

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na wtorek publikacja marcowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro nie zmieni się w porównaniu do lutego i wyniesie 53,0 pkt. Stabilizacja wskaźnika nastąpi przy nieznacznym pogorszeniu sytuacji w Niemczech oraz jednoczesnej poprawie koniunktury 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 nieznacznie wzrośnie do 105,8 pkt. w marcu z 105,7 pkt. w lutym. Tego samego dnia opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Zgodnie z konsensusem jego wartość wzrośnie do 5,0 pkt. wobec 1,0 pkt. w lutym. Biorąc pod uwagę wcześniejszą publikację indeksu Ifo, reakcja rynków na ten odczyt będzie najprawdopodobniej ograniczona. Naszym zdaniem, biorąc pod uwagę spadek składowych indeksów PMI dotyczących nowych zamówień w lutym, istnieje znaczące ryzyko w dół dla marcowych odczytów wskaźników koniunktury w najważniejszych gospodarkach Europy. W przypadku materializacji tego ryzyka można oczekiwać lekkiego umocnienia złotego względem euro i wzrostu cen polskiego długu.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W piątek zostanie opublikowany finalny szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. ub.r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę do 1,1% wobec 1,0% w drugim szacunku ze względu na wzrost wkładów inwestycji i konsumpcji. Ponadto w czwartek opublikowane zostaną wstępne lutowe dane o zamówieniach na dobra trwałe, które pozwolą lepiej ocenić perspektywę inwestycji w USA w I kw. Naszym zdaniem zmniejszyły się one o 1,9% m/m wobec wzrostu o 4,7% w styczniu, co było efektem oddziaływania efektu wysokiej bazy. W tym tygodniu poznamy również dane nt. sprzedaży nowych domów (wzrost do 510 tys. w lutym z 494 tys. w styczniu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,30 mln wobec 5,47 mln). Publikacja danych z USA nie będzie miała w naszej ocenie znaczącego wpływu na rynki finansowe.





W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej pozostał niezmienny na poziomie [0,25%; 0,50%]. W naszym scenariuszu bazowym w 2016 r. zakładamy dwie podwyżki (w czerwcu i II poł. br.) docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o łącznej skali 50 pb – do poziomu [0,75%; 1,00%] na koniec roku (patrz poniżej).
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa obniżyła się w lutym o 0,5% m/m wobec wzrostu o 0,8% w styczniu. Zmniejszenie jej miesięcznej dynamiki wynikało z niższego tempa wzrostu produkcji we wszystkich jej kategoriach (przetwórstwo, górnictwo i dostawa mediów). Jednocześnie, wykorzystanie mocy wytwórczych obniżyło się w lutym do 76,7% wobec 77,1% w styczniu. W ubiegłym tygodniu opublikowano również dane nt. sprzedaży detalicznej, która zmniejszyła się w lutym o 0,1% wobec spadku o 0,4% w styczniu. Po wyłączeniu samochodów sprzedaż detaliczna obniżyła się w lutym o 0,1% wobec spadku o 0,4% w styczniu. Wyższa miesięczna dynamika sprzedaży była efektem zwiększenia tempa wzrostu w większości jej kategorii. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba pozwoleń na budowę zmniejszyła się w lutym do 1167 tys. wobec 1204 tys. w styczniu, z kolei liczba rozpoczętych budów wzrosła w lutym do 1178 tys. wobec 1120 tys. w styczniu. 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 marcu do 0,6 pkt. wobec -16,6 pkt. w lutym, a indeks Philadelphia FED wzrósł do 12,4 pkt. wobec -2,8 pkt. w lutym, wskazując tym samym na poprawę sytuacji w przetwórstwie. Na pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał natomiast wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w marcu do 90,0 pkt. wobec 91,7 pkt. w lutym. Spadek wskaźnika wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe, mieszane dane z amerykańskiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy tempa wzrostu PKB w USA, zgodnie z którą po sprowadzeniu do wymiaru rocznego zwiększy się ono w I kw. do 2,4% wobec 1,1% w IV kw.

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** Zgodnie z oczekiwaniami rynku SNB utrzymał docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%] i pozostawił stopę depozytową na poziomie -0,75%. W komunikacie przedstawiona została ocena, zgodnie z którą frank szwajcarski jest nadal znacząco przewartościowany, a SNB będzie nadal aktywny na rynku walutowym w przypadku zaistnienia takiej potrzeby. Jednocześnie zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji została w niej zrewidowana nieznacznie w dół w porównaniu do grudniowej projekcji m.in. z uwagi na spadek cen ropy naftowej oraz pogorszenie perspektyw wzrostu w światowej gospodarce. Zgodnie z marcową projekcją w 2016 r. inflacja wyniesie -0,8% (-0,5% w grudniowej projekcji), 0,1% w 2017 r. (0,3%) oraz 0,9% w 2018 r. Obniżona została również prognoza szwajcarskiego PKB w 2016 r., którego wzrost zgodnie z marcową projekcją ukształtuje się pomiędzy 1,0% a 1,5% wobec 1,5% w grudniowej projekcji. Obniżenie ścieżki wzrostu PKB uzasadnione zostało spowolnieniem w światowej gospodarce. Biorąc pod uwagę prognozowaną przez nas ścieżkę kursu EURPLN (patrz poniżej), oczekujemy, że kurs CHFPLN spadnie do 3,84 na koniec 2016 r.
- **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w lutym do -0,8% r/r wobec -0,9% w styczniu.** W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen w kategorii "żywność i napoje bezalkoholowe". Inflacja bazowa w lutym nie zmieniła się w stosunku do stycznia i wyniosła -0,1%, co jest jej najniższym poziomem od 10 lat. GUS opublikował również zrewidowane wagi koszyka inflacji CPI, będące odzwierciedleniem struktury wydatków z budżetów gospodarstw domowych w 2015 r. W nowej strukturze wag w koszyku inflacyjnym na uwagę zasługuje spadek udziału żywności i napojów bezalkoholowych. Popyt na żywność (dobra podstawowe) charakteryzuje się niską elastycznością cenową, co przy średniorocznym spadku cen żywności i napojów bezalkoholowych w ub. r. sprzyjało zmniejszeniu udziału tej kategorii w koszyku inflacyjnym. Ze zwiększeniem wagi mieliśmy natomiast do czynienia m.in. w kategorii "rekreacja i kultura", a więc w przypadku dóbr charakteryzujących się relatywnie wysoką elastycznością cenową popytu. Zwiększenie wagi tej kategorii sygnalizuje, że kontynuacja poprawy sytuacji na rynku pracy w ub. r. oddziaływała w kierunku zwiększonego spożycia dóbr luksusowych (por. MAKROpuls z 15.03.2016). W efekcie, styczniowe tempo wzrostu cen zostało zrewidowane z m.in. -0,7% r/r do -0,9%. Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do października br. a w IV kw. inflacja wzrośnie do 0,3% r/r.
- **Produkcja przemysłowa w Polsce wzrosła w lutym o 6,7% r/r wobec 1,4% w styczniu.** Główną przyczyną zwiększenia dynamiki produkcji pomiędzy styczniem a lutym była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Spadek odnotowała natomiast produkcja budowlano-montażowa, która zmniejszyła się w lutym o 10,5% r/r wobec spadku o 8,6% w styczniu. Obniżenie dynamiki produkcji budowlano-montażowej było przede wszystkim efektem niższego tempa wzrostu produkcji w kategorii "wznoszenie obiektów inżynierii lądowej i wodnej". W naszej ocenie obniżenie dynamiki produkcji w tej kategorii wynikało z wolniejszego wykorzystania środków unijnych na początku nowej perspektywy finansowej 2014-2020, a także efektu wysokiej bazy sprzed roku. (por. MAKROpuls z 17.03.2016). Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej nie zmieniają 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 zwiększyła się w lutym o 3,9% r/r wobec wzrostu 0,9% w styczniu.** W ujęciu realnym zwiększyła się ona w lutym o 6,2% r/r wobec wzrostu 3,1% w styczniu. W naszej ocenie głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku wzrostu dynamiki sprzedaży pomiędzy styczniem a lutym były korzystna różnica w liczbie dni roboczych, sprzyjające warunki meteorologiczne oraz efekty niskiej bazy w niektórych kategoriach (por. MAKROpuls z 17.03.2016). Dane o lutowej sprzedaży detalicznej stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji prywatnej zwiększy się do 3,4% r/r w I kw. wobec 3,1% w IV kw. ub. r.
-  **W styczniu odnotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w Polsce w wysokości 764 mln EUR wobec deficytu 410 mln EUR w grudniu ub. r.** Poprawa salda na rachunku obrotów bieżących wynikała z wyższych sald obrotów towarowych, dochodów pierwotnych oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 203 mln EUR, 561 mln EUR oraz 483 mln EUR wyższe niż w grudniu). W przeciwnym kierunku oddziaływało niższe saldo usług (o 73 mln EUR niższe niż w grudniu). Dynamika eksportu zmniejszyła się w styczniu do -0,4% r/r wobec 12,1% w grudniu, a dynamika importu spadła do 0,1% r/r wobec 3,8%. Czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia tempa wzrostu eksportu oraz importu była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Po raz pierwszy od kiedy zaczęły być publikowane dane o bilansie płatniczym, skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 12 miesięcy było dodatnie i wyniosło 0,1% w relacji do PKB. Tym samym dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą w I kw. 2016 r. relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszy się do -0,3% wobec -0,2% w IV kw. 2015 r.
-  **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw spadła w lutym do 3,9% r/r wobec 4,0% w styczniu.** Naszym zdaniem, głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki płac pomiędzy lutym a styczniem była niepełna wypłata dodatkowego wynagrodzenia rocznego w górnictwie (tzw. "czternastka" - por. MAKROpuls z 16.03.2016). Roczna dynamika zatrudnienia w lutym zwiększyła się do 2,5% r/r wobec 2,3% w styczniu. Tym samym realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach nie zmieniło się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosło 7,4% r/r. Dane stanowią zatem wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji wzrośnie z 3,1% r/r w IV kw. ub. r. do 3,4% w I kw. br.
-  **W ubiegłym tygodniu Sejm powołał Jerzego Żyżyńskiego na członka Rady Polityki Pieniężnej.** Jego ostatnie wypowiedzi wskazują, iż charakteryzuje go gołębie nastawienie w polityce monetarnej. Wsparcie dla takiego wniosku stanowi jego ocena poprzedniej Rady, w której stwierdził, że działała ona „może nawet za ostrożnie”, a deflacja w Polsce jest jego zdaniem skutkiem „zbyt mało ofensywnej polityki”. Jednocześnie J. Żyżyński pytany o poziom stóp procentowych w Polsce powiedział, że istnieje nadal niewielka przestrzeń dla obniżek podając bezpośrednio przykład obniżki o 50 pb. Tym samym wypowiedzi J. Żyżyńskiego stanowią wsparcie dla naszego scenariusza stóp procentowych (patrz powyżej). Nominacja J. Żyżyńskiego oznacza, że w RPP IV kadencji znajduje się już 8 nowych członków. W czerwcu zakończy się kadencja prezesa NBP M. Belki.

Jeszcze dwie podwyżki stóp procentowych w USA w 2016 r.

W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej pozostał niezmienny na poziomie [0,25%; 0,50%]. Opublikowane zostały także marcowe projekcje makroekonomiczne członków FED. W porównaniu do grudniowej projekcji prognoza tempa wzrostu gospodarczego w 2016 r. została obniżona do 2,2% wobec 2,4%, a w 2017 r. do 2,1% z 2,2%. Oczekiwana dynamika PKB w 2018 r. i długim okresie pozostała niezmienna (2,0%). Zgodnie z marcową projekcją stopa bezrobocia będzie stopniowo spadać do 4,5% w IV kw. 2018 r., do poziomu o 0,2 pkt. proc. niższego niż w projekcji grudniowej. FED obniżył

jednocześnie oszacowanie naturalnej stopy bezrobocia z 4,9% do 4,8%. Pomimo wzrostu inflacji bazowej w ostatnich miesiącach, jej prognoza na 2016 r. nie uległa zmianie. Z kolei jej oczekiwana wartość w 2017 r. została obniżona o 0,1 pkt. proc. prawdopodobnie ze względu na prognozowane niższe tempo wzrostu gospodarczego lub pośredni wpływ niższych cen surowców. Podobnie jak w grudniowej projekcji, cel inflacyjny (2,0%) zostanie osiągnięty w 2018 r.

Biorąc pod uwagę pogorszenie perspektyw światowego wzrostu gospodarczego oraz w USA, niskie ceny surowców oraz podwyższoną zmienność na rynkach finansowych Rezerwa Federalna obniżyła przewidywany poziom stóp procentowych na koniec br. (medianę prognoz członków FED) o 50 pb do 0,875%. Takie oczekiwania członków FED są spójne z podwyżkami stóp procentowych o łącznej skali równej 50 pb w 2016 r. Przedstawiony w projekcji poziom stóp procentowych na koniec 2017 r. został również obniżony o 50 pb, co oznacza utrzymanie takiego samego jak w projekcji grudniowej tempa zacieśniania polityki pieniężnej w przyszłym roku (podwyżka o 100 pb).

W komunikacie FOMC utrzymany został fragment mówiący, że na decyzje o skali i czasie podwyżek stóp procentowych będzie wpływała ocena bieżącej i oczekiwanej sytuacji gospodarczej w USA, dokonywana na podstawie szerokiego zakresu danych, dotyczących m.in. inflacji, rynku pracy, sytuacji na rynkach finansowych oraz globalnej koniunktury. Zdaniem członków FOMC sytuacja makroekonomiczna będzie zmieniała się w takim tempie, które będzie wymagało jedynie łagodnego zacieśniania polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach.

Przed posiedzeniem FOMC rynek kontraktów terminowych wycenił podwyżki stóp procentowych w USA w skali ok. 35 pb w br., a więc mniejszej niż ta, na którą wskazała projekcja marcowa. Tym samym pewnym zaskoczeniem była reakcja rynków finansowych na jej publikację: dolar osłabił się względem euro, rentowności obligacji amerykańskich obniżyły się (oczekiwania na podwyżki stóp zmniejszyły się) oraz nastąpił wzrost cen aktywów rynków wschodzących.

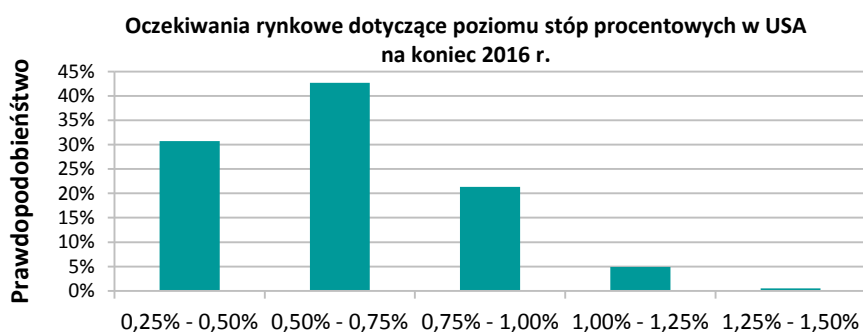
Marcowa projekcja makroekonomiczna członków FED					
Wskaźnik	2015	2016	2017	2018	Długi okres
Wysokość stóp procentowych					
Projekcja marcowa		0,9%	1,9%	3,0%	3,30%
Projekcja grudniowa	0,4%	1,4%	2,4%	3,3%	3,50%
Prognoza Credit Agricole	[0,25 - 0,50%]	[0,75 - 1,00%]	[1,50 - 1,75%]	[2,50 - 2,75%]	3,25%
Zmiana realnego PKB					
Projekcja marcowa		2,2%	2,1%	2,0%	2,0%
Projekcja grudniowa	2,1%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%
Prognoza Credit Agricole	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%
Stopa bezrobocia					
Projekcja marcowa		4,7%	4,6%	4,5%	4,8%
Projekcja grudniowa	5,0%	4,7%	4,7%	4,7%	4,9%
Prognoza Credit Agricole	5,0%	4,6%	4,5%	4,5%	4,8%
Inflacja bazowa					
Projekcja marcowa		1,6%	1,8%	2,0%	
Projekcja grudniowa	1,3%	1,6%	1,9%	2,0%	
Prognoza Credit Agricole	1,4%	1,8%	1,9%	2,0%	

Źródło: Rezerwa Federalna, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

Prognozy wzrostu realnego PKB oraz inflacji bazowej PCE dotyczą rocznej zmiany pomiędzy IV kw. roku poprzedniego i oznaczonego w projekcji. Prognozy stopy bezrobocia dotyczą przeciętnego poziomu stopy bezrobocia w IV kw. Prognozy stóp procentowych dotyczą końca danego roku. Prognozy stanowią medianę indywidualnych prognoz członków FOMC.

Taką reakcję rynków może tłumaczyć kilka czynników. Po pierwsze, oczekiwany przez FOMC w długim okresie poziom stóp procentowych został obniżony o 25 pb do 3,25%, co pomimo planowanej normalizacji polityki pieniężnej w tym roku zostało zinterpretowane przez inwestorów jako bardziej łagodną politykę FED w przyszłości. Po drugie, po raz pierwszy w komunikacie umieszczono explicite informację, że obecne światowe tendencje makroekonomiczne i sytuacja na rynkach finansowych stanowią ryzyko dla aktywności gospodarczej w USA i polityki pieniężnej FOMC. Po trzecie, wypowiedzi prezes FED na konferencji po posiedzeniu miały gołębi wydźwięk. J. Yellen wskazywała bowiem, że członkowie FED nie są do końca przekonani, że wzrost inflacji w ostatnich miesiącach jest trwały i możliwy jest jej spadek w kolejnych kwartałach. Ponadto prezes FED zasygnalizowała, że przedstawiona w projekcji oczekiwana skala podwyżek stóp procentowych nie jest wiążąca i „nie stanowi planu” dla przyszłych decyzji FOMC.

Uważamy, że dalsza poprawa na amerykańskim rynku pracy, oddziałująca w kierunku wzrostu dynamiki płac i inflacji, będzie stanowiła silny argument na rzecz kontynuacji cyklu normalizowania polityki pieniężnej. Dodatkowo negatywny wpływ spadku cen paliw oraz aprecjacji dolara na inflację będzie stopniowo wygasał. W rezultacie, w naszym scenariuszu bazowym w 2016 r. zakładamy dwie podwyżki (w czerwcu i II poł. r.) docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o łącznej skali 50 pb – do poziomu [0,75%; 1,00%] na koniec roku.

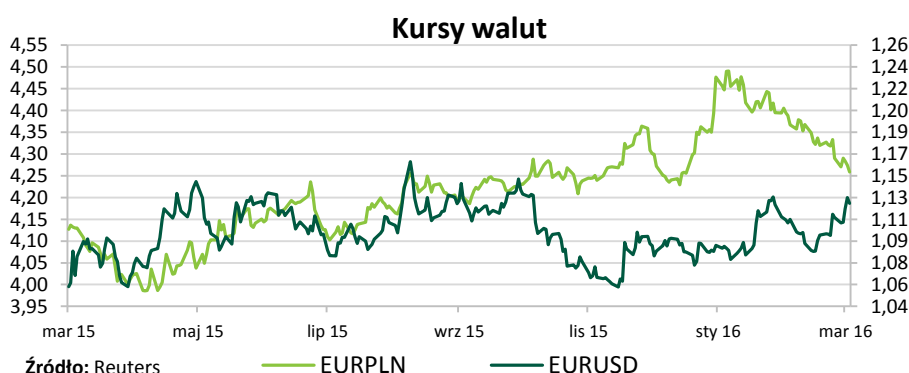


Źródło: Bloomberg

może dojść do umocnienia dolara względem euro (realizacja transakcji typu *carry trade*) i złotego (odpływ kapitału portfelowego). Taki scenariusz jest spójny z naszą kwartalną prognozą zakładającą spadek kursu EURUSD do 1,08 na koniec 2016 r. i wzrost USDPLN do 3,98 w analogicznym okresie.

Obecnie nasze oczekiwania dotyczące przyszłej ścieżki stóp procentowych FED kształtują się powyżej oczekiwań rynkowych, który przewiduje zacieśnienie polityki monetarnej o 25 pb w 2016 r. Jednocześnie oczekujemy, że EBC i RPP będą prowadziły łagodną politykę monetarną w br. Oznacza to, że w przypadku realizacji naszego scenariusza

Wyniki badań koniunktury w strefie euro mogą umocnić złotego



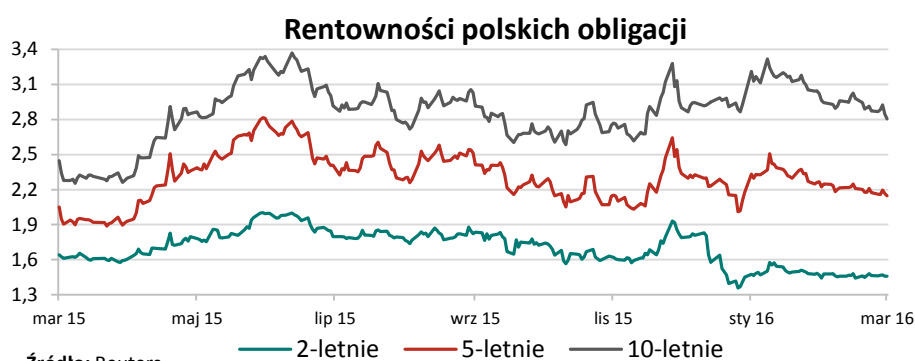
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2590 (umocnienie złotego o 0,7%). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, z uwagi na bogaty kalendarz makroekonomiczny przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu polskiej waluty. W poniedziałek na otwarciu miało miejsce umocnienie złotego. We

wtorek złoty tracił na wartości, czemu sprzyjał wyższy od oczekiwań indeks NY Empire State w USA. W środę na otwarciu doszło do osłabienia polskiej waluty, niemniej jednak w dalszej części dnia jej kurs odrabiał starty wspierany przez słabsze od oczekiwań dane nt. produkcji przemysłowej w USA oraz

gołębi wydzwięk konferencji po posiedzeniu FOMC. W czwartek rano mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością złotego w reakcji na posiedzenie SNB. W dalszej części dnia kurs polskiej waluty się umacniał, podobnie jak kursy innych waluty rynków wschodzących, wspierany przez spadek światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej indeksem VIX. W piątek aprecjacja złotego była kontynuowana.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą wyniki badań koniunktury dla najważniejszych europejskich gospodarek. We wtorek opublikowane zostaną wstępne indeksy PMI, a także indeksy Ifo oraz ZEW. W naszej ocenie istnieje znaczące ryzyko, że będą one niższe od konsensusu rynkowego, tym samym mogą być one pozytywne dla złotego. Sumaryczny wpływ danych z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, wstępne zamówienia na dobra trwałe użytku, finalny szacunek PKB) w przypadku realizacji naszych prognoz będzie neutralny dla kursu polskiej waluty.

Dane dla strefy euro mogą umocnić polski dług



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,458 (spadek o 1pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,146 (spadek o 3pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,804 (spadek o 7pb). Od poniedziałku do środy utrzymywał się wzrost rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej w oczekiwaniu na posiedzenie FOMC.

Środowy niższy od oczekiwań odczyt lutowej inflacji w Polsce, rewizja w dół jej styczniowej wartości, implikująca spadek inflacji bazowej poniżej zera, przyczyniły się do odwrócenia trendu. Bardziej gołębi od oczekiwań rynku komunikat FED po posiedzeniu doprowadził w czwartek na otwarciu do dalszego wzrostu cen polskich obligacji. Czwartkowe, wyraźnie wyższe od konsensusu dane nt. krajowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej spowodowały przejściowy wzrost rentowności na całej długości krzywej. W piątek polskiego długu były stabilne.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą wyniki badań koniunktury dla najważniejszych europejskich gospodarek. We wtorek poznamy zostaną wstępne indeksy PMI, a także indeksy Ifo oraz ZEW. Uważamy, że istnieje znaczące ryzyko w dół dla oczekiwań rynkowych. W efekcie odczyty mogą oddziaływać w kierunku wzrostu cen polskich obligacji. Oczekujemy, że zagregowany wpływ danych z USA na krzywą dochodowości w Polsce będzie ograniczony.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	mar 16
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	1,50
Kurs EURPLN*	4,15	4,07	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,26
Kurs USDPLN*	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,82
Kurs CHFPLN*	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	3,98	4,00	3,89
Inflacja CPI (r/r, %)	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,7	
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,4	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,9	11,5	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	
Saldo ROB (mln EUR)	93	1054	929	928	-963	-1110	-654	-768	-163	582	-410	764		
Eksport (r/r, % EUR)	10,9	14,3	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	3,0	12,3	12,1	-0,4		
Import (r/r, % EUR)	3,9	8,7	7,7	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	-2,9	5,3	3,8	0,1		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2016				2017				2015	2016	2017	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,2	3,0	2,7	2,7	3,1	3,0	3,1	3,3	3,6	2,9	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	3,4	5,0	4,0	3,9	3,8	2,8	2,4	2,2	3,1	4,1	2,8	
Inwestycje (% r/r)	2,1	3,5	3,7	3,7	4,6	4,8	5,2	5,6	6,1	3,4	5,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	4,6	4,4	4,1	2,4	5,2	5,4	5,6	5,8	6,5	3,8	5,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	5,7	6,0	6,1	4,0	6,7	4,5	4,8	4,9	6,0	5,4	5,2	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,1	3,0	2,4	1,9	2,4	1,7	1,4	1,1	1,8	2,4	1,6
	Inwestycje (pp.)	0,3	0,6	0,7	1,0	0,6	0,9	1,0	1,6	1,2	0,7	1,1
	Eksport netto (pp.)	-0,4	-0,6	-0,9	-0,6	-0,5	0,6	0,4	0,5	0,4	-0,7	0,2
Saldo obrotów bieżących***	-0,3	-0,7	-0,9	-1,0	-1,3	-1,2	-1,3	-1,5	-0,2	-1,0	-1,5	
Stopa bezrobocia (%)**	10,1	8,9	8,8	9,4	10,2	9,0	8,8	9,4	9,8	9,4	9,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,1	1,4	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,8	4,2	4,4	4,8	4,7	4,6	4,8	4,8	3,3	4,3	4,7	
Inflacja CPI (%)*	-0,7	-0,6	-0,5	0,3	1,0	1,5	1,3	1,3	-0,9	-0,3	1,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	1,65	1,20	1,20	1,20	1,45	1,62	1,78	1,72	1,20	1,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50	1,50	1,00	1,50	
EURPLN**	4,26	4,40	4,35	4,30	4,30	4,20	4,20	4,15	4,26	4,30	4,15	
USDPLN**	3,82	4,00	3,99	3,98	4,02	3,96	3,96	3,84	3,92	3,98	3,84	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 21.03.2016r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Styczeń	25,5		
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Luty	5,47	5,30	5,31
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumentckiej (pkt.)	Marzec	-8,8		-8,5
Wtorek 22.03.2016r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	50,5		50,8
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Marzec	105,7		105,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Marzec	53,3		53,3
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	51,2		51,3
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Marzec	53,0		52,9
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Marzec	1,0		5,0
15:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Marzec	-4,0		
Środa 23.03.2016r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Luty	10,3	10,3	10,3
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Luty	494	510	510
Czwartek 24.03.2016r.						
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	259		269
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Luty	4,7	-1,9	-2,7
14:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	51,3		51,6
Piątek 25.03.2016r.						
13:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	IV kw.	1,0	1,1	1,0

* 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