

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Dwa tygodnie temu prezes FED, J. Yellen zapowiedziała, że jeśli na marcowym posiedzeniu członkowie FED uznają, iż zatrudnienie oraz inflacja w USA kształtują się zgodnie z ich oczekiwaniami, to najprawdopodobniej właściwa będzie dalsza normalizacja polityki monetarnej. Uważamy, że napływające dane z amerykańskiej gospodarki są spójne z oczekiwaniami FED. Ponadto, wyprzedzające wskaźniki koniunktury sygnalizują, że ożywienie w strefie euro, Chinach i Japonii ma charakter trwały, a negatywny wpływ Brexitu i zwiększonych potrzeb kapitałowych w niemieckim i włoskim sektorze bankowym na wzrost gospodarczy w strefie euro będzie ograniczony. Tym samym przewidujemy, że FOMC podniesie w tym tygodniu docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25 pb do [0,75%; 1,00%]. Na konferencji po posiedzeniu przedstawiona zostanie marcowa projekcja makroekonomiczna FOMC. Oczekujemy, że prognozowane ścieżki tempa wzrostu gospodarczego i inflacji w latach 2017-2018 zostaną w niej podniesione w porównaniu do grudniowej projekcji. Z kolei ścieżka stopy bezrobocia zostanie zrewidowana w dół w porównaniu do grudniowej projekcji. Projekcja najprawdopodobniej wskaże również, że preferowana przez członków FED skala zacieśniania polityki pieniężnej w 2017 r. to 50 pb (wobec 75 pb we grudniowej projekcji FOMC), w 2018 r. to 100 pb (bez zmian w porównaniu do grudniowej projekcji) i 75 pb w 2019 r. W naszej ocenie przewidywana przez członków FED wysokość stóp procentowych w długim okresie zostanie obniżona (do poziomu 2,75% wobec 3,00% w grudniowej projekcji). Uzasadnieniem dla mniejszej niż w grudniowej projekcji skali spodziewanego zacieśnienia polityki monetarnej w 2017 r. będą nadmierne – w ocenie członków FOMC – oczekiwania podmiotów gospodarczych dotyczące pozytywnego wpływu polityki realizowanej przez administrację D. Trumpa na wzrost gospodarczy w średniej perspektywie. Uważamy, że Kongres i Senat poprą tylko takie propozycje zmniejszenia podatków lub zwiększenia nakładów na infrastrukturę, których negatywny wpływ na saldo budżetu federalnego (w 2016 r. deficyt budżetowy wyniósł 3,2% PKB) będzie ograniczony. W efekcie, w najbliższych miesiącach podmioty gospodarcze będą rewidować w dół swoje oczekiwania dotyczące skali ekspansji fiskalnej, co może przyczynić się do obniżenia ocen koniunktury w sektorze przedsiębiorstw i pogorszenia perspektyw popytu. W konsekwencji, wysokie prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza stanowi argument na rzecz zmniejszenia oczekiwanej przez członków FOMC skali podwyżek stóp w 2017 r. Nasz scenariusz zakładający podwyżkę stóp procentowych w USA o 25 pb USA w tym tygodniu jest zgodny z konsensusem rynkowym, jednak podczas konferencji po posiedzeniu FOMC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach. Publikacja grudniowej projekcji makroekonomicznej FOMC (wskazującej na obniżenie poziomu stóp procentowych w długim okresie) może przyczynić się do lekkiego umocnienia złotego i spadku rentowności obligacji na długim końcu krzywej dochodowości.
- **W środę odbędą się wybory parlamentarne w Holandii.** Zgodnie z sondażami przeprowadzonymi w ostatnich kwartałach największym poparciem wyborców cieszyła się eurosceptyczna Partia Wolności (PVV). Sondaże przeprowadzone od początku br. wskazywały jednak na malejące poparcie dla PVV i na początku marca utraciła ona prowadzenie na rzecz Partii Ludowej na rzecz Wolności i Demokracji (VVD). Realizacja naszego scenariusza bazowego, w którym PVV nie uzyska największej liczby miejsc w parlamencie będzie oddziaływała w kierunku wzrostu kursu EURUSD oraz lekkiego spadku kursu EURPLN i rentowności polskich obligacji. W przypadku znaczącego zwycięstwa PVV oczekujemy odwrotnej reakcji rynkowej.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w lutym do 0,2% m/m wobec -0,3% w styczniu, co było spójne z przyrostem zatrudnienia w przetwórstwie w lutym (28 tys. osób). Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w lutym o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,4% w styczniu ze względu na niższą dynamikę sprzedaży w branży

motoryzacyjnej. Trwałość ożywienia na rynku nieruchomości w USA potwierdzą wysokie na tle ostatnich lat wartości liczby pozwoleń na budowę domów (1263 tys. w lutym wobec 1293 tys. w styczniu) oraz liczby rozpoczętych budów domów (1275 tys. wobec 1246 tys.). Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Naszym zdaniem indeks Philadelphia FED spadł w marcu do 30,0 pkt. z 43,3 pkt. w lutym, a wskaźnik NY Empire State najprawdopodobniej zmniejszył się do 16,7 pkt. z 18,7 pkt. w lutym. Oczekujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na lekką poprawę nastrojów konsumentów w marcu (97,5 pkt. wobec 96,3 pkt. w lutym). Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.

- ✔ **We wtorek poznamy liczne dane z chińskiej gospodarki.** Prognozujemy przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej (do 6,2% r/r w lutym z 6,0% w styczniu), sprzedaży detalicznej (do 11,0% r/r z 10,9%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (do 8,3% r/r z 8,1%). Lutowe dane z chińskiej gospodarki będą w naszej ocenie neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **W środę opublikowane zostaną dane o lutowej inflacji w Polsce.** Jednocześnie podane zostaną nowe wagi kategorii koszyka inflacyjnego i zrewidowany poziom inflacji w styczniu. Oczekujemy, że roczna dynamika cen zwiększyła się w lutym do 2,1% wobec 1,8% w styczniu. Nasza prognoza jest zgodna z oczekiwaniami rynku, a tym samym publikacja danych nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego i rynek długu.
- ✔ **W czwartek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w styczniu.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do 332 mln EUR wobec -533 mln EUR w grudniu ub. r., będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda bilansu handlowego. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z 6,7% r/r w grudniu do 15,0% w styczniu, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z 9,0% r/r do 15,2%. W kierunku jednoczesnego wzrostu dynamik eksportu i importu oddziaływała korzystna różnica liczby dni roboczych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla rynków.
- ✔ **W czwartek poznamy lutowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosła 4,5% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się w lutym do 4,1% r/r wobec 4,3% w styczniu, co było efektem m.in. wypłat niższych niż przed rokiem premii w górnictwie (tzw. „czternastki”). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- ✔ **W piątek opublikowane zostaną krajowe dane o lutowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji obniżyła się do 1,7% r/r w lutym wobec 9,0% w styczniu, a nominalne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej zmniejszyło się do 8,5% r/r wobec 11,5%. Zmniejszenie dynamik produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej było spowodowane głównie niekorzystną różnicą liczby dni roboczych. Uważamy, że zagregowany wpływ danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej będzie lekko negatywny dla złotego i pozytywny dla cen krajowego długu.

W zeszłym tygodniu

- ✔ **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie EBC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami utrzymane zostały na nim dotychczasowe parametry polityki monetarnej. W komunikacie po marcowym posiedzeniu powtórzona została zapowiedź, że rozszerzony program skupu aktywów potrwa przynajmniej do grudnia 2017 r. Niezmieniony został również fragment mówiący, iż stopy procentowe zostaną najprawdopodobniej utrzymane na obecnym lub niższym poziomie przez dłuższy okres, znacząco przekraczający horyzont programu skupu aktywów (tzw. *forward guidance*). Na konferencji prasowej po posiedzeniu przedstawione zostały również wyniki

marcowej projekcji ekonomicznej. EBC prognozuje, że inflacja w strefie euro w 2017 r. wyniesie 1,7% (1,3% w grudniowej projekcji), 1,6% w 2018 r. (1,5%) oraz 1,7% w 2019 r. (1,7%). Prognozy PKB zostały nieznacznie podwyższone do 1,8% w 2017 r. (1,7% w grudniowej projekcji), 1,7% w 2018 r. (1,6%). Prognoza dynamiki PKB na 2019 r. nie uległa zmianie (1,6%). Podczas konferencji wypowiedzi prezesa EBC M. Draghiego charakteryzowały się nieznacznie mniej gołębi niż dotychczas nastawieniem. Zaznaczył on m.in. iż bilans ryzyka dla perspektyw gospodarczych w strefie euro poprawił się. Uważamy, że po zapoznaniu się z kolejną, czerwcową projekcją, EBC określi bilans czynników ryzyka jako zrównoważony i w efekcie zmieni treść *forward guidance* rezygnując z fragmentu mówiącego o możliwości dalszych obniżek stóp procentowych. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, w którym skala łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC jest obecnie blisko lokalnego maksimum i w kolejnych kwartałach EBC będzie stopniowo ograniczał stopień ekspansywności polityki pieniężnej. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że we wrześniu br. EBC podejmie decyzję o wydłużeniu programu do marca 2018 r. a następnie będzie go stopniowo wygaszał, aż do jego zakończenia w grudniu 2018 r.

✔ **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** RPP podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. W treści komunikatu znalazł się również wprowadzony po posiedzeniu w lutym fragment wskazujący na ograniczone ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie (por. MAKROpuls z 08.03.2017). Przewidywana w marcowej projekcji ścieżka inflacji i PKB w latach 2017-2018 została zrewidowana w górę wobec scenariusza przedstawionego w projekcji listopadowej. Zgodnie z projekcją w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się na poziomie wyraźnie niższym od celu inflacyjnego RPP (2,5%) i cel ten osiągnie dopiero w 2019 r. Podczas konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński zaznaczył, że ewentualna materializacja scenariusza makroekonomicznego zarysowanego w projekcji byłaby dla niego argumentem na rzecz utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie do końca 2018 r. W naszej ocenie wskazuje to złagodzenie nastawienia prezesa NBP, gdyż w jego dotychczasowych wypowiedziach akcentował on potrzebę utrzymania status quo w polityce pieniężnej do końca br. Wyniki marcowej projekcji NBP, i wypowiedzi prezesa NBP stanowią wsparcie dla naszej prognozy stóp NBP. Zgodnie z naszym scenariuszem Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w czerwcu 2018 r., a łączna podwyżka stóp w 2018 r. wyniesie 50 pb.

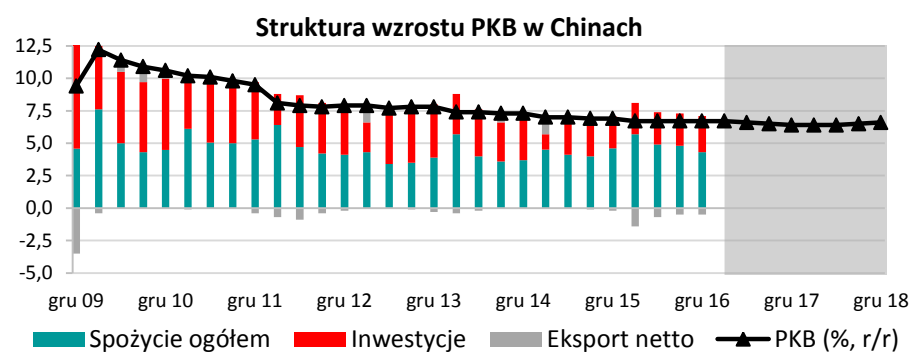
✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w lutym o 235 tys. wobec wzrostu o 155 tys. w styczniu (rewizja w dół z 157 tys.), co było powyżej oczekiwań rynku (190 tys.). Największy wzrost liczby etatów odnotowano edukacji i ochronie zdrowia (+32,5 tys.), budownictwie (+58,0 tys.) oraz usługach biznesowych (+37,0 tys.). Zatrudnienie obniżyło się natomiast w handlu detalicznym (-26,0 tys.) oraz dostarczaniu mediów (-1,0 tys.). Stopa bezrobocia zmniejszyła się w lutym do 4,7% wobec 4,8% w styczniu, kształtując się lekko poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,8%, por. MAKROmapa z 19.12.2016). Jednocześnie odnotowano wzrost współczynnika aktywności zawodowej, który w lutym wyniósł 63,0% wobec 62,9% w styczniu. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego w lutym zwiększyła się do 2,8% wobec 2,6% w styczniu. Oczekujemy, że kontynuacja poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy w kolejnych miesiącach będzie oddziaływała w kierunku dalszego wzrostu rocznej dynamiki wynagrodzeń. Dobre dane z rynku pracy stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego podwyżkę stóp procentowych na posiedzeniu FOMC w tym tygodniu (patrz powyżej).

✔ **Saldo chińskiego bilansu handlowego zmniejszyło się w lutym do -9,2 mld USD wobec 51,3 mld USD w styczniu.** Jednocześnie dynamika eksportu zmniejszyła się do -1,3% r/r w lutym wobec 7,9% w styczniu, a dynamika importu wzrosła do 38,1% r/r wobec 16,7%.

Zaobserwowany w lutym deficyt handlowy w Chinach ma naszym zdaniem charakter przejściowy wynikający głównie z oddziaływania efektów statystycznych związanych z Nowym Rokiem Księżycowym. Tym samym lutowe dane nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym w kolejnych kwartałach będziemy mieli do czynienia z ożywieniem w światowym handlu.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z niemieckiej gospodarki. Nadwyżka handlu zagranicznego zwiększyła się w styczniu do 18,5 mld EUR wobec 18,3 mld EUR w grudniu. Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się do 2,7% m/m w styczniu wobec -2,8% w grudniu, a dynamika importu wzrosła do 3,0% m/m wobec 0,1%. Wzrost odnotowała również miesięczna dynamika produkcji przemysłowej, która w styczniu wyniosła 2,8% wobec -2,4% w grudniu. Jej zwiększenie wynikało z wyższej dynamiki produkcji w przetwórstwie oraz budownictwie. Spadek odnotowały natomiast zamówienia w przemyśle, które zmniejszyły się w styczniu o 7,4% m/m wobec wzrostu o 5,2% w grudniu. Prognozujemy, że w 2017 r. PKB w Niemczech zwiększy się o 1,5% wobec wzrostu o 1,8% w 2016 r.

Kolejny rok ekspansji fiskalnej Chin



Źródło: Reuters, Credit Agricole

W ubiegłym tygodniu odbyło się Ogólnochińskie Zgromadzenie Przedstawicieli Ludowych. Jednym z ważniejszych efektów tego spotkania było wyznaczenie celu dla rocznego przyrostu zatrudnienia w Chinach w 2017 r. na poziomie 11 mln etatów wobec 10 mln w 2016 r. Jego podwyższenie w stosunku do 2016 r. jest w znacznym stopniu podyktowane kontynuacją strategii

chińskiego rządu, której celem jest reforma modelu wzrostu gospodarczego Chin – przesunięcie od inwestycji do konsumpcji jako głównego czynnika wzrostu. Uważamy, że cel dla wzrostu zatrudnienia przedstawiony przez chiński rząd jest realistyczny (w 2016 r. liczba osób pracujących wzrosła o 13,1 mln), jednak jego osiągnięcie będzie wymagało utrzymania relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego.

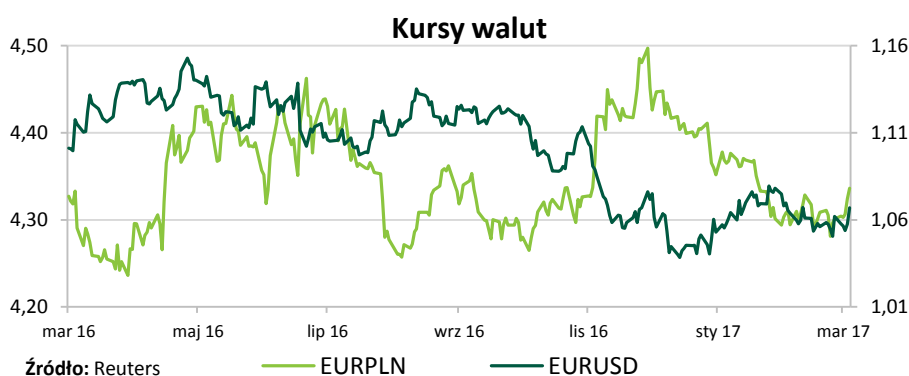
W rezultacie, cel dla rocznego tempa wzrostu chińskiego PKB w 2017 r. został ustalony na poziomie „ok. 6,5%” wobec celu równego „6,5-7,0%” w 2016 r. Naszym zdaniem potencjalne tempo wzrostu gospodarczego w Chinach wynosi obecnie ok. 4,0-4,5%. Rząd jest świadomy, że bez wsparcia publicznego osiągnięcie ambitnych celów, zakładających tempo wzrostu PKB wyższe od potencjalnego, nie będzie możliwe. Realizacja założonych celów będzie wymagała tym samym rozluźnienia polityki fiskalnej – cel dla deficytu w finansach publicznych został poniesiony do 3,7% PKB w 2017 r. z 3,2% w 2016 r. Należy zwrócić uwagę, że ze względu na oczekiwane przez nas znaczące przyspieszenie nominalnego PKB w br. (wynikające z silnego wzrostu cen) ekspansja fiskalna nie spowoduje zwiększenia długu publicznego w relacji do PKB w 2017 r. Uzależnienie wzrostu PKB Chin w dużym stopniu od interwencji rządowych finansowanych zadłużeniem stanowi jednak istotne zagrożenie dla stabilności systemu finansowego i perspektyw wzrostu gospodarczego w średnim i długim okresie.

Uważamy, że duże możliwości interwencji rządu chińskiego pozwolą na kształtowanie wzrostu gospodarczego zgodnie z założonymi celami. Prognozujemy, że w całym 2017 r. dynamika PKB wyniesie średniorocznie 6,6% wobec 6,7% w 2016 r. Jednocześnie oczekujemy zmiany struktury chińskiego wzrostu gospodarczego – wkład konsumpcji prywatnej będzie przewyższać kontrybucję inwestycji do

wzrostu PKB. Oczekujemy, że wkład spożycia prywatnego ulegnie zwiększeniu z 2,9 pkt. proc. w 2016 r. do 3,2 pkt. proc. w 2017 r. ze względu na szybszy wzrost funduszu płac, rosnącą skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji oraz ułatwiony dostęp do kredytu konsumpcyjnego. Ze względu na znaczące interwencje rządu łączny wkład inwestycji (3,1 pkt. proc. w 2017 r. wobec 2,8 pkt. proc. w 2016 r.) oraz spożycia publicznego (1,1 wobec 1,5 pkt. proc.) do wzrostu PKB wciąż będzie dominujący jednak ulegnie lekkiemu obniżeniu. Wyższa dynamika popytu krajowego, poprzez przyspieszenie importu, będzie oddziaływać w kierunku dalszego spadku wkładu eksportu netto (-0,8 pkt. proc. w 2017 r. wobec -0,5 pkt. proc. w 2016 r.). Oczekujemy, że w 2018 r. „miękkie lądowanie” gospodarki chińskiej będzie kontynuowane – dynamika PKB zmniejszy się do 6,5% (por. wykres).

Chiny są odbiorcą tylko ok. 1% polskiego eksportu (głównie miedź, maszyny i urządzenia oraz żywność). Tym samym, bezpośredni wpływ zwiększenia importu Chin na wzrost gospodarczy w Polsce oceniamy jako niewielki. Zwiększony popyt krajowy w Chinach będzie oddziaływał jednak w kierunku ożywienia w handlu światowym oraz przyspieszenia globalnego tempa wzrostu gospodarczego. W efekcie wyższa dynamika PKB u naszych głównych partnerów handlowych będzie oddziaływała w kierunku szybszego wzrostu gospodarczego w Polsce. Zarysowane powyżej czynniki stanowią wsparcie dla naszej prognozy przyspieszenia wzrostu PKB z 2,8% r/r w ub. r. do 3,3% w 2017 r.

Projekcja FOMC może umocnić złotego



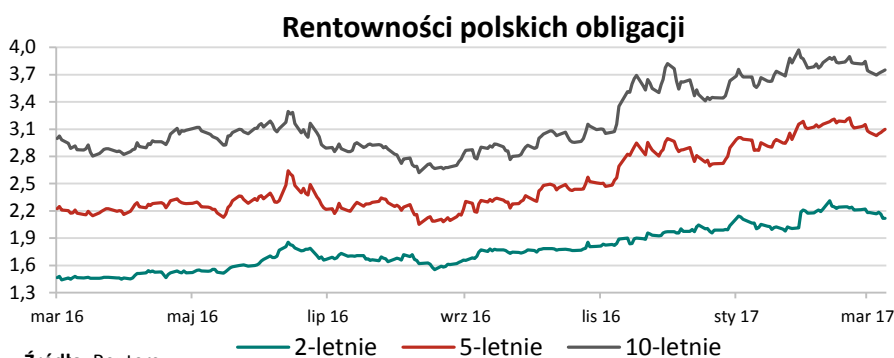
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3362 (osłabienie złotego o 0,8%). Od poniedziałku do środy mieliśmy do czynienia z relatywną stabilizacją kursu złotego, której sprzyjały ubogi kalendarz makroekonomiczny oraz brak dużych zmian w poziomie globalnej awersji do ryzyka obrazowanego indeksem VIX.

Środowa konferencja RPP miała ograniczony wpływ na kursu złotego. Zmiana wydzźwięku konferencji po czwartkowym posiedzeniu EBC na mniej gołębi niż dotychczas oddziaływała w kierunku osłabienia polskiej waluty względem euro. Deprecjacja złotego była kontynuowana również w piątek, czemu sprzyjały lepsze od oczekiwań dane z rynku pracy w USA.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie środowe posiedzenie FOMC. Nasz scenariusz zakładający podwyżkę stóp procentowych o 25 pb USA w tym tygodniu jest zgodny z oczekiwaniami rynku, jednak podczas konferencji po posiedzeniu FOMC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego. Publikacja marcowej projekcji makroekonomicznej FOMC (wskazującej na obniżenie poziomu stóp procentowych w długim okresie) może przyczynić się do lekkiego umocnienia złotego. Liczne dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, a także indeksy NY Empire State, Philadelphia FED i wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC. Neutralna dla kursu złotego będzie również wtorkowa publikacja danych z Chin. Ograniczony wpływ na kurs złotego będą najprawdopodobniej miały również krajowe dane o inflacji, zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw oraz bilansie płatniczym. Lekko negatywny dla złotego może być natomiast zagregowany wpływ danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w Polsce. W środę odbędą się wybory parlamentarne w Holandii. Realizacja naszego

scenariusza bazowego, w którym PVV nie uzyska największej liczby miejsc w parlamencie będzie oddziaływała w kierunku wzrostu kursu EURUSD oraz lekkiego spadku kursu EURPLN.

Posiedzenie FOMC w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zmniejszyły się do poziomu 2,119 (spadek o 6pb), obligacji 5-letnich zwiększyły się do poziomu 3,098 (wzrost o 4pb), a obligacji 10-letnich zwiększyły się do poziomu 3,753 (wzrost o 2pb). Przez cały tydzień mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności polskich obligacji na

środkowym odcinku i długim końcu krzywej. W kierunku spadku cen polskiego długu oddziaływały nasilenie oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp procentowych w USA oraz zmiana nastawienia EBC na mniej gołąbie. Z kolei rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej obniżyły się w tym tygodniu ze względu na wypowiedzi prezesa NBP wskazujące na dłuższy od wcześniejszych oczekiwań prawdopodobny okres utrzymywania niezmiennych stóp procentowych w Polsce.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie środowe posiedzenie FOMC. Jednocześnie w pierwszej części tygodnia można oczekiwać niższej aktywności inwestorów na polskim rynku długu w oczekiwaniu na decyzję FOMC. Publikacja marcowej projekcji makroekonomicznej FOMC (wskazującej na obniżenie poziomu stóp procentowych w długim okresie) może przyczynić się do lekkiego spadku rentowności obligacji na długim końcu krzywej dochodowości. Efekt ten zmaterializuje się dopiero w czwartek rano, po otwarciu polskiego rynku długu. W środę odbędą się wybory parlamentarne w Holandii. Realizacja naszego scenariusza bazowego, w którym PVV nie uzyska największej liczby miejsc w parlamencie będzie oddziaływała w kierunku lekkiego spadku rentowności polskich obligacji. Liczne dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, a także indeksy NY Empire State, Philadelphia FED oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i ich wpływ na rentowności polskich obligacji będzie ograniczony. Neutralne dla polskiego długu będą również krajowe dane o inflacji, bilansie płatniczym, a także zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw. Lekko negatywny dla rentowności polskich obligacji może być natomiast zagregowany wpływ danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w Polsce.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	mar 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*	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,35
Kurs USDPLN*	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	4,14
Kurs CHFPLN*	4,00	3,87	3,97	3,96	4,04	4,02	3,97	3,93	3,96	4,13	4,11	4,04	4,05	4,07
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,8	2,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,8	0,7	5,9	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,2	2,2	9,0	1,7	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,1	4,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	8,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	10,2	9,9	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,6	
Saldo ROB (mln EUR)	-652	-217	691	1392	-723	-993	-739	-445	-531	-188	-533	332		
Eksport (r/r, % EUR)	5,4	0,0	4,0	1,4	6,0	-5,2	9,2	2,7	-2,3	4,7	6,7	15,0		
Import (r/r, % EUR)	7,4	0,9	0,0	2,5	0,8	-6,9	10,8	3,1	2,1	6,2	9,0	15,2		

* 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	4,2	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	8,6	8,8	9,2	12,1	12,5	8,4	10,2	7,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	10,0	7,8	8,5	8,9	10,7	13,0	13,1	8,7	11,2	9,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	2,3	2,1	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	0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,6
Saldo obrotów bieżących***	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-0,5	-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	1,5	0,6	0,4	0,2	0,1	1,9	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**
Wtorek 14.03.2017r.						
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Styczeń	10,9	11,0	10,5
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Styczeń	6,0	6,2	6,2
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Styczeń	8,1	8,3	8,2
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Marzec	10,4		13,0
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Luty	1,8	2,1	2,1
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	8,5	8,6	8,5
Środa 15.03.2017r.						
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Luty	0,4	0,2	0,1
13:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	18,7	16,7	15,0
13:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Luty	0,6	0,0	0,0
13:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Luty	0,3	0,1	0,2
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Luty	0,0	0,3	0,4
18:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Marzec	0,75	1,00	1,00
Czwartek 16.03.2017r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	I kw.	-0,75		
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Luty	2,0	2,0	2,0
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Marzec	0,25	0,25	0,25
13:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Marzec	43,3	30,0	30,0
13:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Luty	1246	1275	1260
13:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Luty	1293	1263	1260
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Styczeń	-533	332	360
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	4,5	4,5	4,5
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	4,3	4,1	4,0
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	243		
Piątek 17.03.2017r.						
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Luty	11,4	8,5	8,6
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	4,1	4,5	4,6
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Luty	9,0	1,7	2,9
14:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	-0,3	0,2	0,3
15:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	95,7	97,5	97,0

* 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



Jakub BOROWSKI
 Główny Ekonomista
 tel.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI
 Ekonomista
 tel.: 22 573 18 41

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
 Ekonomista
 tel.: 22 573 18 42

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczonych komentarzy i opinii.