

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED wprowadzi zmiany w komunikacji polegające na usunięciu sformułowania wykorzystującego słowo „cierpliwa” z dotychczasowej formuły *forward guidance* („bazując na bieżącej ocenie sytuacji, Rezerwa sądzi, iż może być cierpliwa z rozpoczęciem normalizowania nastawienia w polityce monetarnej”). Moment pierwszej podwyżki stóp procentowych pozostanie uzależniony od nadchodzących danych umożliwiających ocenę szybkości powrotu gospodarki amerykańskiej do poziomu równowagi. Taka modyfikacja przekazu da członkom FED większe pole manewru przy podejmowaniu decyzji dotyczących polityki pieniężnej. Zgodnie z wypowiedzią J. Yellen podczas jej lutowego wystąpienia w Kongresie USA, usunięcie sformułowania wykorzystującego słowo „cierpliwa” z formuły *forward guidance* nie oznacza jednak, że na jednym z dwóch najbliższych posiedzeń FED koniecznie podniesie stopy procentowe. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym pierwsza podwyżka stóp zostanie dokonana w III kw. br., prawdopodobnie na wrześniowym posiedzeniu. Na posiedzeniu FOMC w tym tygodniu zostanie zaprezentowana również najnowsza projekcja makroekonomiczna. Oczekujemy, że ścieżki inflacji bazowej i bezrobocia zostaną lekko obniżone, podczas gdy tempo wzrostu gospodarczego nie ulegnie znaczącej rewizji w stosunku do grudniowej prognozy. Rezygnacja z dotychczas stosowanej formuły *forward guidance* może zostać zinterpretowana przez rynki jako lekkie zaostrzenie nastawienia w polityce pieniężnej FED, co może przyczynić się do wzrostu rentowności obligacji na długim końcu krzywej, osłabienia złotego i umocnienia dolara.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w lutym o 0,3% m/m wobec 0,2% w styczniu. Naszym zdaniem w kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływała wyższa produkcja w kategorii „media”, która skompensowała spadek dynamiki aktywności w przetwórstwie. W tym tygodniu poznamy również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Oczekujemy, że liczba rozpoczętych budów zmniejszyła się w lutym do 1048 tys. wobec 1065 tys. w styczniu, podczas gdy liczba nowych pozwoleń na budowę wzrosła w lutym do 1063 tys. wobec 1060 tys. w styczniu. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że indeks NY Empire State zmniejszył się w marcu do 7,0 pkt. wobec 7,8 pkt. w lutym, a indeks Philadelphia FED wzrósł do 7,0 pkt. w marcu z 5,2 pkt. w lutym. Dane opublikowane przed śródowym posiedzeniem FOMC mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach.
- **W środę poznamy krajowe dane o lutowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 4,0% r/r wobec 1,7% w styczniu, do czego przyczynił się głównie statystyczny efekt związany z korzystną różnicą w liczbie dni roboczych. Oczekujemy, że nominalna dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się w lutym do -1,1% r/r wobec 0,1% w styczniu, co spowodowane było m.in. oddziaływaniem efektu wysokiej bazy sprzed roku (zwiększona sprzedaż samochodów „z kratką”). Oczekujemy, że sumaryczny wpływ tych publikacji będzie neutralny dla kursu złotego oraz rynku długu.
- **We wtorek opublikowane zostaną lutowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że zatrudnienie wzrosło o 1,1% r/r wobec 1,2% w styczniu. Zmniejszenie dynamiki zatrudnienia było efektem m.in. dobrowolnych odejść ponad 3 tys. pracowników z firmy PKP Cargo. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia spadła w lutym do 3,1% r/r wobec 3,6% w styczniu (efekt wypłat mniejszych „14-tek” w górnictwie). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w styczniu.** Oczekujemy zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących (do 633 mln EUR wobec 1005 mln EUR w grudniu ub.

r.), będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda na rachunku obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła z 6,6% r/r w grudniu do 2,4% w styczniu, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się z 10,7% r/r do 3,3%. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla złotego i rynku długu.

- **W czwartek odbędzie się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** Zgodnie z ankietą przeprowadzoną przez agencję Reutera, większość analityków oczekuje, że SNB utrzyma docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%] i pozostawi stopę depozytową na poziomie -0,75%. Jednocześnie zaprezentowana zostanie najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Oczekujemy, że zarówno ścieżka inflacji, jak i przewidywane tempo wzrostu gospodarczego zostaną zrewidowane w dół. Kluczowe dla rynków będą wypowiedzi prezesa SNB, T. Jordana na konferencji po posiedzeniu. Na ich podstawie będzie możliwa pełniejsza ocena dalszych perspektyw polityki pieniężnej SNB. Prognozujemy, że kurs EURCHF ustabilizuje się na poziomie 1,10 do końca br. Biorąc pod uwagę prognozowaną przez nas ścieżkę kursu EURPLN (patrz poniżej), oczekiwany przez nas kurs CHFPLN powinien kształtować się na poziomie 3,82 na koniec II kw., a następnie będzie się obniżał do 3,77 na koniec br.
- **Na uwagę zasługuje również wtorkowa publikacja indeksu ZEW, obrazującego nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Oczekujemy, że ze względu na uruchomienie programu skupu aktywów przez EBC odnotowany zostanie silny wzrost wskaźnika do powyżej 62,0 pkt. w marcu z 53,0 pkt. w lutym, który zasygnalizuje tym samym dalszą poprawę koniunktury w niemieckiej gospodarce. W naszej ocenie publikacja indeksu nie wywoła znaczącej reakcji rynku.

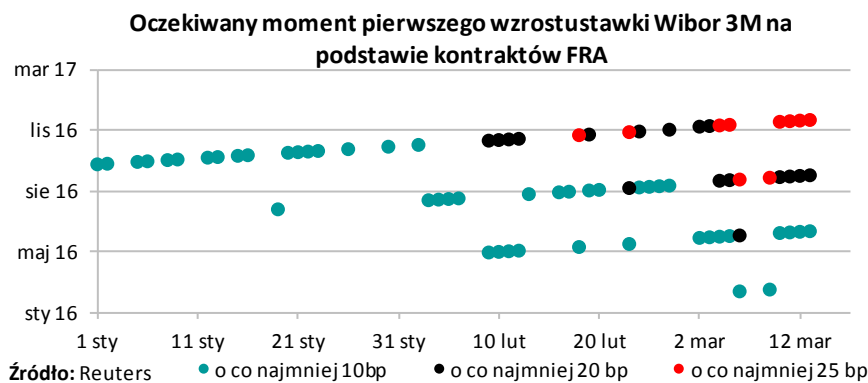
W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków Rady Polityki Pieniężnej oraz przedstawiciele Narodowego Banku Polskiego.** A. Glapiński powiedział, że do końca kadencji Rady nie należy spodziewać się zmiany poziomu stóp procentowych. Zwrócił jednak uwagę, że w przypadku wystąpienia nadzwyczajnych okoliczności nie można jej wykluczyć. Podobne stanowisko przedstawiła A. Zielińska-Głębocka mówiąc, że choć przestrzeń do obniżek stóp obecnie się wyczerpała, zbyt mocne jest stwierdzenie, iż Rada nie zmieni poziomu stóp procentowych do końca swojej kadencji. Swoje stanowisko powtórzyła również w piątek po publikacji danych o inflacji w Polsce. Jednocześnie wyraziła przekonanie, że inflacja w lutym osiągnęła już swoje minimum. Do podobnych wniosków nt. przyszłej polityki monetarnej RPP prowadzi wypowiedź A. Kaźmierczaka, który powiedział, że istnieje koncepcja w Radzie aby nie zmieniać wysokości stóp procentowych do końca kadencji. Niemniej jednak zwrócił on uwagę, że ewentualne wystąpienie ekstremalnych zdarzeń może skłonić Radę do reakcji. Relatywnie jastrzębio wypowiedziała się E. Chojna-Duch, która nie wyklucza, że dyskusję na temat normalizacji polityki pieniężnej trzeba będzie rozpocząć przed końcem kadencji obecnej Rady. Gołębie stanowisko przedstawił natomiast J. Osiatyński mówiąc, że założenie o zakończeniu obniżek stóp procentowych przez RPP byłoby nadmiernym uproszczeniem. Zwrócił uwagę, że zmiany kursu złotego, w zależności od warunków rynkowych, mogą skłonić Radę do zmiany swego nastawienia w polityce monetarnej. Z kolei członek zarządu NBP, A. Raczek wyraził opinię, iż dopóki wysoki kurs złotego nie niepokoi eksporterów, nie stanowi on w jego ocenie problemu. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi członków RPP nie zmieniają naszego scenariusza utrzymania przez Radę stóp na obecnym poziomie do listopada 2016 r.
- **Inflacja CPI w Polsce spadła w lutym do -1,6% r/r wobec -1,4% w styczniu.** Do zmniejszenia wskaźnika inflacji CPI przyczynił się głównie spadek inflacji bazowej z wyłączeniem cen żywności i nośników energii. Na podstawie niepełnych danych nt. struktury wydatków z budżetów gospodarstw domowych w 2014 r. (GUS dokonał rewizji kosztów inflacyjnego) szacujemy, że inflacja bazowa spadła do 0,3% r/r z 0,5% w styczniu, do czego przyczyniło się obniżenie rocznej dynamiki cen w kategorii "napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe" (por. MAKROpuls z

13.03.2015). W kierunku pogłębienia deflacji w lutym oddziaływało również przyspieszenie spadku cen paliw. Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do III kw. 2015 r., a średnioroczna wartość inflacji w 2015 r. ukształtuje się na poziomie -0,3% r/r wobec 0,0% w 2014 r.

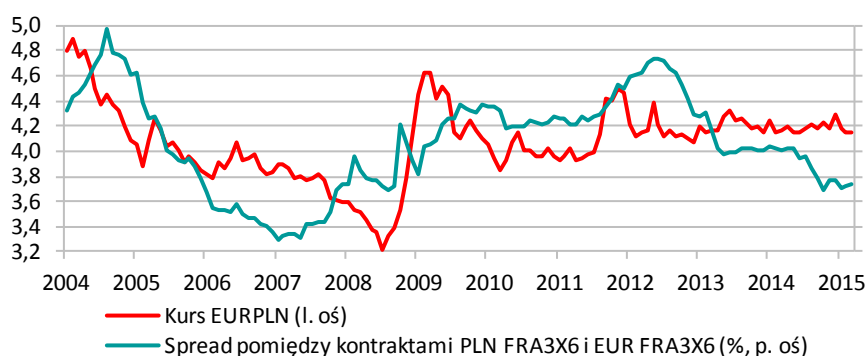
- **Sprzedaż detaliczna w USA zmniejszyła się w lutym o 0,6% m/m wobec spadku 0,8% w styczniu.** Po wyłączeniu sprzedaży samochodów sprzedaż detaliczna zmniejszyła się o 0,1% m/m wobec spadku o 1,1% w styczniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku wolumenu sprzedaży w lutym były niekorzystne warunki pogodowe (mroźna i śnieżna zima), co znalazło odzwierciedlenie w spadku sprzedaży w kategoriach „sprzedaż w centrach handlowych”, „pozostała sprzedaż detaliczna” oraz „sprzedaż samochodów”. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w marcu do 91,2 pkt. wobec 95,4 pkt. w lutym. W kierunku pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych oddziaływał spadek zarówno składowej dotyczącej ocen bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w III kw. 2015 r.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z chińskiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa w okresie styczeń-luty br. wzrosła o 6,8% r/r wobec 7,9% w grudniu ub. r., sprzedaż detaliczna o 10,7% r/r wobec 11,9% w grudniu, a inwestycje w aglomeracjach miejskich o 13,9% r/r wobec 15,7% w grudniu. Słabsze dane z chińskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy spowolnienia tempa wzrostu chińskiego PKB z 7,3% w IV kw. 2014 r. do 7,1% w I kw. 2015 r.

Czy wybór nowej RPP przyspieszy podwyżki stóp procentowych ?



Marcowa decyzja Rady Polityki Pieniężnej o obniżeniu stóp procentowych o 0,50 pkt. proc. wraz z zawartą w komunikacie po posiedzeniu deklaracją o zakończeniu cyklu łagodzenia polityki pieniężnej rodzą pytanie o kształtowanie się stóp procentowych NBP w latach 2015-2016. Pytanie to jest szczególnie zasadne w kontekście

ubiegłotygodniowych wypowiedzi niektórych członków RPP (patrz wyżej), dopuszczających zarówno możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej (A. Zielińska-Głębocka, J. Osiałyński, A. Kaźmierczak), jak i jej zaostrzenia (E. Chojna-Duch). Odpowiedź na to pytanie jest również istotna w kontekście notowań kontraktów FRA w ostatnich tygodniach. Wskazują one, że w ostatnich dniach rynek wyceniał pierwszą podwyżkę stóp (o 25 pb) w IV kw. 2016 r. Ewentualne przesunięcie tych oczekiwań w kierunku wcześniejszego zaostrzenia polityki monetarnej będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu rentowności obligacji i umocnienia kursu złotego.



Źródło: Reuters

5,4 Zgodnie z naszą prognozą RPP
 4,8 utrzyma stopy procentowe na
 4,2 niezmiennym poziomie do
 3,6 listopada 2016 r., kiedy to
 3,0 zdecyduje się na ich podniesienie
 2,4 o 25 pb. Głównymi argumentami
 1,8 przemawiającymi na rzecz
 0,6 niepodwyższania stóp przez
 0,0 dłuższy czas są opublikowane w
 ubiegłym tygodniu szczegółowe
 wyniki marcowej projekcji inflacji

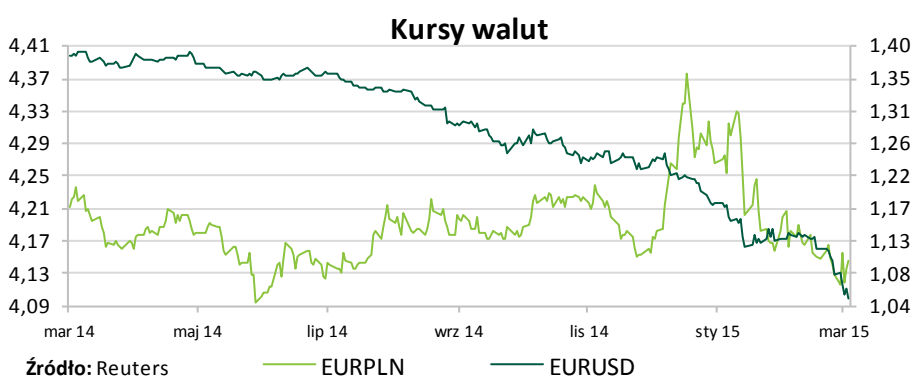
NBP oraz horyzont realizowanego przez EBC programu skupu aktywów (przynajmniej do września 2016 r.). Zgodnie z projekcją NBP, przy założeniu stałych stóp procentowych (bez uwzględnienia marcowej obniżki) począwszy od II kw. 2015 r. inflacja CPI będzie stopniowo rosła, osiągając w IV kw. 2017 r. poziom zbliżony do 1,5%, a więc dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego RPP (2,5%). Biorąc pod uwagę wyniki badań nad mechanizmem transmisji w polityce pieniężnej marcowa obniżka stóp o 50 pb nie przyczyni się do istotnego wzrostu inflacji powyżej ścieżki przewidywanej w projekcji. Oznacza to, że zgodnie z projekcją w perspektywie niemal trzech lat inflacja będzie się kształtować na poziomie znacząco poniżej celu inflacyjnego RPP, co stanowi silny argument przeciw zaostrzeniu polityki monetarnej w najbliższych kwartałach. Dodatkowym czynnikiem ograniczającym przestrzeń dla ewentualnych podwyżek stóp jest wspomniany skup aktywów realizowany przez EBC (por. MAKROmapa z 9.03.2015). Ewentualne zwiększenie krótkoterminowego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską i strefą euro na skutek decyzji RPP stanowiłoby naszym zdaniem silny impuls dla umocnienia złotego, oddziałującego w kierunku wydłużenia powrotu inflacji do celu. W latach 2012-2014 zmiany oczekiwanego dysparytetu krótkoterminowych pomiędzy Polską i strefą euro nie miały istotnego wpływu na kurs EURPLN, co wynikało w znacznym stopniu z realizowanego w tym okresie trzeciego programu ilościowego luzowania polityki pieniężnej w USA oraz stosowanych w tym czasie przez EBC niekonwencjonalnych instrumentów łagodzenia polityki monetarnej. Jednak naszym zdaniem w obecnych warunkach podwyżka stóp w Polsce, sprzeczna z trendami w polityce pieniężnej krajów regionu, byłaby czynnikiem umacniającym złotego. Oceniamy zatem, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w 2015 r. jest bardzo niskie.

Scenariusz polegający na nieodległym w czasie powrocie RPP do cyklu łagodzenia polityki pieniężnej jest naszym zdaniem również mało prawdopodobny. Cytowane wyżej wypowiedzi członków Rady wskazują, że do kolejnej obniżki stóp w najbliższych kwartałach mogłyby skłonić Radę wydarzenia o bardzo silnym potencjalnym negatywnym wpływie na perspektywy wzrostu gospodarczego, którym nie towarzyszyłoby gwałtowne zwiększenie zmienności na rynkach (wyprzedaż obligacji i walorów na GPW, silne osłabienie kursu złotego). Impulsem do wznowienia cyklu obniżek mogłaby być ewentualna eskalacja konfliktu na Ukrainie, która nie jest przez nas przyjmowana jako scenariusz bazowy. Argumentem przemawiającym na rzecz kolejnej obniżki stóp byłoby również silne umocnienie złotego będące efektem napływu kapitału portfelowego na skutek realizowanego przez EBC skupu aktywów. Dotychczasowa reakcja rynków na uruchomienie tego programu (silny spadek kursu EURUSD przy braku znaczącej i trwałej reakcji EURPLN) wskazuje jednak, że jego wpływ na EURPLN był już w znacznym stopniu uwzględniony w wycenie złotego, a jak dotąd głównym efektem programu EBC jest wzrost popytu na aktywa nominowane w USD. Mimo odnotowanej w ostatnich tygodniach dalszej presji na aprecjację dolara podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym na śródowym posiedzeniu FED zrezygnuje z dotychczasowej formuły forward guidance („bazując na bieżącej ocenie sytuacji, Rezerwa sądzi, iż może być cierpliwa z rozpoczęciem normalizowania nastawienia w polityce monetarnej”), a pierwsza podwyżka stóp procentowych w USA nastąpi w III kw. br. Oczekiwane przez nas zmiany w komunikacji FED, potwierdzające rozbieżność w polityce pieniężnej FED i EBC, będą w najbliższych miesiącach oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego, co jest spójne z naszą prognozą wzrostu kursu EURPLN do 4,20 na koniec czerwca br. Gdyby jednak umocnienie dolara

skłoniło FED do późniejszego rozpoczęcia cyklu podwyżek, wzrosłoby prawdopodobieństwo silnego umocnienia złotego i ponownego złagodzenia polityki pieniężnej przez RPP.

O ile prawdopodobieństwo zmiany stóp procentowych NBP w 2015 r. jest niskie, o tyle dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy stóp w 2016 r. Do wcześniejszej niż obecnie zakładamy podwyżki może przyczynić się wybór 8 nowych członków Rady (ich kadencje upływają w styczniu i lutym 2016 r.; w Radzie pozostaną prezes NBP M. Belka oraz J. Osiatyński), której pierwsze posiedzenie w nowym składzie odbędzie się w marcu 2016 r. Można oczekiwać, że w pierwszych miesiącach funkcjonowania Rady jej nowi członkowie będą koncentrować się na umacnianiu jej wiarygodności, co będzie oddziaływać w kierunku przejściowego zwiększenia ich awersji do inflacji. W konsekwencji, mimo umiarkowanie gołębiego nastawienia prezesa NBP już w marcu 2016 Rada może zmienić nastawienie w polityce pieniężnej na restrykcyjne, sygnalizując tym samym gotowość do zaostrzenia polityki pieniężnej na jednym z najbliższych posiedzeń. Wsparciem dla tego scenariusza jest nasza prognoza inflacji, zgodnie z którą począwszy od marca br. roczny wskaźnik inflacji CPI znajdzie się w trendzie wzrostowym, osiągając 1,6% w I kw. 2016 r. Prognozie tej towarzyszy istotne ryzyko w górę związane z silniejszymi niż oczekiwaliśmy efektami niskiej bazy, na co wskazują opublikowane w ubiegłym tygodniu dane dotyczące inflacji w styczniu i lutym br. (por. MAKROPuls z 13.03.2015). Oznacza to, że przy założeniu utrzymania stopy referencyjnej NBP na obecnym poziomie (1,50%) w I kw. 2016 r. jej realny poziom spadnie poniżej zera. Uważamy, że w warunkach utrwalającego się ożywienia gospodarczego w strefie euro i w Polsce oraz stopniowego powrotu polskiej gospodarki do stanu równowagi (por. MAKROMapa z 9.03.2015) ujemny realny poziom stopy referencyjnej NBP może być dla nowej Rady trudny do zaakceptowania. W efekcie, pierwsza podwyżka stóp NBP może nastąpić już w lipcu 2016 r., a więc na krótko przed zakończeniem przez EBC programu skupu aktywów. Uważamy zatem, że rozpoczęcie cyklu zaostrzenia polityki pieniężnej w połowie 2016 r. trzeba brać dziś pod uwagę jako alternatywę wobec naszego scenariusza podstawowego zakładającego pierwszą podwyżkę stóp w IV kw. 2016 r.

Zmiana w *forward guidance* FED może osłabić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1460 (osłabienie złotego o 0,4%). W poniedziałek złoty zyskiwał na wartości, w kierunku czego oddziaływała m.in. poranna wypowiedź A. Glapińskiego, według którego do końca kadencji obecnej Rady nie należy spodziewać się zmiany poziomu stóp procentowych.

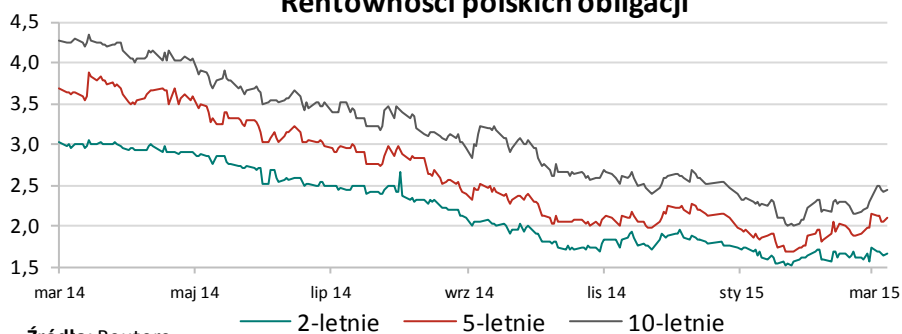
We wtorek doszło do silnego spadku kursu złotego w ślad za osłabieniem innych walut regionu, co związane było ze zwiększeniem światowej awersji do ryzyka, znajdującego odzwierciedlenie we wzroście indeksu VIX. W środę na rynku miała miejsce korekta, gdyż inwestorzy realizowali zyski po wtorkowym silnym wzroście kursu EURPLN. W środę w kierunku umocnienia złotego oddziaływała dodatkowo wypowiedź E. Chojny-Duch, która nie wykluczyła, że dyskusję na temat normalizacji polityki pieniężnej trzeba będzie rozpocząć przed końcem kadencji obecnej Rady, co nasiliło oczekiwania inwestorów na wcześniejsze zacieśnianie polityki monetarnej przez RPP. W czwartek i piątek złoty pozostawał w trendzie deprecjacyjnym, wspieranym m.in. przez gołębią wypowiedź J. Osiatyńskiego, który stwierdził, że założenie o zakończeniu obniżek stóp procentowych przez RPP byłoby nadmiernym uproszczeniem, co zostało odebrane przez rynek jako wzrost prawdopodobieństwa dalszego złagodzenia polityki monetarnej w Polsce. Piątkowe, krajowe dane nt. inflacji CPI w Polsce, zgodnie z naszymi oczekiwaniami,

nie spotkały się ze znaczącą reakcją inwestorów. Deprecjacja złotego została zatrzymana przez słabsze od oczekiwań dane nt. indeksu Uniwersytetu Michigan.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie środowe posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że członkowie FED zrezygnują z dotychczas stosowanej formuły *forward guidance* (patrz powyżej), co może zostać zinterpretowane przez rynki jako lekkie zaostrenie nastawienia w polityce pieniężnej FED i przyczynić się do osłabienia złotego. Istotne dla kursu polskiej waluty będą również liczne odczyty z amerykańskiej gospodarki (indeks NY Empire State, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę). Uważamy, że dane opublikowane przed środowym posiedzeniem mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego. Liczne krajowe dane (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, zatrudnienie i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw oraz bilans płatniczy), z uwagi na deklarację RPP o zakończeniu cyklu łagodzenia polityki monetarnej i obecnie niskie prawdopodobieństwo wycofania się z niej, będą miały w naszej ocenie ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. Oczekujemy, że wtorkowa publikacja indeksu ZEW również nie wywoła znaczącej reakcji rynku.

Posiedzenie FOMC w centrum uwagi rynków

Rentowności polskich obligacji



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zmniejszyły się do poziomu 1,668 (spadek o 7pb), obligacji 5-letnich zmniejszyły się do poziomu 2,104 (spadek o 5pb), a obligacji 10-letnich zwiększyły się do poziomu 2,453 (wzrost o 10pb). Od poniedziałku do czwartku mieliśmy do czynienia z łagodnym trendem wzrostowym cen polskich obligacji na

całej długości krzywej, będącym w znacznym stopniu skutkiem uruchomionego w poniedziałek programu skupu obligacji rządowych (EAPP) przez EBC. We wtorek trend ten został przejściowo przerwany przez wzrost światowej awersji do ryzyka, który znalazł odzwierciedlenie we wzroście rentowności obligacji w państwach regionu. W czwartek miały miejsce dwie aukcje długu, na których Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 9-, 10- i 13- letnich terminach zapadalności za łącznie 4,84 mld zł. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą dochodowości. W piątek rentowności polskich obligacji rosły na całej długości krzywej, niemniej jednak słabszy od oczekiwań odczyt inflacji w Polsce doprowadził do przejściowego wzrostu cen obligacji o krótkich terminach zapadalności.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie środowe posiedzenie FOMC. Modyfikacja dotychczas stosowanej formuły *forward guidance* (patrz powyżej) może oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności obligacji, szczególnie na długim końcu krzywej. Istotne dla polskiego rynku długu będą również liczne odczyty z amerykańskiej gospodarki opublikowane przed środowym posiedzeniem FOMC (indeks NY Empire State, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę), które mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności cen polskich obligacji. Liczne krajowe dane (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, zatrudnienie i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw oraz bilans płatniczy), podobnie jak indeks ZEW będą w naszej ocenie neutralne dla cen polskiego długu.

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	-1,4	-1,6	
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	0,5	0,3	
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

Main macroeconomic indicators in Poland

Indicator	2015				2016				2014	2015	2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Gross Domestic Product (% YoY)	2,9	3,2	3,5	3,8	3,2	3,4	3,1	3,1	3,3	3,4	3,2	
Private consumption (% YoY)	3,6	3,7	3,7	3,1	3,3	3,4	3,6	2,9	3,1	3,5	3,3	
Gross fixed capital formation (% YoY)	7,4	7,3	7,6	7,7	5,8	5,2	5,2	5,6	9,5	7,5	5,5	
Export - constant prices (% YoY)	7,2	6,6	7,2	7,3	5,5	5,6	6,2	6,6	5,6	7,1	6,0	
Import - constant prices (% YoY)	10,4	8,3	9,3	9,0	8,2	8,6	8,3	8,2	8,7	9,2	8,3	
GDP growth contributions	Private consumption (pp)	2,3	2,3	2,3	1,6	2,1	2,1	2,1	1,5	1,9	2,1	1,9
	Investments (pp)	1,0	1,3	1,4	2,1	0,8	0,9	1,0	1,6	1,8	1,5	1,1
	Net exports (pp)	-1,4	-0,7	-0,9	-0,7	-1,2	-1,4	-0,9	-0,6	-1,3	-0,9	-1,0
Current account***	-1,1	-1,1	-1,1	-1,5	-1,9	-2,2	-2,4	-2,4	-1,3	-1,5	-2,4	
Unemployment rate (%)**	11,9	10,6	10,2	10,7	11,4	10,3	9,8	10,3	11,5	10,7	10,3	
Wages in national economy (% YoY)	3,4	3,2	3,5	3,2	3,8	3,7	3,7	3,2	3,6	3,3	3,6	
CPI Inflation (% YoY)*	-1,5	-0,5	-0,2	0,6	1,6	1,4	1,3	1,3	0,0	-0,3	1,4	
Wibor 3M (%)**	1,65	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,87	2,03	2,06	1,70	2,03	
NBP reference rate (%)**	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	4,04	4,13	4,15	3,97	3,84	3,74	3,74	3,54	4,15	3,74	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 16.03.2015r.						
13:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	7,8	7,0	8,0
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Luty	0,5	0,3	0,6
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Styczeń	-1005	-633	-920
14:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	0,2	0,3	0,2
14:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Luty	79,4	79,5	79,5
Wtorek 17.03.2015r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Luty	-0,3		-0,3
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	IV kw.	0,6		
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Marzec	53,0	62,0	58,7
13:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Luty	1065	1048	1050
13:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Luty	1060	1063	1065
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	3,6	3,1	3,2
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	1,2	1,1	1,3
Środa 18.03.2015r.						
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	-2,9	-2,6	-2,7
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Luty	1,7	4,0	4,0
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Luty	0,1	-1,1	0,0
19:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Marzec	0,25	0,25	0,25
Czwartek 19.03.2015r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	I kw.	-0,75		-0,75
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	IV kw.	1,4		
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	289		
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Marzec			
15:00	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Marzec	5,2	7,0	7,4
Piątek 20.03.2015r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Styczeń	17,8		

* 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