

W tym tygodniu

- **W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem będzie zaplanowana na wtorek publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że ze względu na wyższe niż przed rokiem wydatki świąteczne (por. MAKROMAPA z 15.12.2014) oraz efekt statystyczny związany z korzystną różnicą w liczbie dni roboczych nominalna sprzedaż detaliczna wzrosła w grudniu ub. r. o 3,1% r/r wobec spadku o 0,2% w listopadzie. Znacząco wyższy od konsensusu (1,7%) odczyt dynamiki sprzedaży detalicznej może oddziaływać w kierunku osłabienia oczekiwań rynkowych na łagodzenie polityki pieniężnej przez RPP w najbliższych miesiącach. W efekcie, po publikacji danych może dojść do wzrostu rentowności polskich obligacji na krótkim końcu krzywej i umocnienia złotego.
- **Dziś poznamy ostateczne wyniki wyborów parlamentarnych w Grecji.** Wstępne wyniki wskazują na ok. 36% zwycięstwo populistycznej partii Syriza, a tym samym sygnalizują wysokie prawdopodobieństwo uzyskania przez nią większości głosów Parlamentu. Jednym z wyborczych postulatów Syriza było umorzenie znaczącej części greckiego długu publicznego oraz zerwanie z dotychczasową polityką oszczędnościową, którą narzuciła tzw. Trojka (KE, MFW i EBC). Zostało to odebrane przez rynki jako zwiększenie ryzyka opuszczenia strefy euro przez ten kraj. Wynik wyborów stanowi czynnik ryzyka w dół dla kursu złotego w najbliższych miesiącach. Kluczowe dla złotego będą wyniki negocjacji pomiędzy nowym rządem i Trojką.
- **W środę odbędzie się posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED utrzyma niezmienną formułę *forward guidance*, zgodnie z którą „*bazując na bieżącej ocenie sytuacji, Rezerwa sądzi, iż może być cierpliwa z rozpoczęciem normalizowania nastawienia w polityce monetarnej*”. Moment pierwszej podwyżki stóp procentowych wciąż będzie uzależniony od nadchodzących danych pozwalających na ocenę szybkości powrotu gospodarki amerykańskiej do poziomu równowagi. Wsparcie dla naszej oceny zakładającej utrzymanie status quo w polityce monetarnej w tym tygodniu stanowią słowa prezesa FED J. Yellen na konferencji po grudniowym posiedzeniu FOMC. Stwierdziła ona, że zacieśnienie polityki monetarnej na jednym z kilku następnym posiedzeń FED jest mało prawdopodobne. Nie zmieniamy naszego scenariusza, zgodnie z którym pierwsza podwyżka stóp zostanie dokonana w III kw. br. Mimo, iż nie oczekujemy istotnych zmian w nastawieniu w polityce monetarnej Rezerwy Federalnej w tym tygodniu, posiedzenie może przyczynić się do zwiększenia zmienności na rynkach.
- **W piątek poznamy wstępny odczyt inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, iż dynamika cen obniżyła się do -0,6% r/r w styczniu wobec -0,2% w grudniu ub. r., ze względu na silniejszy niż przed miesiącem spadek cen nośników energii i żywności. W czwartek poznamy również wstępny szacunek inflacji w Niemczech. Oczekujemy jej spadku z 0,1% r/r w grudniu do -0,2% w styczniu. Uważamy, że deflacja w strefie euro utrzyma się do III kw. br. Naszym zdaniem reakcja rynków finansowych na te dane będzie ograniczona z uwagi na ubiegłotygodniową decyzję EBC o rozpoczęciu ilościowego rozluźnienia polityki pieniężnej (patrz niżej).
- **W piątek zostanie opublikowany pierwszy szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. ub. r.** Oczekujemy, że zannualizowane tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się do 3,1% wobec 5,0% w III kw. Na spadek tempa wzrostu PKBłożyło się zmniejszenie dynamiki spożycia publicznego oraz niższy wkład eksportu netto. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast przyspieszenie konsumpcji prywatnej. We wtorek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie zwiększyły się w grudniu ub. r. o 0,9% m/m wobec spadku o 0,9% w listopadzie. Głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku wzrostu zamówień były efekt niskiej bazy oraz wyższa wartość zamówień w firmie Boeing. We wtorek opublikowane zostaną również dane nt. sprzedaży nowych domów, która naszym zdaniem wzrosła z 438 tys. w listopadzie ub. r. do 456 tys. w grudniu. Odczyty z USA pozostaną naszym zdaniem w cieniu środowego posiedzenia FOMC i tym samym będą neutralne dla rynków finansowych.

- ✔ **Za oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów.** Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board wzrósł w styczniu do 95,5 pkt. z 92,6 pkt. w grudniu ub. r., co spowodowane było silną poprawą na amerykańskim rynku pracy w grudniu oraz dalszym spadkiem cen paliw. Poprawę nastrojów gospodarstw domowych w styczniu potwierdzi również nieznacznie zrewidowany w dół (o 0,2 pkt.) finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (98,0 pkt. wobec 93,6 pkt. w grudniu ub. r.). Naszym zdaniem reakcja rynków finansowych na te dane będzie ograniczona.
- ✔ **Na uwagę zasługuje również dzisiejsza publikacja indeksu Ifo,** obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że podobnie jak w przypadku ubiegłotygodniowego zagregowanego indeksu PMI w Niemczech, odnotujemy wzrost wskaźnika z 105,5 pkt. w grudniu ub. r. do 106,1 pkt. w styczniu, który zasygnalizuje tym samym lekką poprawę koniunktury w niemieckiej gospodarce. W naszej ocenie publikacja indeksu nie wywoła znaczącej reakcji rynku.
- ✔ **We wtorek GUS opublikuje szacunek PKB za 2014 r.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 3,3% r/r wobec 1,7% w 2013 r. Odczyt zgodny z naszą prognozą oznaczałby, że roczna dynamika PKB w IV kw. ub. r. spadła do 3,0% z 3,3% w III kw. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o produkcji przemysłowej w grudniu ub. r. (por. MAKROmapa z 21.01.2014) sygnalizują jednak znaczące ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki PKB w IV kw. i tym samym lekkie ryzyko w górę dla prognozy rocznego wskaźnika PKB. Nie spodziewamy się jednak istotnego wpływu ewentualnie wyższej od naszych oczekiwań rocznej dynamiki PKB w 2014 r. na kurs złotego i ceny obligacji.

W zeszłym tygodniu

- ✔ **Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia była czwartkowa decyzja EBC o rozszerzeniu programu skupu aktywów o obligacje rządowe.** Szczegóły ogłoszonego przez EBC programu oraz jego krótkookresowe implikacje dla kursu złotego przedstawiliśmy poniżej.
- ✔ **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w grudniu ub.r. o 8,4% r/r wobec wzrostu o 0,3% listopadzie, co było jej najwyższym wzrostem w ujęciu rocznym od stycznia 2012 r.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia rocznej dynamiki produkcji pomiędzy grudniem a listopadem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w grudniu o 5,0% r/r wobec spadku o 1,6% w listopadzie. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym zwiększyła się ona w ujęciu miesięcznym o 1,0% wobec wzrostu o 2,5% w listopadzie. Naszym zdaniem wzrost produkcji w porównaniu z listopadem był w znacznym stopniu związany z korzystnymi warunkami atmosferycznymi, umożliwiającymi kontynuację prac budowlano-montażowych (por. MAKROpuls 21.01.2015). Zarówno dane o koniunkturze, jak i wyraźne osłabienie kursu złotego w ostatnich tygodniach sygnalizują wysokie prawdopodobieństwo utrzymania się trendu wzrostowego dla produkcji przemysłowej w najbliższych miesiącach. Dane o produkcji przemysłowej stanowią znaczące ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w IV kw. ub. r. (3,0% r/r wobec 3,3% w III kw.).
- ✔ **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków Rady Polityki Pieniężnej.** Prezes NBP M. Belka powiedział, że utrzymująca się deflacja sygnalizuje potrzebę obniżek stóp procentowych w Polsce, a ostatnie osłabienie złotego względem głównych walut stanowi argument za pozostawieniem stóp na niezmiennym poziomie. Prezes NBP uważa jednak, iż ubiegłotygodniowa decyzja EBC o luzowaniu ilościowym powinna być czynnikiem sprzyjającym umocnieniu złotego. Zdaniem M. Belki Rada „nie jest daleka” od uformowania większości za obniżką stóp. Z kolei E. Chojna-Duch wyraziła przekonanie, iż inflacja powinna zacząć rosnąć w II poł. br., lecz w przypadku gdy deflacja przedłużyłaby się również na II poł. roku jej zdaniem Rada

powinna podjąć „ostrożne działania”. Stwierdziła ona także, iż obecna sytuacja na rynku walutowym stanowi argument przeciwko obniżaniu stóp procentowych. Podobne zdanie wyraziła A. Zielińska-Głębocka mówiąc, że w obliczu obecnej sytuacji na rynku walutowym opowiada się za utrzymaniem formuły „wait and see” w polityce monetarnej. Za utrzymaniem stóp na obecnym poziomie opowiedział się również A. Rzońca, według którego ewentualne obniżenie stóp procentowych stanowiłoby zagrożenie dla stabilności systemu finansowego w Polsce. Jastrzębio wypowiedział się również J. Winiecki mówiąc, że w obecnej sytuacji popytowej i podażowej w gospodarce światowej polityka monetarna nie jest w stanie wywołać inflacji. Zdecydowanie mniej gołębie stanowisko niż dotychczas przedstawił natomiast A. Bratkowski mówiąc, że z uwagi na ostatnie osłabienie złotego względem franka jest zwolennikiem ostrożniejszego obniżenia stóp procentowych – o 25 pb na lutym posiedzeniu (wcześniej opowiadał się za obniżką stóp o 100 pb). Za obniżkami stóp procentowych opowiedział się również J. Osiatyński mówiąc, że widzi przestrzeń do obniżki stóp w skali 50-75 pb, która będzie częściowo uzasadniona złagodzeniem polityki monetarnej przez EBC. Stwierdził on ponadto, że choć cykl obniżek może być rozłożony w czasie, powinien rozpocząć się on jak najszybciej. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również *Minutes* ze styczniowego posiedzenia RPP. Zgodnie z treścią zapisu dyskusji podczas posiedzenia zgłoszono i odrzucono dwa wnioski o obniżkę stóp: o 100 pb oraz o 25 pb. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi członków RPP stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego utrzymanie stopy referencyjnej przez RPP na obecnym poziomie (2,00%) w 2015 r.

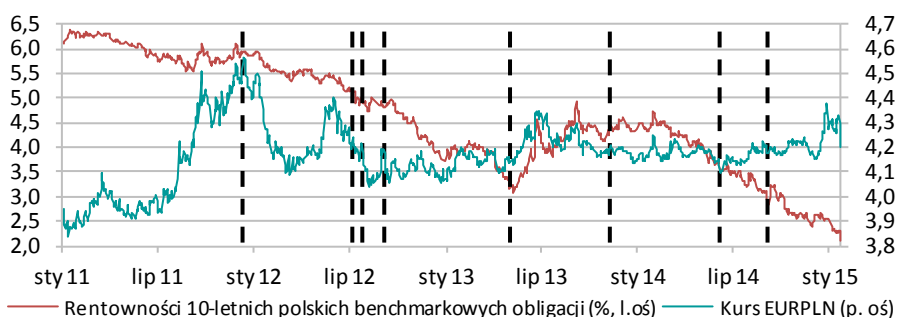
- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne styczniowe wskaźniki koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się do 52,2 pkt. wobec 51,4 pkt. w grudniu ub. r. Do jego wzrostu przyczyniła się wyższa wartość wskaźnika dla Niemiec (52,6 pkt. wobec 52,0 pkt. w grudniu) wynikająca zarówno z poprawy sytuacji w sektorze usług jak i wyższej składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast nieznaczny spadek indeksu we Francji (49,5 pkt. wobec 49,7 pkt. w grudniu) będący skutkiem pogorszenia sytuacji w usługach i wzrostu produkcji w przetwórstwie. Styczniowe wyniki badań koniunktury w strefie euro stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty wyniesie 0,3% w I kw. 2015 r. wobec 0,2% w IV kw. 2014 r.
- ✔ **Dynamika chińskiego PKB w IV kw. ub. r. nie zmieniła się w stosunku do III kw. i wyniosła 7,3% r/r.** W ujęciu kwartalnym spadła ona z 1,9% w III kw. do 1,5% w IV kw. W całym 2014 r. PKB w Chinach zwiększył się o 7,4%. Źródłem wzrostu chińskiej gospodarki w 2014 r. była konsumpcja (wkład do wzrostu równy 3,8 pp.) oraz inwestycje (3,6 pp.), podczas gdy kontrybucja eksportu netto była neutralna (0 pp.). W ubiegłym tygodniu napłynęły również dane nt. produkcji przemysłowej w Chinach, która zwiększyła się o 7,9% r/r w grudniu wobec 7,2% w listopadzie, sprzedaży detalicznej (11,9% r/r wobec 11,7%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (15,7% r/r wobec 15,8%). Grudniowe dane wskazują na nieznaczną poprawę koniunktury w chińskiej gospodarce pod koniec ub. r. Wsparcie dla takiej oceny stanowi styczniowy wstępny odczyt indeksu PMI w chińskim przetwórstwie, który wyniósł 49,8 pkt. wobec 49,6 pkt. w grudniu. W kierunku zwiększenia wskaźnika oddziaływały wyższe wartości składowych dotyczących bieżącej produkcji oraz nowych zamówień. Prognozujemy, że w 2015 r. średnioroczne tempo wzrostu chińskiego PKB wyniesie 7,1%. Osiągnięcie takiego tempa wzrostu będzie wymagało jednak uruchomienia przez rząd dodatkowego pakietu stymulacyjnego.
- ✔ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech wzrósł w styczniu do 48,4 pkt. wobec 34,9 pkt. w grudniu ub. r., kształtując się tym samym na najwyższym poziomie od lutego 2014 r.** W kierunku poprawy nastrojów oddziaływał utrzymujący się spadek cen paliw oraz osłabienie euro, które skompensowały negatywny wpływ przyspieszonych wyborów parlamentarnych w Grecji oraz wysoką zmienność na rynkach finansowych po nieoczekiwanej decyzji SNB o uwolnieniu kursu franka. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w I kw.

Czy EBC trwale umocni złotego?

2015 r. tempo wzrostu PKB w Niemczech zwiększy się do 0,3% kw/kw wobec 0,2% w IV kw. 2014 r.

- ▄ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały dane z amerykańskiego rynku nieruchomości.** Liczba rozpoczętych budów domów zwiększyła się w grudniu ub. r. do 1089 tys. wobec 1043 tys. w listopadzie, a sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się do 5,04 mln w grudniu wobec 4,92 mln w listopadzie. Spadek odnotowano natomiast w przypadku pozwoleń na budowę, które wyniosły w grudniu 1032 tys. wobec 1052 tys. w listopadzie. Grudniowe dane wskazują na trwałość ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości.
- ▄ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wzrosła w grudniu ub. r. do 3,7% r/r wobec 2,7% w listopadzie.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki płac były przesunięcia wypłat premii i nagród rocznych w niektórych gałęziach gospodarki (por. MAKROpuls z 20.01.2015). Roczna dynamika zatrudnienia w grudniu wzrosła do 1,1% r/r z 0,9% w listopadzie, kształtując się tym samym na poziomie najwyższym od grudnia 2011 r. W rezultacie, w IV kw. 2014 r. realne tempo wzrostu funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw wyniosło 5,2% r/r (najwyżej od IV kw. 2008 r.) wobec 4,6% r/r w III kw. Dane te nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji wzrośnie z 3,2% r/r w III kw. ub.r. do 3,3% w IV kw.

▄ Czy EBC trwale umocni złotego?



W ubiegłym tygodniu EBC podjął decyzję o rozszerzeniu programu skupu aktywów o obligacje rządowe. Program będzie realizowany w okresie od marca br. przynajmniej do września 2016 r., a jego skala wyniesie 60 mld EUR miesięcznie. Istnieje możliwość opóźnienia momentu zakończenia programu w przypadku utrzymującego się istotnego ryzyka, że inflacja nie osiągnie celu

— Rentowności 10-letnich polskich benchmarkowych obligacji (%; l. oś) — Kurs EUR/PLN (p. oś)
 Pionowe linie oznaczają kluczowe decyzje EBC łagodzące politykę monetarną lub wypowiedzi prezesa M. Dragiego sygnalizujące zmianę nastawienia EBC na bardziej gołębie

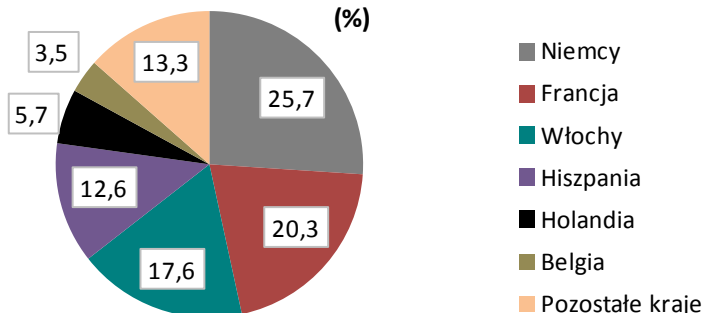
Źródło: Reuters, EBC, Credit Agricole

inflacyjnego (lekko poniżej 2%) w średnim okresie. Dodatkową decyzją łagodzącą politykę pieniężną przez EBC jest rezygnacja ze spreadu (dotychczas 0,1 pp.) względem głównej stopy refinansowej dla oprocentowania pożyczek w ramach programu TLTRO mających na celu zwiększenie płynności w sektorze bankowym.

W ramach dotychczasowego programu EBC skupował papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (*Asset-backed Securities* – ABS) w skali ok. 10 mld EUR miesięcznie. Przy założeniu, że skala interwencji EBC na rynku ABS nie ulegnie zmianie, w ramach rozszerzonego programu ok. 50 mld EUR zostanie przeznaczona na skup obligacji rządowych. EBC będzie skupował obligacje wyemitowane przez rządy krajowe i agencje ze strefy euro oraz instytucje europejskie (np. EFSF, ESM, EIB). Skup będzie prowadzony na rynku wtórnym. Zakres aktywów możliwych do skupienia jest szeroki – EBC planuje zakupy obligacji o zapadalności pomiędzy 2 a 30 lat we wszystkich krajach członkowskich strefy euro. Dodatkowe warunki zostaną nałożone w przypadku Grecji i Cypru, gdyż obligacje emitowane przez te kraje nie posiadają rankingu inwestycyjnego. Będą one musiały spełniać warunki udzielenia pomocy tym państwom przez Trojkę (KE, EBC i MFW).

Czy EBC trwale umocni złotego?

Geograficzna struktura skupu obligacji rządowych przez EBC (%)



Źródło: EBC, Credit Agricole CIB

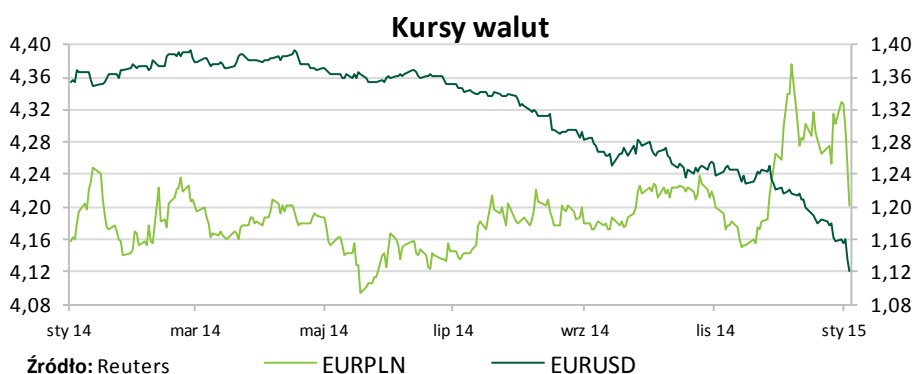
EBC zachowuje kontrolę nad wszystkimi parametrami programu i będzie koordynować zakupy, co pozwoli utrzymać jedność polityki pieniężnej strefy euro. EBC będzie realizować program w sposób zdecentralizowany (krajowe banki centralne będą dokonywały zakupy instrumentów). Rozdysponowanie środków

programu pomiędzy poszczególne krajowe banki centralne odbędzie się zgodnie z ich udziałem w całkowitym kapitale EBC. Oznacza to, że większość (ok. 85%) aktywów zakupionych w ramach programu przypadnie na największe gospodarki unii walutowej (Niemcy, Francję, Włochy, Hiszpanię, Holandię oraz Belgię).

W przypadku podziału hipotetycznych strat (powstałych np. w przypadku niewypłacalności emitenta długu), Rada Prezesów zdecydowała, że będzie on stosowany w przypadku skupu papierów wartościowych instytucji europejskich (papiery te mają stanowić 12% dodatkowo zakupionych aktywów i będą skupowane przez krajowe banki centralne) oraz 8% zakupionych aktywów, które znajdują się w posiadaniu EBC. Pozostałe zakupy dodatkowych aktywów przeprowadzane przez krajowe banki centralne (80% całości programu) nie będą objęte podziałem strat. Oznacza to, że ewentualne straty zostaną pokryte przez poszczególne rządy krajów członkowskich.

Rozszerzenie programu skupu aktywów przez EBC spowoduje naszym zdaniem zwiększony napływ kapitału portfelowego do Polski, przyczyniając się do spadku rentowności krajowych obligacji i umocnienia się złotego względem euro. Taką reakcją rynkową odnotowano zaraz po ogłoszeniu decyzji EBC w ubiegłym tygodniu (patrz poniżej). Uważamy, że pozytywny wpływ na złotego i ceny krajowego długu będzie utrzymywał się przez cały czas trwania skupu aktywów. Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia podczas programu luzowania ilościowego przez Rezerwę Federalną. Tym samym ubiegłotygodniowa decyzja EBC stanowi wsparcie dla naszej prognozy spadku kursu EURPLN do 4,20 na koniec II kw. br. i 4,15 na koniec br. Większa od oczekiwanej przez nas skala aprecjacji polskiej waluty będzie stanowiła czynnik ryzyka w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych do końca 2015 r. Silne umocnienie złotego może bowiem skłonić Radę do jednorazowego obniżenia stóp procentowych o 25-50 pb na marcowym posiedzeniu.

Nastroje po decyzji EBC pozytywne dla złotego



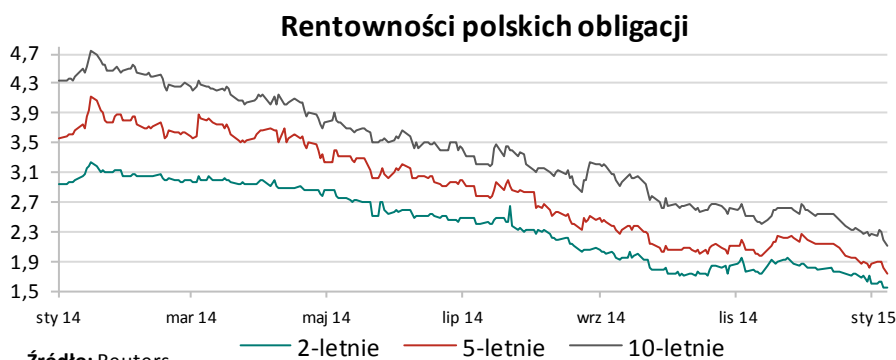
Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2015 (umocnienie złotego o 2,4%). W poniedziałek i wtorek mieliśmy do czynienia z relatywną stabilizacją kursu złotego, który kształtował się w okolicach 4,33 za euro, gdyż inwestorzy oczekiwali na czwartkowe posiedzenie EBC. Wtorkowe dane nt. zatrudnienia i wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zgodnie z naszymi oczekiwaniami nie wywołały znaczącej reakcji rynku. W środę złoty się umocniał, co było związane z

licznymi wypowiedziami członków RPP wskazującymi na zmniejszenie prawdopodobieństwa obniżek stóp procentowych w najbliższych miesiącach (patrz powyżej). W kierunku aprecjacji polskiej waluty oddziaływały również wyraźnie lepsze od konsensusu rynkowego krajowe dane nt. produkcji przemysłowej. Czwartkowa decyzja EBC o rozpoczęciu programu skupu obligacji rządowych, choć zgodna z konsensusem rynkowym, przewyższyła oczekiwania inwestorów co do skali skupu, prowadząc do znaczącego umocnienia złotego względem euro (o ok. 5 gr.). W piątek złoty nadal się umacniał czemu sprzyjały nastroje rynkowe utrzymujące się po czwartkowym posiedzeniu EBC.

Oczekujemy, że przez cały tydzień na rynkach będą utrzymywać się korzystne dla polskiej waluty nastroje związane z ubiegłotygodniową decyzją EBC o rozszerzeniu programu skupu aktywów o obligacje rządowe (patrz powyżej), co będzie sprzyjać dalszej aprecjacji złotego. W tym tygodniu istotnym wydarzeniem dla kształtowania się kursu polskiej waluty będą również wtorkowe, krajowe dane nt. sprzedaży detalicznej, które w przypadku realizacji naszej znacząco wyższej od konsensusu prognozy będą oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. Wtorkowe dane nt. polskiego PKB za 2014 r. będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na złotego. Istotne dla kursu polskiej waluty będzie natomiast środowe posiedzenie FOMC. Mimo, iż nie oczekujemy istotnych zmian w nastawieniu w polityce monetarnej Rezerwy Federalnej, posiedzenie może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynku. Dane ze strefy euro (wstępna inflacja), Niemiec (indeks Ifo) oraz z USA (zamówienia na dobra trwałe, Conference Board, PKB) w przypadku realizacji naszych prognoz nie powinny spotkać się ze znaczącą reakcją rynku. Dziś poznamy ostateczne wyniki wyborów parlamentarnych w Grecji. W przypadku zwycięstwa Syrizeny, będzie to stanowiło czynnik ryzyka w dół dla kursu złotego w najbliższych miesiącach.

Dane o sprzedaży detalicznej w Polsce pozytywne dla cen obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,541 (spadek o 7pb), obligacji 5-letnich do poziomu 1,738 (spadek o 13pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,098 (spadek o 18pb). Od poniedziałku do środy ceny polskiego długu były stabilne w oczekiwaniu na czwartkowe posiedzenie EBC. Krajowe dane nt.

nt. zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw oraz produkcji przemysłowej nie wywołały znaczącej reakcji rynku. Decyzja EBC o rozpoczęciu programu skupu obligacji rządowych doprowadziła do silnego spadku rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej. W czwartek miała również miejsce aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2- i 5-letnich terminach zapadalności za 7,0 mld zł przy popycie równym 8,84 mld. Jej wpływ na krzywą dochodowości był jednak ograniczony. W piątek ceny polskich obligacji rosły, co związane było z utrzymującymi się pozytywnymi dla polskiego długu nastrojami inwestorów po czwartkowym posiedzeniu EBC.

Uważamy, że w tym tygodniu utrzymają się pozytywne dla cen polskich obligacji nastroje rynkowe związane z ubiegłotygodniową decyzją EBC o rozszerzeniu programu skupu aktywów o obligacje rządowe (patrz powyżej). W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie wtorkowa publikacja danych o krajowej sprzedaży detalicznej. W przypadku realizacji naszej prognozy oczekujemy wzrostu rentowności polskich obligacji. Wtorkowe dane nt. PKB w Polsce w 2014 r. nie powinny wywołać znaczącej reakcji rynku. W kierunku podwyższonej zmienności cen polskich obligacji może

oddziaływać środowowe posiedzenie FOMC. Pozostałe dane z Europy (indeks Ifo w Niemczech, inflacja w strefie euro), a także dane z USA (zamówienia na dobra trwałe oraz PKB) w przypadku realizacji naszych prognoz nie spotykają się ze znaczącą reakcją rynku.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00
Kurs EURPLN*	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,20
Kurs USDPLN*	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,74
Kurs CHFPLN*	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	4,26
Inflacja CPI (r/r, %)	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,4	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	3,1	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,4	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,7	
Saldo ROB (mln EUR)	-652	-1100	-651	345	269	-161	-927	-811	-987	18	-470	-268		
Eksport (r/r, % EUR)	11,6	8,4	7,3	9,5	5,1	10,4	5,7	6,7	-0,9	6,1	4,1	2,3		
Import (r/r, % EUR)	0,7	5,8	6,9	4,1	8,9	11,8	7,5	7,2	0,1	6,1	4,7	4,7		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2014				2015				2014	2015	2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,4	3,5	3,3	3,0	2,6	3,0	3,3	3,6	3,3	3,1	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	2,9	3,0	3,2	3,3	2,9	3,5	3,6	3,3	3,1	3,3	3,5	
Inwestycje (% r/r)	11,2	8,7	9,9	9,0	4,8	8,1	8,5	8,5	9,5	7,9	4,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,1	4,8	3,8	3,6	2,5	3,6	6,1	6,5	4,8	4,7	7,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	7,3	9,4	7,3	8,1	3,8	5,8	7,3	9,6	8,0	6,7	6,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,8	2,0	1,7	1,9	2,1	2,1	1,7	1,8	2,0	2,1
	Inwestycje (pp.)	1,4	1,5	1,8	2,4	0,6	1,4	1,6	2,4	1,9	1,6	0,8
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,9	-1,6	-1,8	-0,6	-0,9	-0,4	-1,3	-1,4	-0,8	0,5
Saldo obrotów bieżących***	-1,1	-1,2	-1,3	-1,9	-1,9	-2,1	-2,0	-2,2	-1,9	-2,2	-2,5	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,0	11,5	11,7	12,1	10,9	10,5	10,8	11,7	10,8	10,2	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,2	3,5	3,5	3,3	3,3	3,3	3,5	3,4	3,6	3,4	3,7	
Inflacja CPI (%)*	0,6	0,3	-0,3	-0,7	-0,4	-0,1	0,2	0,9	0,0	0,3	1,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,68	2,28	2,06	2,10	2,20	2,20	2,20	2,06	2,20	2,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	
EURPLN**	4,17	4,16	4,18	4,29	4,20	4,20	4,17	4,15	4,29	4,15	3,90	
USDPLN**	3,03	3,04	3,31	3,54	3,82	3,85	3,86	3,95	3,54	3,95	3,51	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 26.01.2015r.							
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Styczeń	105,5	106,1	106,3	
Wtorek 27.01.2015r.							
10:00	Polska	PKB (% r/r)	IV kw.	1,7	3,3	3,4	
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Grudzień	-0,2	3,1	1,7	
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Grudzień	11,4	11,7	11,6	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Grudzień	-0,9		0,5	
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Listopad	0,8		0,6	
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Styczeń	7,0			
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Grudzień	438		450	
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumentkiej (pkt.)	Styczeń	92,6		95,0	
Środa 28.01.2015r.							
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Styczeń	0,25	0,25	0,25	
Czwartek 29.01.2015r.							
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Styczeń	0,00		0,10	
Piątek 30.01.2015r.							
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	-0,2	-0,6	-0,5	
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Grudzień	11,5		11,5	
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	5,0		3,1	
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Styczeń	58,3		57,8	
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	98,2		98,2	
Niedziela 01.02.2015r.							
	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Styczeń	50,1	50,2		

* 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