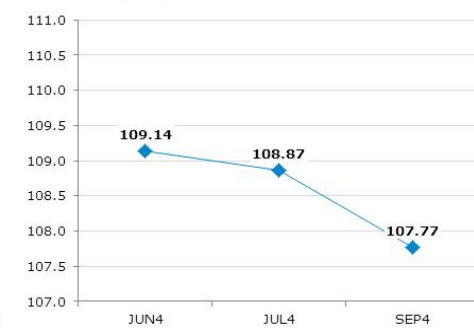
Asset swap i IRS



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.