

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z marcowego posiedzenia FOMC.** Oczekujemy, że opis dyskusji wskaże na duże różnice w poglądach członków FED dotyczące preferowanej skali zacieśniania polityki pieniężnej w br. W zapisie dyskusji znajdują się również sformułowania świadczące o wskazywanej przez członków FED dużej niepewności co do dalszego kształtowania się czynników globalnych oraz potrzebie uważnego ich monitorowania w kontekście podejmowanych przez nich decyzji. Publikacja *Minutes* może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, jednak najprawdopodobniej nie dostarczy ona nowych informacji istotnie zmieniających nasz scenariusz stopniowej normalizacji polityki monetarnej w USA. 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.
- **W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Po raz pierwszy weźmie w nim udział powołany w marcu przez Sejm J. Żyżyński. Oczekujemy, że na posiedzeniu zostanie utrzymany status quo w polityce monetarnej. Oczekujemy, że wydzwięk komunikatu po posiedzeniu Rady, jak i wypowiedzi Prezesa NBP na konferencji mogą zaszykalizować mniejsze prawdopodobieństwo złagodzenia polityki monetarnej w najbliższych miesiącach, co może się przyczynić do wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości i lekkiego umocnienia złotego.

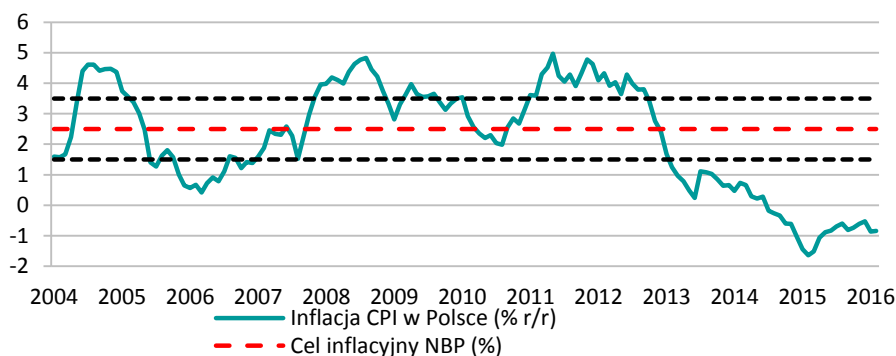
W zeszłym tygodniu

- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w marcu o 215 tys. wobec 245 tys. w lutym (rewizja w górę z 242 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano oświacie i służbie zdrowia (+51,0 tys.), handlu detalicznym (+47,7 tys.) oraz w turystyce i rekreacji (+40,0 tys.). Z kolei zatrudnienie zostało zredukowane w działach: przetwórstwo (-29,0 tys.), górnictwo i wycinka drzew (-12,0 tys.) oraz transport i magazynowanie (-2,5 tys.). Stopa bezrobocia w marcu zwiększyła się do 5,0% wobec 4,9% w lutym, kształtując się nieznacznie powyżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,8% - por. MAKROmapa z 21.03.2016). Wzrost stopy bezrobocia wynikał ze zwiększenia współczynnika aktywności zawodowej (62,8% w marcu wobec 62,7% w lutym) i tym samym nie sygnalizuje w naszej ocenie negatywnych tendencji na amerykańskim rynku pracy. Na niezmiennym poziomie w porównaniu do lutego pozostała roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego, która wyniosła 2,3% w marcu. Oczekujemy, że dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia presji płacowej i powrotu inflacji do celu (2%) w średnim okresie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w USA. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w marcu do 51,8 pkt. wobec 49,5 pkt. w lutym. Indeks ukształtował się tym samym powyżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności po raz pierwszy od sierpnia 2015 r. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe wartości 4 z 5 jego składowych (bieżąca produkcja, nowe zamówienia, czas dostaw oraz zapasy). W przeciwnym kierunku oddziaływało zmniejszenie składowej dla zatrudnienia. W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje wzrost składowej dla nowych zamówień do najwyższego poziomu od listopada 2014 r. Jednoczesne silne zwiększenia indeksu dla nowych zamówień eksportowych sygnalizuje, że istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu zamówień w amerykańskim przetwórstwie była poprawa popytu zagranicznego. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Indeks Conference Board zwiększył się w marcu do 96,2 pkt. wobec 94,0 pkt. w lutym. Jego wzrost wynikał z wyższej wartości składowej dla oczekiwań podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał spadek składowej dla oceny

bieżącej sytuacji. Na pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał natomiast finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, który wyniósł w marcu 91,0 pkt. wobec 90,0 pkt. we wstępnym odczycie i 91,7 pkt. w lutym. Obniżenie indeksu w stosunku do lutego wynikało ze spadku jego składowych dotyczących zarówno oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią nieznaczne ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w I kw. br. do 1,2% wobec 1,4% w IV kw. 2015 r.

- ✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zwiększyła się w marcu do -0,1% r/r wobec -0,2% lutym.** Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen w usługach. Wzrost inflacji stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym EBC nie zmienia parametrów polityki pieniężnej co najmniej do końca 2017 r. (por. MAKROmapa z 14.03.2016).
- ✔ **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w marcu do 49,7 pkt. wobec 48,0 pkt. w lutym, co jest jego najwyższym poziomem od lutego ub. r.** Niemniej jednak jest to 13 miesiąc z rzędu, kiedy indeks znajduje się poniżej poziomu 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zwiększenie indeksu wynikało z wyższych wkładów wszystkich jego składowych (bieżąca produkcja, nowe zamówienia, zatrudnienie, zapasy pozycji zakupionych oraz czas dostaw). W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost składowej dla nowych zamówień, która zwiększyła się w marcu do 50,9 pkt. wobec 48,3 pkt. w lutym, przekraczając granicę 50 pkt. po raz pierwszy od czerwca ub. r. Wzrost odnotowała również składowa dla nowych zamówień eksportowych, niemniej jednak był on wyraźnie niższy niż zamówień ogółem. Sygnalizuje to, że głównym źródłem zamówień ogółem był silniejszy popyt krajowy, co jest najprawdopodobniej efektem zwiększenia wydatków rządowych i wzrostu akcji kredytowej w I kw. br. Oficjalny indeks PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w marcu do 50,2 pkt. z 49,0 pkt., co jest jego najwyższym poziomem od czerwca ub. r. Ubiegłotygodniowe dane nt. koniunktury w Chinach stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym tempo wzrostu PKB w Chinach w 2016 r. wyniesie 6,5% wobec 6,8% w 2015 r. Oznacza to, że wyznaczony przez chiński rząd cel na 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%” zostanie osiągnięty (por. MAKROmapa z 7.03.2016).
- ✔ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w marcu do 53,8 pkt. wobec 52,8 pkt. w lutym.** Wzrost wskaźnika wynikał z wyższych wartości 4 z 5 jego składowych (bieżąca produkcja, nowe zamówienia, zatrudnienie oraz zapasy pozycji zakupionych). W przeciwnym kierunku oddziaływało skrócenie czasu dostaw (por. MAKROpuls z 1.04.2016). Marcowy odczyt indeksu stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w I poł. br. (3,1% r/r wobec 3,9% w IV kw. ub. r.) oraz naszego scenariusza polityki monetarnej w Polsce, zakładającego jednorazową obniżkę stóp procentowych o 50 pb w lipcu br.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowany został wstępny odczyt inflacji w Polsce.** Zmniejszyła się ona w marcu do -0,9% r/r wobec -0,8% w lutym, co było poniżej naszej prognozy zgodnej z oczekiwaniami rynku (-0,8%). Finalne dane o inflacji wraz z jej strukturą zostaną opublikowane 11 kwietnia.

Obniżenie celu inflacyjnego umocniłoby złotego



Źródło: GUS, NBP

— Inflacja CPI w Polsce (% r/r)
 - - - Cel inflacyjny NBP (%)
 - - - - - Przedział odchyień od celu inflacyjnego NBP (%)

niekorzystne dla wiarygodności i, tym samym, ma negatywny wpływ na efektywność polityki pieniężnej (podnosi koszty realizacji celu inflacyjnego). Zgodnie z wypowiedzią prezesa NBP M. Belki, na posiedzeniu RPP we wrześniu 2015 r. podczas ustalania założeń polityki pieniężnej na 2016 r. niektórzy członkowie zgłaszali propozycje modyfikacji celu inflacyjnego, jednakże nie uzyskały one poparcia Rady. Przedmiotem poniższej analizy jest ocena prawdopodobieństwa obniżenia celu inflacyjnego przez RPP w nowym składzie oraz określenie ewentualnego wpływu takiej decyzji na kurs złotego i polski rynek długu.

Inflacja CPI w Polsce od ponad 3 lat znajduje się poniżej dolnego przedziału odchyień celu inflacyjnego NBP (2,5% ± 1 pkt proc.). Co więcej, zgodnie z wynikami marcowej projekcji inflacji NBP, nie osiągnie ona celu przed 2019 r. (por. MAKROpuls z 11.03.2016). W naszej ocenie długotrwałe utrzymywanie się inflacji wyraźnie poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego jest

Kraj	Cel inflacyjny (%)
Nowa Zelandia	1 - 3
Tajlandia	2,5 ± 1,5
Kanada	2 ± 1
Wielka Brytania	2
Szwecja	2
Izrael	2 ± 1
Peru	2 ± 1
Australia	2 - 3
Polska	2,5 ± 1
Islandia	2,5 ± 1,5
Norwegia	ok. 2,5
Czechy	2 ± 1
Chile	3 ± 1
Kolumbia	3 ± 1
Węgry	3 ± 1
Meksyk	3 ± 1
Korea Południowa	2 ± 0,5
Rumunia	2,5 ± 1
Albania	3 ± 1
Filipiny	3 ± 1
Brazylia	4,5 ± 1,5
RPA	3 - 6
Armenia	4 ± 1,5
Gwatemala	4 ± 1
Indonezja	4 ± 1
Turcja	5 ± 2
Serbia	4 ± 1,5
Ghana	8 ± 2
USA	2
Strefa Euro	blisko ale poniżej 2

Źródło: banki centralne wymienionych krajów

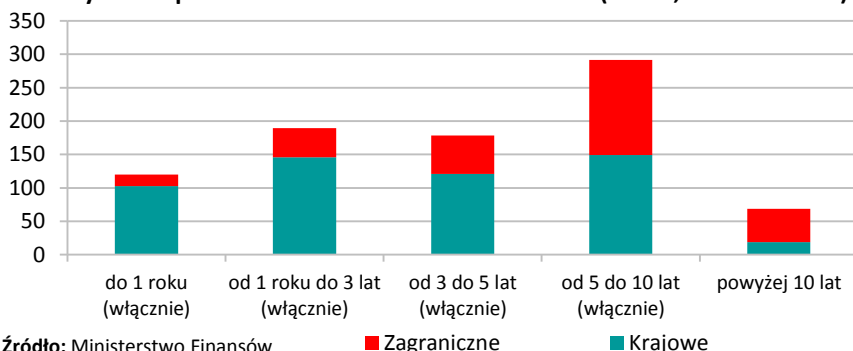
W dyskusji nt. celu inflacyjnego głos zabrala już większość nowych członków RPP. E. Łon pytany czy cel inflacyjny NBP jest dobrze skonstruowany i czy należałoby ewentualnie pomyśleć o jego modyfikacji odpowiedział, że obecnie jest on skłonny przychylić się do poglądu co do braku potrzeby modyfikacji celu inflacyjnego polskiej polityki pieniężnej. Bardziej zdecydowane stanowisko przedstawił J. Osiatyński mówiąc, że nie powinno się zmieniać celu inflacyjnego. J. Kropiwnicki powiedział, że jest on zwolennikiem polityki konserwatywnej w temacie ewentualnych zmian w strategii celu inflacyjnego NBP. Z tym stanowiskiem zgodził się M. Chrzanowski mówiąc, że nie widzi powodu aby zmieniać strategię celu inflacyjnego. E. Gatnar wyraził opinię, że „problem nieosiągania celu inflacyjnego jest powszechny” i „nikt celu nie zmienia”, co pozwala przypuszczać, iż podziela on zdanie utrzymania dotychczasowego poziomu celu inflacyjnego. W dyskusji na temat celu inflacyjnego wielokrotnie stanowisko zajmował również prezes NBP M. Belka (jego kadencja kończy się w czerwcu). W swoich wypowiedziach podkreślał on, że choć ponad połowa banków centralnych realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego „nie może trafić w cel”, to nie słyszał on o żadnych bankach centralnych, które odstąpiłyby od realizacji tej strategii bądź też rozważyły zmianę tego celu. Członkiem RPP, który nie wyklucza konieczności przemodelowania obecnego celu NBP, jest J. Żyżyński. Jego zdaniem cel powinien dotyczyć nie tylko inflacji, ale też podaży pieniądza. Wypowiedź J. Żyżyńskiego pochodzi jednak z czerwca ub. r., czyli z czasu, kiedy nie był on jeszcze członkiem RPP. Biorąc pod uwagę przedstawione wyżej poglądy członków RPP prawdopodobieństwo

obniżenia celu inflacyjnego w 2016 r. oceniamy jako niskie.

Obniżenie celu inflacyjnego umocniłoby złotego

Nie można jednak wykluczyć, że wydłużenie obecnego i oczekiwanego w projekcji NBP okresu kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego skłonią RPP do obniżenia celu inflacyjnego w 2017 r. Uważamy, że w takiej sytuacji zostałyby on ustalony na poziomie 2,0% ± 1 pkt proc. Decyzja ta mogłaby zostać uzasadniona osłabieniem efektu Balassy-Samuelsona (realna aprecjacja walut rynków wschodzących względem walut gospodarek rozwiniętych wynikająca z procesu konwergencji) wraz ze stopniowym zmniejszaniem się tempa konwergencji polskiej gospodarki do gospodarek krajów rozwiniętych od momentu wprowadzenia celu inflacyjnego w Polsce (2004 r.). Silniejsze obniżenie celu byłoby trudne do uzasadnienia, gdyż oznaczałoby ustalenie celu na poziomie niższym niż w przypadku głównych banków centralnych - Rezerwa Federalna (2,0%), Europejski Bank Centralny (blisko ale poniżej 2,0%), Bank Anglii (2,0%).

Faktyczna zapadalność zadłużenia Skarbu Państwa (mld zł, stan na I 2016)



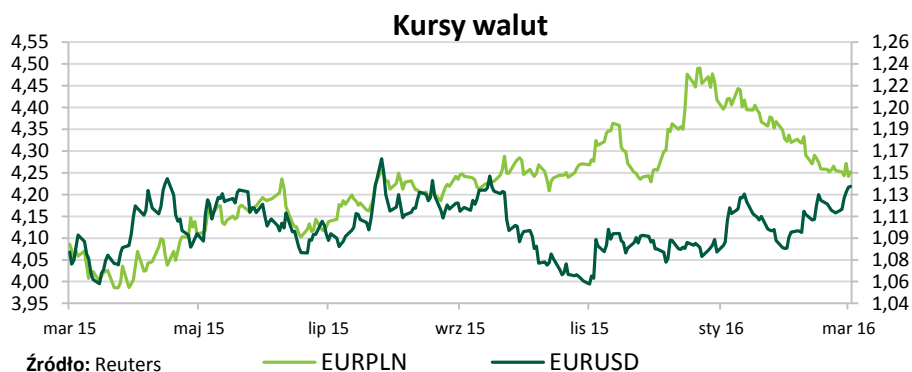
Źródło: Ministerstwo Finansów

■ Zagraniczne ■ Krajowe

Materializacja scenariusza obniżenia celu inflacyjnego miałaby naszym zdaniem wpływ na rynek długu oraz kurs złotego. Decyzja ta najprawdopodobniej osłabiłaby oczekiwania na dalsze łagodzenie polityki monetarnej w Polsce (zmniejszyłaby się różnica pomiędzy inflacją a celem inflacyjnym), co oddziaływałoby w kierunku wzrostu rentowności na

krótkim końcu krzywej dochodowości i umocnienia złotego. Z drugiej strony obniżenie celu inflacyjnego najprawdopodobniej zmniejszyłoby oczekiwania inwestorów co do długookresowego poziomu stóp procentowych RPP. Obniżenie celu inflacyjnego w Polsce istotnie zwiększyłoby ryzyko wpadnięcia przez Polskę w pułapkę deflacyjną, co potwierdzają wyniki badań prowadzonych w Instytucie Ekonomicznym NBP. Tym samym niższy cel inflacyjny oddziaływałoby w kierunku spadku rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej dochodowości. Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów wraz ze wzrostem faktycznej zapadalności zadłużenia Skarbu Państwa rośnie w nim udział inwestorów zagranicznych. Dlatego też spadek rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej byłby czynnikiem sprzyjającym umocnieniu złotego. W sumie zatem ewentualne obniżenie celu inflacyjnego w 2017 r. oznaczałoby ryzyko w dół dla naszej prognozy kursu EURPLN na koniec 2017 r. (4,15).

Złoty może zyskać po posiedzeniu RPP



Źródło: Reuters

— EURPLN — EURUSD

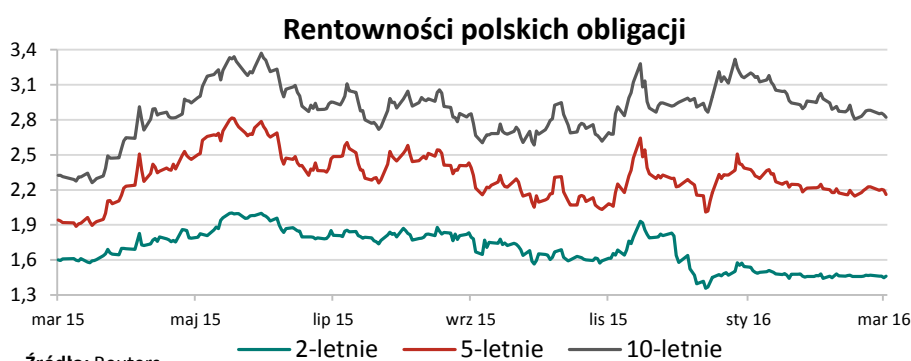
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2521 (umocnienie złotego o 0,1%). W poniedziałek i wtorek mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu złotego, czemu sprzyjały niższa aktywność inwestorów z uwagi na święta Wielkiejnocy oraz ubogi kalendarz makroekonomiczny. We wtorek wieczorem złoty nieznacznie zyskiwał na wartości w reakcji na

głębią wypowiedź szefowej FED J. Yellen, w której zwróciła ona uwagę, że ryzyka dla amerykańskiej gospodarki związane z sytuacją za granicą mogą spowolnić tempo zacieśniania polityki monetarnej w USA. W środę miało miejsce osłabienie złotego w reakcji na wyższy od oczekiwań wstępny odczyt inflacji w Niemczech. W dalszej części dnia deprecjacja złotego była kontynuowana, gdyż relatywnie wysoki kurs

polskiej waluty zachęcał część inwestorów do realizowania zysków. W czwartek rano miała miejsce korekta, w wyniku której doszło umocnienia złotego. W piątek kurs złotego nadal się umacniał w odpowiedzi na wyższy od konsensusu rynkowego odczyt indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. W dalszej części dnia złoty polska waluta traciła na wartości, czemu sprzyjały wyższe od oczekiwań odczyty z USA (zatrudnienie poza rolnictwem oraz indeks ISM dla przetwórstwa).

W tym tygodniu z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny kurs złotego kształtowany będzie przede wszystkim przez nastroje na rynku globalnym. Będą one w naszej ocenie determinowane przez środową publikację *Minutes* z marcowego posiedzenia FOMC, która może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. W środę będzie miało również posiedzenie RPP. W naszej ocenie treść komunikatu po posiedzeniu i wypowiedzi członków RPP na konferencji prasowej będą mniej gołębie niż przed miesiącem i mogą przyczynić się do lekkiego umocnienia kursu polskiej waluty.

Publikacja *Minutes* FOMC w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,46 (spadek o 1pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,16 (spadek o 6pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,822 (spadek o 6pb). W Poniedziałek Wielkanocny obroty na polskim rynku długu były wstrzymane. Od wtorku do

czwartku ceny polskich obligacji były stabilne, a publikacje wstępnych odczytów inflacji dla krajów strefy euro oraz Polski nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku. W piątek doszło do spadku rentowności polskich obligacji widocznego szczególnie na długim końcu krzywej, który miał miejsce mimo lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiej gospodarki (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa).

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie środową publikacja *Minutes* z marcowego posiedzenia FOMC, która może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności cen polskich obligacji. W środę odbędzie się również posiedzenie RPP. Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu i wypowiedzi członków RPP na konferencji prasowej będą mniej gołębie niż w marcu, co będzie oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej. W pozostałych dniach, ze względu na ubogi kalendarz makroekonomiczny, oczekujemy stabilizacji rentowności polskich obligacji

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	kwi 16
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	1,50
Kurs EURPLN*	4,07	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,25
Kurs USDPLN*	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,76
Kurs CHFPLN*	3,90	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	3,98	4,00	3,87	3,90
Inflacja CPI (r/r, %)	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1
Produkcja przemysłu (r/r, %)	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,7	3,0	3,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,4	-1,5	-1,5
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	4,5	4,5
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,5	3,5
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,5	2,5
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,5	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	10,0
Saldo ROB (mln EUR)	1054	929	928	-963	-1110	-654	-768	-163	582	-410	764	184	184	184
Eksport (r/r, % EUR)	14,3	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	3,0	12,3	12,1	-0,4	5,8	5,8	5,8
Import (r/r, % EUR)	8,7	7,7	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	-2,9	5,3	3,8	0,1	4,1	4,1	4,1

* 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 (%)**	10,0	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 (%)*	-0,8	-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**	4,24	4,40	4,35	4,30	4,30	4,20	4,20	4,15	4,26	4,30	4,15	
USDPLN**	3,73	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 04.04.2016r.						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Kwiecień	5,5		6,4
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Luty	10,3		10,3
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	-2,9		-4,0
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Luty	1,6	-1,1	-1,7
Wtorek 05.04.2016r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Luty	-0,1		0,2
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Marzec	54,0	54,0	54,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Marzec	53,7	53,7	53,7
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Luty	0,4		0,0
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Marzec	53,4	54,4	54,0
Środa 06.04.2016r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Kwiecień	1,50	1,50	1,50
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	3,3		-1,8
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Kwiecień			
Piątek 08.04.2016r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Luty	18,9		18,5
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Luty	0,2		-0,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Luty	-1,7		0,0

* 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