

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie dzisiejsza publikacja wstępnych lutowych wskaźników koniunktury (PMI) w największych europejskich gospodarkach.** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro nieznacznie obniży się do 53,3 pkt. z 53,6 pkt. w styczniu. Spadek wskaźnika wynika z oczekiwanego, lekkiego pogorszenia sytuacji w Niemczech i we Francji. We wtorek poznamy również odczyt indeksu Ifo obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Rynek oczekuje, że wartość indeksu obniżyła się w lutym do 106,7 pkt. z 107,3 pkt. w styczniu. Wsparcie dla takiej oceny stanowi spadek wskaźnika ZEW w lutym (patrz poniżej).
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W piątek zostanie opublikowany drugi szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się do 0,4% wobec 0,7% we wstępnym szacunku ze względu na rewizję w dół wkładów zapasów oraz inwestycji. Ponadto w czwartek opublikowane zostaną wstępne styczniowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zwiększyły się one o 2,1% m/m wobec spadku o 5,0% w grudniu. W kierunku wzrostu dynamiki zamówień oddziaływały efekty niskiej bazy sprzed miesiąca (m.in. w branży transportowej). W tym tygodniu poznamy również dane nt. sprzedaży nowych domów, która w naszej ocenie zmniejszyła się do 518 tys. w styczniu z 544 tys. w grudniu oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym, która obniżyła się do 5,32 mln z 5,46 mln w grudniu. Zza oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board (spadek do 97,0 pkt. wobec 98,1 pkt. w styczniu) podobnie jak zrewidowany lekko w górę finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (91,0 pkt. wobec 92,0 pkt. w styczniu) będą w sumie odzwierciedlać pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w lutym. Nasze prognozy dotyczące publikacji większości wskaźników makroekonomicznych w USA kształtują się poniżej konsensusu rynkowego, a tym samym materializacja naszych oczekiwań będzie oddziaływała w kierunku lekkiego umocnienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z oczekiwaniami, zawarte w nich informacje zostały wcześniej zasygnalizowane podczas sprawozdania szefowej FED J. Yellen przed Kongresem, które miało miejsce dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 15.02.2016). Zgodnie z zapisem dyskusji, członkowie FOMC dostrzegają ryzyka w dół dla wzrostu gospodarczego w USA, wynikające ze spowolnienia w Chinach, podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, a także obniżających się cen surowców, w tym ropy naftowej. Choć większość członków FOMC ocenia czynniki oddziałujące w kierunku spadku inflacji (przede wszystkim obniżające się ceny nośników energii) jako przejściowe, część osób uważa, że perspektywy powrotu inflacji do celu w średnim okresie pogorszyły się. W naszej ocenie zasygnalizowane czynniki ryzyka znajdują odzwierciedlenie w obniżeniu mediany oczekiwań członków FOMC dotyczących wysokości docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na koniec 2016 r. w marcowej projekcji ekonomicznej FED. Biorąc pod uwagę treść *Minutes*, sprawozdanie szefowej FED przed Kongresem, ostatnie wypowiedzi poszczególnych członków FOMC, a także publikacje danych makroekonomicznych zdecydowaliśmy się zrewidować nasz scenariusz stóp procentowych w USA. Obecnie zakładamy dwie podwyżki (po 25 pb, w czerwcu i grudniu) docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej – do poziomu [0,75%; 1,00%] na koniec roku. Wcześniej oczekiwaliśmy trzech podwyżek o łącznej skali 75 pb.

- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w styczniu o 0,9% m/m wobec spadku o 0,7% w grudniu ub. r. W kierunku zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej oddziaływało wyższe miesięczne tempo wzrostu produkcji we wszystkich jej kategoriach (przetwórstwa, górnictwo oraz dostawa mediów). Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w styczniu do 77,1% wobec 76,4% w grudniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba rozpoczętych budów domów zmniejszyła się w styczniu do 1099 tys. wobec 1143 tys. w grudniu, a liczba pozwoleń na budowę spadła do 1202 tys. w styczniu wobec 1204 tys. w grudniu. Odczyty ukształtowały się tym samym na relatywnie wysokim w porównaniu do ostatnich kilku lat poziomie, co wskazuje na kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks NY Empire State zwiększył się w lutym do -16,6 pkt. wobec -19,4 pkt. w styczniu, a indeks Philadelphia FED wzrósł do -2,8 pkt. wobec -3,5 pkt. styczniu, wskazując tym samym na nieznaczną poprawę sytuacji w przetwórstwie. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy tempa wzrostu PKB w USA, zgodnie z którą po sprowadzeniu do wymiaru rocznego zwiększy się ono w I kw. do 2,1% wobec 0,4% w IV kw.
- Produkcja przemysłowa w Polsce wzrosła w styczniu o 1,4% r/r wobec 6,7% w grudniu ub. r.** Główną przyczyną silnego spadku dynamiki produkcji przemysłowej było zakończenie unijnej perspektywy finansowej 2007-2013 z końcem ub. r. (por. MAKROpuls z 17.02.2016). W kierunku obniżenia dynamiki produkcji przemysłowej oddziaływała również niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w styczniu o 8,6% r/r wobec spadku o 0,3% w grudniu. Zmniejszenie dynamiki produkcji budowlano-montażowej, podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej wynikało przede wszystkim z niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz zakończenia perspektywy unijnej 2007-2013. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku produkcji budowlano-montażowej były niekorzystne warunki meteorologiczne. Dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w I kw. nastąpi wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego do 3,2% r/r z 3,9% w IV kw. ub. r.
- Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce wzrosła w styczniu o 0,9% r/r wobec 4,9% w grudniu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż zwiększyła się w styczniu o 3,1% r/r wobec 7,0% w grudniu. Głównym źródłem niższego tempa wzrostu sprzedaży detalicznej było zmniejszenie dynamiki w kategorii "sprzedaż detaliczna w niewyspecjalizowanych sklepach" (1,4% r/r w styczniu wobec 33,5% w grudniu). Wzrost ten wynikał naszym zdaniem z ustąpienia efektu wyższych niż w 2014 r. wydatków świątecznych, który podbił dynamikę sprzedaży detalicznej w grudniu ub. r. (por. MAKROpuls z 17.02.2016). Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji prywatnej zmniejszy się do 3,0% r/r w I kw. wobec 3,1% w IV kw. ub. r.
- Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w styczniu do 4,0% r/r wobec 3,1% w grudniu ub. r.** Do jej wzrostu przyczyniła się większa niż przed rokiem podwyżka płacy minimalnej (por. MAKROpuls z 16.02.2016). Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w styczniu 2,3% r/r wobec 1,4% w grudniu. Silny wzrost zatrudnienia wynikał z corocznej rewizji danych o zatrudnieniu w mikroprzedsiębiorstwach oraz zmian w Kodeksie Pracy. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w styczniu 7,2% r/r wobec 5,1% w grudniu ub. r. Silny wzrost dynamiki funduszu płac – wynikający w znacznym stopniu z rewizji danych o zatrudnieniu – jest neutralny dla naszej prognozy spożycia prywatnego w I kw. 2015 r.
- Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zmniejszył się w lutym do 1,0 pkt. wobec 10,2 pkt. w styczniu.** Zgodnie z treścią komunikatu pogorszenie nastrojów spowodowane było m.in. spowolnieniem w światowej gospodarce oraz trudnymi do oceny konsekwencjami

makroekonomicznymi spadających cen ropy naftowej. Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego PKB w I kw. br. zwiększy się do 0,4% wobec 0,3% w IV kw. 2015 r.

- **W ubiegłym tygodniu Prezydent A. Duda powołał Łukasza Hardta oraz Kamila Zubelewicza na nowych członków Rady Polityki Pieniężnej.** Zastąpili oni Adama Glapińskiego oraz Andrzeja Kaźmierczaka, których kadencje wygasły 19 lutego. W tym tygodniu, zgodnie z zapowiedzią szefa klubu parlamentarnego PiS R. Terleckiego powinno dojść również do wyboru trzeciego członka RPP z ramienia Sejmu. Kandydatem PiS na to miejsce będzie J. Żyżyński, który zastąpi A. Zielińską-Głębocką (jej kadencja upłyneła 9 lutego).
- **W ubiegłym tygodniu miał miejsce szczyt Unii Europejskiej, na którym renegotjowano warunki członkostwa Wielkiej Brytanii w UE.** Zgodnie z osiągniętym porozumieniem Wielka Brytania będzie mogła ograniczać zasiłki dla imigrantów z UE przez okres 7 lat, a zasiłki dla dzieci zostaną ograniczone dopiero od 2020 r. Na podstawie wypracowanego kompromisu rząd Wielkiej Brytanii będzie rekomendował Brytyjczykom opowiadanie się za pozostaniem ich kraju w UE w referendum, które będzie miało miejsce 23 czerwca br. W naszej ocenie kompromis jest umiarkowanie pozytywny dla kursu euro wobec dolara. Niemniej jednak do wyników referendum kurs euro wobec dolara pozostanie w znacznym stopniu pod wpływem sondaży i badania ankietowe wskazujące na wzrost ryzyka wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE będą oddziaływać w kierunku jego osłabienia.

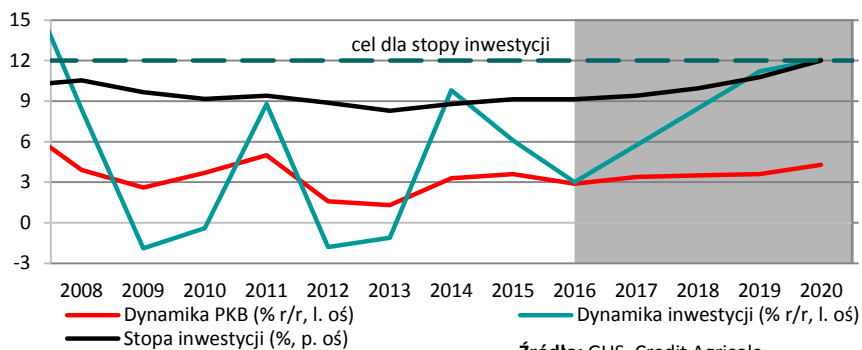
➤ Program M. Morawieckiego: więcej pytań niż odpowiedzi

W ubiegłym tygodniu wicepremier M. Morawiecki przedstawił Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju. Jest to dokument przedstawiający główne zagrożenia dla długookresowego wzrostu gospodarczego w Polsce oraz propozycje rozwiązań tych problemów. W diagnozie jako główne czynniki ryzyka dla długookresowego wzrostu gospodarczego wymieniono wpadnięcie w pułapkę średniego dochodu, brak równowagi (nadmierne zaangażowanie zagranicy w polską gospodarkę), niewystarczające inwestycje przedsiębiorstw, niekorzystne tendencje demograficzne oraz słabość instytucji (niska ściągalność podatku VAT i CIT, brak koordynacji polityk publicznych).

Na przedstawione przez M. Morawieckiego rozwiązanie powyższych problemów składa się pięć filarów: „reindustrializacja”, „rozwój innowacyjnych firm”, „kapitał dla rozwoju”, „ekspansja zagraniczna” oraz „rozwój społeczny i regionalny”. Reindustrializacja zakłada skoncentrowane działanie w branżach przemysłu, w których Polska może uzyskać przewagi konkurencyjne oraz przyciąganie zagranicznych inwestycji. Filar „rozwój innowacyjnych firm” przewiduje m.in. stworzenie nowej „Konstytucji Biznesu”, która uprości zasady prowadzenia działalności gospodarczej, implementację projektów prowadzących do ułatwień we wdrażaniu innowacyjnych produktów oraz wzrostu nakładów na badania i rozwój. Filar „kapitał dla rozwoju” przewiduje m.in. znaczący wzrost nakładów na środki trwałe oraz zwiększenie efektywności instytucji wspierających rozwój inwestycji – stworzenie Polskiego Funduszu Rozwoju. W ramach „ekspansji zagranicznej” planowane jest wspieranie polskiego eksportu skierowanego na nowe rynki, przeprowadzanie zagranicznych misji handlowych oraz rozwój sieci placówek dyplomacji ekonomicznej. Filar „rozwój społeczny i regionalny” zawiera propozycję kompleksowego programu demograficznego, reformę szkolnictwa oraz wsparcie rozwoju regionów Polski. Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju jest ogólnym dokumentem zawierającym jedynie szkic rozwiązań. Na szczegóły poszczególnych inicjatyw i sposób ich implementacji należy poczekać do czasu przedstawienia konkretnych projektów ustaw przez Ministerstwo Rozwoju.

W ramach planu zostało wyznaczone kilka celów na 2020 r., m.in. osiągnięcie wyższego tempa produkcji przemysłowej i eksportu niż dynamiki PKB, zwiększenie wydatków na badania i rozwój do 2% PKB, obniżenie wskaźnika zagrożenia ubóstwem relatywnym poniżej 15,5% oraz wzrost PKB per capita do

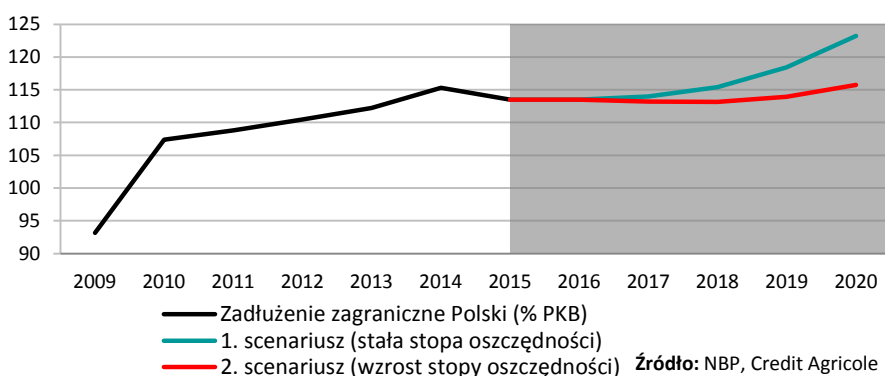
79% średniej UE. Kluczowym celem programu jest w naszej ocenie zwiększenie stopy inwestycji (nakłady na środki trwałe w relacji do PKB) do poziomu 25% z 20% w 2015 r. Poniżej przedstawiamy oczekiwany wpływ istotnego zwiększenia wydatków inwestycyjnych na sytuację gospodarczą w Polsce.



Oczekujemy, że działania w ramach Planu na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju zostaną rozpoczęte w 2017 r. Zakładamy implícite, że rządowi uda się zwiększyć stopę inwestycji do 25% w 2020 r. Mamy wiele wątpliwości co do tego założenia, ale ich rozstrzygnięcie będzie możliwe dopiero po zapoznaniu się z konkretnymi projektami ustaw. Zwiększenie stopy inwestycji do 25%

wymaga wyraźnego przyspieszenia nakładów na środki trwałe. W naszej symulacji zakładamy, że dynamika inwestycji ogółem będzie się stopniowo zwiększać z 3,0% r/r w 2016 r. do 12,1% w 2020 r. Na podstawie naszych obliczeń opartych o funkcję produkcji Cobba-Douglasa takie działania doprowadzą do stopniowego podniesienia dynamiki potencjalnego PKB z 3,0% w 2016 r. do 4,3% w 2020 r. Realizacja takiego scenariusza wymaga zwiększenia wydatków na inwestycje w latach 2017-2020 o łącznie 11,9% PKB z 2015 r. w porównaniu do scenariusza, w którym stopa inwestycji pozostałaby na niezmiennym poziomie. Realizacja tych wydatków może odbywać się na dwa sposoby – poprzez zwiększenie zadłużenia zagranicznego lub poprzez zwiększenie krajowej stopy oszczędności.

Uważamy, że znaczący przyrost stopy oszczędności krajowych jest mało prawdopodobny. Zgodnie z deklaracjami przedstawicieli rządu oczekujemy, że prowadzona w najbliższych latach przez rząd polityka fiskalna będzie realizowana z deficytem finansów publicznych bliskim 3% PKB, co uniemożliwi zwiększenie oszczędności publicznych. Zwiększenie zysków (oszczędności) spółek publicznych jest mało prawdopodobne w świetle realizowanej przez rząd polityki wsparcia niektórych branż przemysłu (np. górnictwa) oraz dążenia do zwiększania wynagrodzeń pracowników. Tym samym mało prawdopodobna jest realizacja strategii zorientowanej na zwiększenie efektywności w przedsiębiorstwach publicznych, która pozwoliłaby na zwiększenie oszczędności. Z kolei stopa oszczędności gospodarstw domowych ma charakter antycykliczny. Oczekiwane przyspieszenie wzrostu gospodarczego, dobra koniunktura na rynku pracy oraz zwiększenie dochodu rozporządzalnego konsumentów ze względu na transfer środków w ramach programu 500+ będą oddziaływać w kierunku zmniejszenia stopy oszczędności gospodarstw domowych. Rezerwar dla oszczędności mogą stanowić zyski w firmach prywatnych. Jednak ich wzrost będzie powolny i w znacznym stopniu uzależniony od łącznej produktywności czynników produkcji.



Przeprowadziliśmy dwie symulacje, które różnią się sposobem finansowania zwiększonych inwestycji. W pierwszym scenariuszu zakładamy, że stopa oszczędności pozostanie na niezmiennym poziomie, a tym samym zwiększenie inwestycji będzie oddziaływało w kierunku pogorszenia międzynarodowej

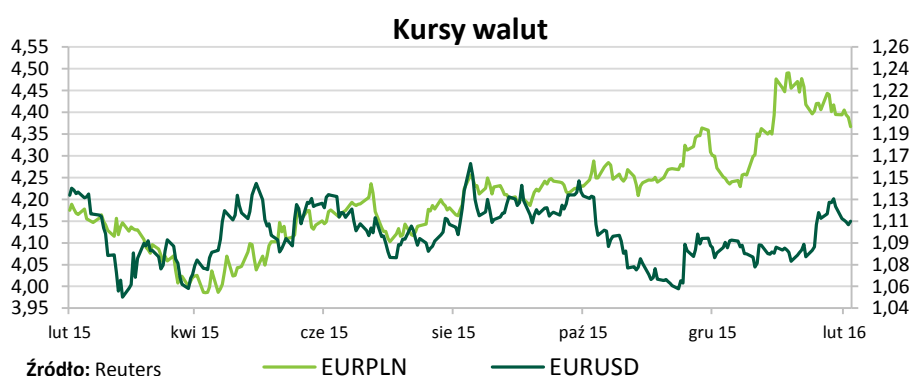
pozycji inwestycyjnej Polski. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna jest zestawieniem, które przedstawia stany zagranicznych aktywów i pasywów podmiotów krajowych w określonym punkcie

czasowym. Różnica pomiędzy wielkością aktywów i pasywów zagranicznych stanowi międzynarodową pozycję inwestycyjną netto i informuje, czy dany kraj jest wierzycielem, czy też dłużnikiem netto w stosunku do zagranicy. W naszej analizie zakładamy, że stan polskich aktywów zagranicznych nie zmieni się, a tym samym rozważamy tylko zmiany zobowiązań zagranicznych (zadłużenia zagranicznego). W pierwszym scenariuszu silny wzrost nakładów na środki trwałe spowoduje wzrost zadłużenia zagranicznego z 114% w 2015 r. do 123%. W drugim scenariuszu zakładamy, że wzrost stopy inwestycji zostanie częściowo zrównoważony zwiększeniem stopy oszczędności. W tym wariantcie symulacji przyjęliśmy, że do 2020 r. stopa oszczędności krajowych stopniowo zwiększy się o 3 pkt. proc. w porównaniu do bieżącej wartości (19,6%). W efekcie zadłużenie zagraniczne wzrosłoby tylko nieznacznie do 116% PKB w 2020 r.

W obu przypadkach relacja zobowiązań zagranicznych do PKB wciąż kształtowałaby się na relatywnie niskim poziomie na tle państw regionu. Na koniec 2014 r. wielkość tej relacji wynosiła: 92,5% dla Rumunii, 97,6% dla Litwy, 131,7% dla Czech, 141,4% dla Słowacji, 149,4% dla Słowenii, 156,6% dla Bułgarii, 175,8% dla Łotwy, 183,6% dla Estonii i 322,5% dla Węgier. Zatem sam wzrost zadłużenia zagranicznego nie powinien mieć negatywnego wpływu na ocenę sytuacji finansowej Polski przez inwestorów zagranicznych. Jednakże nierównowaga oszczędności i inwestycji będzie oddziaływała w kierunku znaczącego obniżenia salda na rachunku obrotów bieżących. W pierwszym scenariuszu, konieczność korzystania z finansowania zagranicznego przyczyniałaby się do stopniowego podwyższenia ścieżki deficytu na bilansie obrotów bieżących (od 0,4% PKB w 2017 r. do 4,8% w 2020 r.). W drugim scenariuszu, częściowe zwiększenie krajowej stopy oszczędności pozwoliłoby ograniczyć skalę zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących – deficyt podniósłby się do 1,8% w 2020 r.

W pierwszym scenariuszu polska gospodarka byłaby narażona na zjawisko *boom-bust*. W przypadku silnego spowolnienia aktywności gospodarczej za granicą, wzrostu globalnej awersji do ryzyka i odpływu kapitału z rynków wschodzących, doszłoby w Polsce od osłabienia i podwyższenia zmienności kursu złotego oraz wzrostu realnych stóp procentowych. Umiarkowanie wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących (4,8% PKB) potęgowałoby te negatywne efekty. Uważamy, że realizacji drugiego scenariusza nie można wykluczyć, wymagałby on jednak wprowadzenia działań pozwalających na trwałe zwiększenie stopy oszczędności krajowych, w tym w szczególności oszczędności prywatnych. Biorąc pod uwagę bieżący stan wiedzy o strategii gospodarczej rządu, bardziej prawdopodobny jest pierwszy scenariusz. Jednak dopóki rząd nie przedstawi propozycji skutecznych działań zmierzających do silnego zwiększenia stopy inwestycji, ogłoszony przez M. Morawieckiego nie stanowi w naszej ocenie przekonującego argumentu na rzecz zmiany naszego średnioterminowego scenariusza przewidującego wzrost gospodarczy na poziomie 2,9% w 2016 r. oraz 3,1% w 2017 r.

Dane z USA mogą umocnić złotego



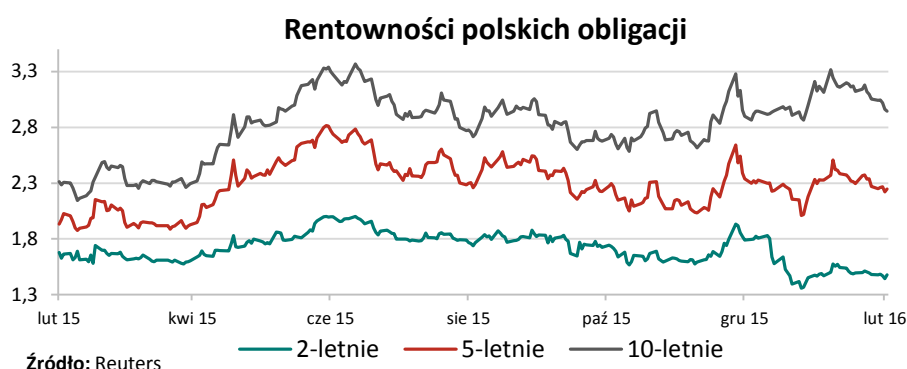
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3670 (umocnienie złotego o 0,6%). W poniedziałek kurs polskiej waluty był stabilny, czemu sprzyjał dzień wolny od pracy w USA ograniczający aktywność amerykańskich inwestorów. We wtorek złoty oraz inne waluty rynków wschodzących traciły nieznacznie na wartości w ślad za

spadającymi cenami ropy. Od środy do piątku złoty, podobnie jak inne waluty rynków wschodzących

znajdował się w trendzie aprecjacyjnym, co wynikało ze spadku światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej indeksem VIX. W środę złoty zyskiwał na wartości również ze względu na wypowiedź ministra rozwoju M. Morawieckiego, zgodnie z którą Prezydent A. Duda nie będzie forsował swojej propozycji ustawy frankowej. Z kolei w czwartek rano czynnikiem oddziałującym w kierunku umocnienia złotego był gołębi wydźwięk *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC, który osłabił oczekiwania inwestorów na szybką normalizację polityki monetarnej w USA. W efekcie w piątek na zamknięciu kurs EURPLN spadł do poziomu lekko poniżej 4,37 osiągając tym samym najniższy poziom od połowy stycznia br.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą liczne dane z USA (PKB, zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym, indeks Conference Board oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan). Na podstawie naszych niższych od konsensusu rynkowego prognoz oraz odczytu PKB wskazującego na spowolnienie wzrostu gospodarczego silniejsze od wcześniejszych szacunków oczekujemy, że sumaryczny wpływ danych z USA będzie lekko pozytywny dla złotego (patrz niżej zmiana prognozy kursu EURPLN).

Odczyty z USA w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 1,478, obligacji 5-letnich obniżyły się do poziomu 2,247 (spadek o 2pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,945 (spadek o 11pb). Przez cały ubiegły tydzień rentowności polskich obligacji na całej długości

krzywej dochodowości utrzymywały się w trendzie spadkowym, w ślad za obligacjami niemieckimi. Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia była czwartkowa aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 4- i 5-letnich terminach zapadalności za łącznie 6,0 mld zł przy popycie równym 11,75 mld zł. Aukcja była pozytywna dla cen polskich obligacji. W piątek miała miejsce korekta, w wyniku której doszło do wzrostu rentowności polskiego długu widocznego szczególnie na krótkim końcu krzywej.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą liczne dane z amerykańskiej gospodarki (PKB, zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym, indeks Conference Board oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan). W przypadku realizacji naszych prognoz sumaryczny wpływ odczytów z USA może być lekko negatywny dla rentowności polskich obligacji.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,18	4,15	4,07	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,36
Kurs USDPLN*	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	3,91
Kurs CHFPLN*	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	3,98	3,96
Inflacja CPI (r/r, %)	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,7	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,9	11,9	11,5	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	
Saldo ROB (mln EUR)	-228	93	1054	929	928	-963	-1110	-654	-768	-163	582	-410		
Eksport (r/r, % EUR)	4,4	10,9	14,3	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	3,0	12,3	12,1		
Import (r/r, % EUR)	-2,1	3,9	8,7	7,7	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	-2,9	5,3	3,8		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2015	2016	2017	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,7	3,3	3,5	3,9	3,2	2,9	2,9	2,5	3,6	2,9	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	4,7	4,1	3,7	3,1	3,9	2,8	
Inwestycje (% r/r)	11,5	6,1	4,6	4,8	3,1	3,3	2,8	2,5	6,1	2,8	6,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,4	4,8	3,9	4,1	3,1	4,4	4,3	3,9	5,3	3,9	4,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,8	4,5	3,1	4,8	3,9	5,9	5,1	4,5	4,8	4,9	4,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	1,8	1,6	1,9	2,8	2,5	1,9	1,8	2,3	1,6
	Inwestycje (pp.)	1,5	1,1	0,9	1,3	0,4	0,6	0,5	0,7	1,2	0,6	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,9	0,2	0,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,2	0,2	-0,4	-0,1
Saldo obrotów bieżących***	-1,3	-0,5	-0,5	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-0,2	-1,0	-1,5	
Stopa bezrobocia (%)**	11,5	10,2	9,7	9,8	10,6	9,6	9,2	9,6	9,8	9,6	9,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,8	1,2	0,7	0,9	0,8	0,5	0,2	0,0	1,2	0,4	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	3,1	3,0	3,2	3,6	3,8	4,4	5,0	3,3	4,2	5,0	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,9	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	0,3	-0,9	-0,3	1,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,72	1,73	1,72	1,70	1,65	1,20	1,28	1,72	1,28	1,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,50	1,00	1,50	
EURPLN**	4,07	4,19	4,25	4,26	4,40	4,40	4,35	4,30	4,26	4,30	4,15	
USDPLN**	3,80	3,76	3,80	3,92	4,23	4,27	4,26	4,17	3,92	4,17	3,77	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA*	
				POPZEDNIA WARTOŚĆ	CA RYNEK**
Poniedziałek 22.02.2016r.					
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Luty	52,3	52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Luty	53,6	53,3
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Luty	52,3	52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Luty	53,6	53,3
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	52,4	52,3
Wtorek 23.02.2016r.					
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,3	0,3
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Luty	107,3	106,7
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Styczeń	9,8	10,3 10,3
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Grudzień	0,9	0,8
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Styczeń	5,46	5,32 5,35
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Luty	2,0	
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Luty	98,1	97,0 97,3
Środa 24.02.2016r.					
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Styczeń	544	518 520
Czwartek 25.02.2016r.					
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Styczeń	4,7	4,7
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	0,4	0,4
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Styczeń	-5,0	2,1 2,9
Piątek 26.02.2016r.					
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Luty	0,30	0,28
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Luty	0,0	0,0
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	0,7	0,4 0,4
15:55	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	90,7	91,0 91,0
16:00	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Styczeń	0,1	

* 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