FED zaskoczył, perspektywy polityki EBC bez zmian

W tym tygodniu

- **Za granicą najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie dzisiejsza publikacja wstępnych marcowych wskaźników koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że wstępny odczyt indeksu PMI Composite w strefie euro zwiększy się do 53,5 pkt. w marcu wobec 53,3 pkt. w lutym. Naszym zdaniem ograniczony wzrost wskaźnika wynikać będzie przede wszystkim z podwyższonej niepewności związanej z sytuacją na Ukrainie oraz obawami o spowolnienie gospodarcze w Chinach. We wtorek poznamy także odczyt indeksu Ifo, obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że wskaźnik wzrośnie z 111,3 pkt. do 111,4 pkt. w marcu, wskazując tym samym na nieznaczną poprawę koniunktury w niemieckiej gospodarce. W naszej ocenie zarówno dane o wstępnych wskaźnikach PMI w strefie euro jak i odczyt indeksu Ifo będą neutralne dla kursu złotego i rynku długu.
- **Dziś rano poznaliśmy odczyt indeksu PMI w chińskim przetwórstwie, który zmniejszył się z 48,5 pkt. w lutym do 48,1 pkt. w marcu, co jest już jego czwartym spadkiem z rzędu.** Nastąpił on pomimo ustalenia przez rząd celu dla wzrostu gospodarczego w 2014 r. na poziomie 7,5%, oddziałującego w kierunku poprawy nastrojów wśród przedsiębiorców, świadcząc tym samym o coraz silniejszym spowolnieniu w chińskim przetwórstwie przemysłowym. Reakcja rynków azjatyckich tę publikację była bardzo ograniczona, co można interpretować jako nasilenie oczekiwań inwestorów na większą stymulację popytową w najbliższych miesiącach. Nie mniej jednak słabsze od oczekiwań dane o aktywności w chińskim przetwórstwie będą oddziaływać w kierunku wzrostu globalnej awersji do ryzyka, ograniczając tym samym pozytywny wpływ stabilizacji sytuacji politycznej na Ukrainie na kurs złotego.
- **W tym tygodniu napłyną również liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** We wtorek poznamy odczyt wskaźnika zaufania konsumentów – Conference Board, który naszym zdaniem nieznacznie się obniżył z 78,1 pkt. w lutym do 78,0 pkt. w marcu, odzwierciedlając tym samym stabilizację nastrojów gospodarstw domowych. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływała co prawda poprawa warunków meteorologicznych, jednakże jej efekt został zniwelowany przez wzrost cen żywności, będący wynikiem suszy w zachodniej części USA, wzrost cen paliw oraz pogorszenie sytuacji na giełdzie. We wtorek poznamy także odczyt sprzedaży nowych domów, która w naszej ocenie zmniejszyła się z 468 tys. w styczniu do 430 tys. w lutym. Utrzymująca się słaba koniunktura na amerykańskim rynku nieruchomości była już wcześniej sygnalizowana w lutowych danych nt. nowych pozwoleń na budowę, które zmniejszyły się o 1,8% m/m. W środę uwaga rynków zwrócona będzie na publikację danych o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie zwiększyły się o 1,0% m/m w lutym wobec spadku o 1,0% w styczniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu zamówień były wyższe zamówienia w przemyśle motoryzacyjnym, związane m. in. z ustąpieniem niekorzystnych warunków meteorologicznych. Dodatkowo składowa indeksu ISM dotycząca nowych zamówień wzrosła w lutym do 54,5 pkt. z 41,2 pkt. w styczniu, sygnalizując tym samym wyższą dynamikę zamówień w przetwórstwie. W czwartek zostanie opublikowany finalny szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę z 2,4% do 2,9%. Na wzrost dynamiki PKB, w stosunku do drugiego odczytu, złoży się przede wszystkim wyższy wkład konsumpcji prywatnej. Naszym zdaniem mieszane dane z amerykańskiej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego oraz polskiego rynku długu.
- **We wtorek poznamy dane o sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem wzrosła w lutym o 7,0% r/r wobec 4,8% w styczniu.** W kierunku zwiększenia jej dynamiki oddziaływała korzystna różnica w liczbie dni roboczych oraz bardzo wysoka sprzedaż samochodów z kratką, będąca jednorazowym efektem spowodowanym przez lukę w prawie podatkowym. W związku

z powyższym, tak duży wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej ma charakter przejściowy, dlatego też w naszej ocenie będzie on neutralny dla kursu złotego i rynku długu.

W zeszłym tygodniu

- **Fed ograniczył program QE3 o kolejne 10 mld USD oraz wprowadził zmiany w *forward guidance.* Opublikowane zostały także marcowe projekcje FOMC (patrz poniżej).**
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba rozpoczętych budów domów nieznacznie spadła w lutym do 907 tys. wobec 909 tys. w styczniu. Z kolei liczba nowych pozwoleń na budowę wzrosła z 937 tys. w styczniu do 1018 tys. w grudniu. Dane wskazują zatem, iż wpływ niekorzystnych warunków meteorologicznych stopniowo ustępuje i w najbliższym czasie możemy spodziewać się poprawy sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości. Będzie ona jednak ograniczana przez wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych spowodowany zmniejszaniem skali programu QE3 przez FED i ubiegłotygodniową publikacją oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych w latach 2015-2016. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. koniunktury w amerykańskim przetwórstwie przemysłowym. Indeks NY Empire State wzrósł w marcu do 5,61 pkt. wobec 4,48 pkt. w lutym. Podobnie wskaźnik Philadelphia FED zwiększył się do 9,0 pkt. wobec -6,3 w lutym. Stanowi to potwierdzenie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym osłabienie koniunktury w amerykańskim przetwórstwie wynikało z niekorzystnych warunków meteorologicznych i nie było spowodowane pogorszeniem fundamentów gospodarki.
- **We wtorek prezydent Rosji, W. Putin podpisując dokument o aneksji Krymu, zapowiedział, iż nie zamierza podejmować żadnych działań wobec innych regionów Ukrainy**, co zgodnie z naszymi oczekiwaniami spowodowało spadek awersji do ryzyka na rynkach, oddziałując w kierunku umocnienia złotego i obniżenia rentowności polskich obligacji. Oczekujemy, że zarówno Unia Europejska jaki i Stany Zjednoczone powstrzymają się przed zastosowaniem szeroko zakrojonych sankcji, które mogłyby wywołać symetryczną odpowiedź ze strony Rosji. Dlatego w naszej ocenie, w najbliższym czasie będziemy mieli do czynienia ze względną stabilizacją, której towarzyszyć będzie stopniowy wzrost apetytu na ryzyko, oddziałujący w kierunku umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków finansowych i inwestorów instytucjonalnych nt. sytuacji gospodarczej w Niemczech spadł w marcu do 46,6 pkt. wobec 55,7 pkt. w lutym,** co było spowodowane znacznym obniżeniem się składowej dotyczącej oczekiwań w związku z konfliktem na Ukrainie. Dlatego też uważamy, że spadek ten ma charakter przejściowy i w najbliższym czasie wraz z obniżeniem awersji do ryzyka indeks ZEW powróci do poziomów sprzed miesiąca.
- **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków Rady Polityki Pieniężnej.** Prezes NBP, M. Belka przedstawił stanowisko, zgodnie z którym do końca br. należy „w zasadzie" spodziewać się stabilnych stóp procentowych. Jako element ryzyka dla takiego scenariusza wskazał sytuację, w której ożywienie gospodarcze okaże się silniejsze niż jest to obecnie zakładane. W podobnym duchu wypowiedział się J. Hausner, który zasygnalizował, iż RPP najprawdopodobniej utrzyma neutralne nastawienie w polityce monetarnej do końca 2014 r. Z kolei nieco mniej gołębie stanowisko zaprezentował A. Bratkowski wskazując, iż cykl zacieśniania polityki monetarnej powinien rozpocząć się jak najwcześniej. Jako moment jego rozpoczęcia wskazał IV kw. br., choć zaznaczył przy tym, iż rośnie prawdopodobieństwo przesunięcia tej daty na I kw. 2015 r. Najbardziej gołębią opinię przedstawił natomiast J. Osiatyński, który zasugerował, iż biorąc pod uwagę marcową projekcję, nie ma powodów by w latach 2014-2016 odchodzić od obecnego poziomu stóp procentowych. Przedstawione powyżej różnice zdań pomiędzy członkami RPP znalazły odzwierciedlenie z *Minutes* z marcowego posiedzenia Rady. Opis dyskusji na tym posiedzeniu wyraźnie wskazuje, że pomimo

pogorszenia perspektyw wzrostu w związku z sytuacją na Ukrainie, RPP jest podzielona co do konieczności wydłużenia *forward guidance* do końca br. i na razie większość jej członków nie chce wydłużać *forward guidance* poza III kw. Uważamy, że w kwietniu i w maju Rada nie zmieni *forward guidance*, przykładając jednocześnie szczególną wagę do sygnałów wskazujących na pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w związku z sytuacją na Ukrainie i w Rosji. Uważamy, że *forward guidance* może być wydłużony najwcześniej w czerwcu, po publikacji danych o PKB za I kw.

- **Saldo rachunku bieżącego w styczniu było ujemne i wyniosło -1135 mln EUR wobec -843 mln EUR w grudniu.** Pogorszenie salda obrotów bieżących nastąpiło mimo silnej poprawy bilansu handlowego (w styczniu odnotowano nadwyżkę w obrotach handlowych na poziomie 419 mln EUR wobec grudniowego deficytu wynoszącego 232 mln EUR) i wynikało przede wszystkim z niższego salda transferów z Unią Europejską i pogłębienia ujemnego salda dochodów. Dynamika eksportu, pomimo niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, utrzymała się na grudniowym poziomie i wyniosła 10,6% r/r podczas gdy dynamika importu wzrosła z 1,6% r/r do 6,6%, odzwierciedlając tym samym coraz silniejszy popyt krajowy. Oczekujemy, iż dalsze stopniowe ożywienie popytu krajowego w najbliższych kwartałach przyczyni się do zwiększenia relacji deficytu w obrotach bieżących do PKB, jednakże pozostanie ona na relatywnie niskim poziomie, co będzie czynnikiem stabilizującym kurs złotego.
- **Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w Polsce wyniosła w lutym 0,2% r/r wobec 0,0% w styczniu, natomiast przeciętne wynagrodzenie wzrosło o 4,0% r/r wobec 3,4%.** Dane te wskazują zatem na kontynuację trendu wzrostowego dla rocznej dynamiki zatrudnienia. Z kolei wzrost dynamiki wynagrodzeń wynikał najprawdopodobniej z wyższych w stosunku do ubiegłego roku premii w górnictwie oraz korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych (por. MAKROpuls z 18.03.2014). Dane o zatrudnieniu i płacach w sektorze przedsiębiorstw wspierają naszą prognozę umiarkowanego przyspieszenia realnej dynamiki konsumpcji w I kw. br. (do 2,2% r/r wobec 2,1% w IV kw. ub. r.).
- **Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 5,3% r/r wobec 4,1% w styczniu.** W kierunku wzrostu dynamiki produkcji oddziaływały korzystna różnica w liczbie dni roboczych oraz utrzymujący się silny popyt zewnętrzny na polskie produkty, wspierany dodatkowo przez odbudowujący się popyt krajowy. Rekordowy wzrost odnotowano w przypadku produkcji budowlano-montażowej, jednakże w naszej ocenie ma on charakter przejściowy, gdyż był spowodowany wyjątkowo ciepłą zimą (por. MAKROpuls z 19.03.2014). Oczekujemy, że w marcu produkcja przemysłowa ponownie nieznacznie przyśpieszy, wspierana przede wszystkim przez rosnący popyt krajowy i sprzyjające warunki meteorologiczne przy neutralnym układzie liczby dni roboczych i niskiej ubiegłorocznej bazie.

FED zaskoczył, perspektywy polityki EBC bez zmian

W ubiegłym tygodniu członkowie FOMC, zgodnie z oczekiwaniami rynku, podjęli decyzję o ograniczeniu programu QE3 o kolejne 10 mld USD. W związku z tym, skala skupu aktywów wynosi obecnie 55 mld USD i jest rozłożona pomiędzy obligacje – 30 mld USD oraz papiery MBS – 25 mld USD. Zgodnie z treścią komunikatu po posiedzeniu, w ocenie członków FOMC, ożywienie gospodarcze w USA jest wystarczające silne by wspierać postępujące ożywienie na rynku pracy, co uzasadnia dalszą stopniową redukcję programu luzowania ilościowego. Powtórzona została także zapowiedź kontynuacji ograniczania programu QE3, a jego tempo, podobnie jak w poprzednim komunikacie, uzależniono od oceny bieżącej sytuacji przez członków FOMC. W komunikacie znalazło się także odwołanie do ostatnich oznak spowolnienia aktywności w amerykańskiej gospodarce, jednakże po części uzasadnione zostały one przez wpływ niekorzystnych warunków meteorologicznych.

Najważniejszą informacją płynącą z ubiegłotygodniowego posiedzenia FOMC jest zmiana w komunikacji Rezerwy Federalnej z otoczeniem poprzez zmianę formuły *forward guidance*, czyli deklarowanego horyzontu utrzymywania stóp procentowych na określonym poziomie. Dotychczas, główną przesłanką ewentualnej podwyżki stóp procentowych był spadek stopy bezrobocia poniżej 6,5%. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, warunek ten został zastąpiony przez zestaw jakościowych wskaźników opisujących sytuację na rynku pracy, presję inflacyjną i oczekiwania inflacyjne, a także sytuację na rynkach finansowych. Na podstawie oceny kształtowania się wyżej wymienionych Rezerwa Federalna zakomunikowała, iż obecny poziom stóp procentowych zostanie utrzymany jeszcze przez dłuższy czas po zakończeniu programu QE3 (oczekujemy, iż zakończenie programu QE3 nastąpi jesienią br.), szczególnie w sytuacji, gdy inflacja w dalszym ciągu znacznie odbiegać będzie od celu inflacyjnego FED (2,0%).

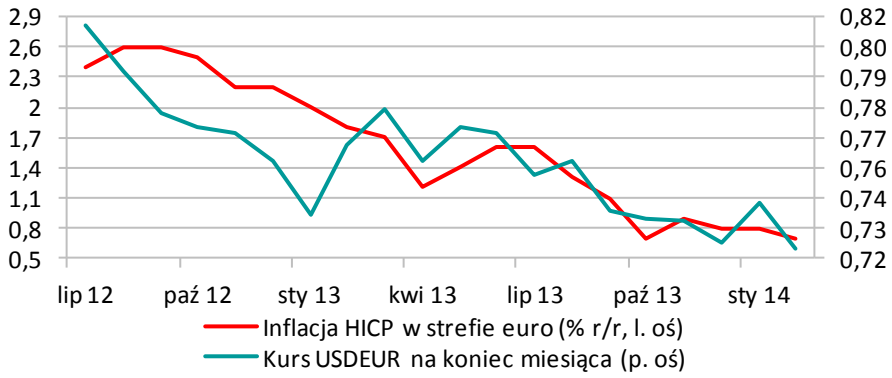
Marcowe projekcje członków FED				
Wskaźnik	Tendencja centralna			
	2014	2015	2016	Długi okres
Zmiana realnego PKB				
Projekcja marcowa	2,8 - 3,0	3,0 - 3,2	2,5 - 3,0	2,2 - 2,3
Projekcja grudniowa	2,8 - 3,2	3,0 - 3,4	2,5 - 3,2	2,2 - 2,4
Prognoza Credit Agricole	**2,6**	**3,0**	-	-
Stopa bezrobocia - średnia z 4 kw.				
Projekcja marcowa	6,1 - 6,3	5,6 - 5,9	5,2 - 5,6	5,2 - 5,6
Projekcja grudniowa	6,3 - 6,6	5,8 - 6,1	5,3 - 5,8	5,2 - 5,8
Prognoza Credit Agricole	**6,2**	**5,8**	-	-
Inflacja bazowa				
Projekcja marcowa	1,4 - 1,6	1,7 - 2,0	1,8 - 2,0	-
Projekcja grudniowa	1,4 - 1,6	1,6 - 2,0	1,8 - 2,0	-

Źródło: Rezerwa Federalna, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

Prognozy wzrostu realnego PKB oraz inflacji bazowej PCE dotyczą rocznej zmiany pomiędzy IV kw. roku poprzedniego i oznaczonego w projekcji.

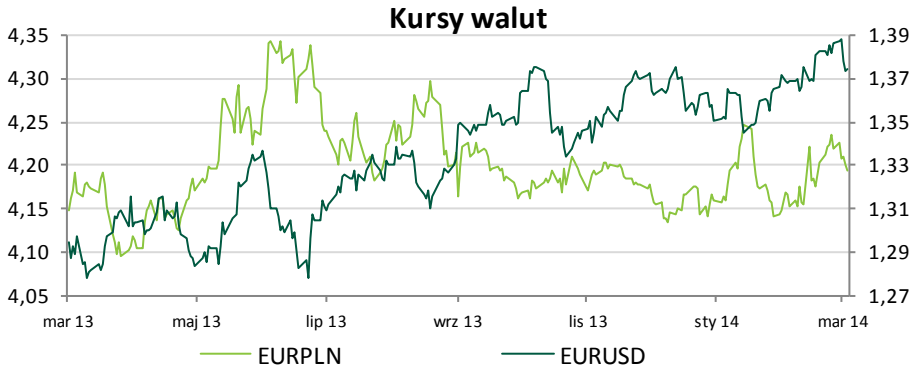
Prognozy stopy bezrobocia dotyczą przeciętnego poziomu stopy bezrobocia w IV kw.

Wraz z komunikatem po posiedzeniu FOMC opublikowane zostały także marcowe projekcje FED. Wynika z nich, że aż 13 na 16 członków FOMC oczekuje zaostrzenia polityki monetarnej w 2015 r., czyli o 1 osobę więcej niż w przypadku grudniowej projekcji. Ponadto, mediana oczekiwań co do wysokości stóp procentowych na koniec 2015 r. wzrosła do 1,0% wobec 0,75% w grudniowej projekcji. Innymi słowy, członkowie FOMC oceniają, iż w 2015 roku stopy procentowe zostaną podniesione o 75pb a nie o 50pb, jak wcześniej prognozowali. Zatem biorąc pod uwagę informację zawartą w komunikacie, iż stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie jeszcze przez dłuższy okres czasu po zakończeniu programu QE3 oraz marcową projekcję FOMC oczekujemy, że rozpoczęcie cyklu zaostrzania polityki monetarnej nastąpi nie wcześniej niż w II poł. 2015 r. W swoim wystąpieniu J. Yellen wyraźnie zasygnalizowała jednak, iż nie należy przywiązywać zbyt wielkiej wagi do projekcji FOMC, gdyż nie jest to podstawowe narzędzie poprzez które FED zamierza przedstawiać swoją strategię rynkom i służą do tego przede wszystkim komunikaty po posiedzeniach. W naszej ocenie wspomniane wyżej projekcje zawierają dodatkowy element ryzyka z uwagi na fakt, iż prognozy zbierane są od członków FOMC jeszcze przed posiedzeniem, a więc nie uwzględniają one ewentualnych zmian opinii, które mogą z wysokim prawdopodobieństwem nastąpić podczas późniejszej dyskusji. Po decyzji FED doszło jednak do wyraźnego wzrostu rentowności amerykańskich obligacji na długim końcu krzywej (rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich wzrosły o ok. 20pb). Obecnie rynek oczekuje pierwszej podwyżki stóp procentowych w USA w II kw. 2015 r.



W reakcji na ubiegłotygodniową decyzję FOMC o zmianach w *forward guidance* i publikację prognoz FOMC kurs EURUSD spadł o 0,8%. Oznacza to wyraźne wyhamowanie obserwowanej w ostatnich tygodniach silnej tendencji do wzrostu kursu EURUSD, jednak kurs euro nadal utrzymuje się na relatywnie mocnym poziomie, oddziałującym w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej w strefie euro. W efekcie rośnie zarówno ryzyko zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie znacząco niższym od celu EBC, jak i ryzyko deflacji w obszarze wspólnej waluty. Na problem ten zwrócił uwagę prezes EBC M. Draghi podczas swojego wystąpienia dwa tygodnie temu, co może sugerować, iż w najbliższym czasie prawdopodobna jest reakcja banku centralnego. W naszej ocenie może mieć ona formę werbalnych interwencji i wzmocnienia retoryki *forward guidance,* a nawet wprowadzenia ujemnych stóp procentowych w przypadku gdy wymienione wyżej instrumenty okażą się nieskuteczne. Utrzymujące się wysokie prawdopodobieństwo reakcji rozluźnienia polityki monetarnej przez EBC stanowi wsparcie dla naszej średniookresowej prognozy, zgodnie z którą w najbliższych miesiącach złoty będzie się stopniowo umacniał, a kurs EURPLN spadnie na koniec roku do 4,05.

Spadek awersji do ryzyka wsparł złotego



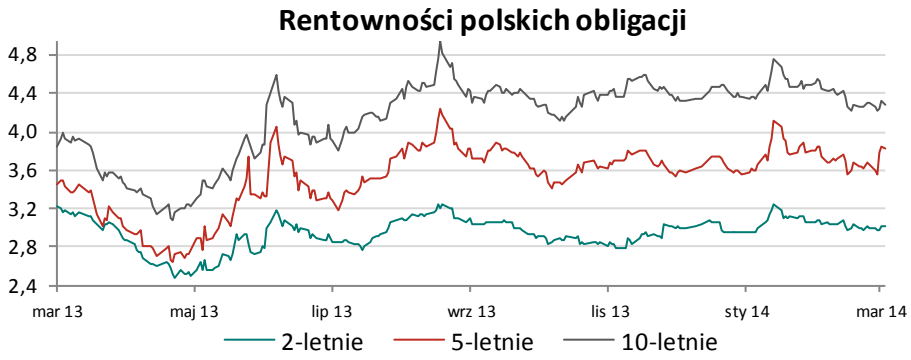
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1947 (umocnienie złotego o 0,6%). W poniedziałek z uwagi na spadek światowej awersji do ryzyka w związku z zawarciem w sobotę tymczasowego rozejmu pomiędzy Rosją a Ukrainą oraz ogłoszeniem ostatecznych wyników referendum na Krymie, odnotowano stabilizację kursu złotego. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami krajowe dane nt. bilansu płatniczego okazały się neutralne dla polskiej waluty. We wtorek prezydent Rosji, W. Putin, podpisując dokument o aneksji Krymu, zapowiedział jednocześnie, iż nie zamierza podejmować żadnych działań wobec innych regionów Ukrainy, co uspokoiło nastroje na rynkach i spowodowało znaczące umocnienie złotego. Krajowe dane o wynagrodzeniach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw i produkcji przemysłowej nie wpłynęły na kurs złotego. Podjęta w środę decyzja FOMC o ograniczeniu programu QE3 o kolejne 10 mld USD oraz wprowadzeniu zmian w *forward guidance* (patrz powyżej) przyczyniła się do osłabienia złotego. W czwartek złoty, wraz z rosnącym apetytem na ryzyko przez cały dzień zyskiwał na wartości. W piątek z uwagi na brak ważnych danych mieliśmy do czynienia ze stabilizacją jego kursu.

W tym tygodniu spodziewamy się dalszego spadku awersji do ryzyka w związku ze stabilizacją sytuacji na Ukrainie, oddziałującego w kierunku umocnienia złotego. Poprawa nastrojów będzie jednak ograniczana przez opublikowany dzisiaj rano słabszy od oczekiwań odczyt indeksu PMI w chińskim przetwórstwie przemysłowym, wskazujący na coraz silniejsze spowolnienie w gospodarce Państwa Środka. Mimo

dzisiejszej publikacji danych o chińskim PMI podtrzymujemy naszą prognozę dla kursu EURPLN na koniec marca br. (4,18).

W tym tygodniu wydarzeniem, które może istotnie wpłynąć na kurs polskiej waluty będzie dzisiejsza publikacja wstępnych marcowych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek. W przypadku realizacji naszej prognozy oczekujemy jednak, iż będzie ona neutralna dla kursu złotego. Na jego poziom nie powinny również wpłynąć krajowe dane o sprzedaży detalicznej w lutym, której przyspieszenie miało w naszej ocenie w znacznym stopniu charakter przejściowy (patrz wyżej). Liczne w tym tygodniu publikacje danych z USA, z uwagi na oczekiwany przez nas mieszany wydźwięk, najprawdopodobniej nie wywołają znaczącej reakcji rynku.

Stabilizacja na polskim rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich nie zmieniły się i wyniosły 3,009, obligacji 5-letnich wzrosły do poziomu 3,828 (wzrost o 16pb), a obligacji 10-letnich spadły do poziomu 4,281 (spadek o 2pb). W poniedziałek z uwagi na spadek światowej awersji do ryzyka w związku z zawarciem w sobotę tymczasowego rozejmu pomiędzy Rosją a Ukrainą oraz ogłoszeniem ostatecznych wyników referendum na Krymie nastąpiło obniżenie rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej. Krajowe dane nt. bilansu płatniczego były neutralne dla rynku. We wtorek doszło do dalszego spadku rentowności polskich obligacji, gdyż prezydent Rosji W. Putin, podpisując dokument o aneksji Krymu, zapowiedział jednocześnie, iż nie zamierza podejmować żadnych kroków wobec kolejnych regionów Ukrainy, co uspokoiło nastroje na rynkach, zwiększając apetyt na ryzyko. W środę mieliśmy do czynienia z lekkim wzrostem rentowności, szczególnie na długim końcu krzywej, antycypującym wieczorne posiedzenie FOMC. Podjęto na nim decyzję o ograniczeniu skali programu QE3 o kolejne 10 mld USD oraz dokonano zmian w *forward guidance* (patrz powyżej), dlatego też w czwartek przez cały dzień polski dług tracił na wartości, co widoczne było szczególnie na środkowym odcinku krzywej. W piątek z uwagi na dalszy spadek awersji do ryzyka odnotowano wzrost cen polskich obligacji.

W tym tygodniu spodziewamy się dalszego spadku awersji do ryzyka w związku ze stabilizacją sytuacji na Ukrainie, jednakże będzie on ograniczany przez opublikowany rano słabszy od oczekiwań odczyt indeksu PMI w chińskim przetwórstwie przemysłowym, wskazujący na coraz silniejsze spowolnienie w gospodarce Państwa Środka. W sumie nieco lepsze nastroje na rynkach mogą oddziaływać w kierunku spadku rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej. Poniedziałkowe wstępne odczyty indeksów PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach, podobnie jak wtorkowa sprzedaż detaliczna w Polsce i mieszane dane napływające z amerykańskiej gospodarki nie powinny mieć istotnego wpływy na krzywą dochodowości w Polsce.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	lut 13	mar 13	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	3,75	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Kurs EURPLN*	4,14	4,17	4,16	4,28	4,32	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	**4,18**
Kurs USDPLN*	3,17	3,25	3,16	3,28	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	**3,05**
Kurs CHFPLN*	3,39	3,43	3,40	3,44	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	**3,43**
Inflacja CPI (r/r, %)	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,9	0,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,4	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,1	5,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	**7,0**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	14,4	14,3	14,0	13,6	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	**14,1**	
Saldo ROB (mln EUR)	-668	-272	569	-176	100	-661	-533	-877	-213	-957	-843	-1135		
Eksport (r/r, %, EUR)	4,3	-1,2	11,0	0,3	5,4	6,6	1,9	8,1	0,7	1,7	10,6	10,6		
Import (r/r, %, EUR)	-6,2	-1,3	1,6	-6,1	-1,9	2,8	-0,9	3,2	2,8	-0,7	1,6	6,6		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2013				2014				2012	2013	2014	2015
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (%, r/r)	0,5	0,8	1,9	2,7	**3,0**	**3,2**	**3,3**	**3,5**	1,9	1,6	**3,3**	**3,8**
Konsumpcja (%, r/r)	0,0	0,2	1,0	2,1	**2,2**	**2,4**	**2,5**	**2,7**	1,2	0,8	**2,1**	**2,9**
Inwestycje (%, r/r)	-2,1	-3,2	0,6	1,3	**1,8**	**2,9**	**5,0**	**6,4**	-1,7	-0,4	**3,8**	**8,0**
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	1,3	3,2	6,4	6,3	**6,5**	**6,8**	**6,5**	**6,4**	3,9	4,3	**7,3**	**7,0**
Import (ceny stałe, %, r/r)	-1,6	-1,9	3,4	2,9	**3,6**	**4,7**	**5,6**	**6,6**	-0,7	0,7	**5,5**	**7,0**
Wkłady do wzrostu PKB: Spożycie prywatne (pp.)	0,0	0,1	0,6	1,1	**1,5**	**1,4**	**1,5**	**1,4**	0,8	0,5	**1,5**	**1,7**
Wkłady do wzrostu PKB: Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,6	0,1	0,4	**0,2**	**0,5**	**0,9**	**1,7**	-0,3	0,0	**0,8**	**1,5**
Wkłady do wzrostu PKB: Eksport netto (pp.)	1,3	2,5	1,4	1,5	**1,5**	**1,2**	**0,6**	**0,0**	2,0	1,7	**0,8**	**0,2**
Saldo obrotów bieżących***	-3,1	-2,3	-1,9	-1,5	**-1,4**	**-2,1**	**-2,3**	**-2,3**	-3,4	-1,5	**-2,3**	**-3,1**
Stopa bezrobocia (%)**	14,3	13,2	13,0	13,4	**14,0**	**12,8**	**12,6**	**12,8**	13,4	13,4	**12,8**	**12,5**
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)	2,6	3,3	4,0	3,6	**3,6**	**3,6**	**3,9**	**3,8**	3,7	3,4	**3,7**	**4,2**
Inflacja CPI(%)*	1,3	0,5	1,1	0,7	**0,8**	**1,3**	**1,2**	**1,6**	3,7	0,9	**1,3**	**2,6**
Wibor 3-miesięczny (%)**	3,39	2,73	2,67	2,71	**2,71**	**2,71**	**2,88**	**3,04**	4,11	2,71	**3,04**	**4,03**
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	**2,50**	**2,50**	**2,75**	4,25	2,50	**2,75**	**3,75**
EURPLN**	4,17	4,32	4,22	4,15	**4,18**	**4,15**	**4,10**	**4,05**	4,09	4,15	**4,05**	**3,85**
USDPLN**	3,25	3,32	3,12	3,02	**3,05**	**3,19**	**3,18**	**3,16**	3,08	3,02	**3,16**	**3,16**

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 24.03.2014r.				
2:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwówstwa (pkt.)	Marzec	48,5	48,9	48,7
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	54,8	55,1	54,6
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Marzec	52,6	52,6	52,6
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	53,2	53,4	53,0
14:45	USA	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	57,1		56,5
		Wtorek 25.03.2014r.				
10:00	**Polska**	**Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)**	**Luty**	**14,0**	**14,1**	**14,1**
10:00	**Polska**	**Sprzedaż detaliczna (% r/r)**	**Luty**	**4,8**	**7,0**	**5,9**
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Marzec	111,3	111,4	111,0
14:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Styczeń	0,8		0,6
15:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Marzec	-6,0		2,0
15:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Marzec	78,1	78,0	78,6
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Luty	468	430	445
		Środa 26.03.2014r.				
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Luty	-1,0	1,0	1,0
		Czwartek 27.03.2014r.				
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	320		325
13:30	USA	PKB (% r/r)	IV kw.	2,4	2,9	2,7
		Piątek 28.03.2014r.				
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Marzec	0,40	0,35	0,40
13:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Luty	0,3	0,3	0,1
14:55	USA	Indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	79,9	80,0	80,5

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.
** Konsensus Reuters

Jakub BOROWSKI	Główny Ekonomista	tel.: 22 573 18 40	jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krystian JAWORSKI	Ekonomista	tel.: 22 573 18 41	krystian.jaworski@credit-agricole.pl
	Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny "MAKROmapa" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau:		mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych komentarzy i opinii.