

Czy czeka nas wielka wyprzedaż na rynkach wschodzących ?

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie środowe posiedzenie FOMC.** Przewidujemy, że Rezerwa Federalna zakończy na nim program skupu aktywów redukcją jego skali o 15 mld USD. Oczekujemy, iż w komunikacie FED zmodyfikuje formę *forward guidance*, opierając je w większym stopniu na nadchodzących danych pozwalających na ocenę szybkości powrotu gospodarki amerykańskiej do poziomu równowagi. Niemniej jednak, z uwagi na podwyższoną w ostatnim czasie zmienność na rynkach finansowych uważamy, że FED nie zdecyduje się na usunięcie zapisu mówiącego, że „stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie jeszcze przez długi czas od zakończenia programu QE3”, gdyż mogłoby to zostać błędnie zinterpretowane przez inwestorów i nadmiernie nasilić oczekiwania na wcześniejsze podwyżki stóp. Prognozujemy, iż pierwsza podwyżka stóp zostanie dokonana w lipcu 2015 r. W przypadku jastrzębiego tonu komunikatu po posiedzeniu oczekujemy osłabienia złotego i spadku cen polskich obligacji na całej długości krzywej.
- **W piątek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację wstępnego odczytu inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, iż roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się w październiku do 0,4% z 0,3% we wrześniu. Wyższa inflacja wynikać będzie ze wzrostu cen żywności będącego skutkiem efektu niskiej bazy. W przeciwnym kierunku oddziaływać będzie spadek cen energii. W czwartek poznamy wstępny szacunek inflacji w Niemczech, która naszym zdaniem wzrosła z 0,7% r/r we wrześniu do 0,9% w październiku. Odczyty zgodne z naszymi prognozami będą neutralne dla rynków.
- **W czwartek zostanie opublikowany pierwszy szacunek amerykańskiego PKB w III kw. br.** Oczekujemy, że zannualizowane tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się do 3,2% wobec 4,6% w II kw. Na zmniejszenie tempa wzrostu PKB złożyło się zmniejszenie dynamiki konsumpcji prywatnej, inwestycji prywatnych oraz niższy wkład zapasów. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wyższy wkład eksportu netto. Oczekujemy, że w IV kw. dynamika PKB ukształtuje się na poziomie zbliżonym do 2,8%. We wtorek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie zwiększyły się we wrześniu o 0,9% m/m wobec spadku o 18,4% w sierpniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu zamówień było wygaśnięcie sierpniowego efektu niskiej bazy oraz wyższa liczba zamówień w firmie Boeing. Uważamy, że w przypadku wyższego od oczekiwań odczytu amerykańskiego PKB może dojść do osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej.
- **Za oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów.** Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board wzrósł w październiku do 87,4 pkt. z 86,0 pkt. we wrześniu, co spowodowane było silną poprawą na amerykańskim rynku pracy (wzrost zatrudnienia poza rolnictwem oraz spadek stopy bezrobocia we wrześniu). Na poprawę nastrojów gospodarstw domowych wskaże również finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, który naszym zdaniem zostanie zrewidowany w górę z 86,4 pkt. do 86,6 pkt. Naszym zdaniem reakcja rynków finansowych na te dane będzie ograniczona.
- **Na uwagę zasługuje również dzisiejsza publikacja indeksu Ifo, obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego.** Oczekujemy, że podobnie jak w przypadku ubiegłotygodniowego indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie, odnotujemy wzrost wskaźnika z 104,7 pkt. we wrześniu do 105,0 pkt. w październiku, który wskaże tym samym na lekką poprawę koniunktury w niemieckiej gospodarce. W naszej ocenie publikacja indeksu nie wywoła znaczącej reakcji rynku.

W zeszłym tygodniu

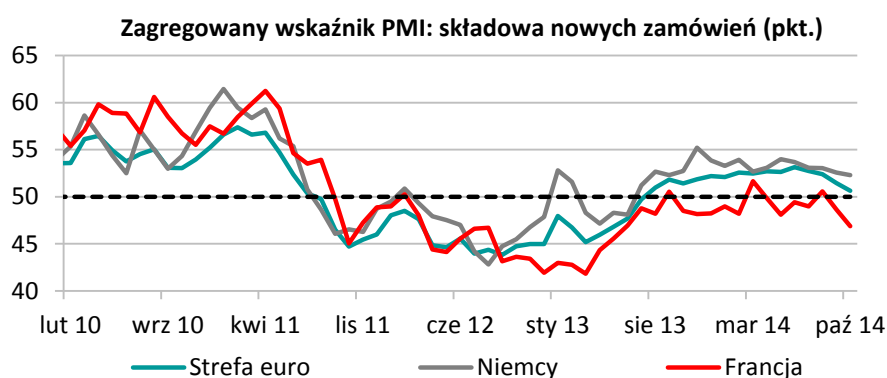
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany wskaźnik PMI dla strefy euro wzrósł w październiku do 52,2 pkt. wobec 52,0 pkt. we wrześniu. Zwiększenie indeksu wynikało z poprawy koniunktury w Niemczech (54,3 pkt. wobec 54,1 pkt.) podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał spadek wskaźnika we Francji (48,0 pkt. wobec 48,4 pkt.). W strukturze zagregowanego indeksu na szczególną uwagę zasługuje pierwsze od listopada 2013 r. obniżenie składowej dot. zatrudnienia poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od zmniejszenia aktywności. Niepokojący jest również czwarty z rzędu spadek składowej dot. nowych zamówień do 50,6 pkt. wobec 51,4 pkt. we wrześniu. Optymistycznym sygnałem płynącym z danych jest natomiast wyraźna poprawa koniunktury w niemieckim przetwórstwie (wzrost składowej dotyczącej bieżącej produkcji do 53,3 pkt. wobec 51,0 pkt. we wrześniu). Niemniej jednak październikowe dane nt. koniunktury w obszarze wspólnej waluty stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w strefie euro (0,3% kw/kw w IV kw. wobec 0,1% w III kw.).
- **Tempo wzrostu PKB w Chinach zmniejszyło się do 7,3% r/r w III kw. wobec 7,5% w II kw.** W kierunku spadku dynamiki oddziaływało dalsze osłabienie inwestycji, spowodowane spowolnieniem na chińskim rynku nieruchomości. Czynniki ograniczającymi skalę spowolnienia gospodarczego były natomiast wyższe wkłady eksportu netto oraz konsumpcji. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. sprzedaży detalicznej (11,6% r/r we wrześniu wobec 11,9% w sierpniu), produkcji przemysłowej (8,0% r/r wobec 6,9%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (16,1% r/r wobec 16,5%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy również wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zwiększył się do 50,4 pkt. w październiku wobec 50,2 pkt. we wrześniu. Wzrost wskaźnika wynikał ze zwiększenia składowych dot. zatrudnienia oraz zapasów. Ubiegłotygodniowe dane z realnej sfery gospodarki i wyniki badań koniunktury stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą roczna dynamika PKB w Chinach wyniesie 7,4% w 2014 r. wobec 7,7% w 2013 r.
- **W ubiegłym tygodniu napłynęły dane z amerykańskiego rynku nieruchomości.** Sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się we wrześniu do 5,17 mln wobec 5,05 mln w sierpniu. Wzrost odnotowała również sprzedaż nowych domów, która wyniosła we wrześniu 467 tys. wobec 466 tys. w sierpniu (rewizja w dół z 504 tys.). Dane stanowią potwierdzenie trwałości ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości.
- **Sprzedaż detaliczna w Polsce wzrosła w cenach bieżących o 1,6% r/r we wrześniu wobec 1,7% r/r w sierpniu.** Spadek dynamiki sprzedaży nastąpił mimo korzystnego wpływu różnicy w liczbie dni roboczych. Czynnikiem oddziałującym w kierunku spowolnienia wzrostu sprzedaży w cenach bieżących było pogłębienie deflacji cen dóbr uwzględnianych w sprzedaży detalicznej, a także dobra pogoda, która przyczyniła się do ograniczenia popytu na odzież i obuwie z kolekcji zimowych oraz sprzęt RTV i AGD (por. MAKROpuls z 23.10.2014). Zgodnie z danymi GUS w III kw. 2014 r. dynamika sprzedaży detalicznej w cenach stałych wyniosła 2,6% r/r wobec 5,1% w II kw. Dane te wspierają naszą prognozę, zgodnie z którą realna 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.** A. Kaźmierczak powiedział, że nie wyklucza on dalszych działań na rzecz walki z deflacją, jeśli ta będzie się przedłużać, lecz jego zdaniem nie należy działać impulsywnie. Z kolei A. Rzońca przedstawił stanowisko, zgodnie z którym główna stopa procentowa w Polsce znajduje się blisko poziomu, przy którym polityka RPP przestanie być konwencjonalna. Jastrzębie stanowisko wyraził również J. Hausner mówiąc, że obecny poziom stóp procentowych jest adekwatny w świetle dostępnych prognoz makroekonomicznych. Nie wykluczył on jednak kolejnej obniżki stóp w przypadku pogorszenia perspektyw gospodarczych. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także *Minutes* z październikowego posiedzenia Rady. Wynika z

nich, że część członków Rady było zwolennikami zdecydowanej obniżki stóp procentowych o ile towarzyszyłoby jej stwierdzenie, że taka decyzja oznacza jednorazowe dostosowanie stóp procentowych do aktualnych prognoz gospodarczych. Z kolei prezes NBP M. Belka dokonując oceny kursu polskiej waluty stwierdził, że jego obecne niedowartościowanie jest „stymulantem” dla gospodarki. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi członków Rady oraz treść *Minutes* po październikowym posiedzeniu nie zmieniają naszego scenariusza stóp procentowych. Uważamy, że na listopadowym posiedzeniu RPP dokona obniżki stóp procentowych o 25 pb. Wsparciem dla scenariusza łagodniejszej niż wycenianej przez rynek obniżki stóp procentowych jest lekka poprawa koniunktury w strefie euro, w szczególności w Niemczech, a także lepsze krajowe dane (stabilizacja inflacji w Polsce, wyższy od oczekiwań wzrost produkcji przemysłowej oraz przejściowy charakter czynników hamujących sprzedaż detaliczną we wrześniu). Ryzyko obniżki stóp o 50 pb jest jednak wysokie (40%), na co wskazują ostatnie wypowiedzi M. Belki (por. MAKROmapa z 20.10.2014) oraz oczekiwany przez nas przebieg ścieżki wzrostu PKB i inflacji w listopadowej projekcji inflacji (por. MAKROmapa z 13.10.2014).

Czy czeka nas wielka wyprzedaż na rynkach wschodzących?

W ciągu ostatniego miesiąca mieliśmy do czynienia z gwałtownym, przejściowym wzrostem światowej awersji do ryzyka. Indeks VIX (ang. Chicago Board Option Volatility Index), uważany za jedną z najlepszych miar awersji do ryzyka przekroczył 15 października granicę 26 pkt. osiągając tym samym najwyższą wartość od czerwca 2012 r. Przyczyną znacznego pogorszenia nastrojów inwestorów były negatywne dane sygnalizujące spowolnienie gospodarcze w strefie euro (produkcja przemysłowa) oraz dobre odczyty z USA (rynek nieruchomości, produkcja przemysłowa, koniunktura konsumencka), zwiększające ryzyko, iż FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej szybciej niż było to wcześniej zakładane przez rynki. Uważamy, iż ewentualne dalsze pogorszenie perspektyw wzrostu w strefie euro oraz Chinach w połączeniu ze zmianą retoryki FED na bardziej jastrzębią może doprowadzić do ponownego, gwałtownego i jednocześnie silniejszego zwiększenia światowej awersji do ryzyka, skutkującego znaczącą wyprzedażą aktywów na rynkach wschodzących i odpływu kapitału do USA. W celu oszacowania prawdopodobieństwa materializacji opisanego wyżej scenariusza i jego wpływu na ceny polskich obligacji i kurs złotego dokonaliśmy oceny krótkookresowych perspektyw gospodarczych w USA, Chinach oraz w strefie euro, ze szczególnym uwzględnieniem implikacji dla polityki monetarnej FED, a także przeprowadziliśmy analizę skumulowania w czasie publikacji danych mogących doprowadzić do wyprzedaży na rynkach.

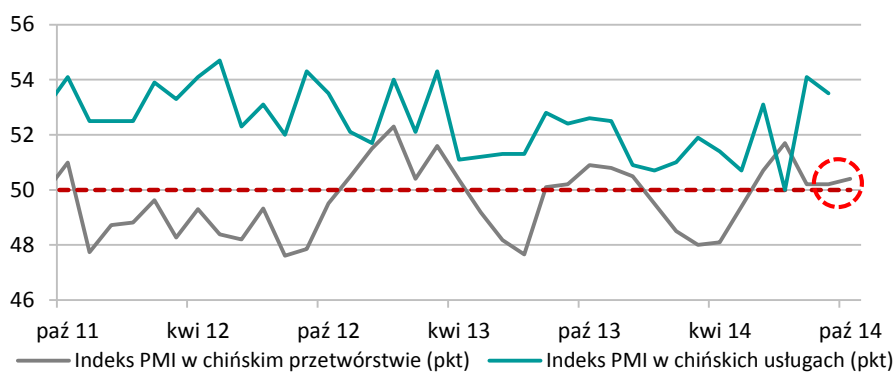
Strefa euro



Prognozujemy, że tempo wzrostu PKB w strefie euro w III kw. wyniesie 0,1% kw/kw wobec 0,0% w II kw. Zaledwie nieznaczny wzrost po kwartale stagnacji odzwierciedli trudną sytuację gospodarczą w obszarze wspólnej waluty. Złożą się na nią prognozowana przez nas techniczna recesja w Niemczech (-0,1% kw/kw w III kw. wobec -0,2% w II kw.), przedłużająca się recesja we Włoszech (-0,1% kw/kw w III kw. wobec -0,2% w II kw.) a także słaby wzrost we Francji (0,2% kw/kw w III kw. po dwóch kwartałach zerowego wzrostu). Słaby wzrost gospodarczy będzie sprzyjał utrzymywaniu się inflacji w strefie euro znacząco poniżej celu inflacyjnego EBC (0,6% r/r w IV kw. wobec 0,3% w III kw., przy celu inflacyjnym nieznacznie poniżej 2%), zwiększając tym samym niepewność rynków dotyczącą kształtowania się dalszej polityki monetarnej EBC. Prognozujemy, iż w IV kw. dojdzie do ożywienia

gospodarczego w całej strefie euro, będącego efektem wzrostu popytu wewnętrznego, w szczególności inwestycji. Oczekujemy także stopniowego zwiększenia inflacji. Jednak struktura październikowych zagregowanych wskaźników koniunktury (PMI) dla strefy euro wskazuje na istotne ryzyko dla realizacji naszego scenariusza. W strukturze zagregowanego indeksu na szczególną uwagę zasługuje pierwsze od listopada 2013 r. zmniejszenie składowej dot. zatrudnienia poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Niepokojące tendencje sygnalizuje również czwarty z rzędu spadek składowej dot. nowych zamówień do 50,6 pkt. wobec 51,4 pkt. we wrześniu. Optymistycznym sygnałem jest jednak poprawa wskaźnika w Niemczech, który zwiększył się w październiku do 54,3 pkt. wobec 54,1 pkt. we wrześniu, co w znacznym stopniu wynikało ze wzrostu składowej bieżącej produkcji w przetwórstwie (53,3 pkt. wobec 51,0 pkt.). Niemniej jednak wskaźniki koniunktury sugerują, że stagnacja w strefie euro może przeciągnąć się również na IV kw. Czynnikiem ryzyka dla wzrostu w strefie euro pozostaje również przedłużający się konflikt rosyjsko-ukraiński, a także ryzyko polityczne w Grecji (rosnące poparcie dla populistycznej partii Syriza). W konsekwencji napływ słabszych danych ze strefy euro, sygnały świadczące o niskiej efektywności polityki monetarnej EBC, wzrost ryzyka politycznego, czy też zaostrzenie konfliktu rosyjsko-ukraińskiego będą oddziaływać w kierunku wzrostu światowej awersji do ryzyka.

Chiny



W III kw. br. odnotowano spadek dynamiki chińskiego PKB do 7,3% r/r wobec 7,5% w II kw., co było jej najniższym poziomem od pięciu lat. Okazała się ona jednak wyższa od oczekiwań rynku. Czynnikiem ograniczającym skalę spowolnienia gospodarczego były wyższe wkłady eksportu netto oraz konsumpcji. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast dalsze osłabienie

inwestycji, co spowodowane było spowolnieniem na chińskim rynku nieruchomości (stanowiącym 12% PKB). Mimo utrzymującej się trudnej sytuacji na rynku nieruchomości oceniamy, iż w III kw. br. Chiny osiągnęły dołek w aktywności gospodarczej, a w IV kw. wejdą w fazę ożywienia (prognozujemy wzrost PKB w IV kw. na poziomie 7,4%-7,5% r/r). Oznacza to, że osiągnięcie celu rocznego wzrostu gospodarczego na poziomie ok. 7,5% jest realne i może mieć miejsce bez uruchomienia dodatkowego pakietu stymulującego popyt wewnętrzny. Tym samym, w najbliższym czasie oczekujemy znacznej poprawy nastrojów związanych z chińską gospodarką, oddziałującej w kierunku spadku światowej awersji do ryzyka.

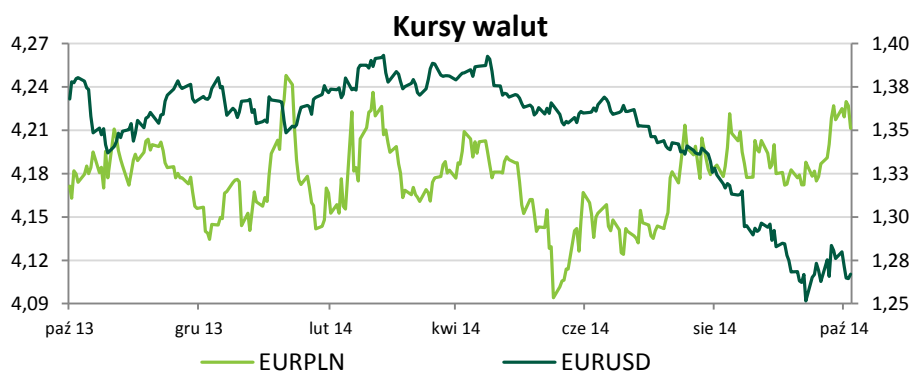
USA

Oczekujemy, że na posiedzeniu w tym tygodniu FED zakończy program QE3. Uważamy, że wprowadzone zostaną również zmiany w formule *forward guidance* uzależniające moment rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej od szybkości powrotu gospodarki amerykańskiej do równowagi makroekonomicznej. Niemniej jednak, z uwagi na ostatnią podwyższoną zmienność na rynkach uważamy, że FED nie zdecyduje się na usunięcie zapisu że „stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie jeszcze przez długi czas od zakończenia programu QE3”, gdyż mogłoby to zostać błędnie zinterpretowane przez inwestorów i nadmiernie nasilić oczekiwania na wcześniejsze podwyżki stóp. Uważamy ponadto, że widoczna w ostatnich miesiącach aprecjacja dolara względem euro, oddziałująca w kierunku osłabienia amerykańskiego eksportu, nie będzie wystarczającym argumentem dla FED za odkładaniem momentu rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej w czasie. Prognozujemy, iż pierwsza podwyżka stóp zostanie dokonana w lipcu 2015 r. Oznacza to, że w najbliższych miesiącach kluczowe z punktu widzenia rynku będą dane z amerykańskiego rynku pracy, które w przypadku dobrych odczytów mogą wzmocnić oczekiwania inwestorów na zmianę retoryki FOMC, oddziałując tym samym w kierunku wzrostu światowej awersji do ryzyka i odpływu kapitału z rynków wschodzących do USA.

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES
Poniedziałek 27.10.2014r.		
Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Październik
Środa 29.10.2014r.		
USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Październik
Czwartek 30.10.2014r.		
USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	III kw.
Piątek 31.10.2014r.		
Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik
USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik
Poniedziałek 03.11.2014r.		
USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Październik
Czwartek 06.11.2014r.		
Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Listopad
Piątek 07.11.2014r.		
Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień
Francja	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień
USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (m/m tys.)	Październik
Środa 12.11.2014r.		
Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień
Piątek 14.11.2014r.		
Francja	Produkt Krajowy Brutto (% kw/kw)	III kw.
Niemcy	Produkt Krajowy Brutto (% kw/kw)	III kw.
Strefa euro	Produkt Krajowy Brutto (% kw/kw)	III kw.
USA	Sprzedż detaliczna (% r/r)	Październik
USA	Indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad

Biorąc pod uwagę krótkookresowe perspektywy najważniejszych gospodarek świata uważamy, że w kierunku wzrostu światowej awersji do ryzyka i odpływu kapitału z rynków wschodzących do USA oddziaływać będą przede wszystkim oczekiwane przez nas dobre dane ze Stanów Zjednoczonych, przybliżające moment rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez FED. Wzrost awersji do ryzyka może być także wywołany przez prognozowane przez nas słabe odczyty ze strefy euro, wskazujące na pogarszające się perspektywy wzrostu w obszarze wspólnej waluty i krajach z nim powiązanych gospodarczo. Z kolei dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne. Naszym zdaniem do pogorszenia nastrojów, wystarczającego by spowodować wyprzedaż na rynkach wschodzących, mogłoby dojść jedynie w przypadku kumulacji pozytywnych danych z USA i negatywnych danych ze strefy euro. Dlatego też przeanalizowaliśmy kalendarz makroekonomiczny na najbliższy miesiąc i dokonaliśmy eksperckiej oceny prawdopodobieństwa wystąpienia wyprzedaży na rynkach wschodzących w nadchodzących tygodniach.

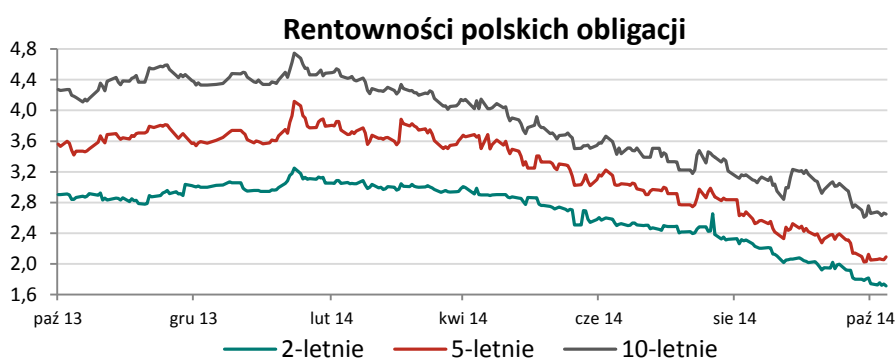
Biorąc pod uwagę rozkład publikacji odczytów w najbliższych tygodniach oceniamy, iż szczególnie ryzykowna z punktu widzenia wystąpienia wyprzedaży na rynkach wschodzących będzie pierwsza połowa listopada. Uważamy, że od początku miesiąca nastroje rynkowe będą w znacznym pod wpływem najprawdopodobniej bardziej jastrzębiej retoryki FED (zakończenie programu QE3, zmiana w *forward guidance*), co będzie sprzyjać odpływowi kapitału z rynków wschodzących. 6 listopada będzie miało miejsce posiedzenie EBC. Uważamy jednak, iż w obliczu stosunkowo dobrych danych nt. koniunktury w strefie euro, w szczególności Niemczech, nie należy oczekiwać nasilenia gołębiej retoryki prezesa EBC, choć samo posiedzenie może przyczynić się do podwyższonej zmienności na rynkach. Z kolei 14 listopada poznamy słabe dane na temat wzrostu PKB w strefie euro. Wydarzenia te również sprzyjać będą dalszemu lekkiemu zwiększeniu awersji do ryzyka. Dodatkowymi czynnikami, które mogłyby przyczynić się do pogorszenia nastrojów inwestorów mogą być odczyty produkcji przemysłowej w krajach strefy euro, a także zatrudnienia poza rolnictwem oraz PKB w USA. W konsekwencji, istnieje umiarkowane prawdopodobieństwo wystąpienia wyprzedaży na rynkach wschodzących w najbliższych tygodniach. Wskazuje to na nieznaczne ryzyko w górę dla naszej prognozy EURPLN na koniec br. (4,20).


Środowe posiedzenie FOMC w centrum uwagi rynku


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2114 (umocnienie złotego o 0,1%). W poniedziałek złoty tracił na wartości, jednakże lepsze od oczekiwań wtorkowe dane nt. PKB w Chinach zmniejszyły światową awersję do ryzyka, co umożliwiło odwrócenie trendu. W środę mieliśmy do czynienia z ponowną deprecjacją złotego,

gdyż inwestorzy wyprzedawali złotego w oczekiwaniu na czwartkowe dane nt. koniunktury w strefie euro. Mieszane dane nt. koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach doprowadziły do relatywnie silnej zmienności kursu polskiej waluty. Została ona dodatkowo zwiększona przez słabszy od oczekiwań odczyt sprzedaży detalicznej w Polsce. W czwartek po południu złoty zaczął się umacniać i pozostał w trendzie aprecjacyjnym do końca tygodnia.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu polskiej waluty będzie środowe posiedzenie FOMC, na którym FED najprawdopodobniej zakończy program QE3 i wprowadzi zmiany w *forward guidance*. W przypadku zmiany komunikacji Rezerwy Federalnej na bardziej jastrzębią oczekujemy osłabienia złotego. W czwartek opublikowany zostanie pierwszy szacunek amerykańskiego PKB, który w przypadku odczytu wyższego od oczekiwań może przyczynić się do deprecjacji polskiej waluty. Dane nt. koniunktury w USA (indeks Uniwersytetu Michigan, indeks ufności konsumenckiej Conference Board), a także dane ze strefy euro (wstępny odczyt inflacji w strefie euro, indeks Ifo w Niemczech) nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.


Podwyższone ryzyko odpływu kapitału z polskiego rynku długu


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,711 (spadek o 3pb), obligacji 5-letnich zwiększyły się do poziomu 2,089 (wzrost o 4pb), a obligacji 10-letnich obniżyły się do poziomu 2,648 (spadek o 1pb). W ostatnich dniach mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością cen polskich obligacji,

których rentowności utrzymywały się w łagodnym trendzie spadkowym. Do wzrostu cen polskiego długu przyczyniły się czwartkowe dane nt. koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (w szczególności dobre dane z Niemiec). Odczyt sprzedaży detalicznej w Polsce nie spotkał się ze znaczącą reakcją rynku. W czwartek miała również miejsce udana aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2- i 5-letnich terminach zapadalności za 6,1 mld zł przy popycie 9,64 mld zł. Aukcja ta przyczyniła się do przejściowego, nieznacznego spadku rentowności polskich obligacji widocznej szczególnie na krótkim końcu krzywej.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie śródowe posiedzenie FOMC. W przypadku zmiany komunikacji Rezerwy Federalnej na bardziej jastrzębią istnieje ryzyko znacznego wzrostu rentowności polskich obligacji. Ważnym wydarzeniem będzie również czwartkowa publikacja pierwszego szacunku PKB za III kw. w USA. Jeśli szacunek ten okaże się wyższy od konsensusu, jego publikacja może się przyczynić do spadku cen polskiego długu. W tym tygodniu poznamy także wstępny odczyt inflacji w strefie euro, który w przypadku realizacji naszej prognozy nie spotka się ze znaczącą reakcją rynku. Dane nt. koniunktury w Niemczech (indeks Ifo) i w USA (indeks ufności konsumenckiej Conference Board, indeks Uniwersytetu Michigan) będą naszym zdaniem neutralne dla cen polskich obligacji.

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	4,22
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	3,34
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	3,50
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	1,6	
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 27.10.2014r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Październik	104,7	105,0	104,3
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	2,0	2,2	2,2
Wtorek 28.10.2014r.						
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Wrzesień	-18,4	0,9	0,6
14:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Sierpień	-0,5		0,1
15:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Październik	14,0		10,0
15:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	86,0	87,4	87,0
Środa 29.10.2014r.						
19:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Październik	0,25	0,25	0,25
Czwartek 30.10.2014r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Październik	0,10	0,00	0,05
13:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	III kw.	4,6	3,2	3,0
Piątek 31.10.2014r.						
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik	0,3	0,4	0,4
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Wrzesień	11,5		11,5
13:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Wrzesień	0,5	0,1	0,1
14:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Październik	60,5		60,0
14:55	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	86,4	86,6	86,4

* 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.