

W tym tygodniu

- **We wtorek poznamy lutowe wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro wzrósł do 54,6 pkt. w lutym wobec 54,4 pkt. w styczniu. Zwiększenie wartości wskaźnika nastąpiło przy spowolnieniu wzrostu aktywności gospodarczej w Niemczech i Francji oraz poprawie koniunktury w innych krajach obszaru wspólnej waluty objętych badaniem. W środę opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszy się do 109,6 pkt. w lutym z 109,8 pkt. w styczniu. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W środę uwaga rynków będzie zwrócona na publikację *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC.** Jednak ze względu na ubiegłotygodniowe wystąpienie J. Yellen (patrz poniżej), które dostarczyło wiele informacji nt. perspektyw polityki monetarnej FED, reakcja rynków na publikację opisu dyskusji członków FED będzie najprawdopodobniej ograniczona.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną dane dotyczące rynku nieruchomości w USA i wyniki badań koniunktury.** Uważamy, że sprzedaż nowych domów wzrosła do 576 tys. w styczniu wobec 536 tys. w grudniu ub. r., a sprzedaż domów na rynku wtórnym do 5,58 mln wobec 5,49 mln. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na lekkie pogorszenie nastrojów konsumentów w lutym (95,9 pkt. wobec 98,5 pkt. w styczniu). Naszym zdaniem dane z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu prezes FED J. Yellen przedstawiła półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** Podczas swojego przemówienia powiedziała, że niewłaściwym byłoby zbyt długie wstrzymywanie się od dalszej normalizacji polityki monetarnej w USA. Zwiększałoby ono prawdopodobieństwo gwałtownego zacieśnienia polityki pieniężnej w przyszłości, co byłoby zdestabilizowałoby rynki finansowe i mogłoby spowodować recesję w amerykańskiej gospodarce. J. Yellen zapowiedziała również, że na kolejnych posiedzeniach FED będzie monitorował czy inflacja i sytuacja na rynku pracy kształtują się zgodnie z oczekiwaniami Rezerwy Federalnej i od tej oceny zależać będzie termin następnej podwyżki stóp procentowych. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że kolejna podwyżka stóp procentowych (o 25bp) nastąpi w czerwcu. Uważamy, że przed podjęciem decyzji o dalszej normalizacji polityki monetarnej FED będzie chciał zapoznać się z nową projekcją makroekonomiczną. Niemniej jednak nie wykluczamy, że ewentualne wyraźnie lepsze od oczekiwań dane dotyczące rynku pracy oraz inflacji mogą skłonić FED podniesienia stóp procentowych już w maju.
- **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w styczniu do 1,8% r/r wobec 0,8% w grudniu ub. r.** Dane o styczniowej inflacji są niepełne i mają charakter wstępny ze względu na coroczną rewizję wag w koszyku inflacji. Pełne dane o wzroście cen w poszczególnych kategoriach w styczniu i lutym br., w tym zrewidowany wskaźnik inflacji w styczniu, zostaną opublikowane w marcu. Zgodnie z naszymi szacunkami najsilniejszy wpływ na wzrost inflacji miały wyższe dynamiki cen paliw, żywności, nośników energii, które podwyższyły inflację odpowiednio o 0,4 pp., 0,3 pp. oraz 0,2 pp. (por. MAKROpuls z 13.02.2017). W kierunku zwiększenia tempa wzrostu cen (o 0,1 pp.) oddziaływała również inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w styczniu do 0,1% r/r wobec 0,0% w grudniu. W kolejnych miesiącach 2017 r. oczekujemy relatywnej stabilizacji wskaźnika CPI. Z jednej strony w kierunku wyższej inflacji oddziaływać będzie zwiększenie inflacji bazowej związane z umiarkowanym nasileniem presji płacowej oraz

wtórny wpływ obserwowanego wzrostu cen nośników energii na ceny dóbr konsumpcyjnych (w szczególności usług). Z drugiej strony stopniowo wygasające efekty niskiej bazy dla cen paliw będą ograniczać wzrost wskaźnika CPI.

- **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w styczniu o 9,0% r/r wobec wzrostu o 2,3% w grudniu ub. r.** Główną przyczyną silnego zwiększenia dynamiki produkcji pomiędzy grudniem a styczniem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Do wzrostu dynamiki produkcji przemysłowej w styczniu przyczyniło się również ustąpienie efektu wysokiej bazy, związanego z obserwowanym w ostatnich miesiącach 2015 r. przyspieszeniem realizacji projektów współfinansowanych ze środków unijnych (por. MAKROpuls z 17.02.2017). Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w styczniu o 2,1% r/r wobec spadku o 8,0% w grudniu. Silny wzrost rocznej dynamiki produkcji był głównie efektem wspomnianej wyżej różnicy w liczbie dni roboczych oraz wyhamowania spadku inwestycji publicznych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja zwiększyła się o 2,5% m/m, co oznacza wzrost trzeci miesiąc z rzędu i jest zgodne z naszym scenariuszem stopniowej rosnącej absorpcji środków unijnych i znaczącego zwiększenia publicznych nakładów na infrastrukturę w 2017 r. Dane o styczniowej produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej sygnalizują ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki PKB w I kw. 2017 r. (2,8% r/r wobec 2,7% w IV kw.).
- **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się w styczniu do 11,4% r/r wobec 6,4% w grudniu.** W ujęciu realnym wzrosła ona o 9,6% r/r wobec 6,1% w grudniu. Do zwiększenia rocznej, realnej dynamiki sprzedaży w styczniu przyczynił się głównie silny wzrost dynamiki sprzedaży w kategorii "paliwa stałe, ciekłe i gazowe" do poziomu najwyższego od 2005 r. oraz "pozostałe", a więc w kategoriach charakteryzujących się relatywnie dużą zmiennością. Można przypuszczać, że wzrost dynamiki sprzedaży paliw był w pewnym stopniu efektem wyraźnie niższej niż przed rokiem średniej temperatury w styczniu br. oraz wprowadzenia tzw. pakietu paliwowego, którego wpływ na dynamikę sprzedaży wygaśnie w IV kw. br. (por. MAKROpuls z 17.02.2017). Naszym zdaniem struktura styczniowej sprzedaży detalicznej (duży udział zmiennych kategorii we wzroście), a także oczekiwany przez nas wzrost rocznego wskaźnika inflacji w lutym sygnalizują wysokie prawdopodobieństwo powrotu rocznej dynamiki sprzedaży w cenach stałych w lutym do ok. 6%.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w styczniu do -0,3% m/m wobec 0,6% w grudniu ub. r. Jej obniżenie wynikało ze spadku miesięcznej dynamiki produkcji w kategorii „dostarczanie mediów”. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w styczniu do 75,3% wobec 75,6% w grudniu ub. r. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. nominalnej sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w styczniu o 0,4% m/m wobec wzrostu o 1,0% w grudniu ub. r. W kierunku spadku dynamiki sprzedaży detalicznej oddziaływało niższe tempo wzrostu sprzedaży samochodów. Bez uwzględnienia sprzedaży samochodów sprzedaż detaliczna zwiększyła się w styczniu o 0,8% m/m wobec wzrostu o 0,4% w grudniu, co było efektem wyższej dynamiki sprzedaży w większości jej kategorii. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. liczby rozpoczętych budów (1285 tys. w styczniu wobec 1228 tys. w grudniu) oraz pozwoleń na budowę (1246 tys. wobec 1279 tys.), które wskazały na kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. Opublikowane zostały także wyniki regionalnych badań koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks NY Empire State zwiększył się w lutym do 18,7 pkt. wobec 6,5 pkt. w styczniu, a indeks Philadelphia FED wzrósł do 43,3 pkt. wobec 21,5 pkt. (najwyższy poziom od stycznia 1984 r.) Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w I kw. zwiększy się do 2,1% wobec 1,9% w IV kw. ub. r.
- **Deficyt rachunku obrotów bieżących w Polsce zwiększył się w grudniu do 533 mln EUR z 188 mln EUR w listopadzie.** Obniżenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych, dochodów wtórnych oraz usług (odpowiednio o 302 mln EUR, 197

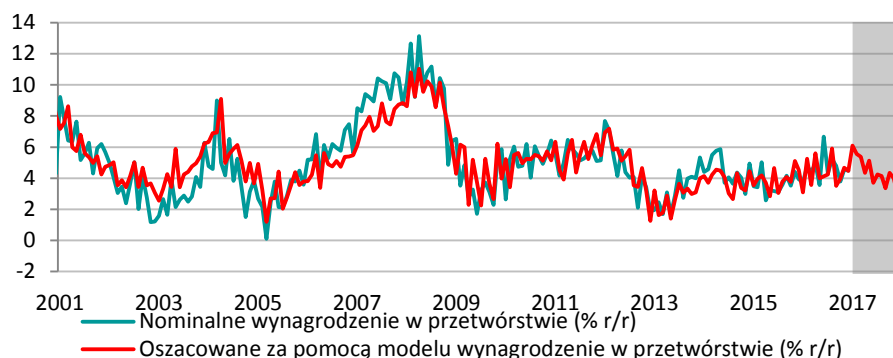
mln EUR i 114 mln EUR niższe niż w listopadzie). W przeciwnym kierunku oddziaływało wyższe saldo dochodów pierwotnych (o 268 mln EUR wyższe niż w listopadzie). Dynamika eksportu zwiększyła się w grudniu do 6,7% r/r wobec 4,7% w listopadzie, a dynamika importu wzrosła do 9,0% r/r wobec 6,2%. Szacujemy, że relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB w IV kw. zmniejszyła się do -0,6% wobec -0,5% w III kw. Prognozujemy, że w I kw. br. obniży się ona do -0,9%.

- ✔ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w styczniu do 4,3% r/r wobec 2,7% w grudniu ub. r.** Pozytywny wpływ na tempo wzrostu płac miały wygaśnięcie efektu związanego z przesunięciami w wypłatach rocznych nagród w dziale "górnictwo i kopalnictwo węgla kamiennego" oraz większa niż przed rokiem podwyżka płacy minimalnej. Wzrost nominalnego tempa wzrostu płac był natomiast najprawdopodobniej ograniczany przez rewizję próby przedsiębiorstw dokonywaną przez GUS w styczniu (por. MAKROpuls z 16.02.2017). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w styczniu do 4,5% r/r wobec 3,1% w grudniu. Silny miesięczny wzrost zatrudnienia był spowodowany coroczną rewizją danych o zatrudnieniu w mikroprzedsiębiorstwach. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w styczniu 7,1% r/r wobec 4,9% w grudniu ub. r. i 6,4% w IV kw. ub. r. Ze względu na wspomnianą wyżej rewizję danych o zatrudnieniu w mikroprzedsiębiorstwach dane o dynamice realnego funduszu płac w grudniu ub. r. i styczniu br. nie są w pełni porównywalne. Pełniejsza ocena tendencji w zakresie realnego funduszu płac będzie możliwa w marcu po publikacji lutowych danych o wynagrodzeniach i zatrudnieniu. Spadek realnych płac, wynikający ze wzrostu inflacji, stanowi wsparcie dla naszej prognozy zmniejszenia dynamiki spożycia prywatnego w I kw. 2017 r. (3,6% r/r wobec 4,0% w IV kw. 2016 r.).
- ✔ **Roczna dynamika PKB w Polsce w IV kw. 2016 r. zwiększyła się do 2,7% wobec 2,5% w III kw.** Pełne dane o strukturze PKB w IV kw. GUS opublikuje pod koniec lutego. Szacujemy, że kierunku wzrostu dynamiki PKB oddziaływały wyższe wkłady eksportu netto oraz zapasów. Przeciwny efekt miały niższe wkłady spożycia publicznego, spożycia prywatnego oraz inwestycji. Jednocześnie uważamy, że głównym źródłem wzrostu w IV kw. było spożycie prywatne (por. MAKROpuls z 31.01.2017).
- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Kwartałna dynamika PKB w strefie euro nie zmieniła się w IV kw. 2016 r. w stosunku do III kw. i wyniosła 0,4% (1,7% r/r w IV kw. wobec 1,8% w III kw.). W kierunku zwiększenia tempa wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty oddziaływała wyższa dynamika wzrostu m.in. w Niemczech (0,4% kw/kw w IV kw. wobec 0,1% w III kw.), Francji (0,4% wobec 0,2%), Belgii (0,4% wobec 0,2%) oraz Austrii (0,6% wobec 0,5%). Negatywny wpływ na tempo wzrostu PKB w strefie euro miały natomiast niższe dynamiki PKB m.in. w Grecji (-0,4% kw/kw w IV kw. wobec 0,9% w III kw.), Włoszech (0,2% wobec 0,3%), Holandii (0,5% wobec 0,8%) oraz Portugalii (0,6% wobec 0,8%). Tempo wzrostu PKB w Hiszpanii w IV kw. nie zmieniło się w porównaniu do III kw. i wyniosło 0,7% kw/kw. Prognozujemy, że w I kw. 2017 r. kwartałne tempo wzrostu PKB w strefie euro nie zmieni się w stosunku do IV kw. 2016 r. i wyniesie 0,4%.
- ✔ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zmniejszył się w lutym do 10,4 pkt. wobec 16,6 pkt. w styczniu.** Zgodnie z komunikatem, w kierunku pogorszenia nastrojów oddziaływały opublikowane w lutym słabsze od oczekiwań dane nt. produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz eksportu w Niemczech za grudzień 2016 r., a także wzrost niepewności związany z przyszłym kształtem polityki gospodarczej w USA, niejasną sytuacją wokół Brexitu oraz ze zbliżającymi się wyborami w krajach członkowskich UE o największym wpływie na tempo integracji europejskiej (m.in. wybory prezydenckie we Francji oraz wybory parlamentarne w Niemczech). Prognozujemy, że w I kw. 2017 r. kwartałne tempo wzrostu niemieckiego PKB nie zmieni się w stosunku do IV kw. ub. r. i wyniesie 0,4%.

Efektów drugiej rundy nie będzie

Zgodnie z badaniami NBP, oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych w Polsce kształtowane są w dominującym stopniu pod wpływem bieżącej inflacji. Na ich oczekiwania w niewielkim stopniu oddziałuje natomiast cel inflacyjny banku centralnego. W przypadku utrzymania się tendencji do wzrostu cen konsumpcyjnych może dojść do nasilenia oczekiwań sektora prywatnego na zwiększenie inflacji w przyszłości. Efekty drugiej rundy oznaczają wtórny szok cenowy w reakcji na podwyżki płac wywołane wzrostem inflacji. W warunkach niskiego bezrobocia pracownicy mogą wywierać presję płacową (żądanie podwyżek) na pracodawcę w reakcji na rosnące ceny. Jeśli rosnące płace nie idą w parze ze wzrostem wydajności prowadzi to do zwiększenia jednostkowych kosztów pracy. Wzrost kosztów przedsiębiorcy rekompensują podwyżkami cen swoich produktów. Ze względu na wzrost cen pracownicy nie odczuwają wzrostu siły nabywczej związanej z wyższym wynagrodzeniem i żądają kolejnych podwyżek. I tak cykl się powtarza.

Biorąc pod uwagę, że w okresie listopad 2016 r. – styczeń 2017 r. roczny wskaźnik inflacji CPI silnie zwiększył się z 0,0% do 1,8% i oczekiwany jest jego dalszy wzrost, zbadaliśmy, czy w najbliższych miesiącach możemy mieć do czynienia z wystąpieniem efektów drugiej rundy w przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego. W celu wyodrębnienia efektów drugiej rundy oraz zbadania istotności ich wpływu na tempo wzrostu wynagrodzeń zbudowaliśmy model ekonometryczny, opisujący zależność nominalnej dynamiki płac w przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego od trzech czynników - wzrostu wydajności pracy (wpływ długookresowy), odchylenia stopy bezrobocia od trendu stanowiącego przybliżenie bezrobocia równowagi (czynnik krótkookresowy, związany z fazą cyklu koniunktury) oraz bieżącej inflacji. Jako miarę inflacji przyjęliśmy roczną dynamikę cen żywności i paliw. Towary te stanowią istotną część wydatków konsumentów (ok. 30%) i są nabywane relatywnie często. W konsekwencji zmiany ich cen wpływają relatywnie silnie na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. Testowaliśmy również specyfikację modelu, w którym zmiany cen reprezentowane były wskaźnikiem inflacji CPI – wyniki były spójne z wskazaniem pierwszego modelu. Wyniki modelowania potwierdziły statystycznie istotny, dodatni wpływ inflacji na tempo wzrostu płac w przetwórstwie przemysłowym. Na podstawie obu modeli szacujemy, że w okresie listopad 2016 r. – styczeń 2017 r. trend wzrostu płac w przetwórstwie przemysłowym, mierzony ich wygładzoną roczną dynamiką, podwyższył się o ok. 0,6-0,8 pkt. proc. wyłącznie na skutek nasilenia oczekiwań inflacyjnych.

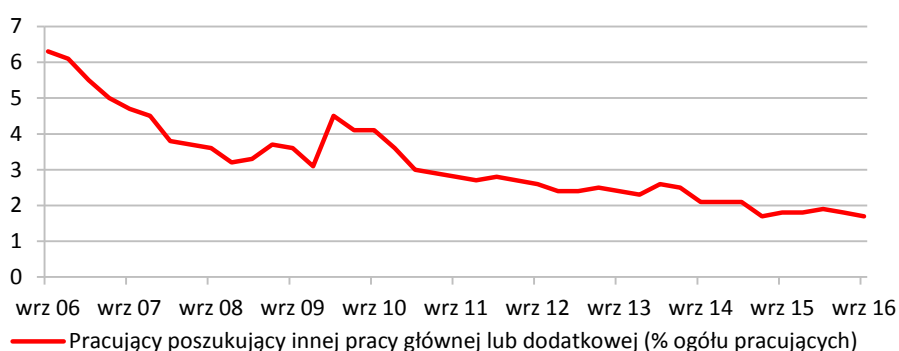


Źródło: GUS, Credit Agricole

Korzystając z oszacowanych modeli dokonaliśmy prognozy dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego. Uważamy, że ze względu na oczekiwane przez nas stopniowe przyspieszenie wzrostu produkcji w przetwórstwie w kolejnych miesiącach (efekt coraz większej absorpcji środków unijnych i ożywienia w handlu światowym,

por. MAKROpuls z 17.02.2017) oraz zmniejszenie dynamiki zatrudnienia (zbliżanie się do równowagi na rynku pracy) będziemy mieli do czynienia z szybszym wzrostem wydajności w przetwórstwie. Tendencja ta będzie miała pozytywny wpływ na tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń w przetwórstwie. Dodatkowo, oczekiwany przez nas dalszy wzrost dynamiki cen żywności i paliw w I poł. br. będzie również oddziaływał w kierunku zwiększenia dynamiki płac. W II poł. br. wpływ ten ustąpi, ze względu na wygasające efekty niskiej bazy dla cen surowców przyczyniające się do ponownego spadku inflacji. Ponadto

oczekujemy stopniowego wyhamowania poprawy sytuacji na rynku pracy. Skala spadku odsezonowanej stopy bezrobocia będzie ograniczana m.in. przez trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników. W efekcie odchylenie w dół stopy bezrobocia od trendu będzie się zmniejszało, co zgodnie z wynikami naszego modelu ma negatywny wpływ na dynamikę wynagrodzeń. Zgodnie z prognozą ekonometryczną nominalne tempo wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego zwiększy się z 4,3% r/r w IV kw. 2016 r. do 5,7% w I kw. br. i w kolejnych kwartałach pozostanie w trendzie spadkowym osiągając 3,7% w IV kw. br. Należy pamiętać, że jest to prognoza nieuwzględniająca m.in. wpływu przesunięć wypłat premii w niektórych branżach, różnicy w liczbie dni roboczych oraz efektów bazy. W rezultacie przewidujemy, że dynamika wynagrodzeń w I kw. będzie w rzeczywistości niższa niż sugeruje model ekonometryczny. Średnioroczne nominalne tempo wzrostu płac w przetwórstwie wyniesie 4,4% w 2017 r. wobec 4,6% w 2016 r.



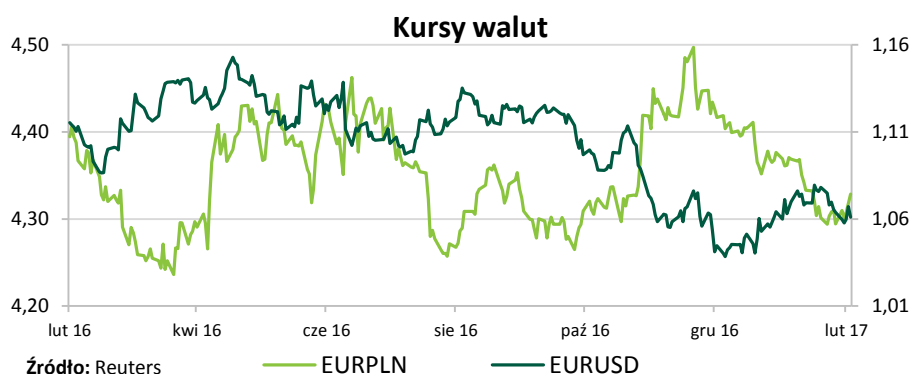
Prognoza ta wskazuje zatem na niskie prawdopodobieństwo wystąpienia efektów drugiej rundy w najbliższych kwartałach. Wyniki modelowania ekonometrycznego są spójne z innymi wskaźnikami dotyczącymi rynku pracy. Zgodnie z wynikami badania koniunktury przedsiębiorstw przez NBP (Szybki monitoring, styczeń 2017 r.) coraz więcej przedsiębiorców (ok. 16%

Źródło: GUS, Credit Agricole

respondentów) odczuwa nasilającą się presję płacową. Zwiększyły się one we wszystkich analizowanych przez NBP sekcjach gospodarki. Jest to jednak nadal znacząco niższa presja niż ta obserwowana w szczycie bardzo dobrej koniunktury na przełomie lat 2007/2008, kiedy na wzrost presji płacowej wskazywało ponad 25% ankietowanych przedsiębiorstw. Wzrost dynamiki wynagrodzeń jest obecnie ograniczany przez możliwość zwiększenia wymiaru godzinowego pracowników dotychczas zatrudnionych na część etatu, niski stopień uzwiązkowienia w sektorze prywatnym, gotowość pracodawców do przeniesienia produkcji za granicę, napływ imigrantów (szczególnie Ukraińców) oraz migracje powrotne Polaków. Czynnikiem niesprzyjającym uzyskiwaniu wyższego wynagrodzenia jest również spadek przepływów na rynku pracy, w szczególności z pracy do pracy. Zgodnie z badaniami NBP przeciętny czas oczekiwania na podwyżkę w tym samym miejscu pracy to kilka lat, podczas gdy zmiana pracodawcy zwykle skutkuje natychmiastowym zwiększeniem otrzymywanego wynagrodzenia. Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności wskazuje, że liczba osób pracujących poszukujących innej pracy głównej lub dodatkowej wyrażona jako odsetek wszystkich pracujących znajduje się w ostatnich latach w trendzie malejącym i w III kw. ub. r. ukształtowała się na najniższym poziomie w historii badań (1,7%, *ex aequo* z II kw. 2015 r.).

Zarysowane powyżej czynniki presji płacowej oraz wyniki badania ekonometrycznego sygnalizują niskie prawdopodobieństwo wystąpienia wtórnej – w stosunku do wzrostu inflacji – zwiększonej presji płacowej w najbliższych kwartałach. Wniosek ten jest spójny z naszą prognozą tylko umiarkowanego zwiększenia dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej w br. (4,5% r/r wobec 3,8% w 2016 r.).

Indeksy PMI dla strefy euro neutralne dla złotego

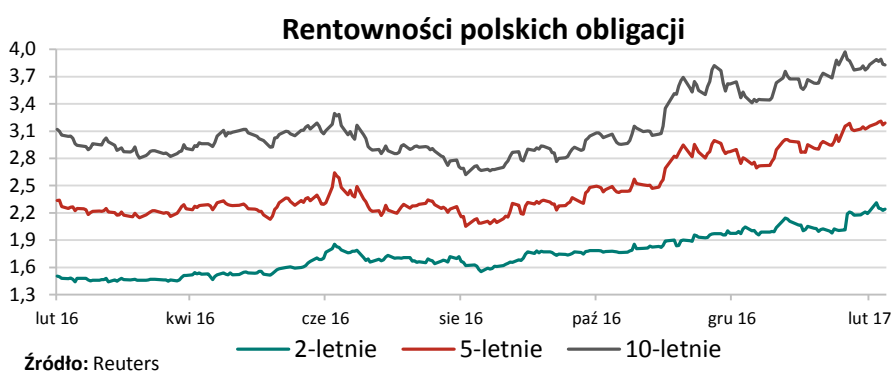


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3287 (osłabienie złotego o 0,8%). W poniedziałek rano złoty tracił na wartości, co w naszej ocenie było korektą po jego aprecjacji w piątek dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 13.02.2017). Po południu doszło jednak do jego umocnienia, któremu sprzyjała publikacja

wyższych od oczekiwań danych nt. krajowej inflacji. We wtorek rano mieliśmy do czynienia z kontynuacją aprecjacji polskiej waluty, która częściowo mogła być związana z publikacją wyższych od oczekiwań danych nt. polskiego PKB oraz niższych od konsensusu rynkowego danych o PKB w strefie euro. Po południu złoty tracił na wartości w oczekiwaniu na wystąpienie szefowej FED J. Yellen przed Kongresem. W środę złoty kontynuował deprecjację, co częściowo związane było naszym zdaniem z jastrzębim wydzwiękiem wystąpienia J. Yellen. W czwartek kurs polskiej waluty był stabilny. W piątek rano złoty tracił na wartości. Wyraźnie lepsze od oczekiwań dane nt. krajowej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej miały ograniczony wpływ na złotego. Po południu jego kurs ustabilizował się.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą wyniki badań koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach, które zostaną opublikowane we wtorek rano. W przypadku realizacji naszych prognoz zbliżonych do konsensusu rynkowego uważamy, że wpływ tych danych na kurs polskiej waluty będzie ograniczony. Neutralne dla złotego będą również naszym zdaniem przewidziane na środę publikacje indeksu Ifo oraz Minutes ze styczniowego posiedzenia FOMC. Sumaryczny wpływ danych z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan) na kurs złotego będzie ograniczony.

Ograniczony wpływ wystąpienia J. Yellen na rentowności



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 2,24 (wzrost o 2pb), obligacji 5-letnich wzrosły do poziomu 3,191 (wzrost o 4pb), a obligacji 10-letnich nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 3,83. W ubiegłym tygodniu

najważniejszym wydarzeniem na polskim rynku długu było wtorkowe wystąpienie J. Yellen przed Kongresem. Jego jastrzębi wydzwięk doprowadził do wzrostu rentowności na rynkach bazowych (USA, Niemcy), co znalazło odzwierciedlenie w spadku cen polskich obligacji. W czwartek doszło do korekty, której dodatkowo sprzyjała udana aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 5-, 9-, 10- i 30- letnich terminach zapadalności za 7,0 mld zł przy popycie równym 12,86 mld zł. Piątkowe wyraźnie lepsze od oczekiwań krajowe dane o krajowej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej nie miały istotnego wpływu na polski rynek długu.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą publikacje wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (indeksy PMI w wtorek oraz indeks Ifo dla Niemiec w środę). W przypadku realizacji naszych zbliżonych do konsensusu prognoz publikacje te będą neutralne dla cen polskich obligacji. Istotna dla polskiego rynku długu będzie również zaplanowana na środę publikacja *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC. Uważamy jednak, że jej wpływ na rentowności krzywą dochodowości w Polsce będzie ograniczony. Neutralny dla polskiego rynku długu będzie również naszym zdaniem sumaryczny wpływ danych z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan).

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17
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*	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,29
Kurs USDPLN*	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,01
Kurs CHFPLN*	3,98	4,00	3,87	3,97	3,96	4,04	4,02	3,97	3,93	3,96	4,13	4,11	4,04	4,01
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,8	
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,4	6,8	0,7	5,9	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,2	2,4	9,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,0	4,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	10,2	10,2	9,9	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,7	
Saldo ROB (mln EUR)	679	-652	-217	691	1392	-723	-993	-739	-445	-531	-188	-533		
Eksport (r/r, %, EUR)	-1,3	5,4	0,0	4,0	1,4	6,0	-5,2	9,2	2,7	-2,3	4,7	6,7		
Import (r/r, %, EUR)	0,3	7,4	0,9	0,0	2,5	0,8	-6,9	10,8	3,1	2,1	6,2	9,0		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2016				2017				2016	2017	2018	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,0	3,1	2,5	2,7	2,8	2,5	3,3	4,1	2,8	3,3	3,2	
Konsumpcja (% r/r)	3,2	3,3	3,9	4,0	3,6	3,6	2,9	2,8	3,6	3,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	-2,2	-5,0	-7,7	-5,8	0,0	1,6	6,8	8,7	-5,5	5,3	10,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,7	11,4	6,8	6,0	6,9	9,2	12,1	12,5	7,5	10,2	7,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	10,0	7,8	5,5	8,0	10,7	13,0	13,1	7,8	11,2	9,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	2,3	2,0	2,3	2,1	1,7	1,4	2,1	1,9	1,7
	Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,9	-1,4	-1,6	0,0	0,3	1,2	2,2	-1,1	1,0	1,8
	Eksport netto (pp.)	-0,7	1,0	-0,3	0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,6
Saldo obrotów bieżących***	-0,8	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-0,6	-1,0	-1,5	
Stopa bezrobocia (%)**	9,9	8,7	8,3	8,3	8,8	7,9	7,8	8,1	8,3	8,1	8,1	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,2	2,3	1,5	1,3	0,6	0,4	0,2	0,1	1,8	0,3	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,1	4,3	4,1	3,7	4,1	4,4	4,6	4,8	3,8	4,5	4,8	
Inflacja CPI (%)*	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	1,8	1,7	1,5	1,3	-0,6	1,5	2,3	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	1,71	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	2,23	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	
EURPLN**	4,24	4,38	4,29	4,40	4,35	4,33	4,23	4,18	4,40	4,18	4,07	
USDPLN**	3,73	3,94	3,82	4,18	4,14	4,16	4,03	3,87	4,18	3,87	3,51	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 20.02.2017r.						
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Luty	-4,9		-4,9
Wtorek 21.02.2017r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Luty	56,4	56,2	56,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Luty	53,7	53,6	53,7
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Luty	55,2	55,0	55,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Luty	54,4	54,6	54,3
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	55,0		55,2
Środa 22.02.2017r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Luty	109,8	109,6	109,6
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	1,8	1,8	1,8
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mIn m/m)	Styczeń	5,49	5,58	5,55
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Styczeń			
Czwartek 23.02.2017r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,4	0,4	0,4
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Styczeń	8,3	8,7	8,7
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Luty			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	239		
Piątek 24.02.2017r.						
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Styczeń	536	576	575
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	95,7	95,9	96,0

* 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