

W tym tygodniu

- **W piątek poznamy marcowe wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro obniżył się do 55,4 pkt. w marcu wobec 56,0 pkt. w lutym. Zmniejszenie wartości wskaźnika nastąpiło przy spowolnieniu wzrostu aktywności gospodarczej we Francji oraz stabilizacji koniunktury w Niemczech. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się poniżej konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie naszym zdaniem oddziaływać w kierunku umocnienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną dane w USA.** Prognozujemy, że sprzedaż nowych domów wzrosła do 567 tys. w lutym wobec 555 tys. w styczniu, a sprzedaż domów na rynku wtórnym zmniejszyła się do 5,56 mln wobec 5,69 mln. Oczekujemy, że wstępne lutowe zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się o 2,1% m/m wobec wzrostu o 2,0% styczniu. Naszym zdaniem dane z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **Zrewidowaliśmy naszą prognozę inflacji i scenariusz polityki pieniężnej w Polsce.** Oczekujemy, że tempo wzrostu cen osiągnie maksimum lokalne w I kw. br. i w kolejnych kwartałach będzie się stopniowo obniżać do 1,6% w IV kw. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływać będzie rosnąca inflacja bazowa wynikająca z nasilającej się presji kosztowej związanej z umiarkowanym przyspieszeniem wzrostu płac i wyższymi cenami paliw. W przeciwnym kierunku oddziaływać będą efekty wysokiej bazy dla cen paliw i żywności. Prognozujemy, że średniorocznie w całym 2017 r. inflacja ukształtuje się na poziomie 1,8% r/r (1,5% przed rewizją) i obniży się do 1,5% w 2018 r. Oczekujemy, że w warunkach utrzymywania się inflacji znacząco poniżej celu inflacyjnego, RPP nie zdecyduje się na dotychczas oczekiwane przez nas zacieśnianie polityki pieniężnej w czerwcu 2018 r. Tym samym przesunęliśmy przewidywaną przez nas pierwszą podwyżkę stóp procentowych na listopad 2018 r. Uważamy, że opublikowana wtedy projekcja inflacji wskaże na wzrost prawdopodobieństwa przekroczenia celu inflacyjnego w 2019 r., co skłoni członków Rady do podwyżki stóp procentowych do 1,75%.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC.** Docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej został podniesiony o 25 pb do [0,0,75%; 1,00%], co było zgodne z naszymi oczekiwaniami oraz konsensusem rynkowym. Na konferencji po posiedzeniu przedstawione zostały nowe projekcje makroekonomiczne członków FOMC (patrz poniżej).
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa w lutym nie zmieniła się w porównaniu do stycznia wobec spadku o 0,1% w styczniu. Na zwiększenie miesięcznej dynamiki produkcji w porównaniu do stycznia złożyło się wyższe tempo wzrostu produkcji w górnictwie oraz dostarczaniu metali, oraz jego stabilizacja w przetwórstwie. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w lutym do 75,4% wobec 75,5% w styczniu. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. nominalnej sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w lutym o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,6% w styczniu. Bez uwzględnienia sprzedaży samochodów sprzedaż detaliczna zwiększyła się w lutym o 0,2% m/m wobec wzrostu o 1,2% w styczniu. W kierunku spadku dynamiki sprzedaży detalicznej oddziaływało niższe tempo wzrostu sprzedaży w większości jej kategorii. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. liczby rozpoczętych budów domów (1288 tys. w lutym wobec 1251 tys. w styczniu) oraz pozwoleń na budowę (1213 tys. wobec 1293 tys.), które wskazały na kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także wyniki regionalnych badań koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks NY Empire State zmniejszył się w marcu do

16,4 pkt. wobec 18,7 pkt. w lutym, a indeks Philadelphia FED spadł do 32,8 pkt. wobec 43,3 pkt. Wyraźny spadek indeksu Philadelphia FED wynikał z efektu wysokiej bazy sprzed miesiąca, kiedy to wskaźnik osiągnął najwyższą wartość od stycznia 1984 r. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w marcu do 97,6 pkt. wobec 96,3 pkt w lutym, wskazując na nieznaczną poprawę nastrojów konsumenckich. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA zmniejszy się w I kw. do 1,6% wobec 1,9% w IV kw. ub. r.

- ✔ **W ubiegłym tygodniu odbyły się wybory parlamentarne w Holandii. Zgodnie ze wstępnymi wynikami zwyciężyła w nich Partia Ludowa na rzecz Wolności i Demokracji (VVD) uzyskując 33 mandaty na 150 miejsc.** Drugie miejsce zajęła eurosceptyczna Partia Wolności (PVV) zdobywając 20 mandatów. Zrealizował się tym samym nasz scenariusz sprzed tygodnia, zgodnie z którym PVV nie uzyska największej liczby miejsc w parlamencie. Wynik wyborów w Holandii jest pozytywny dla kursu EURUSD i negatywny dla kursu EURPLN. W najbliższych tygodniach głównym czynnikiem ryzyka politycznego dla kursu złotego pozostają wyniki majowych wyborów prezydenckich we Francji. Ewentualna wygrana M. Le Pen (nie jest to nasz scenariusz bazowy), która opowiada się m. in. za wyjściem Francji ze strefy euro, będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku silnego spadku kursu EURUSD i wyraźnego osłabienia kursu złotego wobec EUR, USD i CHF.
- ✔ **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w lutym o 1,2% r/r wobec wzrostu o 9,0% w styczniu.** Główną przyczyną silnego zmniejszenia dynamiki produkcji pomiędzy styczniem a lutym była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje relatywnie wysoka na tle innych kategorii dynamika produkcji w branżach z istotnym udziałem eksportu w przychodach ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów. Dane te są zgodne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym w 2017 r. ożywienie w światowej wymianie handlowej będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia popytu na polski eksport i wzrostu aktywności w przetwórstwie przemysłowym (por. MAKROpuls z 17.03.2017). Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w lutym o 5,4% r/r wobec wzrostu o 2,0% r/r w styczniu. Spadek rocznej dynamiki produkcji był efektem wspomnianej wyżej różnicy w liczbie dni roboczych oraz niekorzystnych warunków pogodowych w lutym. W kolejnych miesiącach spodziewamy się wzrostu dynamiki produkcji budowlano-montażowej, co będzie związane z oczekiwaną przez nas rosnącą absorpcją środków unijnych, znaczącym zwiększeniem publicznych nakładów na infrastrukturę oraz ożywieniem w budownictwie mieszkaniowym. Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w okresie styczeń-luty br. stanowią wsparcie dla naszej prognozy dynamiki PKB w I kw. 2017 r. (2,8% r/r wobec 2,7% w IV kw.).
- ✔ **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w lutym o 7,3% r/r wobec wzrostu o 11,4% w styczniu.** Realna dynamika sprzedaży detalicznej wyniosła w lutym 5,2% r/r wobec 9,6% w styczniu. Spowolnienie wzrostu sprzedaży detalicznej w lutym miało szeroki zakres, co sygnalizuje, że jego główną przyczyną były niekorzystne efekty kalendarzowe. Biorąc pod uwagę poprawiającą się sytuację na rynku pracy, oczekiwaną przez nas stabilizację inflacji oraz efekty kalendarzowe uważamy, że dynamika sprzedaży w cenach stałych ukształtuje się w marcu na poziomie ok. 7%. Dane o sprzedaży detalicznej w okresie styczeń-luty br. sygnalizują lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy konsumpcji prywatnej (3,6% r/r w I kw. wobec 4,2% r/r w IV kw.).
- ✔ **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w lutym do 2,2% r/r wobec 1,7% w styczniu (rewizja w dół z 1,8%).** Do wzrostu inflacji przyczyniła się wyższa dynamika cen w kategoriach „paliwa”, „żywność i napoje bezalkoholowe”, a także wyższa inflacja bazowa, która zwiększyła się w lutym do 0,3% r/r wobec 0,2% w styczniu. GUS opublikował również zrewidowane wagi w koszyku inflacji CPI, będące odzwierciedleniem struktury wydatków z budżetów gospodarstw domowych w 2016 r. W nowej strukturze wag w koszyku inflacyjnym na szczególną uwagę zasługuje wzrost udziału kategorii "rekreacja i kultura" oraz "restauracje i hotele", a więc dóbr

charakteryzujących się relatywnie wysoką elastycznością dochodową popytu. Zwiększenie wag w tych kategoriach wskazuje, że kontynuacja poprawy sytuacji na rynku pracy w ub. r., a także pozytywny wpływ programu Rodzina 500+ na konsumpcję oddziaływały w kierunku zwiększonego spożycia dóbr luksusowych (por. MAKROpuls z 13.03.2017). Dane o inflacji w lutym sygnalizują, że w kolejnych miesiącach w kierunku jej wzrostu oddziaływać będzie przede wszystkim wyższa dynamika cen żywności. Oczekujemy, że średniorocznie w całym 2017 r. inflacja utrzyma się poniżej celu inflacyjnego RPP (2,5% - patrz powyżej).

✓ **W styczniu odnotowano nadwyżkę na polskim rachunku obrotów bieżących w wysokości 2 457 mln EUR wobec deficytu 533 mln EUR w grudniu.** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów dochodów pierwotnych, dochodów wtórnych, obrotów towarowych oraz usług (odpowiednio o 1919 mln EUR, 526 mln EUR, 376 mln EUR oraz 169 mln EUR wyższe niż w grudniu). Silny wzrost salda dochodów pierwotnych wynikał z napływu środków unijnych w ramach Wspólnej Polityki Rolnej. Dynamika eksportu zwiększyła się w styczniu do 13,8% r/r wobec 6,7% w grudniu, a dynamika importu wzrosła do 16,0% r/r wobec 9,0%. Wyższe tempo wzrostu importu oraz eksportu wynikało z oddziaływania efektu statystycznego w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Dane sygnalizują ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszy się w I kw. br., do -0,9% wobec -0,5% w IV kw. ub. r.

✓ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw spadła w lutym do 4,0% r/r wobec 4,3% w styczniu.** W kierunku spadku dynamiki wynagrodzeń oddziaływało przesunięcie wypłaty dodatkowego wynagrodzenia rocznego w górnictwie (tzw. "czternastki") z lutego na marzec (m.in. w Katowickim Holdingu Węglowym – por. MAKROpuls z 16.03.2017). Według danych GUS roczna dynamika zatrudnienia zwiększyła się w lutym do 4,6% r/r wobec 4,5% w styczniu. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w lutym 6,5% r/r wobec 7,1% w styczniu. W kolejnych miesiącach spodziewamy się tylko umiarkowanego przyspieszenia tempa wzrostu nominalnych wynagrodzeń, a prawdopodobieństwo wystąpienia wtórnych efektów płacowych wywołanych przez wzrost inflacji (tzw. efektów drugiej rundy) oceniamy jako niskie. Co więcej, wraz ze stopniowym wyhamowaniem poprawy sytuacji na rynku pracy oczekujemy stabilizacji rocznej dynamiki zatrudnienia na poziomie ok. 4,5%.

✓ **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 pozostanie aktywny na rynku walutowym w przypadku zaistnienia takiej potrzeby. Jednocześnie zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji w najbliższych kwartałach została w niej nieznacznie zrewidowana w górę w porównaniu do grudniowej projekcji. Zgodnie z marcową projekcją w 2017 r. inflacja wyniesie 0,3% (wobec 0,1% w grudniowej projekcji), 0,4% w 2018 r. (0,5%) oraz 1,1% w 2019 r. Utrzymana została prognoza wzrostu szwajcarskiego PKB, który w 2017 r., wyniesie ok. 1,5%. Biorąc pod uwagę prognozowaną przez nas ścieżkę kursu EURPLN (por. tabela kwartalna) oraz EURCHF oczekujemy, że kurs CHFPLN na koniec 2017 r. wyniesie 3,80.

✓ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w marcu do 12,8 pkt. wobec 10,4 pkt. w lutym.** Zgodnie z komunikatem poprawa nastrojów w marcu ograniczana była przez niepewność związaną zarówno z sytuacją gospodarczą w Niemczech jak również 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. kwartalne tempo wzrostu niemieckiego PKB zwiększy się do 0,5% wobec 0,4% w IV kw. ub. r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z Chin. Na podobne jak przed miesiącem tempo wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce wskazały miesięczne grudniowe dane o produkcji przemysłowej (6,3% r/r w lutym wobec 6,0% w styczniu), sprzedaży detalicznej (9,5% wobec 10,9%) oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich (8,9% wobec 8,1%). Prognozujemy, że w całym 2017 r. dynamika PKB wyniesie średniorocznie 6,6% wobec 6,7% w 2016 r. (por. MAKROmapa z 13.03.2017).

Gołębie zacieśnienie polityki pieniężnej w USA

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie FOMC. Docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej został podniesiony o 25 pb do [0,75%; 1,00%], co było zgodne z naszymi oczekiwaniami oraz konsensusem rynkowym. Przeciwno takiej decyzji głosował N. Kashkar, prezes Minneapolis FED, który preferował utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie. Zgodnie z treścią komunikatu podwyżkę stóp uzasadniają obecne oraz prognozowane kształtowanie się inflacji oraz sytuacji na rynku pracy.

Na konferencji po posiedzeniu przedstawione zostały nowe projekcje makroekonomiczne członków FOMC. Nie uległy one znaczącym zmianom w porównaniu do grudniowej projekcji. Prognoza tempa wzrostu gospodarczego w 2018 r. została podniesiona do 2,1% wobec 2,0%, a inflacji bazowej w 2017 r. zrewidowana w górę do 1,9% z 1,8%. Jednocześnie FED obniżył swój szacunek naturalnej stopy bezrobocia do 4,7% wobec 4,8% w grudniowej projekcji. Pozostałe prognozy makroekonomiczne nie zostały zmienione (por. tabela). W dużej mierze niezmieniona pozostała również ścieżka stopy oprocentowania funduszy federalnych oczekiwana przez członków FOMC. Mediana oczekiwań dotyczących wysokości stóp procentowych na koniec 2017 r. wynosi 1,375%, 2,125% na koniec 2018 r., 3,00% na koniec 2019 r. (zrewidowana w górę z 2,875% w projekcji grudniowej) oraz 3,00% w długim okresie.

Pomimo podwyżki stóp procentowych na posiedzeniu w ub. tygodniu oraz podniesienia oczekiwanego przez FOMC poziomu stóp procentowych w 2019 r. wydźwięk konferencji po posiedzeniu został przez rynki zinterpretowany jako gołębni – odnotowano wzrost kursu EURUSD i spadek rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich. Taka reakcja rynkowa wynikała ze zmian w komunikacji FED. W komunikacie po posiedzeniu znalazło się nawiązanie do symetryczności celu inflacyjnego Rezerwy Federalnej (2,0%). Na konferencji prasowej prezes FED, J. Yellen zaznaczyła, że możliwe jest występowanie odchylenia inflacji od tego celu i nie należy go traktować jako maksymalny akceptowalny przez FED poziom inflacji. Oznacza to, że FOMC będzie skłonny tolerować przejściowe przestąpienie celu i nie wymusza to na nim reakcji w postaci konieczności szybszego zacieśniania polityki pieniężnej. Szefowa FED podczas konferencji podkreśliła również, że ocena FED dotycząca perspektyw gospodarczych amerykańskiej gospodarki nie zmieniła się od grudniowego posiedzenia. W kontekście polityki fiskalnej zaznaczyła ona, że nie chce wyrażać przedwczesnej opinii na temat planowanych zmian przez administrację D. Trumpa i ich wpływu na perspektywy polityki pieniężnej w USA.

Uważamy, że oczekiwania podmiotów gospodarczych (obserwowane w wynikach badań koniunktury) oraz członków FED (przedstawione w marcowej projekcji) dotyczące pozytywnego wpływu polityki realizowanej przez administrację D. Trumpa na wzrost gospodarczy w średniej perspektywie są zbyt optymistyczne. Naszym zdaniem, 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. Wysokie prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza stanowi

argument na rzecz zmniejszenia oczekiwanej przez członków FOMC skali podwyżek stóp w 2017 r. w kolejnych projekcjach.

Marcowa projekcja makroekonomiczna członków FED				
Wskaźnik	2017	2018	2019	Długi okres
Wysokość stóp procentowych				
Projekcja marcowa	1,375%	2,125%	3,00%	3,00%
Projekcja grudniowa	1,375%	2,125%	2,875%	3,00%
Prognoza Credit Agricole	[1,00 - 1,25%]	[2,00 - 2,25%]		2,75%
Zmiana realnego PKB				
Projekcja marcowa	2,1%	2,1%	1,9%	1,8%
Projekcja grudniowa	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%
Prognoza Credit Agricole	2,2%	2,5%		1,8%
Stopa bezrobocia - średnia w IV kw.				
Projekcja marcowa	4,5%	4,5%	4,5%	4,7%
Projekcja grudniowa	4,5%	4,5%	4,5%	4,8%
Prognoza Credit Agricole	4,4%	4,1%		4,8%
Inflacja bazowa				
Projekcja marcowa	1,9%	2,0%	2,0%	
Projekcja grudniowa	1,8%	2,0%	2,0%	
Prognoza Credit Agricole	2,0%	2,1%		

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.

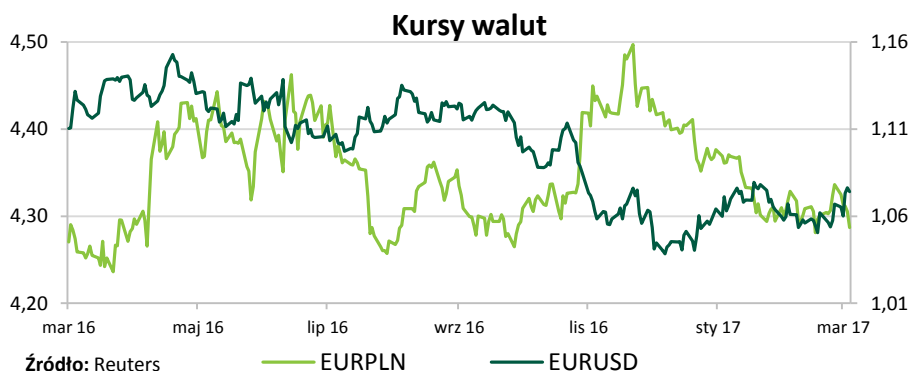
Prognozy stóp procentowych (środek przedziału wahań) dotyczą końca danego roku. Prognozy stanowią medianę indywidualnych prognoz członków FOMC.



Źródło: Bloomberg

W naszym scenariuszu bazowym, zakładamy, że do końca br. FED podniesie stopy procentowe o 25pb (we wrześniu). Nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się przyszłej ścieżki stóp procentowych FED kształtują się poniżej oczekiwań rynkowych. Wyceniana obecnie przez rynek kontraktów terminowych skala podwyżek stóp procentowych do końca br. to ok. 43 pb. Oznacza to, że w przypadku realizacji naszego scenariusza zakładającego mniej jastrzębie nastawienie FED w polityce monetarnej, w II poł. br. nastąpi zmniejszenie oczekiwanej przez rynki skali podwyżek stóp procentowych w USA, wzrost kursu EURUSD oraz umocnienie złotego zarówno względem euro oraz – w większej skali – względem dolara, co jest spójne z naszą kwartalną prognozą kursu USDPLN (por. tabela kwartalna).

Indeksy PMI w strefie euro lekko pozytywne dla złotego

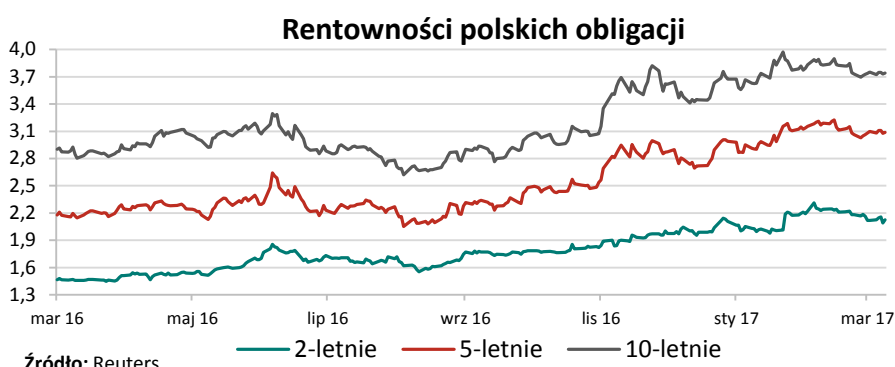


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2871 (umocnienie złotego o 1,1%). Przez cały ubiegły tydzień złoty oraz inne waluty rynków wschodzących (m.in. węgierski forint, rosyjski rubel oraz turecka lira) znajdowały się w trendzie aprecjacyjnym. Ich umocnieniu sprzyjały mniej jastrzębi od oczekiwań wydzwięk konferencji

po posiedzeniu FOMC (patrz powyżej), a także wstępne wyniki wyborów parlamentarnych w Holandii, wskazujące na zwycięstwo Partii Ludowej na rzecz Wolności i Demokracji (patrz powyżej). Publikacje licznych krajowych danych (inflacja, bilans płatniczy, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, produkcja przemysłowa oraz sprzedaż detaliczna) miała ograniczony wpływ na kurs złotego.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na piątek publikacja wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI). W przypadku realizacji naszych niższych od konsensusu rynkowego prognoz dane mogą oddziaływać w kierunku lekkiego umocnienia złotego. Dane z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów oraz wstępne zamówienia na dobra trwałe) będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego.

Publikacje indeksów PMI w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 2,124, obligacji 5-letnich obniżyły się do poziomu 3,086 (spadek o 1pb), a obligacji 10-letnich zmniejszyły się do poziomu 3,741 (spadek o 1pb). W pierwszej części tygodnia ceny polskiego długu były stabilne na

całej długości krzywej. W czwartek rentowności polskich obligacji na środkowym odcinku i długim końcu krzywej były niższe niż na śródownym zamknięciu, co wynikało z mniej jastrzębiego od oczekiwań wydzwięku konferencji po posiedzeniu FOMC. W kierunku wzrostu cen polskiego długu oddziaływały również wyniki wyborów parlamentarnych w Holandii, wskazujące na zwycięstwo Partii Ludowej na rzecz Wolności i Demokracji (patrz powyżej). Liczne publikacje krajowych danych (inflacja, bilans płatniczy, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, produkcja przemysłowa oraz sprzedaż detaliczna) były neutralne dla polskiego rynku długu.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie przewidziana na piątek publikacja wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI). Oczekujemy, że indeksy PMI ukształtują się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku, tym samym mogą oddziaływać w

kierunku lekkiego wzrostu cen polskiego długu. Publikacje danych z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów oraz wstępne zamówienia na dobra trwałe) będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na rentowności polskich obligacji.

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	1,7	2,2	
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	1,2	
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	4,4	
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	7,3	
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	4,0	
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	4,6	
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	2457		
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	13,8		
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	16,0		

* 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	4,2	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	8,3	7,2	7,1	7,7	8,3	7,7	7,7	
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	2,0	1,9	1,7	1,6	-0,6	1,8	1,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	1,71	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,98	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	
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 20.03.2017r.						
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	IV kw.	1,6		
Środa 22.03.2017r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Styczeń	31,0		
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Luty	5,69	5,56	5,54
Czwartek 23.03.2017r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Luty	8,6	8,6	8,6
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	243		240
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Marzec			
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Luty	555	567	566
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Luty	-4,9		-5,8
Piątek 24.03.2017r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	56,8	56,3	56,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Marzec	55,5	55,0	55,3
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	55,4	55,1	55,4
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Marzec	56,0	55,4	55,8
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Luty	2,0	2,1	1,2
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	54,2		54,5

* 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