

Czy nowy rząd rozluźni politykę fiskalną ?

W tym tygodniu

- **Najważniejszymi wydarzeniami tego tygodnia będą publikacje krajowych danych o sierpniowej inflacji (dzisiaj) i produkcji przemysłowej (w środę).** Oczekujemy, że roczna dynamika cen spadła do -0,3% r/r wobec -0,2% w lipcu. W kierunku zmniejszenia inflacji oddziaływał spadek dynamik cen żywności i paliw, który skompensował wzrost inflacji bazowej (0,5% r/r wobec 0,4% w lipcu). Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej spadła do 0,3% r/r wobec 2,3% w lipcu ze względu na oddziaływanie niekorzystnego efektu statystycznego związanego z różnicą liczby dni roboczych. Wsparcie dla naszego scenariusza spowolnienia produkcji przemysłowej stanowi również spadek wskaźnika koniunktury w przetwórstwie (PMI). W przypadku realizacji naszej prognozy spadku inflacji i znacznego spowolnienia produkcji przemysłowej, oczekiwania rynków na silniejsze złagodzenie polityki pieniężnej przez RPP mogą się nasilić, co będzie oddziaływało w kierunku osłabienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji.
- **W środę odbędzie się posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że członkowie FED ograniczą program QE3 o kolejne 10 mld USD do 15 mld USD. Przewidujemy, że na posiedzeniu w październiku Rezerwa Federalna zakończy program skupu aktywów. Oczekujemy, iż w komunikacie FED zrezygnuje z obecnej formy *forward guidance*, zgodnie z którym stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie jeszcze przez długi czas po zakończeniu programu QE3. W jego miejsce zostanie wprowadzone nowe sformułowanie mówiące, że ewentualne zmiany w polityce pieniężnej będą uzależnione od szybkości powrotu gospodarki USA do równowagi makroekonomicznej. Naszym zdaniem pierwsza podwyżka stóp procentowych w USA nastąpi na przełomie II i III kw. 2015 r. Na śródowym posiedzeniu zostanie zaprezentowana również najnowsza projekcja makroekonomiczna, która najprawdopodobniej nie będzie znacząco różniła się od tej przedstawionej w czerwcu. Prognozowana przez nas zmiana postaci *forward guidance* może nasilić oczekiwania rynków na wcześniejsze podwyżki stóp procentowych przez FED i tym samym będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej.
- **W tym tygodniu poznamy również istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa wzrosła w sierpniu o 0,3% m/m wobec 0,4% w lipcu. Wsparciem dla naszej prognozy spowolnienia produkcji jest stagnacja wzrostu zatrudnienia w przetwórstwie w sierpniu. Ponadto dane wskażą na stabilizację sytuacji na rynku nieruchomości. Zaobserwujemy bowiem nieznaczny spadek liczby rozpoczętych budów domów do 1055 tys. z 1093 tys. w lipcu oraz zmniejszenie liczby pozwoleń na budowę do 1049 tys. z 1057 tys. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik Philadelphia FED spadł we wrześniu do 25,0 pkt. wobec 28,0 pkt. w sierpniu, z kolei indeks NY Empire State wzrósł do 17,0 pkt. z 14,69 pkt. w sierpniu. W sumie dane zasygnalizują kontynuację ożywienia w USA. Relatywnie dobre odczyty z USA pozostaną jednak w cieniu śródowego posiedzenia FOMC i nie spotkają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynków.
- **Na czwartek zaplanowane jest udostępnienie pierwszej transzy finansowania w ramach programu TLTRO.** Oczekujemy, że popyt na dodatkową płynność ze strony banków ukształtuje się na poziomie zbliżonym do 100 mld EUR. Ostatnie wypowiedzi Prezesa EBC M. Dragiego sygnalizujące, iż stopy procentowe w strefie euro nie zostaną już bardziej obniżone będą oddziaływały w kierunku wzrostu popytu na środki programu TLTRO (oprocentowanie pożyczek uzależnione jest bezpośrednio od wysokości głównej stopy dla operacji refinansujących banku centralnego). W przypadku zgłoszenia wysokiego zapotrzebowania na płynność przez banki, oczekiwania rynków dotyczące konieczności uruchomienia przez EBC programu QE3 w przyszłości mogą się osłabić, co będzie oddziaływać w kierunku deprecjacji złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.

- **W czwartek odbędzie się referendum nt. niepodległości w Szkocji.** Przeprowadzone w ciągu kilku ostatnich miesięcy sondaże wskazują na rosnący odsetek Szkotów opowiadających się za opuszczeniem Wielkiej Brytanii przez Szwecję, jednakże zdania respondentów są wciąż bardzo podzielone. W przypadku przegłosowania niepodległości możemy mieć do czynienia z osłabieniem funta.
- **We wtorek opublikowany zostanie wrześniowy odczyt wskaźnika ZEW obrazującego nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Oczekujemy, że zasygnalizuje on pogorszenie koniunktury, obniżając się do 0,0 pkt. wobec 8,6 pkt. w sierpniu. W przypadku realizacji naszej prognozy niższej od konsensusu rynkowego, publikacja wskaźnika może oddziaływać w kierunku umocnienia polskiej waluty i spadku rentowności obligacji.
- **We wtorek opublikowane zostaną sierpniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że roczna dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w stosunku do lipca i wyniosła 0,8%. Z kolei przeciętne wynagrodzenie wzrosło w sierpniu o 3,6% r/r wobec 3,5%. Dane zasygnalizują kontynuację trendu wzrostowego dla zatrudnienia. W kierunku nieznacznego przyspieszenia wzrostu płac oddziaływał efekt niskiej bazy sprzed roku. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w III kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **Dziś poznamy również dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lipcu.** Oczekujemy zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących (-207 mln EUR wobec -391 mln EUR w czerwcu), będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda transferów z Unią Europejską. Ponadto, ubiegłotygodniowe dane GUS o obrotach handlu zagranicznego wskazały na przyspieszenie wzrostu eksportu przy jednoczesnym spowolnieniu importu. Naszym zdaniem dzisiejsze dane o bilansie handlowym będą neutralne dla złotego i rynku długu.

W zeszłym tygodniu

- **Dynamika sprzedaży detalicznej w USA zwiększyła się do 0,6% m/m w sierpniu wobec 0,3% w lipcu.** Po wyłączeniu sprzedaży w branży motoryzacyjnej wzrosła ona o 0,5% m/m wobec 0,3% w lipcu. W ubiegłym tygodniu opublikowany został także wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który wzrósł do 84,6 pkt. we wrześniu wobec 82,5 pkt. w sierpniu, kształtując się tym samym na najwyższym poziomie od lipca 2013 r. Wskazuje on na silną poprawę nastrojów gospodarstw domowych, widoczną szczególnie w lepszej ocenie przyszłych perspektyw gospodarczych. Dobre dane z USA stanowią wsparcie dla zakończenia programu QE3 w październiku br. i mogą nasilić oczekiwania inwestorów na bardziej jastrzębi wydźwięk komunikatu po środowym posiedzeniu FOMC.
- **Produkcja przemysłowa w strefie euro zwiększyła się w lipcu o 1,0% m/m wobec spadku o 0,3% w czerwcu.** Głównym źródłem jej wzrostu były Niemcy (1,9% m/m). Pomimo dobrego odczytu produkcji przemysłowej w lipcu, sierpniowe wyniki badań koniunktury (PMI) wciąż sygnalizują ryzyko dla naszej prognozy przyspieszenia wzrostu gospodarczego w strefie euro (0,4% kw/kw w III kw. wobec 0,0% w II kw.).
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z Chin.** Dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się w sierpniu do 11,9% r/r wobec 12,2% w lipcu, produkcji przemysłowej do 6,9% wobec 9,0%, z kolei inwestycji w aglomeracjach miejskich z 17,0% do 16,5%. W połączeniu z sierpniowymi wskaźnikami PMI dla chińskiego przetwórstwa oraz danymi nt. bilansu handlowego (por. MAKROMapa z 08.09.2014) odczyty te stanowią wsparcie dla naszej prognozy mówiącej, że wzrost gospodarczy w 2014 r. wyniesie 7,4% wobec 7,7% w 2013 r. Osiągnięcie takiego tempa wzrostu PKB wymagałoby jednak uruchomienia przez rząd kolejnego pakietu stymulującego popyt wewnętrzny.

- ✓ **Unia Europejska i USA zaostrzyły sankcje wobec Rosji.** Sankcje UE ograniczają dostęp pięciu głównym rosyjskim bankom, trzem firmom naftowym oraz trzem firmom zbrojeniowym do unijnych rynków kapitałowych. Dodatkowo wprowadzono embargo na dostarczanie dóbr podwójnego zastosowania (dobra mogące być użyte w sferze wojskowej, jak i cywilnej) dziewięciu rosyjskim firmom z pogranicza sektora zbrojeniowego oraz wzmocniono embargo na zaopatrywanie w technologię rosyjskich firm wydobywczych. Ponadto kolejne 24 osoby objęte zostały zakazem wjazdu do UE. Z kolei amerykańskie sankcje zostały wymierzone w sześć rosyjskich banków, w tym największy rosyjski bank Sberbank i Gazprombank, oraz spółki naftowe Gazprom, Gazprom Nieft, Łukoil i Rosnieft, na które nałożono ograniczenia dotyczące importu i eksportu. Rosja poinformowała, że w odpowiedzi podejmie adekwatne kroki, współmierne do działań UE i USA. Rzecznik MSZ powiedział, że Rosja może zakazać importu używanych samochodów z UE. Rosyjskie sankcje odwetowe będą oddziaływały w kierunku wolniejszego wzrostu PKB w Unii Europejskiej, w tym Polsce, co stanowi zatem ryzyko dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w Polsce w br. (3,5%) i w 2015 r. (3,8%).
- ✓ **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków Rady Polityki Pieniężnej.** E. Chojna-Duch przedstawiła stanowisko, zgodnie z którym ewentualna decyzja RPP o zaostrzeniu polityki monetarnej jest już spóźniona, dlatego w październiku należy dokonać obniżki stóp procentowych o 50 pb, a z dalszymi działaniami powstrzymać się do wyników listopadowej projekcji NBP. Gołębio wypowiedział się także J. Osiatyński mówiąc, iż RPP powinna obniżyć stopy procentowe w październiku, gdyż łagodzenie polityki monetarnej przez EBC osłabiło konkurencyjność polskiego eksportu. Dodał także, iż jest zwolennikiem bardziej zdecydowanego cięcia stóp procentowych w październiku, tak by polityka monetarna została złagodzona maksymalnie w dwóch ruchach. Pomimo bardzo gołębich wypowiedzi członków Rady, podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym RPP w październiku obniży stopy procentowe o 25 pb. Ewentualną kolejną obniżkę o 25 pb w listopadzie uważamy - w świetle powyższych wypowiedzi - za coraz bardziej prawdopodobną.
- ✓ **Premier D. Tusk podał się do dymisji, co związane było z jego wyborem na Przewodniczącego Rady Europejskiej.** Prezydent B. Komorowski przyjął dymisję D. Tuska i dziś powierzy E. Kopacz, dotychczasowemu Marszałkowi Sejmu, misję formowania nowego rządu. Oczekujemy, iż decyzja ta nie oznacza istotnych zmian w składzie personalnym w Radzie Ministrów. Zmiana nastąpi jednak na stanowisku Ministerstwa Infrastruktury i Rozwoju, co spowodowane jest wyborem E. Bieńkowskiej na urząd Komisarza Komisji Europejskiej ds. rynku wewnętrznego i usług, przemysłu, przedsiębiorczości oraz małych i średnich przedsiębiorstw. Co więcej projekt budżetu na 2015 r. został już przygotowany, więc reorganizacja rządu nie będzie miała istotnego wpływu na przyszłoroczną politykę fiskalną. W związku z powyższym uważamy, że ryzyko polityczne związane ze zmianami w rządzie jest niskie.


Czy nowy rząd rozluźni politykę fiskalną?

Założenia makroekonomiczne do budżetu na 2015 r.			
	2013	2014	2015
PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,4
Eksport (% r/r)	4,6	5,4	5,4
Import (% r/r)	1,2	6,0	6,4
Popyt krajowy (% r/r)	0,0	3,5	3,8
Spożycie (% r/r)	1,2	2,6	2,8
prywatne (% r/r)	0,8	2,5	3,2
publiczne (% r/r)	2,8	2,8	2,2
Akumulacja (% r/r)	-4,7	7,0	7,8
nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	-0,2	6,7	7,4
Inflacja CPI (%)	0,9	0,1	1,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w GN (% r/r)	3,4	4,0	4,3
Stopa bezrobocia na koniec roku (%)	13,4	12,5	11,8

Źródło: Projekt ustawy budżetowej na 2015 r.

konkurencyjność kosztowa polskich przedsiębiorstw względem zagranicznych partnerów handlowych, spadek kosztu kapitału związany z redukcją stóp procentowych (projekt zakłada obniżkę stóp procentowych przez RPP o łącznie 50 pb w br.) oraz uruchomiony przez rząd program Inwestycje Polskie, w tym portfelowa linia gwarancyjna „de minimis”. Prezentowany scenariusz wzrostu gospodarczego zakłada, że w latach 2014-2015 udział inwestycji publicznych w PKB ustabilizuje się na poziomie 3,8%, tym samym ich wkład do wzrostu PKB będzie dodatni, na poziomie średnio 0,1 pkt. proc. wobec -0,8 pkt. proc. średnio w latach 2012-2013.

W przypadku spożycia prywatnego rząd założył, że w 2015 r. realny wzrost tej kategorii ekonomicznej wyniesie 3,0% wobec 2,5% w br. Wzrost realnej dynamiki spożycia prywatnego związany jest z obserwowaną poprawą sytuacji na rynku pracy. Wsparciem popytu konsumpcyjnego sektora prywatnego w najbliższym okresie będą też relatywnie niska inflacja oraz zapowiedziane przez premiera zmiany zasad waloryzacji emerytur i rent oraz zwiększenie kwot ulgi na wychowanie dzieci.

Z kolei zmniejszeniu ulegnie wkład spożycia publicznego oraz eksportu netto do wzrostu PKB. Wolniejszy wzrost spożycia publicznego wynika z realizowanego planu konsolidacji finansów publicznych. Działania z nim związane skupiają się zarówno na części spożycia publicznego związanej z funduszem wynagrodzeń sektora rządowego, jak również na części wynikającej ze zużycia pośredniego. Ponadto, w wyniku szybszego wzrostu popytu krajowego nastąpi przyspieszenie importu, co przy stabilizacji dynamiki eksportu w latach 2014-2015 na poziomie 5,4% r/r oznacza, że wkład eksportu netto do PKB zmniejszy się z -0,2 pkt. proc. w br. do -0,4 pkt. proc. w 2015 r.

Wobec postępującego ożywienia aktywności gospodarczej, w założeniach do budżetu przewidywany jest stopniowy wzrost inflacji w 2015 r., choć w warunkach utrzymującej się ujemnej luki produktowej presja inflacyjna powinna być nadal niska. Tym samym przy założeniu braku szoków podażowych na rynkach światowych i na rynku krajowym oraz stabilizacji cen surowców, średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2015 r. prognozowany jest na 1,2%.

Założenia przyjęte na potrzeby budżetu dotyczące dynamik PKB i jego składowych oraz inflacji nie odbiegają znacząco od ścieżek założonych w naszej prognozie kwartalnej. Tym samym uważamy, że założenia przyjęte przez rząd są realistyczne i prawdopodobieństwo realizacji budżetu oceniamy jako wysokie.

W projekcie ustawy budżetowej na 2015 r. w zakresie środków krajowych zaplanowano dochody budżetu państwa na kwotę 297,3 mld zł, a wydatki budżetu państwa na kwotę 343,3 mld zł. Tym samym deficyt budżetu państwa ma nie przekroczyć kwoty 46,1 mld zł. Zgodnie z wypowiedzią M. Szczurka, wg. metodologii unijnej ESA 2010 wyniesie on 2,7% PKB, a więc będzie niższy niż założony przez Komisję Europejską poziom 2,8%. Pozwoli to na zamknięcie procedury nadmiernego deficytu w stosunku do Polski (została ona zawieszona w czerwcu br.). Rząd przewiduje, iż dochody w 2014 r. zostaną zrealizowane w kwocie o około 8,4 mld zł większej od zaplanowanej w ustawie budżetowej, co przy szacowanych wydatkach budżetu niższych o 5,1 mld zł wpłynie na ukształtowanie się deficytu budżetu państwa na poziomie ok. 34 mld zł. Zatem planowane wydatki w 2015 r. będą wyższe o ok. 23,1 mld zł w porównaniu do br., a deficyt w 2015 r. wzrośnie o ok. 12,1 mld zł.

Ponadto w budżecie na 2015 r. zaplanowano deficyt budżetu środków europejskich w wysokości 3,4 mld zł oraz pozostałe potrzeby pożyczkowe netto w kwocie 4,5 mld zł. W rezultacie planowane w 2015 r. potrzeby pożyczkowe netto kształtują się na poziomie 54,0 mld zł wobec 47,4 mld zł w 2014 r. (zgodnie z przewidywanym wykonaniem), a planowany poziom potrzeb pożyczkowych brutto (suma potrzeb netto oraz przypadającego do wykupu długu) wynosi 154,8 mld zł wobec 126,8 mld zł w 2014 r. Pomimo oczekiwanego przez nas zaostrzenia polityki pieniężnej przez FED, w warunkach luźnej polityki EBC i przy prawdopodobnym prefinansowaniu potrzeb pożyczkowych na 2015 r. już w bieżącym roku, wzrost potrzeb pożyczkowych nie powinien przyczynić się do znacznego wzrostu rentowności polskich obligacji w przyszłym roku.

Najważniejsze zmiany wydatków w projekcie budżetu na 2015 r. w stosunku do 2014 r.

	Wzrost w 2015 r. w stosunku do 2014 r. (w %)	Rozluźnienie/ zacieśnienie strukturalne (mld zł)	Jako % PKB potencjalnego
Obrona narodowa (z pominięciem raty za samoloty F-16)	6,12	0,24	0,01
Infrastruktura kolejowa	98,01	0,78	0,04
Wynagrodzenia w szkolnictwie wyższym	9,14	0,46	0,03
Nauka	6,52	0,07	0,004
Kultura i ochrona dziedzictwa naukowego	14,51	0,17	0,01
Ulga prorodzinna	-	1,20	0,07
Wyższa waloryzacja emerytur	-	1,70	0,10
Wynagrodzenia w sektorze budżetowym	1,20	-1,09	-0,06
Wynagrodzenia w szkolnictwie (poza wyższym)	2,22	-1,14	-0,06
Szpitala kliniczne	-24,13	-0,16	-0,01
Agencja Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa	-40,08	-1,07	-0,06
SUMA		1,16	0,07

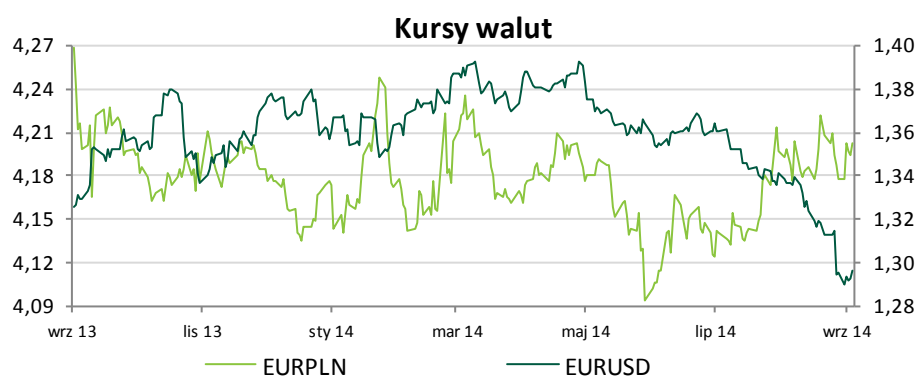
Źródło: Projekt ustawy budżetowej na 2015 r., Credit Agricole

Przeprowadziliśmy uproszczoną analizę wzrostu wydatków budżetu pod względem oceny stopnia rozluźnienia polityki fiskalnej. W tym celu porównaliśmy projekty wydatków w budżetach na lata 2014 i 2015 (nie posiadamy danych o wykonaniu budżetu za br., więc ostateczne zmiany wydatków mogą różnić się od naszych szacunków). Na potrzeby naszej analizy przyjęliśmy, że przez rozluźnienie polityki fiskalnej rozumiemy względny szybszy wzrost wydatków od nominalnego wzrostu PKB potencjalnego, który na podstawie założeń budżetowych można szacować na poziomie 5,1% w 2015 r. Plan budżetu zakłada zatem rozluźnienie strukturalne polityki fiskalnej m.in. w postaci wyższych wydatków na obronę narodową, z pominięciem raty za samoloty F-16 (0,24 mld zł), inwestycji w infrastrukturę kolejową (0,78 mld zł), podwyżki wynagrodzeń w szkolnictwie wyższym (0,46 mld zł), inwestycji w działalność naukowo-badawczą (0,07 mld zł) oraz wyższych wydatków w dziale „Kultura i ochrona dziedzictwa naukowego” (0,17 mld zł). Dodatkowymi impulsami oddziałującymi w kierunku zwiększonego popytu krajowego będzie wprowadzenie wyższych ulg na dzieci (1,2 mld zł) oraz korzystniejsza waloryzacja rent i emerytur (1,7 mld zł). Z kolei zamrożenie wynagrodzeń w sektorze budżetowym i szkolnictwie (poza wyższym) oznacza *de facto*

strukturalne zacieśnienie fiskalne (łącznie o 2,2 mld zł). Cięcia wydatków zostały odnotowane również w przypadku działalności Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa (strukturalne zacieśnienie w wysokości 1,07 mld zł) oraz wydatków na szpitale kliniczne (0,16 mld zł).

W sumie plan budżetu na 2015 r. przewiduje rozluźnienie strukturalne polityki fiskalnej o 0,07% PKB. W warunkach dość prawdopodobnego zaostrzenia polityki fiskalnej na poziomie jednostek samorządu terytorialnego, niekorzystny wpływ rosyjskiego embarga na wzrost gospodarczy w 2015 r. (0,1% PKB) nie zostanie w pełni zrekompenzowany przez wzrost wydatków sektora publicznego.

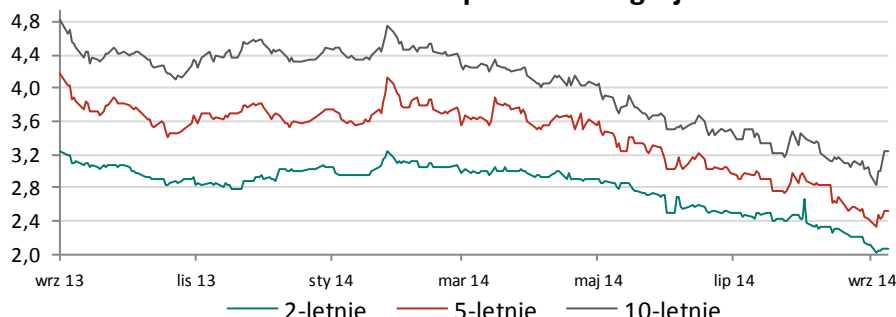
Bogaty kalendarz makroekonomiczny podwyższy zmienność złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2030 (osłabienie złotego o 0,6%). W ubiegłym tygodniu z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny kurs złotego kształtowany był przez nastroje na rynkach globalnych i zmiany w światowej awersji do ryzyka. Do wtorku mieliśmy do czynienia z jego stabilizacją, kiedy to złoty osłabił się wraz z innymi walutami regionu. Była to reakcja

na opublikowane w poniedziałek badania ekonomistów San Francisco FED pokazujące, że inwestorzy spodziewają się niższej ścieżki stóp procentowych niż członkowie Rezerwy Federalnej. W środę doszło do lekkiego umocnienia złotego do poziomu 4,19 za euro, wokół którego kształtował się on do piątku. Piątkowe dane nt. sprzedaży detalicznej w USA, indeksu Uniwersytetu Michigan oddziaływały natomiast w kierunku spadku wartości polskiej waluty.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniami dla kształtowania się kursu polskiej waluty będzie publikacja krajowych danych nt. inflacji oraz produkcji przemysłowej. W przypadku realizacji naszej prognozy oczekujemy osłabienia złotego. Pozostałe krajowe dane (bilans płatniczy, wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw) nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Ważnym wydarzeniem będzie także śródowe posiedzenie FOMC, które może przyczynić się do wzrostu zmienności na rynkach. W przypadku prognozowanej przez nas zmiany *forward guidance* oczekujemy osłabienia polskiej waluty. W tym tygodniu napłyną także liczne relatywnie dobre dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki (produkcja przemysłowa, rynek nieruchomości), które w naszej ocenie zostaną zdominowane przez posiedzenie FOMC i dlatego też nie spotkają się ze znaczącą reakcją rynku. We wtorek opublikowany zostanie także indeks ZEW, który w przypadku realizacji naszej prognozy może spowodować umocnienie polskiej waluty. W czwartek będzie miało miejsce uruchomienie pierwszej transzy programu TLTRO. Prognozujemy, iż w przypadku wysokiego popytu inwestorów na finansowanie może dojść do osłabienia złotego.


Krajowe dane w centrum uwagi rynku
Rentowności polskich obligacji


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 2,063 (spadek o 4pb), obligacji 5-letnich wzrosły do poziomu 2,525 (wzrost o 13pb), a obligacji 10-letnich wzrosły do poziomu 3,232 (wzrost o 29pb). W poniedziałek mieliśmy do czynienia ze spadkiem rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej dochodowości,

w kierunku którego oddziaływały m.in. gołębnie wypowiedzi E. Chojny-Duch. We wtorek ceny polskich obligacji spadały w ślad za wzrostem rentowności obligacji amerykańskich. Ponadto część inwestorów realizowała zyski. Spadek cen polskich obligacji utrzymał się do końca tygodnia. Został on dodatkowo pogłębiony przez dobre odczyty z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż detaliczna, indeks Uniwersytetu Michigan), który zwiększył oczekiwania inwestorów co do szybszego rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez FED.

W tym tygodniu najważniejszymi wydarzeniami dla polskiego rynku długu będą publikacje danych o krajowej inflacji oraz produkcji przemysłowej. Oczekujemy, iż w przypadku realizacji naszej prognozy mogą one oddziaływać w kierunku spadku rentowności polskich obligacji szczególnie na krótkim końcu krzywej. Pozostałe krajowe dane (bilans płatniczy, wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw) będą w naszej ocenie neutralne dla rynku długu. W centrum uwagi inwestorów będzie także środowe posiedzenie FOMC, na którym naszym zdaniem zmieniona zostanie dotychczasowa forma *forward guidance*, co może oddziaływać w kierunku wzrostu oczekiwań inwestorów na szybsze rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki monetarnej w USA i tym samym doprowadzić do spadku cen polskiego długu, szczególnie w przypadku papierów o dłuższych terminach zapadalności. Ważnym wydarzeniem będzie także uruchomienie pierwszej transzy programu TLTRO. W przypadku wysokiego popytu inwestorów na finansowanie może nastąpić wzrost rentowności polskich obligacji. W kierunku spadku rentowności może natomiast oddziaływać publikacja indeksu ZEW, który naszym zdaniem okaże się niższy od oczekiwań rynku.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Kurs EURPLN*	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,20
Kurs USDPLN*	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,24
Kurs CHFPLN*	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,47
Inflacja CPI (r/r, %)	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,3	0,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,0	-1,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,3	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,9	11,8	
Saldo ROB (mln EUR)	-618	-907	-6	-911	-497	-873	-508	615	941	124	-391	-207		
Eksport (r/r, %, EUR)	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,5	5,8	10,9	6,7	11,5	7,3	8,3		
Import (r/r, %, EUR)	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	7,3	3,1	6,2	11,6	9,6	6,9		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2014				2015				2013	2014	2015	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,4	3,3	3,6	3,7	3,5	3,8	3,9	4,2	1,6	3,5	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	2,8	2,8	3,4	3,3	3,5	3,7	3,8	0,8	2,9	3,6	
Inwestycje (% r/r)	10,7	8,4	8,6	8,7	8,2	8,8	8,1	8,5	-0,2	8,9	8,4	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,6	5,9	6,0	8,0	8,7	7,8	6,7	6,7	4,6	6,9	7,2	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,9	9,8	9,5	9,8	10,3	9,3	9,0	8,8	1,2	9,0	9,2	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,7	1,7	1,7	1,8	2,2	2,1	2,2	2,0	0,5	1,7	2,1
	Inwestycje (pp.)	1,2	1,4	1,5	2,3	1,0	1,5	1,5	2,3	0,0	1,6	1,6
	Eksport netto (pp.)	0,5	-1,6	-1,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,8	-0,8	1,6	-0,8	-0,7
Saldo obrotów bieżących***	-1,0	-0,9	-0,3	-0,5	-0,7	-1,3	-1,6	-1,8	-1,3	-0,5	-1,8	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,0	11,6	12,0	12,7	11,5	11,1	11,4	13,4	12,0	11,4	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,2	3,5	3,9	4,0	3,5	4,0	4,0	4,1	3,4	4,0	3,9	
Inflacja CPI (%)*	0,6	0,3	-0,4	0,1	0,8	1,1	1,3	1,4	0,9	0,1	1,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,68	2,52	2,45	2,45	2,45	2,62	2,78	2,71	2,45	2,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,50	2,50	2,25	2,50	
EURPLN**	4,17	4,16	4,20	4,15	4,08	4,03	4,00	3,90	4,15	4,15	3,90	
USDPLN**	3,03	3,04	3,24	3,24	3,19	3,17	3,20	3,17	3,02	3,24	3,17	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 15.09.2014r.							
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Sierpień	-391	-207	-512	
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	-0,2	-0,3	-0,3	
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	14,7	17,0	16,0	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	0,4	0,3	0,3	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Sierpień	79,2	79,2	79,3	
Wtorek 16.09.2014r.							
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	II kw.	1,5			
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Wrzesień	8,6	0,0	4,8	
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Sierpień	0,4	0,5	0,4	
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	3,5	3,6	3,8	
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	0,8	0,8	0,8	
Środa 17.09.2014r.							
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	0,3	0,3	0,3	
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-2,0	-1,7	-1,6	
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	2,3	0,3	0,7	
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Sierpień	0,1	0,0	0,0	
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Sierpień	0,1	0,2	0,2	
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Wrzesień	0,25	0,25	0,25	
Czwartek 18.09.2014r.							
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	III kw.	0,25	0,25	0,25	
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Wrzesień				
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	315		305	
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Sierpień	1093	1055	1040	
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Sierpień	1057	1049	1045	
16:00	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Wrzesień	28,0	25,0	23,0	
Piątek 19.09.2014r.							
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Lipiec	13,1			

* 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
	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 zamieszczanych komentarzy i opinii.