

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o styczniowej inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen spadła do -1,2% wobec -1,0% w grudniu ub. r. W kierunku zmniejszenia wskaźnika inflacji oddziaływały silniejsze niż przed miesiącem spadki cen paliw i żywności, częściowo rekompensowane przez wzrost inflacji bazowej (0,7% r/r wobec 0,5% w grudniu ub. r.). Mimo, że nasza prognoza jest zgodna z konsensusem rynkowym, pogłębienie deflacji w Polsce może nasilić oczekiwania inwestorów na łagodzenie polityki monetarnej przez RPP na marcowym posiedzeniu, oddziałując w efekcie w kierunku osłabienia złotego i spadku rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości.
- **W piątek opublikowane zostaną wstępne odczyty PKB w najważniejszych gospodarkach Europy.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro w IV kw. ub. r. nie zmieniła się w stosunku do III kw. i wyniosła 0,2% kw/kw (0,7% r/r w IV kw. wobec 0,8% w III kw.). W Niemczech tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło się najprawdopodobniej do 0,2% kw/kw z 0,1% w III kw. Z kolei we Francji prognozujemy lekkie spowolnienie wzrostu gospodarczego do 0,1% kw/kw w IV kw. z 0,3% w III kw. W świetle styczniowych wskaźników koniunktury (PMI) oczekujemy, że ożywienie w obszarze wspólnej waluty będzie kontynuowane w I kw. br. Publikacja danych o PKB w strefie euro nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na złotego i rynek długu.
- **W tym tygodniu poznamy dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się o 0,5% m/m w styczniu wobec spadku o 0,9% w grudniu ub. r., co było wynikiem niższej dynamiki sprzedaży w branży motoryzacyjnej i spadku cen paliw. Po wyłączeniu sprzedaży w branży motoryzacyjnej jej dynamika zwiększyła się z -1,0% m/m w grudniu ub. r. do -0,4% w styczniu. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w lutym (97,5 pkt. wobec 98,1 pkt. w styczniu). W przypadku realizacji naszej prognozy sprzedaży detalicznej, znacząco niższej od konsensusu rynkowego (+0,3%), oczekujemy lekkiego umocnienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji.
- **W piątek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w grudniu ub. r.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących (do 422 mln EUR wobec 268 mln EUR w listopadzie ub. r.), będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda transferów z Unią Europejską oraz zwiększenia deficytu na rachunku obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z 2,3% r/r w listopadzie do 5,9% w grudniu, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z 4,7% r/r do 6,0%. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla złotego i rynku długu.
- **W piątek poznamy również wstępny odczyt PKB w Polsce w IV kw. 2014 r.** Prognozujemy, że tempo wzrostu PKB obniżyło się do 3,0% r/r z 3,3% w III kw. ub. r. W kierunku spowolnienia wzrostu PKB oddziaływał przede wszystkim spadek dynamiki konsumpcji prywatnej. Publikacja danych o PKB nie powinna wywołać znaczącej reakcji rynków finansowych.
- **Dzisiaj poznaliśmy dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego nadwyżka zwiększyła się w grudniu 2014 r. do 21,8 mld EUR wobec 17,9 mld w listopadzie.** Dynamika eksportu zwiększyła się z -2,2% r/r w listopadzie do 3,4% w grudniu, podczas gdy dynamika importu zmniejszyła się z 1,2% do -0,8%.

W zeszłym tygodniu

- **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 2,00%).** Jako główny argument przemawiający za pozostawieniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie Rada wskazała zwiększoną zmienność na rynkach finansowych w ostatnim okresie. Na konferencji po posiedzeniu M. Belka stwierdził, iż w przypadku braku gwałtownych zmian na rynkach finansowych możemy liczyć się z

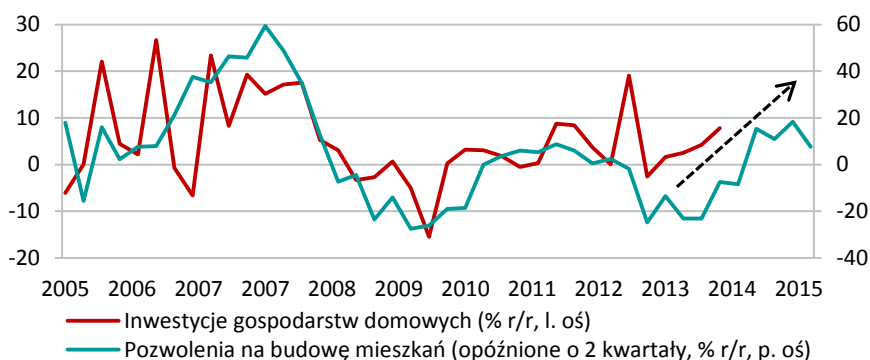
zaistnieniem większości członków RPP opowiadających się za złagodzeniem polityki monetarnej na następnym posiedzeniu. Podkreślił on również, że skala dostosowania stóp procentowych może być większa niż 25 pb. Biorąc pod uwagę treść komunikatu po ubiegłotygodniowym posiedzeniu RPP oraz wypowiedzi M. Belki oczekujemy, że Rada dokona jednorazowej obniżki stóp w marcu o 50 pb, do czego skłonią ją wyniki marcowej projekcji inflacji NBP wskazujące na istotne obniżenie ścieżki inflacji w stosunku do listopadowej projekcji. Uważamy, że po marcowej obniżce stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie do listopada 2016 r. (por. MAKROpuls z 4.02.2015).

- ✔ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa wzrósł w styczniu do 55,2 pkt. wobec 52,8 pkt. w grudniu ub. r., co było znacząco powyżej oczekiwań rynku (53,0 pkt.).** Tym samym wskaźnik ukształtował się na najwyższym poziomie od lutego ub. r. Zwiększenie wartości indeksu PMI nastąpiło przy poprawie oceny przedsiębiorców dotyczącej wszystkich pięciu jego składowych (bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów materiałów i czasu dostaw). Wskazuje to, iż poprawa sytuacji w przetwórstwie w styczniu miała szeroki zakres i będzie ona miała prawdopodobnie trwały charakter ze względu na wyraźne przyspieszenie tempa wzrostu nowych zamówień.
- ✔ **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w styczniu o 257 tys. wobec 329 tys. w grudniu ub.r. (rewizja w dół z 352 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+46,0 tys.), handlu detalicznym (+45,9 tys.), usługach biznesowych (+39,0 tys.) oraz budownictwie (+39,0 tys.). Spadek zatrudnienia miał miejsce natomiast w sektorze rządowym (-10,0 tys.), transporcie i magazynowaniu (-8,6 tys.) oraz górnictwie i wycince drzew (-3,0 tys.). Stopa bezrobocia zwiększyła się do 5,7% w styczniu wobec 5,6% w grudniu ub.r. Wyższa wartość wskaźnika wynikała z silniejszego wzrostu zasobu siły roboczej niż zatrudnienia (współczynnik aktywności zawodowej zwiększył się z 62,7% w grudniu ub. r. do 62,9 pkt. w styczniu). Sygnalizuje to, że poprawiająca się kondycja amerykańskiej gospodarki zachęcała część osób dotychczas nieaktywnych zawodowo do powrotu na rynek pracy. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks ISM w przetwórstwie, który obniżył się w styczniu do 52,9 pkt. wobec 57,8 pkt. w grudniu ub.r. Zmniejszenie wartości wskaźnika wynikało ze spadku 4 z 5 jego składowych (nowe zamówienia, bieżąca produkcja, zatrudnienie, czas dostaw). Niemniej jednak wszystkie składowe indeksu znajdują się nadal powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej obniżenie od zwiększenia aktywności. Nieznaczny wzrost odnotowany został natomiast w przypadku indeksu ISM poza przetwórstwem, który wyniósł 56,7 pkt. w styczniu wobec 56,5 pkt. w grudniu. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w III kw. 2015 r.
- ✔ **Dynamika produkcji przemysłowej w Niemczech w grudniu ub.r. nie zmieniła się w porównaniu do listopada ub.r. i wyniosła 0,1% m/m.** W strukturze danych na uwagę zasługuje znaczący wzrost dynamik produkcji energii oraz dóbr pośrednich, podczas gdy w kierunku spadku wskaźnika oddziaływały niższe dynamiki produkcji dóbr kapitałowych oraz produkcji budowlanej. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. zamówień w przemyśle, które zwiększyły się o 4,2% m/m w grudniu ub.r. wobec -2,4% w listopadzie, co jest ich największym wzrostem od kwietnia 2008 r. Dane nt. niemieckiej produkcji przemysłowej oraz zamówień w przemyśle w grudniu w połączeniu ze styczniowymi wynikami badań koniunktury (PMI) wskazują na poprawiającą się sytuację niemieckiej gospodarki. Tym samym stanowią one wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Niemczech zwiększy się w I kw. br. o 0,3% kw/kw wobec 0,2% w IV kw. ub.r.
- ✔ **Agencja S&P podwyższyła w piątek perspektywę ratingu Polski ze stabilnej na pozytywną (obecnie rating Polski wynosi A-).** Jako uzasadnienie dla tej decyzji Agencja S&P podała mającą szeroki zakres poprawę perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, pozytywnie wpływającą na stabilność polskich finansów publicznych. Jednocześnie Agencja S&P podkreśliła, iż podniesienie ratingu w ciągu najbliższych dwóch lat będzie możliwe w przypadku dalszej

konwergencji Polski z bogatszymi krajami UE, dywersyfikacji struktury wzrostu gospodarczego, zwiększenia efektywności prowadzonej przez rząd polityki gospodarczej, a także szybszej niż ona obecnie zakłada poprawy wskaźników zadłużenia wobec wierzycieli zagranicznych. Decyzja Agencji S&P jest pozytywna dla złotego i polskiego rynku długu.

Inwestycje gospodarstw domowych przyspieszą w II połowie roku

Sygnaly napływające z rynku nieruchomości wskazują na wyraźną poprawę na rynku mieszkaniowym. Zgodnie z danymi REAS, w całym ub. r. w sześciu największych miastach Polski sprzedano ponad 43 tys. lokali na rynku pierwotnym, tj. prawie 20% więcej niż w rekordowych dotychczas latach 2007 i 2013. Poniższa analiza ma na celu ocenę tendencji na rynku mieszkaniowym w kolejnych kwartałach. Na tej podstawie spróbujemy określić, jaki będą one miały wpływ na dynamikę nakładów na środki trwałe gospodarstw domowych, bowiem inwestycje gospodarstw domowych to w dominującym stopniu wydatki na zakup nieruchomości.



Dane o inwestycjach gospodarstw domowych są publikowane przez Eurostat z dużym opóźnieniem (ostatnie dostępne dane dotyczą I kw. 2014 r.). Zgodnie z analizą korelacji roczna dynamika inwestycji gospodarstw domowych jest silnie powiązana z dynamiką liczby przyznanych pozwoleń na budowę mieszkań opóźnioną o dwa kwartały. Dlatego obserwowany od

Źródło: GUS, Eurostat

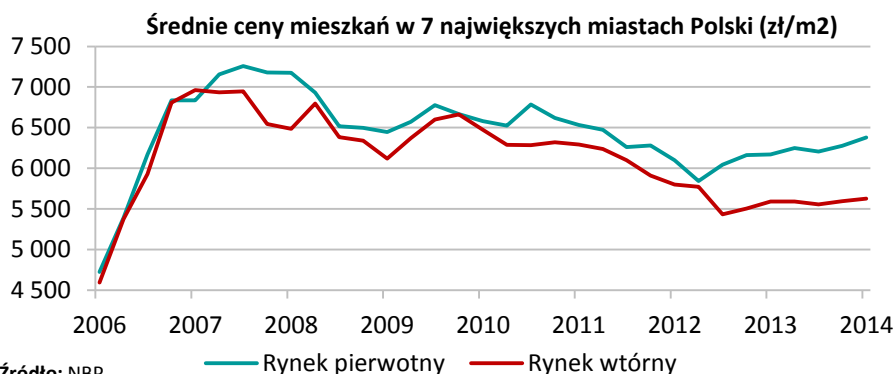
IV kw. 2013 r. do III kw. 2014 r. wzrost rocznej dynamiki pozwoleń na budowę sygnalizuje, że prawdopodobnie przynajmniej do I kw. br. należy spodziewać się kontynuacji stopniowego wzrostu realnej dynamiki inwestycji gospodarstw domowych (opóźnienie reakcji konsumentów o 2 kwartały w stosunku do wydawanych pozwoleń).

Zgodnie z modelem ekonometrycznym skonstruowanym przez nas na potrzeby prognoz kwartalnych dynamika inwestycji gospodarstw domowych jest zależna od stopy referencyjnej NBP skorygowanej o zmiany inflacji bazowej, co odzwierciedla warunki udzielania kredytów hipotecznych oraz koszty obsługi zadłużenia (negatywny wpływ wzrostu zmiennej na dynamikę inwestycji). Drugim czynnikiem uwzględnionym w modelu, wpływającym na zmiany tempa wzrostu nakładów inwestycyjnych gospodarstw domowych, jest realna dynamika funduszu płac w gospodarce narodowej reprezentująca zmianę dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych (wpływ pozytywny). Trzecim elementem równania są zmiany cen mieszkań, których wzrost ogranicza zdolność nabywczą konsumentów (wpływ negatywny).

Uważamy, że obserwowana w ostatnich kwartałach poprawa na rynku pracy będzie dalej postępować. Do wzrostu zatrudnienia przyczyni się zarówno oczekiwany dalszy wzrost inwestycji przedsiębiorstw, jak i strukturalne zmiany na rynku pracy wynikające z wprowadzonych przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej reform urzędów pracy. Jednocześnie wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych będzie wspierany przez przedłużającą się deflację. W efekcie wysokie tempo realnego wzrostu funduszu płac będzie stanowiło czynnik wspierający inwestycje gospodarstw domowych.

Oczekiwana przez nas obniżka stóp procentowych przez RPP o 50 pb w marcu (por. MAKROPuls z 04.02.2015) przyczyni się do zwiększenia zdolności kredytowej kredytobiorców oraz zmniejszy koszty obsługi kredytów hipotecznych, co również będzie oddziaływało w kierunku wzrostu popytu na mieszkania.

Jednocześnie w związku z rekordowo niskim poziomem stóp procentowych, oprocentowanie lokat bankowych również kształtuje się na niskim poziomie. A zatem, część osób będzie wycofywać swoje oszczędności z banków i decydować się na zakup mieszkań pod wynajem, co pozwoli im na osiągnięcie wyższej stopy zwrotu (nominalna rentowność takiego przedsięwzięcia oceniana jest przeciętnie na ok. 4% w skali roku, a średnie oprocentowanie bankowego depozytu terminowego wynosi obecnie 2,2%).



Źródło: NBP

— Rynek pierwotny — Rynek wtórny

NBP cyklicznie zbiera dane dotyczące zarówno ofert jak i transakcji sprzedaży oraz najmu mieszkań w szesnastu miastach wojewódzkich. Baza Rynku Nieruchomości NBP (BaRN) powstaje dzięki dobrowolnemu przekazywaniu danych przez pośredników w obrocie nieruchomości oraz deweloperów. W wyniku analizy NBP

prezentowanych jest m.in. 6 indeksów cen (za 1 m² powierzchni), które powstają dla kombinacji poszczególnych cech: rynek pierwotny/wtórny, ceny ofertowe/transakcyjne, średnia ważona dla siedmiu miast (Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Warszawa, Wrocław) lub dziesięciu (Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin, Zielona Góra). Zgodnie z ostatnimi dostępnymi danymi, w III kw. ub. r. ceny mieszkań na rynku mieszkań w ww. 10 miastach nie zmieniły się na rynku pierwotnym oraz wzrosły o 2,1% kw/kw na rynku wtórnym. Z kolei w siedmiu największych miastach mamy do czynienia z lekkimi podwyżkami cen (odpowiednio o 1,6% i 0,5%). Uważamy, że lekki wzrost cen był kontynuowany w IV kw. ub. r., na co wskazują dane Home Broker i Open Finance. Opracowany przez te firmy Indeks Cen Transakcyjnych (liczony na bazie transakcji mieszkaniowych dokonywanych w największych miastach Polski przez klientów tych dwóch firm) nieznacznie wzrósł pomiędzy wrześniem a grudniem ub. r. W efekcie oczekujemy, że ceny mieszkań osiągnęły już swoje minima lokalne i w kolejnych kwartałach będą lekko rosły. Zgodnie z naszym modelem wzrost cen mieszkań jest w średnim okresie czynnikiem ograniczającym wzrost dynamiki inwestycji gospodarstw domowych. Uważamy jednak, że w krótkim okresie może on dynamizować sprzedaż mieszkań w związku nasileniem oczekiwań gospodarstw na dalszy wzrost cen i tym samym przyspieszeniu decyzji o zakupie lokalu.

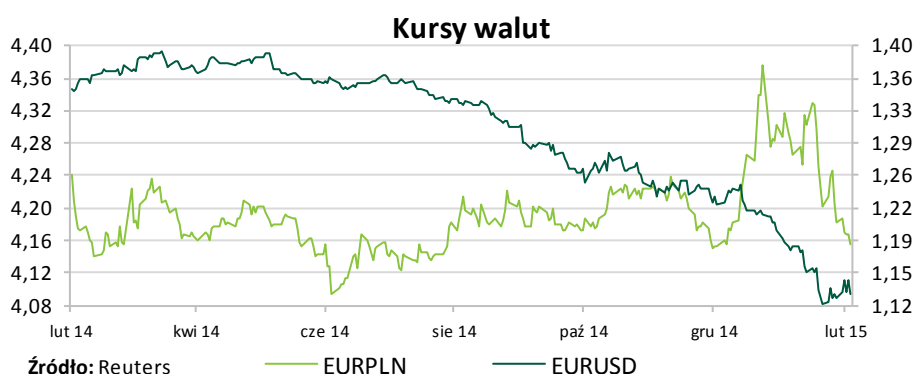
Zgodnie z wynikami kwartalnej ankiety NBP nt. sytuacji na rynku kredytowym, w IV kw. 2014 r. ankietowane banki nie zmieniły w istotny sposób kryteriów polityki kredytowej dla kredytów mieszkaniowych. Dodatkowo marże kredytowe zostały obniżone, co zostało uzasadnione wzrostem presji konkurencyjnej. W I kw. br. 2015 r. banki zapowiadają istotne zaostrzenie kryteriów polityki kredytowej oraz przewidują spadek popytu na kredyty mieszkaniowe, co związane jest z wejściem w życie od stycznia br. wyższych wymagań dotyczących wkładu własnego przy zakupie nieruchomości (10% wobec 5%). Będzie to czynnik ograniczający sprzedaż mieszkań w I poł. br. Jednocześnie kontynuacja programu Mieszkanie dla Młodych będzie częściowo kompensowała zaostrzenie polityki kredytowej przez banki. Dzięki niemu gospodarstwa domowe mogą uzyskać od państwa dotacje na kupno własnego mieszkania na kredyt. W przypadku małżeństw bezdzietnych i osób samotnych dopłata stanowi 10% wartości kupowanego mieszkania, a małżeństwa z dziećmi i osoby samotnie wychowujące dzieci będą mogły liczyć na dopłatę w wysokości 15%. Dodatkowo w tym roku planowana jest nowelizacja programu w celu podwyższenia dopłat dla rodzin wielodzietnych. Wstępne informacje wskazują, że po zmianach dopłaty dla rodzin z dwójką dzieci mogą zostać zwiększone do 20%, a dla rodzin z trójką potomstwa – do 30% wartości odtworzeniowej mieszkania.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki, oczekujemy umiarkowanego przyspieszenia inwestycji gospodarstw domowych w II poł. br. Dodatkowym elementem dynamizującym inwestycje będzie

przyspieszenie decyzji o zakupie własnego mieszkania przed końcem roku. W związku ze zmianami w Rekomendacji S wymagany z początkiem 2016 r. wkład własny przy zakupie mieszkania na kredyt wzrośnie z 10% do 15%, a tym samym ukształtuje się powyżej dopłat państwowych z programu MdM dla osób bezdzielnych.

W kolejnych kwartałach ze względu na wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie przemysłowym, który w styczniu br. ukształtował się na najwyższym poziomie od III kw. 2008 r., oczekujemy dalszego zwiększenia dynamiki inwestycji przedsiębiorstw. Z kolei wyraźnego przyspieszenia inwestycji publicznych można oczekiwać dopiero w II poł. br. na skutek spodziewanego przez nas ożywienia w inwestycjach infrastrukturalnych związanego z kończącym się okresem rozliczania inwestycji współfinansowanych ze środków unijnych w ramach perspektywy finansowej 2007-2013. Kumulacja zwiększenia dynamik wszystkich trzech składowych inwestycji ogółem stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika nakładów brutto na środki trwałe ogółem wzrośnie z 6,7% r/r w I poł. br. do 8,5% w II poł.

Odczyt sprzedaży detalicznej w USA może umocnić złotego



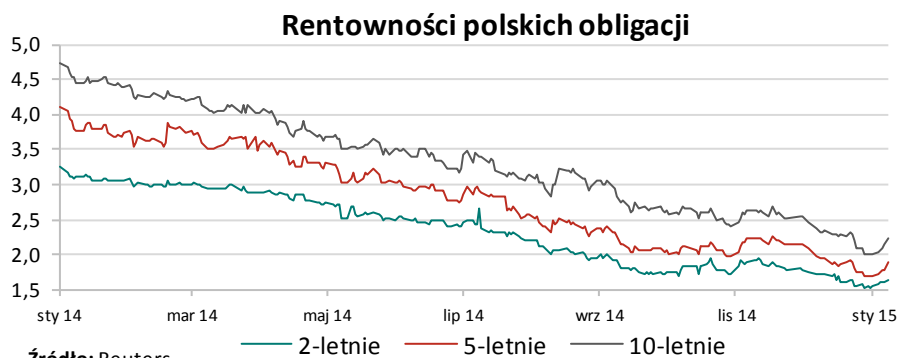
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1565 (umocnienie złotego o 0,6%). W poniedziałek rano miało miejsce przejściowe umocnienie złotego w reakcji na wyraźnie lepszy od oczekiwań odczyt styczniowego indeksu PMI w polskim przetwórstwie. We wtorek przez znaczną część dnia złoty zyskiwał na wartości, wspierany przez napływające

sygnały o chęci porozumienia greckiego rządu z wierzycielami oraz brak oczekiwanej przez inwestorów decyzji banku centralnego w Turcji o zwołaniu nadzwyczajnego posiedzenia w reakcji na silny spadek inflacji w styczniu (7,2% r/r wobec 8,2% w grudniu ub.r.). W środę złoty umocnił się w reakcji na decyzję RPP o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. W czwartek złoty tracił na wartości, co wynikało ze wzrostu awersji do ryzyka związanej z brakiem sukcesów greckiego rządu w negocjacjach nt. restrukturyzacji zadłużenia oraz zapowiedzią EBC, iż od 11 lutego zaprzestanie on akceptować greckie obligacje skarbowe jako zabezpieczenie pożyczek dla greckich banków ze względu na brak możliwości dokonania wiarygodnej oceny programu pomocy dla Grecji (oznacza to odcięcie greckich banków od taniego finansowania z ECB). Piątkowe, lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy doprowadziły do jedynie przejściowego osłabienia złotego, który w dalszej części dnia się umacniał.

W tym tygodniu publikacje najważniejszych odczytów makroekonomicznych skoncentrowane są w czwartek i piątek. Dlatego oczekujemy, że w pierwszej części tygodnia kurs złotego kształtowany będzie przede wszystkim przez nastroje rynkowe związane z negocjacjami greckiego rządu z wierzycielami, a także sytuacją na Ukrainie. Ewentualne pogorszenie nastrojów może oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. W czwartek najważniejsze dla polskiej waluty będą dane nt. sprzedaży detalicznej w USA. W przypadku realizacji naszej prognozy, wyraźnie niższej od konsensusu rynkowego, oczekujemy umocnienia złotego. W piątek poznamy liczne odczyty zarówno ze światowej gospodarki (PKB w strefie euro, Niemczech, indeks Uniwersytetu Michigan) jak i polskiej (inflacja, bilans płatniczy, wstępny szacunek PKB w IV kw. ub. r.). Niemniej jednak uważamy, iż istotne z punktu widzenia kształtowania się kursu złotego będą jedynie dane o inflacji w Polsce. Mimo, że nasza prognoza jest zgodna z

konsensusem, pogłębienie deflacji może nasilić oczekiwania inwestorów na łagodzenie polityki monetarnej przez RPP na marcowym posiedzeniu, a w efekcie oddziaływać w kierunku osłabienia polskiej waluty.

Pogłębienie deflacji w Polsce korzystne dla cen polskich obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,643 (wzrost o 8pb), obligacji 5-letnich do poziomu 1,896 (wzrost o 22pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,236 (wzrost o 24pb). W poniedziałek rano ceny polskich obligacji spadały, gdyż zmniejszyły się oczekiwania inwestorów na

łagodzenie polityki monetarnej przez RPP po wyraźnie lepszym od oczekiwań odczycie styczniowego indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. Znalazło to odzwierciedlenie we wzroście spreadu pomiędzy 2-letnimi obligacjami polskimi, a 2-letnimi obligacjami niemieckimi i amerykańskimi. Środowa decyzja RPP o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie przyczyniła się do przejściowego wzrostu rentowności polskich obligacji. Gołąbi komunikat RPP po posiedzeniu oraz wypowiedzi prezesa NBP M. Belki na konferencji doprowadziły jednak do powrotu cen obligacji do poziomów sprzed posiedzenia. W czwartek miały miejsce dwie aukcje długu (w tym uzupełniająca), na których Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 9- 10- 13-letnich terminach zapadalności za łącznie 5,98 mld zł. Wzrost podaży polskiego długu, w warunkach wzrostu awersji do ryzyka związanego z niepewną sytuacją w Grecji, doprowadził do spadku cen polskich obligacji na całej długości krzywej. Piątkowe, lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy spowodowały wzrost rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej.

W pierwszej części tygodnia, z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny oczekujemy, że ceny polskiego długu kształtowane będą przez nastroje rynkowe związane z negocjacjami greckiego rządu nt. restrukturyzacji długu, a także konflikt rosyjsko-ukraiński. Pogorszenie nastrojów może oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. W czwartek w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie publikacja danych o sprzedaży detalicznej w USA. W przypadku realizacji naszej wyraźnie niższej od konsensusu prognozy może dojść do wzrostu cen polskiego długu. W piątek najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku długu będzie krajowy odczyt inflacji. Mimo, iż nasza prognoza jest zgodna z oczekiwaniami rynku, uważamy że pogłębienie deflacji w Polsce może nasilić oczekiwania inwestorów na obniżkę stóp procentowych na marcowym posiedzeniu RPP, a w konsekwencji oddziaływać w kierunku spadku rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości. Pozostałe piątkowe dane (PKB w strefie euro, Niemczech, Polsce, indeks Uniwersytetu Michigan, a także krajowe dane nt. bilansu płatniczego) nie powinny wywołać znaczącej reakcji rynku.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lut 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	2,00
Kurs EURPLN*	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,18	4,20
Kurs USDPLN*	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,78
Kurs CHFPLN*	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	4,03	3,96
Inflacja CPI (r/r, %)	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,7	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,4	1,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,5	-2,9	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,2	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	2,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	11,8	
Saldo ROB (mln EUR)	-1100	-651	345	269	-161	-927	-811	-987	18	-470	-268	-422		
Eksport (r/r, % EUR)	8,4	7,3	9,5	5,1	10,4	5,7	6,7	-0,9	6,1	4,1	2,3	5,9		
Import (r/r, % EUR)	5,8	6,9	4,1	8,9	11,8	7,5	7,2	0,1	6,1	4,7	4,7	6,0		

* 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	2,9	2,9	3,5	3,6	3,3	3,0	3,3	3,5	
Inwestycje (% r/r)	11,2	8,7	9,9	8,8	4,8	8,1	8,5	8,5	9,4	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	5,0	3,8	5,8	7,3	9,6	7,3	6,7	6,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,8	2,0	1,5	1,9	2,1	2,1	1,7	1,8	2,0	2,1
	Inwestycje (pp.)	1,4	1,5	1,8	2,3	0,6	1,4	1,6	2,4	1,8	1,6	0,8
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,9	-1,6	-1,4	-0,6	-0,9	-0,4	-1,3	-1,2	-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	11,5	12,1	10,9	10,5	10,8	11,5	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	-1,1	-0,6	-0,4	0,4	0,0	-0,4	1,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,68	2,28	2,06	1,70	1,70	1,70	1,70	2,06	1,70	2,03	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	1,50	1,75	
EURPLN**	4,17	4,16	4,18	4,29	4,20	4,20	4,17	4,15	4,29	4,15	4,00	
USDPLN**	3,03	3,04	3,31	3,54	3,82	3,85	3,86	3,95	3,54	3,95	3,60	

*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 09.02.2015r.							
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Grudzień	17,7			18,7
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Luty	0,9			
Wtorek 10.02.2015r.							
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Styczeń	-3,3			-3,8
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Styczeń	1,5	1,1		1,0
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Grudzień	0,8			0,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Grudzień	-0,3			
Czwartek 12.02.2015r.							
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	0,2	0,2		0,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	-0,9	-0,5		0,3
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Grudzień	0,2	0,1		0,2
Piątek 13.02.2015r.							
8:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,1	0,2		0,3
10:00	Polska	PKB (% r/r)	IV kw.	3,3	3,0		3,1
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,2	0,2		0,2
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	IV kw.	0,8	0,7		0,8
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Grudzień	-268	-422		-500
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Styczeń	8,4	8,6		9,2
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Styczeń	-1,0	-1,2		-1,2
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	98,1	97,5		97,3

* 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