W tym tygodniu

- **W piątek opublikowane zostaną dane o lutowej inflacji w Polsce.** Jednocześnie podane zostaną nowe wagi kategorii koszyka inflacyjnego i zrewidowany odczyt inflacji w styczniu. Oczekujemy, że roczna dynamika cen spadła do -1,4% wobec -1,2% w styczniu (rewizja z -1,3% według wstępnego szacunku). W kierunku zmniejszenia wskaźnika inflacji oddziaływały silniejszy niż przed miesiącem spadek cen paliw oraz niższa inflacja bazowa. Biorąc pod uwagę fakt, iż RPP zakończyła w marcu cykl luzowania polityki pieniężnej (patrz poniżej), publikacja danych nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego i rynek długu.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,4% m/m w lutym ub. wobec spadku o 0,8% w styczniu, co było przede wszystkim wynikiem wzrostu cen paliw. Po wyłączeniu sprzedaży w branży motoryzacyjnej jej dynamika zwiększyła się z -0,9% m/m w styczniu do 0,6% w lutym. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na nieznaczną poprawę nastrojów gospodarstw domowych w marcu (96,5 pkt. wobec 95,4 pkt. w lutym) będącą efektem dobrej sytuacji na giełdzie oraz korzystnych warunków na rynku pracy. Oczekujemy, że zagregowany wpływ tych dwóch publikacji będzie lekko negatywny na kursu złotego i cen polskiego długu.
- **W środę opublikowane zostaną dane z Chin.** Oczekujemy, że dynamiki sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich nieznacznie obniżyły się w lutym. W świetle przedstawionych w ubiegłym tygodniu celów gospodarczych przez rząd Chin, zakładających spowolnienie wzrostu PKB w br. (patrz poniżej) uważamy, że publikacja nie spotka się ze znaczącą reakcją rynków. Dane będą stanowić wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu gospodarczego w Chinach obniży się do 7,1% r/r w I kw. br. wobec 7,3% w IV kw. ub. r.
- **Zrewidowaliśmy naszą prognozę tempa wzrostu PKB na lata 2015-2016.** Oczekujemy, że w 2015 r. średniorocznie wyniesie ono 3,4% r/r (3,1% przed rewizją), w 2016 r. będzie równe 3,2% (poprzednio 3,5%) – patrz poniżej.
- **Dzisiaj EBC uruchomi Rozszerzony Program Skupu Aktywów (Expanded Asset Purchase Program – EAPP) w skali 60 mld EUR miesięcznie.** Start programu przyczyni się naszym zdaniem do zwiększonego popytu na polski dług, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu jego cen oraz umocnienia dolara i złotego.

W zeszłym tygodniu

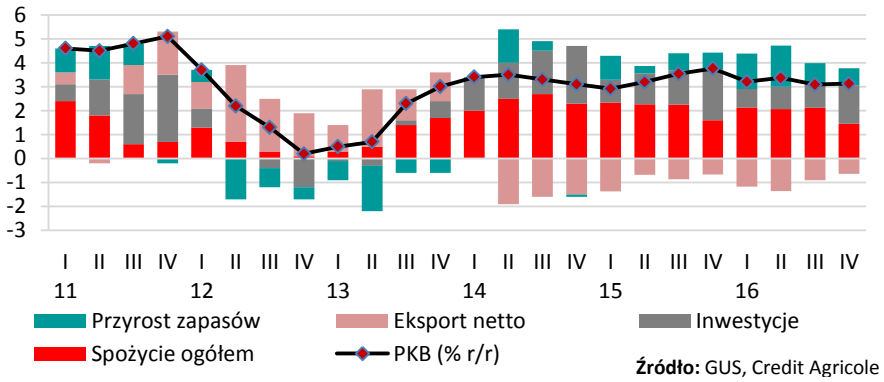
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 50 pb (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** Rada wskazała na wyniki marcowej projekcji jako główny argument uzasadniający rozluźnienie polityki pieniężnej. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami przewidywana w marcowej projekcji ścieżka inflacji w latach 2015-2016 została znacząco zrewidowana w dół wobec scenariusza przedstawionego w projekcji listopadowej, wskazując iż w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się na poziomie znacząco niższym od celu inflacyjnego RPP (2,5%) (por. MAKROpuls z 04.03.2015). Rada podkreśliła również, że decyzja o obniżeniu stóp procentowych oznacza zamknięcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Na konferencji po posiedzeniu prezes NBP M. Belka powiedział, że obniżka stóp ma w pewnym stopniu charakter wyprzedzający w stosunku do potencjalnych efektów ilościowego luzowania polityki pieniężnej (programu skupu aktywów) przez Europejski Bank Centralny. Podkreślił on również, że istotną przesłanką za złagodzeniem polityki monetarnej była chęć możliwie długiego utrzymywania stabilnych stóp procentowych przed zbliżającym się końcem kadencji obecnej Rady. Treść komunikatu po posiedzeniu RPP oraz wypowiedzi M. Belki stanowią zatem wsparcie dla naszego scenariusza utrzymania przez Radę stóp na obecnym poziomie do listopada 2016 r.

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Na konferencji po posiedzeniu przedstawione zostały szczegóły techniczne rozpoczynającego się dzisiaj Rozszerzonego Programu Skupu Aktywów (Expanded Asset Purchase Program – EAPP) oraz opublikowano najnowszą projekcję wzrostu gospodarczego i inflacji. Zgodnie z marcową projekcją wzrost PKB w strefie euro wyniesie w 2015 r. 1,5% (wobec 1,0% w grudniowej projekcji), 1,9% w 2016 r. (1,5%) i 2,1% w 2017 r. Z kolei inflacja w strefie euro w 2015 r. ukształtuje się na poziomie 0,0% (0,7%), 1,5% w 2016 r. (1,2%) i 1,8% w 2017 r. Oznacza to, że w przypadku realizacji przedstawionych wyżej prognoz inflacja w strefie euro osiągnie cel inflacyjny EBC (nieznacznie poniżej 2,0%) w 2017 r. Wyniki marcowej projekcji okazały się tym samym wyraźnie lepsze od oczekiwań rynku. Rozbieżność ta wynikała ze zmiany metodologii tworzenia projekcji wprowadzoną przez EBC w celu pełnego uwzględnienia wpływu programu EAPP na gospodarkę strefy euro – w większym stopniu uwzględniony został kanał finansowy. Na szczególną uwagę zasługuje również bardzo optymistyczna ocena sytuacji gospodarczej w strefie euro przedstawiona przez prezesa EBC M. Draghiego, który stwierdził, że w 2017 r. w gospodarce strefy euro nastąpi domknięcie luki popytowej. 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. 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 oddziaływałaby w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w lutym o 295 tys. wobec 239 tys. w styczniu (rewizja w dół z 257 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w turystyce i rekreacji (+66,0 tys.), oświacie i służbie zdrowia (+54,0 tys.) oraz usługach biznesowych (+51,0 tys.). Spadek zatrudnienia miał miejsce jedynie w górnictwie i wycince drzew (-8,0 tys.). Stopa bezrobocia zmniejszyła się do 5,5% w lutym wobec 5,7% w styczniu, osiągając tym samym najniższy poziom od maja 2008 r. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks ISM w przetwórstwie, który obniżył się w lutym do 52,9 pkt. wobec 53,5 pkt. w styczniu. Zmniejszenie wartości wskaźnika wynikało ze spadku 3 z 5 jego składowych (nowe zamówienia, bieżąca produkcja, zatrudnienie). Niemniej jednak wszystkie składowe indeksu znajdują się nadal powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej obniżenie od zwiększenia aktywności. W strukturze danych na uwagę zasługuje również spadek subindeksu dla nowych zamówień eksportowych z 49,5 pkt. w styczniu do 48,5 pkt. w lutym, wskazujący na pogłębiający się spadek tych zamówień. Naszym zdaniem spadek ten był w znacznym stopniu spowodowany silnym umocnieniem dolara względem euro w ostatnich miesiącach. Nieznaczny wzrost odnotowany został natomiast w przypadku indeksu ISM poza przetwórstwem, który wyniósł 56,9 pkt. w lutym wobec 56,7 pkt. w styczniu. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w III kw. 2015 r.
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja HICP w strefie euro zwiększyła się do -0,3% r/r w lutym wobec -0,6% w styczniu.** W kierunku zwiększenia tempa wzrostu cen w największym stopniu oddziaływało niższe tempo spadku cen energii (podwyższyło inflację o 0,1 pp.) oraz wzrost cen żywności, alkoholu i wyrobów tytoniowych (podwyższył on inflację o 0,1 pp.). Uważamy, że deflacja w strefie euro utrzyma się do III kw. br.
- **Produkcja przemysłowa w Niemczech w styczniu wzrosła o 0,6 % m/m wobec 1,0% w grudniu ub. r**. W strukturze danych na uwagę zasługuje znaczący wzrost dynamiki produkcji budowlanej (5,0% m/m w styczniu wobec -0,3% w grudniu ub.r.), która była jedynym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji pomiędzy grudniem a styczniem. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. zamówień w przemyśle niemieckim, które zmniejszyły się o 3,9% m/m w styczniu wobec wzrostu o 4,4% w grudniu ub. r. Ich spadek

wynikał przede wszystkim z silnego spadku zamówień na dobra kapitałowe i dobra pośrednie. Mimo spadku zamówień w przemyśle oraz zmniejszenia dynamiki produkcji przemysłowej w styczniu, lutowe wyniki badań koniunktury w niemieckim przetwórstwie(PMI) wskazują na poprawiającą się sytuację w niemieckim przemyśle. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Niemczech zwiększy się w I kw. br. o 0,3% kw/kw wobec 0,7% w IV kw. ub.r.

- **Wskaźnik PMI dla polskiego przetwórstwa wyniósł 55,1 pkt. wobec 55,2 pkt. w styczniu.** W strukturze PMI na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost składowej dotyczącej zatrudnienia, który był główną przyczyną wzrostu zagregowanego indeksu. 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 (por. MAKROmapa z 02.03.2015). Odczyt stanowi wsparcie dla naszej zrewidowanej w górę prognozy wzrostu gospodarczego w I kw. br. (2,9% r/r wobec 3,1% w IV kw. – patrz poniżej).
- **W ubiegłym tygodniu w Chinach rozpoczął się Narodowy Kongres Ludowy.** Ustalono na nim cel dla rocznego tempa wzrostu chińskiego PKB w 2015 r. na poziomie „ok. 7,0%" wobec celu równego „ok. 7,5%" w 2014 r. Jego obniżenie w stosunku do 2014 r. jest w znacznym stopniu podyktowane nową strategią chińskiego rządu, której celem jest poprawa jakości struktury zatrudnienia kosztem niższego tempa wzrostu gospodarczego. Dlatego też plany przedstawione podczas Kongresu obejmują m.in. zwiększenie celu dla wzrostu zatrudnienia w miastach z „10 milionów" do „ponad 10 milionów". Jednocześnie obniżony został cel dla stopy bezrobocia rejestrowanego do „do 4,5%" z „mniejsze lub równe 4,6%". Naszym zdaniem spadek stopy bezrobocia jest możliwy mimo niższego tempa wzrostu PKB dzięki zwiększeniu zatrudnienia w miastach, głównie w sektorze usług, charakteryzującego się większą pracochłonnością niż przetwórstwo. Podczas Kongresu ogłoszone zostały również plany obniżenia deficytu budżetowego do 6,5% PKB wobec 7,5% w 2014 r. oraz zmniejszenia kontroli kursu juana, co w naszej ocenie znajdzie odzwierciedlenie w większej zmienności kursu USDCNY w br. Uważamy, że cel dla tempa wzrostu PKB przedstawiony przez chiński rząd jest realistyczny. Oczekujemy, że realizacji tego celu towarzyszyć będzie złagodzenie polityki pieniężnej poprzez obniżenie stopy rezerw obowiązkowych Ludowego Banku Chin o co najmniej 100 pb. Uważamy, że sumaryczny wpływ zacieśnienia polityki fiskalnej i rozluźnienia polityki monetarnej będzie negatywny dla popytu wewnętrznego, a w konsekwencji dla całego wzrostu gospodarczego. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB w Chinach wzrośnie w 2015 r. o 7,1% wobec 7,4% w 2014 r.

Prognozy na lata 2015-2016



Źródło: GUS, Credit Agricole

Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury, zrewidowaliśmy naszą prognozę tempa wzrostu PKB na lata 2015-2016 (por. tabela na str. 7). Oczekujemy, że w 2015 r. średniorocznie wyniesie ono 3,4% r/r (3,1% przed rewizją), w 2016 r. będzie równe 3,2% (poprzednio 3,5%).

Podwyższenie oczekiwanego przez nas tempa wzrostu gospodarczego w 2015 r. jest przede wszystkim efektem przesunięcia w górę punktu startowego prognozy. Na podstawie dostępnych badań koniunktury uważamy, że skala spowolnienia wzrostu gospodarczego w I kw. br. będzie mniejsza niż wcześniej oczekiwaliśmy. Prognozujemy, że w I kw. 2015 r. roczna dynamika PKB ukształtuje się na poziomie 2,9% wobec 3,1% w IV kw. ub. r. W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego będzie oddziaływał przede wszystkim spadek dynamiki inwestycji (efekt wysokiej bazy sprzed roku). Z kolei oczekujemy, że wyraźnemu przyspieszeniu ulegnie konsumpcja prywatna (3,6% r/r wobec 3,1% w IV kw.), co będzie efektem wzrostu realnej dynamiki funduszu płac w gospodarce narodowej wspieranego przez pogłębienie deflacji oraz korzystnej waloryzacji emerytur i rent. Uważamy, że I kw. będzie dołkiem spowolnienia gospodarczego w Polsce.

W kolejnych kwartałach prognozujemy stopniowe zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego do 3,7% w IV kw. 2015 r. Jednym z czynników oddziałujących w kierunku jego przyspieszenia będzie stopniowa poprawa sytuacji gospodarczej w strefie euro (prognozujemy, że dynamika PKB w strefie euro w 2015 r. wyraźnie przekroczy 1,0% wobec 0,9% w ub. r.). Dodatkowo w II poł. br. wygaśnie negatywny wpływ embarga rosyjskiego na tempo wzrostu gospodarczego. Dobre perspektywy popytu zagranicznego przy tylko nieznacznym zwiększeniu tempa importu doprowadzą do zmniejszenia negatywnej kontrybucji eksportu netto do wzrostu PKB. Dodatkowo uważamy, że w II poł. r. nastąpi kumulacja ożywienia wszystkich trzech składowych inwestycji (przedsiębiorstw, publicznych oraz prywatnych), co będzie czynnikiem dynamizującym wzrost PKB. Istotnym czynnikiem ryzyka dla ścieżki dynamiki PKB w 2015 r. pozostaje dalszy rozwój wydarzeń na Ukrainie i sytuacji w strefie euro. W przypadku eskalacji konfliktu rosyjsko-ukraińskiego lub pogorszenia perspektyw gospodarczych w obszarze wspólnej waluty, wzrost PKB w Polsce zostanie ograniczony.

W 2016 r. oczekujemy lekkiego spowolnienia wzrostu gospodarczego ze względu na niższy wkład eksportu netto, będący wynikiem szybszego wzrostu importu od eksportu. Dodatkowo wzrost PKB będzie ograniczany przez spadek dynamiki inwestycji publicznych (przerwa w efektywnym wykorzystywaniu środków unijnych pomiędzy dwoma perspektywami – 2007-2013 i 2014-2020). Jednocześnie spodziewamy się postępującego wzrostu cen ropy na rynkach światowych, lekko negatywnie wpływającego na globalną i krajową aktywność gospodarczą.

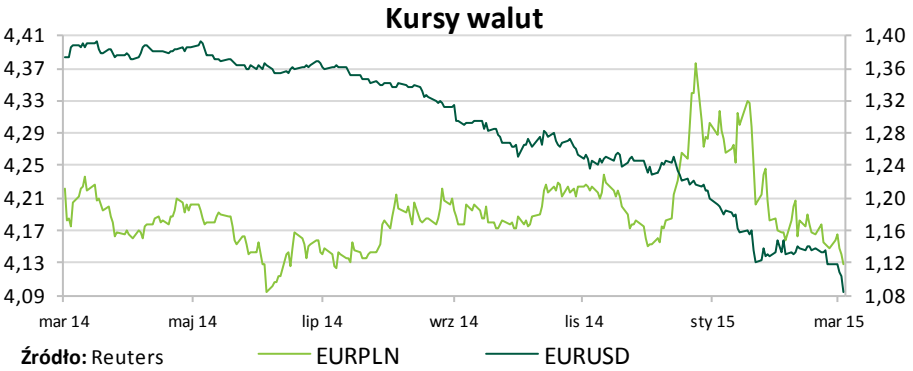
Oczekujemy, że w 2015 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie -0,3% r/r wobec 0,0% w 2014 r. Prognozujemy, ze deflacja w Polsce utrzyma się do III kw. 2015 r., a jej skala będzie się stopniowo zmniejszać począwszy od II kw. Wzrost wskaźnika inflacji będzie skutkiem zwiększenia dynamiki cen żywności (por. MAKROmapa z 16.02.2015) oraz cen paliw. W poł. br. antyinflacyjny efekt rosyjskiego embarga wygaśnie, ponadto w kierunku wzrostu inflacji będą oddziaływały efekty niskiej bazy z 2014 r. oraz ożywienie gospodarcze. Tym samym, prognozujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększy się do 0,6% w IV kw. 2015 r. W I kw. 2016 r. oczekujemy, że inflacja silnie zwiększy się do 1,6% r/r m.in. ze względu na oddziaływanie efektów niskiej bazy dla dynamiki cen paliw (prognozujemy jej wzrost do 10,5% r/r z -2,4% w IV kw. br.). W kolejnych kwartałach oczekujemy relatywnej stabilizacji wskaźnika inflacji CPI. Z jednej strony wzrost inflacji bazowej będzie kontynuowany, wspierany przez wysoką dynamikę popytu krajowego, jednocześnie ustąpią jednak efekty niskiej bazy dla cen żywności i paliw, w wyniku czego średnioroczne tempo wzrostu cen wyniesie 1,4%.

Uważamy, że poprawa na rynku pracy będzie dalej postępować. Oczekujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego ukształtuje się na poziomie 10,7% na koniec br. i obniży się do 10,2% w 2016 r. Do spadku bezrobocia przyczynią się zarówno oczekiwany w okresie prognozy dalszy silny wzrost inwestycji, jak i strukturalne zmiany na rynku pracy wynikające z wprowadzonych przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej reform urzędów pracy. Stopniowa poprawa na rynku pracy będzie oddziaływała w kierunku umiarkowanego wzrostu presji płacowej. W br. pozostanie ona jednak ograniczana przez utrzymującą deflację/niską inflację i silniej zmaterializuje się dopiero w 2016 r. Tym samym oczekujemy, że nominalne

tempo wzrostu płac w 2016 r. wyniesie 3,6% r/r wobec 3,3% w 2015 r. Pomimo przyspieszenia wzrostu nominalnych płac w 2016 r., realna dynamika funduszu płac będzie ograniczana przez rosnącą inflację, co naszym zdaniem spowoduje lekkie spowolnienie realnej konsumpcji prywatnej do 3,3% r/r w 2016 r. wobec 3,5% w 2015 r.

Treść komunikatu po ubiegłotygodniowym posiedzeniu RPP oraz wypowiedzi M. Belki na konferencji po posiedzeniu wskazują, że obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stabilizacja stóp procentowych przez dłuższy czas (por. MAKROpuls z 04.03.2015). Jest to zgodne z naszym scenariuszem utrzymania przez Radę stóp na obecnym poziomie do listopada 2016 r. Silnym wsparciem dla naszej prognozy jest horyzont zapowiedzianego przez EBC programu skupu obligacji (co najmniej do września 2016 r.). Ponadto, ważnym argumentem na rzecz stabilizacji stóp w kolejnych kwartałach będzie oczekiwane przez nas przyspieszenie wzrostu gospodarczego począwszy od II kw. br. Brak zmian w krajowej polityce pieniężnej przy jednoczesnym łagodnym nastawieniu EBC będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku umocnienia złotego w krótkim okresie. Przybliżający się moment pierwszej podwyżki stóp procentowych przez FED będzie jednak równoważyć wpływ polityki EBC na kurs złotego, dlatego uważamy, że na koniec czerwca br. kurs EURPLN wyniesie 4,20. W II poł. 2015 r. oczekujemy stopniowej aprecjacji złotego z zasięgiem 4,15 za euro na koniec roku, do czego przyczyni się głównie poprawa krajowej koniunktury. Prognozowane przez nas zacieśnienie polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną będzie czynnikiem ograniczającym aprecjację złotego w średnim okresie. W 2016 r. oczekujemy jego dalszego umiarkowanego umocnienia z zasięgiem 3,90 za euro na koniec roku.

Wyższy popyt na polski dług umocni złotego



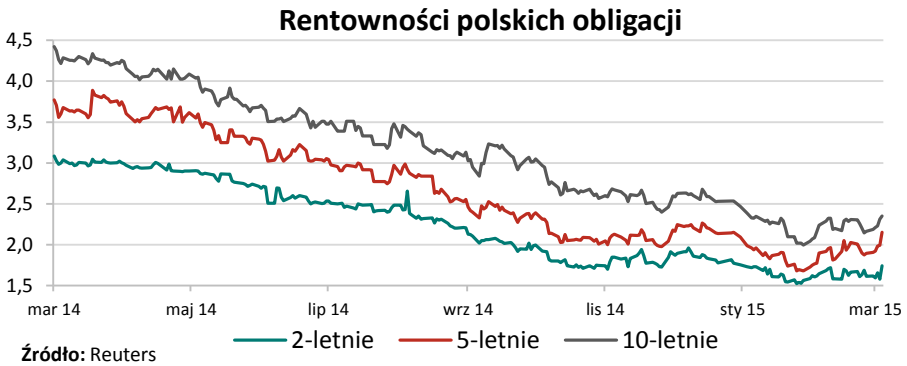
Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1283 (umocnienie złotego o 0,5%). W poniedziałek i wtorek mieliśmy do czynienia z łagodną deprecjacją złotego, który osłabiał się w ślad za innymi walutami regionu. W środę, bezpośrednio po decyzji Rady Polityki Pieniężnej o obniżeniu stóp procentowych o 50 pb doszło do lekkiego osłabienia złotego. Miało ono jednak krótkotrwały charakter gdyż treść komunikatu po posiedzeniu, a także wypowiedzi prezesa NBP M. Belki na konferencji prasowej wskazujące na koniec cyklu łagodzenia polityki monetarnej doprowadziły do silnego umocnienia złotego (kurs EURPLN obniżył się o ok. 4 gr). W czwartek przez cały dzień złoty umacniał się w oczekiwaniu na konferencję po posiedzeniu EBC. Wypowiedzi prezesa EBC M. Draghiego oraz przedstawione szczegóły dotyczące uruchomienia programu EAPP (Expanded Asset Purchase Program) przyczyniły się do przejściowego wzrostu kursu złotego. W piątek od samego rana kurs EURPLN kontynuował spadki, czego główną przyczyną były nastroje inwestorów związane ze zbliżającym się rozpoczęciem programu EAPP i deklaracją RPP o zakończeniu cyklu łagodzenia polityki monetarnej. Aprecjacja złotego została zatrzymana przez opublikowane po południu wyraźnie lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy, które zwiększyły oczekiwania inwestorów na szybsze zacieśnianie polityki monetarnej w USA. Mimo to, w piątek na zamknięciu kurs EURPLN ukształtował się na poziomie najniższym od lipca 2014 r.

W tym tygodniu możemy mieć do czynienia z presją na umocnienie złotego, będącą efektem podwyższonego popytu na polskie obligacje, związanego z uruchomionym dzisiaj programem EAPP. Negatywny dla złotego może być natomiast sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki

(sprzedaż detaliczna i wstępny indeks Uniwersytetu Michigan). Dobre odczyty z USA, w połączeniu z ubiegłotygodniowymi lepszymi od konsensusu rynkowego danymi z amerykańskiego rynku pracy, mogą nasilić oczekiwania inwestorów na szybsze zacieśnianie polityki pieniężnej w USA, oddziałując w kierunku osłabienia złotego. Krajowe dane nt. inflacji w obliczu deklaracji RPP o zakończeniu cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, a także dane z chińskiej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla kursu polskiej waluty.

Uruchomienie programu EAPP zwiększy popyt na polskie obligacje



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,742 (wzrost o 13pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,153 (wzrost o 26pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,352 (wzrost o 19pb). W poniedziałek i wtorek na krótkim końcu krzywej widoczny był lekki wzrost cen polskich obligacji w oczekiwaniu na środowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Znalazło to odzwierciedlenie w spadku wysokości spreadu pomiędzy polskimi, a niemieckimi i amerykańskimi 2-letnimi benchmarkowymi obligacjami. Środowa decyzja Rady o obniżeniu stóp procentowych o 50 pb doprowadziła do przejściowego spadku rentowności polskiego długu widocznego w przypadku obligacji o krótkich i średnich terminach zapadalności. Był on jednak krótkotrwały, gdyż treść komunikatu po posiedzeniu oraz wypowiedzi prezesa NBP M. Belki na konferencji prasowej wskazujące na zakończenie cyklu łagodzenia polityki monetarnej doprowadziły do spadku cen polskiego długu. W czwartek doszło do obniżenia rentowności polskich obligacji na krótkim końcu krzywej w reakcji na wypowiedzi prezesa EBC M. Draghiego na konferencji po posiedzeniu EBC oraz przedstawienie szczegółów dotyczących uruchomionego dzisiaj programu EAPP (Expanded Asset Purchase Program). W piątek ceny polskiego długu spadały, co spowodowane było wzrostem oczekiwań na szybsze zacieśnianie polityki monetarnej w USA po wyraźnie lepszych od konsensusu danych z amerykańskiego rynku pracy.

Oczekujemy, że w tym tygodniu będziemy mieć do czynienia ze zwiększeniem popytu na polskie obligacje, związanym z uruchomionym dzisiaj programem EAPP, co oddziaływać będzie w kierunku wzrostu ich cen. W kierunku zwiększenia rentowności polskich obligacji mogą oddziaływać natomiast dobre dane z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż detaliczna i wstępny indeks Uniwersytetu Michigan), które w połączeniu z ubiegłotygodniowymi znacząco lepszymi od konsensusu danymi z rynku pracy mogą nasilić oczekiwania inwestorów na szybsze zacieśnianie polityki monetarnej w USA. Odczyt inflacji w Polsce, z uwagi na ubiegłotygodniową deklarację RPP o zakończeniu cyklu obniżek stóp procentowych, a także dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla cen polskich obligacji.

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**	
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**	
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**	
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**	
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**	
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**	
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**	
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**	
Saldo ROB (mln EUR)	-651	345	269	-161	-927	-811	-987	18	-470	143	-1005	**-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**		
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**		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2015				2016				2014	2015	2016
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		2,9	3,2	3,5	3,8	3,2	3,4	3,1	3,1	3,3	3,4	3,2
Konsumpcja (%, r/r)		3,6	3,7	3,7	3,1	3,3	3,4	3,6	2,9	3,1	3,5	3,3
Inwestycje (%, r/r)		7,4	7,3	7,6	7,7	5,8	5,2	5,2	5,6	9,5	7,5	5,5
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		7,2	6,6	7,2	7,3	5,5	5,6	6,2	6,6	5,6	7,1	6,0
Import (ceny stałe, %, r/r)		10,4	8,3	9,3	9,0	8,2	8,6	8,3	8,2	8,7	9,2	8,3
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,3	2,3	2,3	1,6	2,1	2,1	2,1	1,5	1,9	2,1	1,9
	Inwestycje (pp.)	1,0	1,3	1,4	2,1	0,8	0,9	1,0	1,6	1,8	1,5	1,1
	Eksport netto (pp.)	-1,4	-0,7	-0,9	-0,7	-1,2	-1,4	-0,9	-0,6	-1,3	-0,9	-1,0
Saldo obrotów bieżących***		-1,1	-1,1	-1,1	-1,5	-1,9	-2,2	-2,4	-2,4	-1,3	-1,5	-2,4
Stopa bezrobocia (%)**		11,9	10,6	10,2	10,7	11,4	10,3	9,8	10,3	11,5	10,7	10,3
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		3,4	3,2	3,5	3,2	3,8	3,7	3,7	3,2	3,6	3,3	3,6
Inflacja CPI (%)*		-1,3	-0,5	-0,2	0,6	1,6	1,4	1,3	1,3	0,0	-0,3	1,4
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,87	2,03	2,06	1,70	2,03
Stopa referencyjna NBP (%)**		1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	1,50	1,75
EURPLN**		4,13	4,20	4,17	4,15	4,09	4,03	4,00	4,00	4,29	4,15	4,00
USDPLN**		3,75	3,85	3,86	3,95	3,79	3,66	3,64	3,60	3,54	3,95	3,60

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

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 09.03.2015r.				
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Styczeń	21,8		21,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Marzec	12,4		15,0
		Wtorek 10.03.2015r.				
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	-4,3	-4,7	-4,3
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Luty	0,8	0,9	0,9
15:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Styczeń	0,1		0,0
15:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Styczeń	-0,4		-0,3
		Środa 11.03.2015r.				
6:30	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Luty	11,9	10,5	
6:30	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Luty	7,9	7,7	
6:30	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Luty	15,7	14,6	
		Czwartek 12.03.2015r.				
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	0,0	0,0	0,2
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Luty	-0,8	0,4	0,3
15:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Styczeń	0,1	0,1	0,1
		Piątek 13.03.2015r.				
14:00	**Polska**	**Podaż pieniądza M3 (% r/r)**	**Luty**	**8,5**	**8,4**	**8,5**
14:00	**Polska**	**Inflacja CPI (% r/r)**	**Luty**	**-1,3**	**-1,4**	**-1,4**
15:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	95,4	96,5	95,0

* 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

Jakub OLIPRA
Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
jakub.olipra@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.