

Krajowa polityka pieniężna straciła pazur

W tym tygodniu

- **W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem będzie zaplanowana na czwartek publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że w wyniku poprawy koniunktury w handlu detalicznym oraz efektu statystycznego związanego z korzystną różnicą w liczbie dni roboczych nominalna sprzedaż detaliczna wzrosła we wrześniu o 3,0% r/r wobec 1,7% w sierpniu. Wyższy od konsensusu (2,4%) odczyt dynamiki sprzedaży detalicznej może oddziaływać w kierunku osłabienia oczekiwań rynkowych na łagodzenie polityki pieniężnej przez RPP w najbliższych miesiącach. W efekcie, po publikacji danych może dojść do wzrostu rentowności polskich obligacji na krótkim końcu krzywej i umocnienia złotego.
- **W czwartek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację wstępnych październikowych wskaźników koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że wstępny odczyt zagregowanego indeksu PMI w strefie euro obniżył się w październiku do 51,7 pkt. wobec 52,0 pkt. we wrześniu, na co złożyła się lekka poprawa nastrojów we Francji i ich pogorszenie w Niemczech. W naszej ocenie negatywne dane o wstępnych wskaźnikach PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach będą oddziaływały w kierunku wzrostu globalnej awersji do ryzyka, a tym samym będą negatywne dla złotego.
- **W tym tygodniu napłyną również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości.** Oczekujemy, że sprzedaż nowych domów spadła o 6,1% m/m we wrześniu do 473 tys. (efekt wysokiej bazy sprzed miesiąca, kiedy sprzedaż wzrosła o 18,0%). Z kolei sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się w sierpniu o 1,1% do 5,11 mln. Relatywnie dobre dane z USA będą naszym zdaniem oddziaływać w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej.
- **We wtorek zostaną opublikowane ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się do 1,8% kw/kw w III kw. z 2,0% w II kw. (7,1% r/r wobec 7,5% w II kw.). Dynamiki sprzedaży detalicznej oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich również nieznacznie obniżyły się we wrześniu. Z kolei tempo wzrostu produkcji przemysłowej prawdopodobnie przyspieszyło z 6,9% r/r w sierpniu do 7,5% we wrześniu. W czwartek poznamy wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa, który w naszej ocenie zmniejszył się w październiku do 50,1 pkt. z 50,2 pkt. we wrześniu. Nieznaczne tylko pogorszenie nastrojów przedsiębiorców będzie stanowić wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym spowolnienie gospodarcze w Chinach zakończyło się w III kw. br. Oczekujemy, iż dane będą lekko negatywne dla złotego.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane ze Stanów Zjednoczonych.** Sprzedaż detaliczna obniżyła się we wrześniu o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,3% w sierpniu. Po wyłączeniu środków transportu spadła ona o 0,3% m/m, podczas gdy w sierpniu zwiększyła się o 0,6%. Dane o sprzedaży świadczą zatem o lekkim pogorszeniu popytu w amerykańskiej gospodarce. Wzrost odnotowała natomiast produkcja przemysłowa, która zwiększyła się we wrześniu o 1,0% m/m wobec spadku o 0,2% w sierpniu. Zwiększeniu uległo także wykorzystanie mocy wytwórczych (79,3% we wrześniu wobec 78,7% w sierpniu), kształtując się tym samym na najwyższym poziomie od czerwca 2008 r. Dane wskazują, iż amerykańskie przedsiębiorstwa zderzą się najprawdopodobniej w najbliższym czasie z barierą mocy wytwórczych, co będzie wymuszać na nich zwiększanie nakładów na środki trwałe oraz zwiększanie zatrudnienia. Dobre dane napłynęły także z amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba rozpoczętych budów wyniosła 1017 tys. wobec 957 tys. w sierpniu, z kolei liczba nowych pozwoleń na budowę zwiększyła się do 1018 tys. wobec 1003 tys. w sierpniu. W ubiegłym tygodniu opublikowane

zostały także liczne dane nt. koniunktury. Na pogorszenie sytuacji w przetwórstwie wskazały indeksy NY Empire State (6,17 pkt. w październiku wobec 27,54 pkt. we wrześniu) oraz Philadelphia FED (20,7 pkt. w październiku wobec 22,5 pkt. we wrześniu). Poprawę koniunktury konsumenckiej zasygnalizował natomiast wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, który wzrósł z 84,6 pkt. we wrześniu do 86,4 pkt. w październiku. Pozytywny bilans ubiegłotygodniowych danych z amerykańskiej gospodarki stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym na najbliższym posiedzeniu FED wprowadzi zmiany w formule *forward guidance*, uzależniając moment rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej od szybkości powrotu amerykańskiej gospodarki do równowagi.

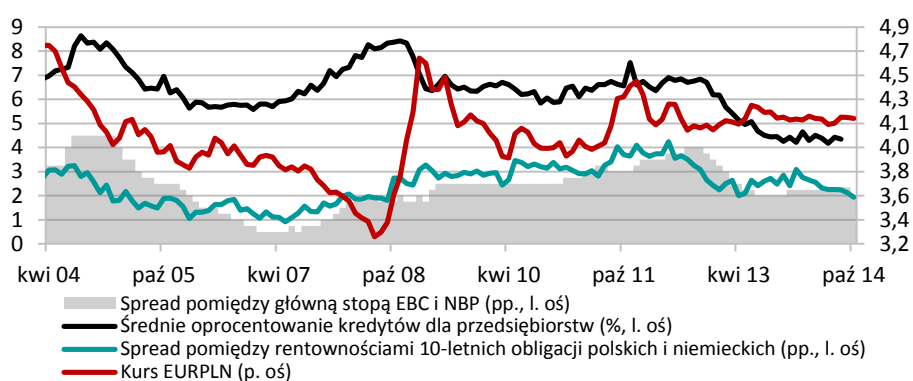
- **Produkcja przemysłowa w strefie euro obniżyła się w sierpniu o 1,8% m/m wobec wzrostu o 0,9% w lipcu.** W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje obniżenie produkcji dóbr kapitałowych (-4,8% m/m w sierpniu wobec wzrostu o 2,5% w lipcu) świadczące o słabnącym popycie inwestycyjnym w obszarze wspólnej waluty. W ubiegłym tygodniu opublikowany został także indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech, który obniżył się z 6,9 pkt. we wrześniu do -3,6 pkt. w październiku, czyli do poziomu najniższego do listopada 2012 r. Dane nt. koniunktury w Niemczech oraz struktura sierpniowej produkcji przemysłowej sygnalizują rosnące prawdopodobieństwo, iż prognozowana przez nas stagnacja wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty w III kw. może utrzymać się w IV kwartale. Tym samym istnieje znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu PKB w strefie euro w IV kw. (0,3% kw/kw).
- **Inflacja CPI w Polsce nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu z sierpniem i wyniosła -0,3% r/r.** W kierunku obniżenia dynamiki cen oddziaływał silniejszy spadek cen paliw, co było związane z obniżającymi się od czerwca br. cenami ropy naftowej na rynkach światowych. W przeciwnym kierunku oddziaływał nieznaczny wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (por. MAKROpuls z 15.10.2014). Do zwiększenia dynamiki cen przyczynił się także wzrost inflacji bazowej, która wyniosła 0,7% r/r we wrześniu wobec 0,5% w sierpniu, co wynikało z efektu niskiej bazy związanego z wprowadzoną we wrześniu ub.r. ustawą przedszkolną, obniżającą opłaty za pobyt dzieci w przedszkolu. Zgodnie z naszą krótkoterminową prognozą, uwzględniającą efekty cenowe wprowadzonego w sierpniu rosyjskiego embarga, deflacja w Polsce utrzyma się do końca roku, osiągając -0,1% r/r w grudniu.
- **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się we wrześniu o 4,2% r/r wobec spadku o 1,9% w sierpniu.** Tym samym w III kw. br. dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 1,7% r/r z 3,9% r/r w II kw. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki produkcji pomiędzy sierpniem a wrześniem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Drugim czynnikiem wzrostu produkcji przemysłowej było ustąpienie sierpniowego efektu przesunięcia i przedłużenia przerwy urlopowej w fabryce Volkswagena w Poznaniu (por. MAKROpuls z 17.10.2014). Produkcja budowlano-montażowa wzrosła we wrześniu o 5,6% r/r wobec spadku o 3,6% w sierpniu. Uważamy jednak, iż w świetle wyników badań koniunktury wrześniowy wzrost produkcji budowlano-montażowej ma charakter przejściowy, a na ożywienie w budownictwie mieszkaniowym i inwestycjach infrastrukturalnych musimy poczekać do przyszłego roku. Dobre dane o produkcji zmniejszają prawdopodobieństwo obniżki stóp o 50 pb na listopadowym posiedzeniu, stanowiąc wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego mniejsze dostosowanie polityki monetarnej (25 pb).
- **W sierpniu deficyt na rachunku bieżącym w Polsce był większy niż w lipcu (-986 mln EUR wobec -681 mln EUR w lipcu).** W kierunku zwiększenia ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących oddziaływało przede wszystkim pogorszenie salda transferów bieżących (o 316 mln EUR mniejsze niż w lipcu) i obrotów towarowych (mniejsze o 135 mln EUR). Dynamika eksportu spadła z 6,2% r/r w lipcu do -1,8% w sierpniu, a dynamika importu obniżyła się z 4,8% r/r do -1,1% w sierpniu. Oczekujemy, iż w najbliższych miesiącach spowolnienie gospodarcze w obszarze wspólnej waluty, w szczególności w Niemczech, będzie oddziaływać w kierunku

zmniejszenia dynamiki polskiego eksportu, co przy utrzymującym się stosunkowo silnym krajowym popycie wewnętrznym przyczyni się do zwiększenia relacji deficytu w obrotach bieżących do PKB.

- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w Polsce obniżyła się we wrześniu do 3,4% r/r wobec 3,5% w sierpniu.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki płac był efekt wysokiej bazy sprzed roku w górnictwie węgla kamiennego. Zmniejszenie dynamiki płac wskazuje także na słabnącą presję płacową w gospodarce, wynikającą z utrzymującej się deflacji (por. MAKROpuls z 16.10.2014). Roczna dynamika liczby osób pracujących zwiększyła się we wrześniu do 0,8% wobec 0,7% w sierpniu. W efekcie, realna dynamika funduszu płac w przedsiębiorstwach wyniosła 4,5% r/r w III kw. i nie zmieniła się w stosunku do II kw. Dane wspierają zatem naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika konsumpcji ukształtuje się w III kw. na takim samym poziomie jak w II kw. (2,8% r/r).
- **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków Rady Polityki Pieniężnej.** Jastrzębie stanowisko przedstawił A. Glapiński mówiąc, iż nie widzi przestrzeni do dalszej obniżki stóp procentowych. Podobną opinię zaprezentował A. Kaźmierczak podkreślając, że jest przeciwny obniżce stóp w listopadzie. Odmienne zdanie wyraził J. Osiatyński, który stwierdził, że istnieje jeszcze przestrzeń do obniżki stóp procentowych o kolejne 75 pb. Bardziej wyważone stanowisko przedstawiła E. Chojna-Duch mówiąc, iż z ewentualną decyzją o dalszym łagodzeniu polityki monetarnej należy powstrzymać się do zapoznania się z listopadową projekcją inflacji. Z kolei A. Zielińska-Głębocka powiedziała, iż ewentualna kolejna obniżka stóp powinna nastąpić już w listopadzie. Stwierdziła również, że Rada nie powinna zamykać sobie drogi do wprowadzenia kolejnych obniżek. Na szczególną uwagę zasługują dwie skrajnie różne wypowiedzi prezesa NBP M. Belki wskazujące za zmianę jego stanowiska. W pierwszej z nich podał on w wątpliwość obniżkę stóp w listopadzie twierdząc, iż nie jest już ona tak „ewidentna” jak ta dokonana w październiku. Natomiast w wywiadzie udzielonym po szczycie Międzynarodowego Funduszu Walutowego stwierdził on, że czuje się komfortowo z oczekiwanym przez rynek cięciem głównej stopy procentowej o 50 pb do końca roku. W swojej wypowiedzi podkreślił negatywny wpływ słabnącej koniunktury w strefie euro, w szczególności w Niemczech na polską gospodarkę. Wezwał on również EBC do podjęcia nowych znaczących działań w celu dalszego luzowania polityki pieniężnej i fiskalnej. Sygnalizuje to, iż zgodnie z naszą oceną Rada nie doceniała dotychczas skali spowolnienia w strefie euro i jego wpływu na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce (por. MAKROpuls z 08.10.2014). Pomimo istotnego wzrostu prawdopodobieństwa obniżki stóp o 50 bp w listopadzie (na co wskazują wypowiedzi M. Belki), uważamy iż poza wynikami listopadowej projekcji kluczowe dla skali obniżki jakiej dokona Rada mogą być ubiegłotygodniowe lepsze od oczekiwań wrześniowe krajowe dane nt. produkcji przemysłowej oraz czwartkowe dane nt. sprzedaży detalicznej, dlatego też podtrzymujemy nasz dotychczasowy scenariusz (obniżka o 25 pb w listopadzie).
- **W ubiegłym tygodniu opublikowany został raport NBP nt. kondycji sektora przedsiębiorstw w III kw.** Wynika z niego iż prognozy popytu oraz zamówień zanotowały spadki w ujęciu kwartalnym i znajdują się obecnie wyraźnie poniżej długookresowych średnich. Wskaźnik prognoz trwałego komponentu popytu utrzymał wartość sprzed kwartału, zbliżoną do średniej długookresowej, co wskazuje, że osłabienie koniunktury może być postrzegane przez przedsiębiorstwa jako przejściowe. Pogorszeniu uległy również perspektywy popytu inwestycyjnego. Z planów respondentów wynika, że w IV kw. br. można oczekiwać osłabienia tempa ożywienia inwestycyjnego. W IV kw. 23,2% badanych (o ok. 2 pp. mniej kw/kw) planuje zainwestować więcej niż przed rokiem. Natomiast 20,8% ankietowanych (o 1,1 pp. więcej kw/kw) obniży nakłady. Wyniki badań koniunktury NBP stanowią zatem wsparcie dla naszej prognozy dynamiki inwestycji ogółem (6,0% r/r w IV kw. wobec 7,1% w III kw. i 8,4% w II kw.)

Krajowa polityka pieniężna straciła pazur

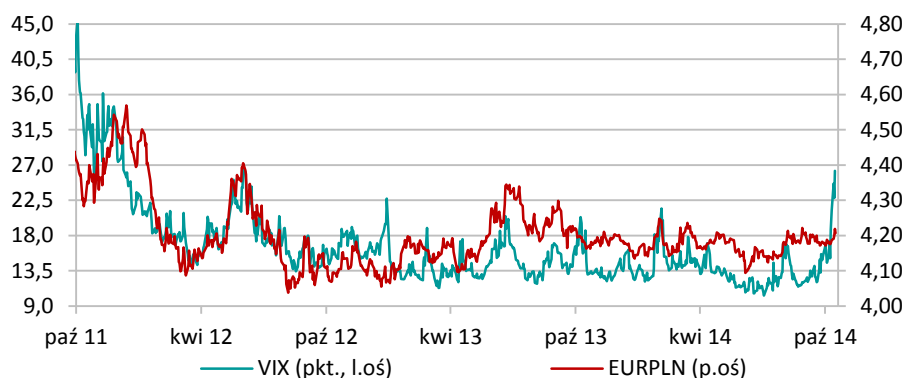
Wydarzenia ostatnich tygodni wskazują na zmniejszenie wpływu krajowej polityki monetarnej na wzrost gospodarczy i inflację (spadek efektywności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej). W szczególności, osłabieniu uległo oddziaływanie polityki pieniężnej na gospodarkę realizowane poprzez tzw. kanał kursowy (w krótkim okresie osłabienie kursu walutowego przyczynia się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego i zwiększenia inflacji). Silniejsze od oczekiwań obniżenie stopy referencyjnej w październiku oraz nasilenie oczekiwań rynkowych na kolejne obniżki o łącznej skali przekraczającej 50 pb nie spowodowały bowiem istotnego osłabienia złotego. Co więcej, współczynnik zmienności dla kursu EURPLN, obliczany jako iloraz odchylenia standardowego i średniej z dziennych poziomów zamknięcia w danym kwartale, osiągnął w III kw. br. drugi najniższy poziom w historii. Doświadczenia związane z realizacją polityki pieniężnej w Polsce w latach 2008-2014 skłaniają do sformułowania wniosku, że stosowanie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej przez banki centralne krajów rozwiniętych przyczyniło się do osłabienia reakcji kursu złotego na zmiany krajowych stóp procentowych.



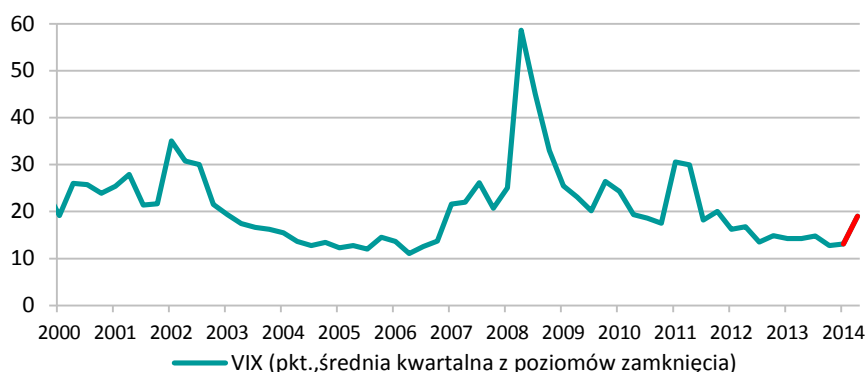
W pierwszej fazie kryzysu finansowego (w latach 2008-2009) nastąpił silny wzrost globalnej awersji do ryzyka, znajdujący odzwierciedlenie w gwałtownym odpływie kapitału portfelowego z rynków obligacji i akcji rynków wschodzących. Przyczyniło się to do silnego osłabienia złotego. Innymi słowy, w początkowej fazie kryzysu polska waluta osłabiała się głównie

dlatego, że inwestorzy wyprzedawali ryzykowne aktywa, a nie z powodu obniżek krajowych stóp procentowych przez RPP (ze względu na obniżki stóp na rynkach bazowych dysparytet stóp nie ulegał istotnym zmianom).

W drugiej fazie kryzysu, która przypadła na lata 2012-2013, struktura impulsu monetarnego (kanał kursowy versus kanał stopy procentowej) była odmienna od tej, którą obserwowano w latach 2008-2009. Dysparytet stóp procentowych NBP i EBC uległ znacznie silniejszemu obniżeniu, co wynikało głównie z niemożności zrealizowania dalszych obniżek stóp w strefie euro, w której osiągnęły one poziom zbliżony do zera. Z kolei kurs złotego osłabił się znacznie mniej niż w pierwszej fazie kryzysu, co wynikało utrzymującego się w tym okresie wzrostu popytu na ryzykowne aktywa. Głównym źródłem tego popytu był realizowany przez najważniejsze banki centralne, w tym w szczególności przez FED, program ilościowego rozluźnienia w polityce pieniężnej. Ponadto, stosowana przez Rezerwę Federalną zapowiedź utrzymywania stopy funduszy federalnych na poziomie zbliżonym do zera „przez dłuższy czas” (*forward guidance*) sprzyjała utrzymywaniu się niskich rentowności długoterminowych obligacji, zwiększając tym samym popyt na wyżej oprocentowany dług krajów należących do grupy rynków wschodzących. W efekcie, mimo silnego obniżenia stopy referencyjnej NBP kurs złotego nie uległ istotnemu osłabieniu.



nazywany także „indeksem strachu”, mierzy 30-dniową implikowaną zmienność giełdowego indeksu S&P500 na podstawie cen opcji na ten indeks. Wzrost indeksu VIX jest tożsamy ze zwiększeniem oczekiwanej zmienności na rynku, z kolei jego spadek oznacza zmniejszenie tej zmienności. Od września 2011 r. mamy do czynienia z wysoką dodatnią korelacją pomiędzy indeksem VIX a kursem EURPLN (ok. 70%). Dodatni znak korelacji jest zgodny z teorią ekonomii, gdyż wzrost indeksu VIX, czyli zwiększenie światowej awersji do ryzyka prowadzi do wzrostu kursu EURPLN, czyli osłabienia złotego względem euro. Z kolei spadek indeksu VIX, a więc zwiększenie światowego apetytu na ryzyko powoduje spadek kursu EURPLN, czyli umocnienie złotego względem euro.



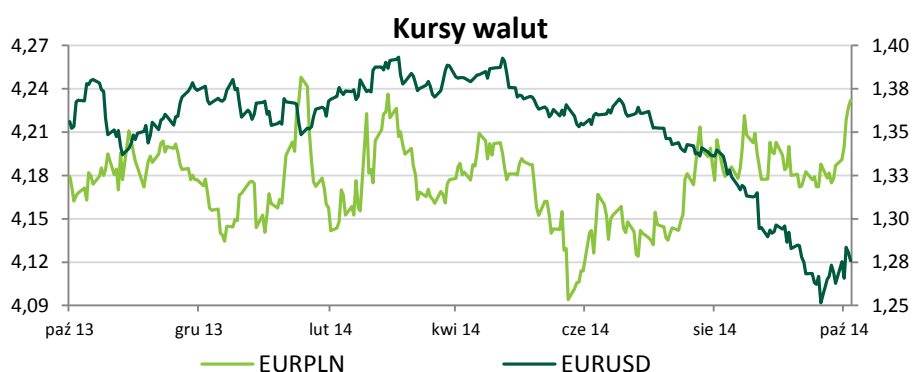
oczekiwań rynkowych na łagodzenie krajowej polityki pieniężnej. Dlatego uważamy, że głównym czynnikiem mogącym doprowadzić do istotnego wzrostu kursu EURPLN w krótkim okresie jest globalna wyprzedaż aktywów rynków wschodzących. Oczywiście nie można wykluczyć, że istotne osłabienie złotego mogłoby być wygenerowane również poprzez silniejsze złagodzenie polityki pieniężnej przez RPP. Jednak w świetle ubiegotygodniowych wypowiedzi członków Rady oraz ich dotychczas wyrażanych obaw o długofalowe skutki obniżek stóp dla stabilności systemu finansowego uważamy, że taka decyzja jest mało prawdopodobna.

W naszej ocenie do globalnej wyprzedaży aktywów wschodzących mogłoby dojść w przypadku jednoczesnego zaistnienia kilku czynników wpływających w kierunku silnego wzrostu światowej awersji do ryzyka. Wśród nich można wymienić m.in. szybsze od oczekiwań zacieśnianie polityki pieniężnej przez FED, eskalację konfliktu rosyjsko-ukraińskiego, silne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach lub powrót recesji w strefie euro. Obecnie prawdopodobieństwo kumulacji ww. czynników oceniamy jako umiarkowane. Niemniej jednak wzrost indeksu VIX w ciągu ostatnich kilku dni (w ubiegłym tygodniu przekroczył on 26 pkt. – najwyższej od czerwca 2012 r.) wskazuje na rosnące ryzyko realizacji scenariusza gwałtownej wyprzedaży. Tym samym rosnący potencjał deprecjacyjny złotego stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy kursu EURPLN (stabilizacja na poziomie 4,20 do końca czerwca 2015 r.). Analizę czynników mogących przyczynić się do gwałtownej wyprzedaży aktywów rynków wschodzących omówimy szerzej w kolejnej MAKROMapie.

Przeprowadzone przez nas badanie empiryczne (por. MAKROMapa z 04.08.2014) potwierdza, że światowa awersja do ryzyka jest istotnym czynnikiem odpowiedzialnym za krótkookresowe wahania kursu złotego. Jedną z najczęściej stosowanych miar tej awersji jest indeks VIX (ang. Chicago Board Option Volatility Index). Indeks VIX,

W II kw. br. przeciętna wartość indeksu VIX ukształtowała się na najniższym poziomie od I kw. 2007 r., a w III kw. była tylko nieznacznie wyższa. Osiągał on zatem poziomy sprzed globalnego kryzysu finansowego. Utrzymywanie się światowej awersji do ryzyka na bardzo niskim poziomie stanowiło czynnik ograniczający osłabienie złotego pomimo nasilenia

Negatywna seria danych dla złotego

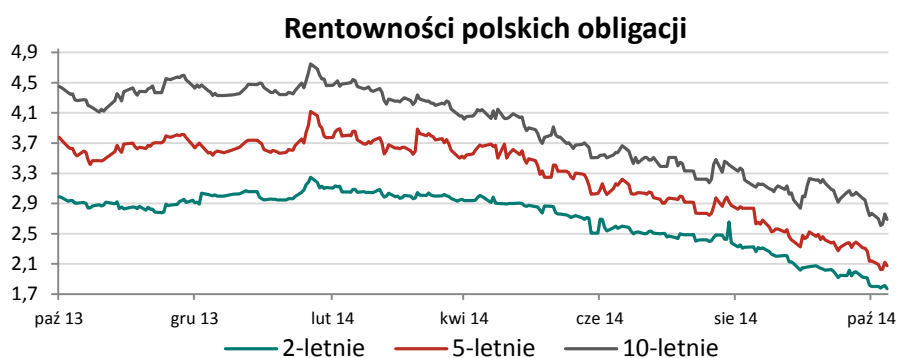


państw obszaru wspólnej waluty. W konsekwencji zarówno krajowe odczyty (inflacja, produkcja przemysłowa, bilans płatniczy oraz wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw) jak i liczne dane zza granicy nie miały znaczącego wpływu na kurs złotego. W czwartek dodatkowo doszło do silnego odpływu kapitału z rynków wschodzących (w tym z Polski) do USA, co znalazło odzwierciedlenie w silnym spadku rentowności amerykańskich obligacji. Wymienione czynniki sprawiły, iż w czwartek kurs EURPLN przekroczył granicę 4,23 i osiągnął najwyższy poziom od marca br. W piątek miała miejsce lekka korekta, po której złoty nieznacznie się umocnił.

W tym tygodniu najważniejsze dla kształtowania się kursu złotego będą dane nt. koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. Oczekujemy, iż wskażą one na pogorszenie perspektyw wzrostu w obszarze wspólnej waluty, co oddziaływać będzie w kierunku zwiększenia światowej awersji do ryzyka, a w konsekwencji osłabienia złotego. W tym tygodniu opublikowane zostaną także liczne dane z Chin, a najważniejszym odczytem będzie informacja o chińskim PKB. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu prognozy (7,1% r/r wobec 7,2%), oczekujemy lekkiego osłabienia złotego. Krajowe dane nt. sprzedaży detalicznej mogą być lekko pozytywne dla złotego.

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2172 (osłabienie złotego o 0,7%). Przez cały ubiegły tydzień złoty tracił na wartości, co związane było z silnym wzrostem awersji do ryzyka na światowych rynkach, spowodowanym zwiększeniem obaw o perspektywy wzrostu w strefie euro, widoczne m.in. we wzroście rentowności obligacji

Dane o sprzedaży detalicznej w Polsce mogą osłabić dług



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,742 (spadek o 6pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,051 (spadek o 9pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,658 (spadek o 11pb). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze spadkiem rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej, gdyż rynek

oczekiwał na krajowe dane o inflacji, które miały wskazać na pogłębienie spadku cen w ujęciu rocznym. W czwartek doszło do przeceny na rynkach wschodzących, w tym na polskim rynku długu, co związane było ze wzrostem światowej awersji do ryzyka. Nastąpił on w reakcji na pogarszającą się koniunkturę w strefie euro, a także na obawy inwestorów, iż FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej szybciej niż było to wcześniej zakładane, co związane było z serią dobrych danych z amerykańskiej gospodarki (rynek nieruchomości, produkcja przemysłowa, koniunktura konsumencka). Silny wzrost rentowności nastąpił także we wszystkich krajach strefy euro, a w szczególności w Grecji, gdzie z uwagi na zwiększające się ryzyko polityczne (ryzyko przyspieszonych wyborów prezydenckich oraz rosnące poparcie dla populistycznej partii Syriza) doszło do silnego wzrostu rentowności greckich obligacji o 10-letnim terminie zapadalności (o

prawie 200 pb). W piątek mieliśmy do czynienia z lekkim spadkiem rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej, co związane było z korektą po czwartkowych wzrostach.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą krajowe dane o wrześniowej sprzedaży detalicznej. W przypadku wyższego od konsensusu odczytu oczekujemy osłabienia oczekiwań inwestorów na dalsze znaczące złagodzenie polityki pieniężnej, co może przyczynić się do wzrostu rentowności polskich obligacji. W kierunku spadku cen polskiego długu spadku mogą oddziaływać także dane nt. PKB w Chinach, w przypadku których oczekujemy odczytu niższego od konsensusu. Oczekujemy, że wsparciem dla rentowności polskich obligacji będą również publikacje wyników badań koniunktury w strefie euro (PMI), które najprawdopodobniej wskażą na dalsze pogorszenie perspektyw gospodarczych w obszarze wspólnej waluty.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	paź 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	2,00
Kurs EURPLN*	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,20
Kurs USDPLN*	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,36
Kurs CHFPLN*	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,47
Inflacja CPI (r/r, %)	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	3,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,0	13,0	13,2	13,4	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	
Saldo ROB (mIn EUR)	-551	-92	-584	-652	-1100	-651	345	421	-237	-746	-681	-986		
Eksport (r/r, % EUR)	9,9	4,3	3,0	11,6	8,4	7,3	9,5	4,1	9,2	5,2	6,2	-1,8		
Import (r/r, % EUR)	5,2	3,7	-1,7	0,7	5,8	6,9	4,1	8,0	10,8	5,9	4,8	-1,1		

* 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	2,5	2,2	2,2	2,7	3,0	3,3	1,7	2,8	2,9	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	2,8	2,8	3,0	3,2	3,2	3,3	3,4	1,1	2,8	3,3	
Inwestycje (% r/r)	10,7	8,4	7,1	6,0	5,3	6,4	7,2	7,9	0,9	7,5	7,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,6	5,9	4,0	3,5	3,0	5,0	5,7	6,0	5,0	5,2	5,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,9	9,8	6,5	5,8	5,2	6,2	6,8	7,6	1,8	7,2	6,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,7	1,7	1,7	1,6	2,1	1,9	2,0	1,8	0,7	1,7	2,0
	Inwestycje (pp.)	1,2	1,4	1,3	1,6	0,6	1,1	1,3	2,1	0,2	1,4	1,3
	Eksport netto (pp.)	0,5	-1,6	-1,1	-0,9	-0,9	-0,4	-0,4	-0,7	1,4	-0,8	-0,6
Saldo obrotów bieżących***	-1,2	-1,2	-0,9	-0,6	-0,8	-1,5	-1,8	-1,9	-1,3	-0,6	-1,9	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,0	11,5	12,2	12,7	11,5	11,1	11,6	13,4	12,2	11,6	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,2	3,5	3,5	3,5	3,4	3,6	3,7	3,8	3,4	3,7	3,6	
Inflacja CPI (%)*	0,6	0,3	-0,3	-0,2	0,3	0,4	1,1	1,6	0,9	0,1	0,9	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,68	2,28	1,95	1,95	1,95	1,95	2,03	2,71	1,95	2,03	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	2,50	1,75	1,75	
EURPLN**	4,17	4,16	4,18	4,20	4,20	4,20	4,17	4,15	4,15	4,20	4,15	
USDPLN**	3,03	3,04	3,31	3,28	3,28	3,31	3,34	3,37	3,02	3,28	3,37	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 20.10.2014r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Sierpień	18,7		
Wtorek 21.10.2014r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	III kw.	7,5	7,1	7,2
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Wrzesień	11,9	11,6	11,8
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	6,9	7,5	7,5
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Wrzesień	16,5	16,3	16,3
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Wrzesień	5,05	5,11	5,10
Środa 22.10.2014r.						
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Wrzesień	-0,2	0,0	0,0
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Wrzesień	0,0	0,1	0,2
Czwartek 23.10.2014r.						
3:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	50,2	50,1	49,9
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	49,9	49,6	49,5
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Wrzesień	1,7	3,0	2,5
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Wrzesień	11,7	11,5	11,6
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Październik	52,4	52,6	52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	50,3	50,5	49,9
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Październik			
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	-11,4		-12,0
Piątek 24.10.2014r.						
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Wrzesień	504	473	475

* 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
Krystian JAWORSKI	Ekonomista	tel.: 22 573 18 41	krystian.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.