

## W tym tygodniu

- **Zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC nie przyniesie najprawdopodobniej zmian w polityce pieniężnej w strefie euro i tym samym będzie neutralne dla rynków.** EBC opublikuje najnowszą projekcję wzrostu gospodarczego i inflacji, która po raz pierwszy obejmie 2017 r. Zgodnie z wypowiedzią P. Preato, głównego ekonomisty EBC, prognoza wzrostu gospodarczego zostanie najprawdopodobniej lekko zrewidowana w górę. Oczekujemy również, że prognoza średniorocznej inflacji na 2015 r. zostanie silnie obniżona do -0,1%, a prognoza na 2017 r. najprawdopodobniej przekroczy 1,5%, co będzie sygnalizować powrót gospodarki strefy euro do równowagi w średnim horyzoncie. Po posiedzeniu EBC ogłosi najprawdopodobniej szczegółowe parametry Rozszerzonego Programu Skupu Aktywów (*Expanded Asset Purchase Program – EAPP*). W ramach tego programu EBC będzie skupował aktywa za kwotę 60 mld euro miesięcznie co najmniej do września 2016 r. Oczekujemy, że EBC rozpocznie skup aktywów (w tym obligacji krajów strefy euro) w ciągu kilku dni od ogłoszenia parametrów EAPP. Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach ilościowe rozluźnienie polityki pieniężnej w strefie euro będzie oddziaływać w kierunku zmniejszenia rentowności obligacji krajów strefy euro i Polski, stanowiąc jednocześnie wsparcie dla kursu złotego i tym samym uzasadnienie dla złagodzenia przez RPP polityki monetarnej. Spodziewamy się, że utrzymujące się ożywienie gospodarcze w strefie euro, wspierane przez dotychczasowe osłabienie euro i ożywienie akcji kredytowej, a także stopniowe wygasanie presji deflacyjnej mogą w drugiej połowie br. spowodować nasilenie oczekiwań rynku na wcześniejsze zakończenie EAPP. Taka zmiana rynkowych oczekiwań będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji. W tym kontekście ważne będą wypowiedzi prezesa EBC M. Draghiego na konferencji po posiedzeniu Rady Prezesów. Mogą one przynieść nowe informacje na temat potencjalnego wpływu poprawiającej się koniunktury w strefie euro na horyzont i skalę programu skupu aktywów.
- **W tym tygodniu najważniejszym krajowym wydarzeniem będzie decyzja RPP dotycząca stóp procentowych.** Podtrzymujemy prognozę, że RPP obniży stopy o 50 pb, co powinno przyczynić się do osłabienia kursu złotego i spadku rentowności obligacji. Istotnym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy są jednak ostatnie niejednoznaczne wypowiedzi członkini RPP E. Chojny-Duch, której głos najprawdopodobniej przesądzi o decyzji Rady. W wypowiedziach tych wskazywała ona m. in. na potrzebę pozostawienia przez obecną Radę „zrównoważonej gospodarki” w warunkach zbliżającego się końca jej kadencji, jej zdaniem „bardzo niskie” nominalne stopy procentowe oraz akceptowalny dysparytet stóp procentowych pomiędzy Polską i strefą euro jako czynniki uzasadniające utrzymanie stóp NBP na niezmiennym poziomie. Oznacza to, że ryzyko istotnego umocnienia kursu złotego w wyniku rozpoczęcia przez EBC w marcu br. programu ilościowego rozluźnienia polityki pieniężnej (skupu aktywów), a także wyniki marcowej projekcji inflacji NBP, która naszym zdaniem wskaże na znaczące przestrzelenie celu inflacyjnego w dół w średniej perspektywie, mogą nie przekonać E. Chojny-Duch do znaczącego złagodzenia polityki monetarnej na marcowym posiedzeniu. Jednak w wypowiedzi dla Bloomberg’a podkreśliła ona, że punkt widzenia prezesa NBP będzie dla niej „kluczowy”, gdyż jej zdaniem ma on „dostęp do największej liczby danych i ma najlepsze wyczucie rynków”. W ostatnich wypowiedziach prezes NBP opowiadał się za obniżką stóp procentowych. Dlatego uważamy, że prawdopodobieństwo ich redukcji na najbliższym posiedzeniu pozostaje wysokie, choć jej skala może wynieść jedynie 25 pb. W tym wariancie reakcja rentowności i kursu złotego na decyzję RPP będzie najprawdopodobniej ograniczona.
- **Najbliższy tydzień przyniesie liczne informacje dotyczące sytuacji gospodarczej w USA.** W piątek poznamy dane dotyczące zatrudnienia poza rolnictwem w lutym, które naszym zdaniem wzrosło o 245 tys. wobec 257 tys. w styczniu, oddziałując w kierunku spadku stopy bezrobocia z 5,7% do 5,6%. Choć nasza prognoza wzrostu zatrudnienia jest zbliżona do konsensusu (240 tys.),

odczyt na poziomie zbliżonym do naszej prognozy może przyczynić się do lekkiego nasilenia oczekiwań na podwyżki stóp w USA i tym samym odwrócenia tendencji rynkowych zaobserwowanych po ubiegłotygodniowym wystąpieniu J. Yellen w Kongresie USA (patrz niżej). W efekcie, piątkowe dane mogą spowodować lekkie umocnienie dolara i wzrost rentowności obligacji na długim końcu krzywej. Istotna dla oceny perspektyw wzrostu gospodarczego w USA będzie również dzisiejsza publikacja indeksu ISM obrazującego koniunkturę w przetwórstwie przemysłowym w lutym. Dotychczas opublikowane regionalne lutowe indeksy koniunktury stanowią wsparcie dla naszej prognozy nieznaczego spadku indeksu do 53,2 pkt. wobec 53,5 pkt. w styczniu. Oczekujemy, że odczyt zgodny z naszą prognozą nie będzie miał istotnego wpływu na rynki. Ważny dla perspektyw wzrostu gospodarczego w USA będzie jednak poziom składowej dla nowych zamówień w eksporcie, która może wskazać na pogłębienie ich spadku w wyniku dotychczasowego umocnienia dolara w stosunku do euro. W styczniu składowa ta obniżyła się do 49,5 pkt. z 52,0 pkt., co oznaczało spadek nowych zamówień w eksporcie następujący po 25 miesiącach ich nieprzerwanego wzrostu.

- **Dziś opublikowano dane dotyczące koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym w lutym.** Wskaźnik PMI wzrósł do 55,1 pkt. wobec 55,2 pkt. w styczniu., co było powyżej naszej prognozy (54,4 pkt.) i konsensusu rynkowego (54,7 pkt.). Dzisiejszy odczyt potwierdza sygnalizowane przez opublikowane dotychczas dane o aktywności gospodarczej w I kw. br. ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w tym okresie (patrz niżej). Najnowszy scenariusz makroekonomiczny na lata 2015-2016 przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

## W zeszłym tygodniu

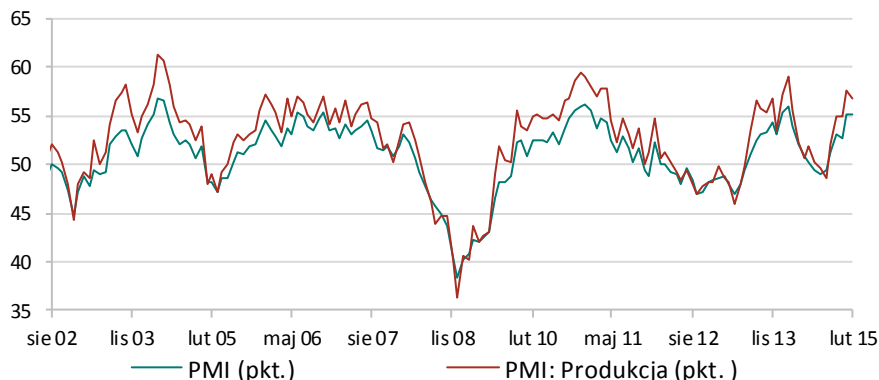
- **Dane o koniunkturze w chińskim przetwórstwie przemysłowym w lutym wskazują na jej lekką poprawę w porównaniu ze styczniem br.** Indeks PMI dla przetwórstwa wzrósł do 50,7 pkt. z 49,7 pkt. w styczniu, kształtując się powyżej opublikowanego w ubiegłym tygodniu wstępnego szacunku (50,1 pkt.). W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje wzrost składowej dla nowych zamówień ogółem mimo spadku subindeksu dla nowych zamówień eksportowych. Subindeks ten ukształtował się po raz pierwszy od kwietnia 2014 r. na poziomie poniżej 50 pkt., oddzielającym wzrost od spadku aktywności. Warto podkreślić, że lutowe dane PMI dotyczą okresu noworocznego w Chinach, w którym zmienność aktywności gospodarczej jest zwykle podwyższona. W konsekwencji, pełniejsza ocena tendencji w zakresie koniunktury w chińskim sektorze przetwórczym będzie możliwa dopiero w kolejnych miesiącach. Mimo nieznacznej poprawy koniunktury w chińskim przetwórstwie Ludowy Bank Chin obniżył w sobotę benchmarkowe stopy procentowe o 25 pb (1-letnią stopę pożyczkową do 5,35% oraz 1-letnią stopę depozytową do 2,5%). Jako uzasadnienie dla swojej decyzji bank centralny podał wzrost realnych stóp procentowych w ostatnich miesiącach będący skutkiem niższego tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz pogłębienia deflacji cen producentów. Decyzja Ludowego Banku Chin jest spójna z naszym scenariuszem zakładającym łagodzenie polityki monetarnej przez PBC w I poł. br., któremu towarzyszyć będzie prognozowane przez nas wprowadzenie przez rząd pakietu stymulacyjnego owocującego wzrostem aktywności w II poł. br. Podtrzymujemy prognozę, zgodnie z którą wzrost gospodarczy w Chinach w całym 2015 r. wyniesie 7,1% wobec 7,4% w 2014 r.
- **Wtorkowe wystąpienie szefowej FED w Kongresie USA przyczyniło się do osłabienia oczekiwań rynków na podwyżki stóp przez FED, co było zgodne ze scenariuszem sygnalizowanym przez nas w ubiegłotygodniowej MAKROmapie.** Wystąpienie to przyczyniło się również do spadku rentowności obligacji w Polsce i umocnienia kursu złotego (patrz niżej). W wystąpieniu tym J. Yellen podkreśliła, że ewentualne zmiany w dotychczas stosowanej formule *forward guidance*

(„bazując na bieżącej ocenie sytuacji, Rezerwa sądzi, iż może być cierpliwa z rozpoczęciem normalizowania nastawienia w polityce monetarnej”), polegające na usunięciu sformułowania wykorzystującego słowo „cierpliwa”, nie powinny być odczytywane przez rynki jako zapowiedź podwyżki stóp procentowych na jednym z kilku najbliższych posiedzeń. Naszym zdaniem może być to interpretowane jako lekkie złagodzenie nastawienia w polityce pieniężnej FED. Wcześniejsze wypowiedzi J. Yellen sugerowały bowiem, że tak długo, jak stosowana będzie obecna formuła *forward guidance*, na najbliższych dwóch posiedzeniach FED stopy procentowe nie zostaną podniesione. Mimo nieco bardziej gołębiej tonacji ubiegłotygodniowego wystąpienia J. Yellen podtrzymujemy ocenę, zgodnie z którą utrzymujące się ożywienie gospodarcze w USA, w tym w szczególności poprawa sytuacji na rynku pracy, skłonią FED do rozpoczęcia cyklu zaostrzenia polityki monetarnej w III kw. br. Uważamy, że zaostrzenie to nastąpi mimo utrzymującej się niskiej inflacji, która w najbliższych kwartałach będzie kształtować się znacząco poniżej celu inflacyjnego FED (2,0%). Oczekujemy również, że na posiedzeniu w marcu br. FED zrezygnuje z dotychczas stosowanej formuły *forward guidance*, co może przyczynić się do lekkiego wzrostu rentowności obligacji na długim końcu krzywej.

- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy kolejne dane o koniunkturze w gospodarce niemieckiej.** Indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego, wzrósł w lutym czwarty raz z rzędu i wyniósł 106,8 pkt. wobec 106,7 pkt. w styczniu i konsensusu na poziomie 107,7. Choć składowa dla oceny bieżącej koniunktury uległa nieoczekiwanemu pogorszeniu do 111,3 pkt. z 111,7 pkt., ukształtowała się ona na poziomie wyższym niż przeciętna dla IV kw. ub. r. Oceny dotyczące krótkoterminowych perspektyw uległy jednak poprawie, na co wskazuje wzrost składowej dotyczącej oczekiwań z 102,0 pkt. do 102,5 pkt. przy konsensusie na poziomie 103,0 pkt. W efekcie, komponent dotyczący oczekiwań osiągnął poziom najwyższy od lipca 2014 r. Mimo nieznacznego wzrostu indeksu Ifo jego poziom nadal wskazuje, że ożywienie gospodarcze w Niemczech I kw. br. będzie najprawdopodobniej silniejsze niż w IV kw. ub. Sygnalizuje to istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w Niemczech w I kw. br. (0,3% kw/kw wobec 0,7% w IV kw. 2014 r.).
- ✔ **Ministrowie finansów krajów strefy euro zaakceptowali listę reform, do przeprowadzenia których zobowiązał się grecki rząd w zamian za zgodę Eurogrupy na wydłużenie okresu obowiązywania obecnego pakietu pomocowego dla Grecji o cztery miesiące.** Wydłużenie to musi być jeszcze ratyfikowane przez większość parlamentów krajów strefy euro (w piątek ratyfikacja została przegłosowana przez Bundestag). Lista reform została zaakceptowana przez Komisję Europejską, jednak szefowa Międzynarodowego Funduszu Walutowego C. Lagarde i prezes Europejskiego Banku Centralnego M. Draghi wskazali na rozbieżności pomiędzy zaakceptowanym pakietem reform i pakietem zawartym w dotychczas obowiązującym memorandum. C. Lagarde zasygnalizowała ponadto, że MFW najprawdopodobniej nie wypłaci Grecji swojego wkładu do ostatniej transzy pomocy finansowej (3,6 mld euro z 7,2 mld euro), jeśli grecki rząd nie zobowiąże się do wdrożenia reform, których zakres będzie większy niż zawarty w zaakceptowanym przez Eurogrupę pakiecie. Naszym zdaniem decyzja Eurogrupy sygnalizuje zmniejszenie ryzyka bankructwa Grecji i jej wyjścia ze strefy euro, co w krótkim okresie jest lekko pozytywne dla złotego i rynku długu. Jednak w najbliższych miesiącach ryzyko to pozostanie naszym zdaniem podwyższone w świetle powyższych wypowiedzi przedstawicieli MFW i EBC. Jeśli negocjacje dotyczące warunków wypłaty ostatniej transzy z obecnego pakietu pomocowego będą się przedłużać (zgodnie ze stanowiskiem Eurogrupy warunki te powinny być uzgodnione do końca kwietnia), inwestorzy mogą to zinterpretować jako rosnące prawdopodobieństwo fiaska negocjacji dotyczących warunków kolejnego pakietu pomocowego dla Grecji. Taki scenariusz oznaczałby ponowny wzrost ryzyka wyjścia Grecji ze strefy euro i towarzyszącą mu presję na spadek cen obligacji i osłabienie kursu złotego.
- ✔ **Opublikowane w ubiegłym tygodniu mieszane dane dotyczące amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej oceny dotyczącej krótkoterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego w**

**USA.** Dane dotyczące styczniowej sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,82 mln po sprowadzeniu do wymiaru rocznego) były nieco gorsze od konsensusu (4,97 mln) i najniższe od kwietnia 2014 r., jednak czynnikiem hamującym sprzedaż była ograniczona podaż domów. Sprzedaż nowych domów w styczniu (481 tys.) była wyższa od oczekiwań rynku (470 tys.), a jej poziom wskazuje na utrwalenie się średnioterminowego trendu wzrostowego na pierwotnym rynku nieruchomości w USA. Indeks nastrojów konsumentów Conference Board obniżył się w lutym do 96,4 pkt. wobec 103,8 pkt. w styczniu i konsensusu na poziomie 99,6 pkt. Na spadek indeksu złożyło się zmniejszenie jego dwóch głównych składowych dotyczących oczekiwań i oceny bieżącej sytuacji. Mimo spadku indeksu jego poziom jest wysoki na tle historycznym (zbliżony do notowanego w 2007 r.), a utrzymująca się poprawa na amerykańskim rynku pracy wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo utrzymania się dobrych nastrojów konsumentów w najbliższych miesiącach. W piątek opublikowano również drugi szacunek wzrostu PKB w IV kw. ub. r., które po sprowadzeniu do wymiaru rocznego wyniosło 2,2% wobec oczekiwań na poziomie 2,1%. Do obniżenia dynamiki PKB w porównaniu z pierwszym szacunkiem przyczyniło się głównie zmniejszenie wkładu przyrostu zapasów z 0,8 pkt. proc. do 0,1 pkt. proc. Naszym zdaniem sygnalizuje to niskie ryzyko nadmiernego przyrostu zapasów, co jest korzystne z punktu widzenia trwałości ożywienia gospodarczego. W konsekwencji, mimo silnego wyhamowania wzrostu gospodarczego w IV kw. ub. r. (w III kw. wyniósł on 5,0%) podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w całym 2015 r. dynamika PKB w USA wyniesie 3,2%.

## Ożywienie w polskim przetwórstwie nie zwalnia tempa



Źródło: Markit

wysokim poziomie.

**Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) obniżył się w lutym do 55,1 pkt. wobec 55,2 pkt. w styczniu, co było powyżej naszej prognozy (54,4 pkt.) i konsensusu rynkowego (54,7 pkt.).** Tym samym badania koniunktury sygnalizują, iż tempo wzrostu aktywności gospodarczej w przetwórstwie pozostało w lutym na relatywnie

W strukturze PMI na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost składowej dotyczącej zatrudnienia, który był główną przyczyną wzrostu zagregowanego indeksu. Subindeks dla zatrudnienia ukształtował się w lutym powyżej 55 pkt. Był to poziom najwyższy od stycznia 2014 r. i drugi najwyższy w historii badania (od czerwca 1998 r.). Sygnalizuje to, że wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych w polskim przetwórstwie, który zgodnie z badaniami GUS w I kw. był najwyższy od III kw. 2008 r., oddziałuje w kierunku znaczącego wzrostu popytu na pracę w tym sektorze.

Choć pozostałe główne składowe PMI w lutym uległy obniżeniu w porównaniu ze styczniem, utrzymały się one wyraźnie powyżej poziomu 50 pkt., który oddziela wzrost od spadku aktywności. Składowa dotycząca nowych zamówień ogółem obniżyła się tylko nieznacznie (pozostając powyżej poziomu 55 pkt.), przy jednoczesnym nieznacznym spadku składowej dotyczącej nowych zamówień eksportowych. Oznacza to, że w lutym główną przyczyną wzrostu zamówień w polskim przetwórstwie było utrzymujące się ożywienie popytu krajowego. Naszym zdaniem wsparciem dla na nowych zamówień w eksporcie był odnotowany w

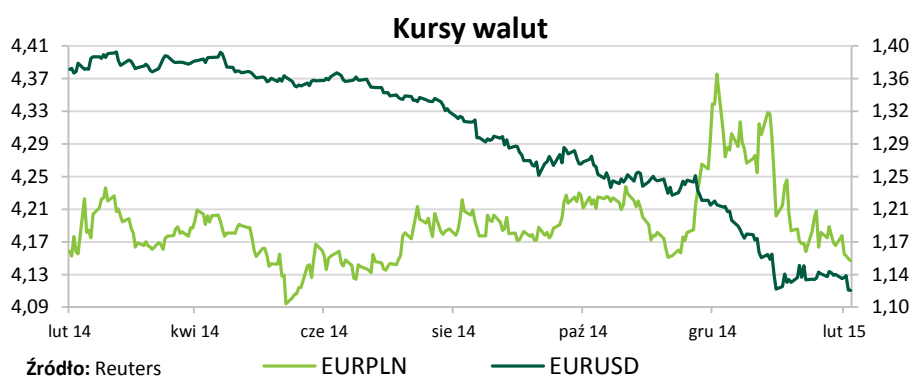
tym okresie umiarkowany wzrost nowych zamówień ogółem w niemieckim przetwórstwie przemysłowym, kompensujący spadek zamówień z Rosji i Ukrainy (ankietowane firmy wskazały na spadek popytu na tych rynkach). Zgodnie z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu danymi PMI składowa dla nowych zamówień w tym sektorze wzrosła do 51,3 pkt. wobec 51,1 pkt. w styczniu, do czego naszym zdaniem w znacznym stopniu przyczyniło się dotychczasowe osłabienie euro względem dolara.

Silny wzrost nowych zamówień ogółem w lutym sprzyjał utrzymaniu się tempa wzrostu produkcji na wysokim, zbliżonym do odnotowanego w styczniu poziomie (składowa dla bieżącej produkcji obniżyła się z 57,6 pkt. do 56,8 pkt.). W połączeniu z korzystną różnicą w liczbie dni roboczych stanowi to wsparcie dla naszej prognozy istotnego zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej w lutym (4,0% r/r wobec 1,7% w styczniu).

Przeciętny wskaźnik PMI w okresie styczeń–luty wyniósł 55,2 pkt. wobec 52,4 pkt. w IV kw. 2014 r., co wskazuje na przyspieszenie wzrostu aktywności w przetwórstwie w ujęciu kw/kw w I kw. br. W połączeniu z dotychczas opublikowanymi danymi dotyczącymi aktywności gospodarczej w styczniu i lutym dzisiejsze dane o PMI sygnalizują znaczące ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w I kw. br. (2,6% r/r). W konsekwencji, oczekiwane przez nas obniżenie dynamiki PKB w I kw. może okazać się nieznaczne. Najnowszy scenariusz makroekonomiczny na lata 2015-2016 przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

Dla części członków RPP dzisiejsze dane o PMI, wskazujące na utrzymujący się umiarkowanie szybki i stabilny wzrost gospodarczy, będą najprawdopodobniej argumentem na rzecz utrzymania status quo w polityce pieniężnej. Mogą one również skłonić niezdecydowanych członków RPP, w tym w szczególności E. Chojnę-Duch, do poparcia wniosku o obniżkę stóp w mniejszej niż prognozowanej przez nas skali (o 25 pb wobec oczekiwanych przez nas 50 pb). Naszym zdaniem dzisiejsze dane o PMI są lekko pozytywne dla złotego i negatywne dla cen obligacji.

## EURPLN najniżej od lipca 2014 r. Czy decyzja RPP osłabi złotego ?



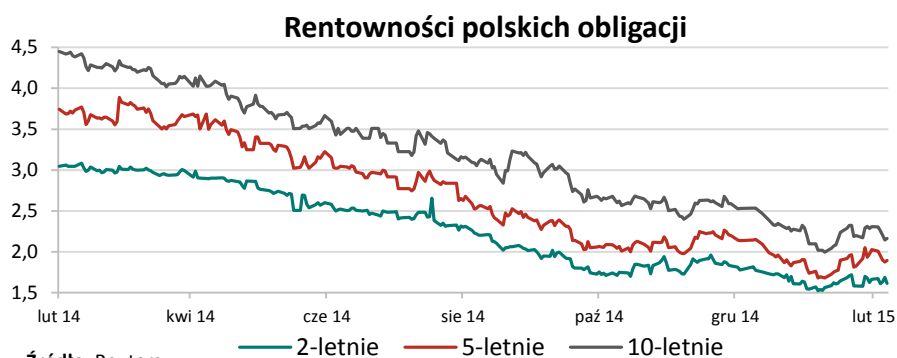
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1470 (umocnienie złotego o 0,4%).** Od wtorku do piątku mieliśmy do czynienia z aprecjacją złotego oraz innych walut rynków wschodzących, wynikającą ze wzrostu popytu na ryzykowne aktywa po wtorkowych, gołębich wypowiedziach szefowej FED J. Yellen przed Kongresem, a także zgodzie Eurogrupy na

wydłużenie okresu obowiązywania obecnego pakietu pomocowego dla Grecji o cztery miesiące (patrz wyżej). W rezultacie w piątek kurs EURPLN wyniósł na zamknięciu 4,1470 osiągając tym samym najniższy poziom od lipca 2014 r. Dane nt. struktury polskiego PKB w IV kw. ub. r. nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie naszym zdaniem środowa decyzja RPP nt. wysokości stóp procentowych. W przypadku realizacji naszego scenariusza zakładającego obniżkę stóp o 50 pb oczekujemy osłabienia polskiej waluty. Istotnym wydarzeniem dla kursu złotego będą również piątkowe dane nt. zatrudnienia w poza rolnictwem w USA. Mimo, iż nasza prognoza jest zbliżona do konsensusu (prognozujemy wzrost o 245 tys. w lutym wobec 257 tys. w styczniu, przy konsensie 240 tys.) relatywnie wysoki wzrost zatrudnienia może nasilić

oczekiwania inwestorów na szybsze zacieśnianie polityki monetarnej w USA, a w konsekwencji oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Czwartkowe posiedzenie EBC, a także dzisiejszy odczyt indeksu ISM w amerykańskim przetwórstwie nie powinny w naszej ocenie spotkać się ze znaczącą reakcją rynków.

## Nastawienie RPP kluczowe dla rentowności obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,612 (spadek o 5pb), obligacji 5-letnich do poziomu 1,894 (spadek o 13pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,165 (spadek o 14pb). Od poniedziałku do czwartku obserwowany był spadek rentowności polskich

obligacji na całej długości krzywej, w kierunku którego oddziaływało zmniejszenie awersji do ryzyka związane ze zgodą Eurogrupy na wydłużenie okresu obowiązywania obecnego pakietu pomocowego dla Grecji o cztery miesiące oraz gołębie wypowiedzi szefowej J. Yellen w Kongresie USA. W piątek ceny polskich obligacji lekko spadały w ślad za obligacjami na rynkach bazowych. Dane nt. struktury polskiego PKB w IV kw. ub. r. nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie środowe posiedzenie RPP. W przypadku realizacji naszego scenariusza, zgodnie z którym Rada obniży stopy procentowe o 50 pb oczekujemy spadku rentowności polskich obligacji. Spadek ten może również nastąpić w przypadku obniżki stóp o 25 pb i gołębiej tonacji wypowiedzi prezesa NBP i członków RPP na konferencji po posiedzeniu. W przeciwnym kierunku oddziaływać będą naszym zdaniem piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy (zatrudnienie poza rolnictwem), które w przypadku realizacji naszej prognozy mogą nasilić oczekiwania inwestorów na szybsze zacieśnianie polityki monetarnej w USA. Czwartkowe posiedzenie EBC, a także dzisiejszy odczyt indeksu ISM w amerykańskim przetwórstwie będą w naszej ocenie neutralne dla rynków.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	mar 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	1,50
Kurs EURPLN*	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,18	4,15	4,13
Kurs USDPLN*	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,71	3,75
Kurs CHFPLN*	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	4,03	3,88	3,86
Inflacja CPI (r/r, %)	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,2	-1,4	-1,4
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,7	0,6	0,6
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,7	4,0	4,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,2	-1,6	-2,7	-2,9	-2,6	-2,6
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,1	-1,1
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,1	3,1
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,1	1,1
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	12,0
Saldo ROB (mln EUR)	-651	345	269	-161	-927	-811	-987	18	-470	143	-1005	-633	-633	-633
Eksport (r/r, % EUR)	7,3	9,5	5,1	10,4	5,7	6,7	-0,9	6,1	4,1	3,1	6,6	2,4	2,4	2,4
Import (r/r, % EUR)	6,9	4,1	8,9	11,8	7,5	7,2	0,1	6,1	4,7	3,9	10,7	3,3	3,3	3,3

\* 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	3,1	2,6	3,0	3,3	3,6	3,3	3,1	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	2,9	3,0	3,2	3,1	3,1	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	6,9	2,5	3,6	6,1	6,5	5,6	4,7	7,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	7,3	9,4	7,3	10,7	3,8	5,8	7,3	9,6	8,7	6,7	6,0	
Wkład do wzrostu PKB	Spżycie prywatne (pp.)	2,0	1,8	2,0	1,6	2,0	2,1	2,1	1,7	1,9	2,0	2,1
	Inwestycje (pp.)	1,4	1,5	1,8	2,4	0,6	1,4	1,6	2,4	1,8	1,6	0,8
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,9	-1,6	-1,5	-0,6	-0,9	-0,4	-1,3	-1,3	-0,8	0,5
Saldo obrotów bieżących***	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,9	-2,1	-2,0	-2,2	-1,3	-2,2	-2,5	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,0	11,5	11,5	11,9	10,9	10,5	10,8	11,5	10,8	10,2	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,2	3,5	3,5	3,1	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	4,13	4,20	4,17	4,15	4,29	4,15	4,00	
USDPLN**	3,03	3,04	3,31	3,54	3,75	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**
<b>Poniedziałek 02.03.2015r.</b>						
2:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	50,1	50,1	
<b>9:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)</b>	<b>Luty</b>	<b>55,2</b>	<b>54,4</b>	<b>54,7</b>
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	50,9	50,9	50,9
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	51,1	51,1	51,1
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Luty	-0,6	-0,5	-0,5
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Styczeń	11,4	11,4	11,4
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Styczeń	-0,1	-0,1	
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	53,5	53,2	53,1
16:00	USA	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	53,5		53,1
<b>Wtorek 03.03.2015r.</b>						
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Styczeń	-2,7		-3,0
<b>Środa 04.03.2015r.</b>						
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Marzec</b>	<b>2,00</b>	<b>1,50</b>	<b>1,75</b>
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Luty	53,9	53,9	53,9
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Luty	53,5	53,5	53,5
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	0,3		0,0
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Luty	213		220
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Luty	56,7	56,2	56,5
<b>Czwartek 05.03.2015r.</b>						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Styczeń	4,2		-1,0
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Marzec	0,50	0,50	0,50
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Marzec	0,05	0,05	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	313		
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Styczeń	-3,4	-0,3	0,3
<b>Piątek 06.03.2015r.</b>						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	0,1		0,5
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,3	0,3	0,3
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	IV kw.	0,9		0,9
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Luty	5,7	5,6	5,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Luty	257	245	240

\* 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