

Czy referendum w Szwajcarii umocni kurs franka?

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o obniżce stopy referencyjnej o 25 pb do poziomu 1,75% i zasygnalizuje jednocześnie niskie prawdopodobieństwo dalszej redukcji stóp. Ostatnie wypowiedzi niektórych członków Rady wskazują na duże zróżnicowanie opinii nt. dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Część z nich opowiada się za dalszym dostosowaniem polityki pieniężnej, a pozostali uważają, że obecny poziom stóp jest właściwy. Uważamy jednak, że wyniki listopadowej projekcji inflacji NBP będą decydującym argumentem przemawiającym za obniżką. Ścieżki inflacji oraz tempa wzrostu gospodarczego zostaną w niej zrewidowane wyraźnie w dół (por. MAKROMapa z 13.10.2014). Nie wykluczamy jednak, że RPP zadecyduje o obniżce stóp procentowych o 50 pb. Prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza szacujemy na 25%. Obniżka stóp o 25 pb jest już w dużej mierze zdyskontowana przez rynki, a tym samym nie powinna wywołać ich znaczącej reakcji.
- **W piątek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o 220 tys. osób w październiku wobec 248 tys. we wrześniu, przy niezmięniętej w stosunku do poprzedniego miesiąca stopie bezrobocia (5,9%). Wskaźniki koniunktury w przemyśle oraz badania nastrojów konsumenckich sygnalizowały w ostatnim czasie relatywnie wysokie tempo tworzenia nowych etatów. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 220 tys. wobec 213 tys. we wrześniu). Dziś opublikowany zostanie również indeks ISM w przetwórstwie. Oczekujemy jego spadku do 56,2 pkt. w październiku wobec 56,6 pkt. we wrześniu. W przypadku, gdy odczyty w USA ukształtują się powyżej konsensusu, oczekiwania rynków na wcześniejsze podwyżki stóp procentowych przez FED mogą nasilić się, co byłoby negatywne dla kursu złotego i cen polskiego długu.
- **Oczekujemy, że w czwartek EBC utrzyma status quo w polityce monetarnej, pozostawiając główną stopę procentową na poziomie 0,05%.** Uważamy również, że EBC na razie nie zastosuje nowych, niekonwencjonalnych narzędzi w polityce monetarnej poza tymi, które już zostały ogłoszone (program TLTRO oraz skup instrumentów ABS). Wsparciem dla takiego scenariusza jest wzrost inflacji w strefie euro w październiku oraz wysokie prawdopodobieństwo, że pozostanie ona w trendzie wzrostowym w kolejnych kwartałach (patrz poniżej). Niemniej jednak najprawdopodobniej gołębi wydźwięk komunikatu oraz wypowiedzi M. Dragiego na konferencji po posiedzeniu mogą oddziaływać w kierunku osłabienia euro, umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.
- **W piątek poznamy dane nt. produkcji przemysłowej i bilansie handlu zagranicznego w Niemczech.** Prognozujemy, iż produkcja zwiększyła się o 2,0% m/m we wrześniu wobec spadku o 4,0% w sierpniu. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływał efekt niskiej bazy. Z kolei w przeciwnym kierunku oddziaływało pogorszenie nastrojów w niemieckim przetwórstwie (PMI). W przypadku handlu zagranicznego rynek oczekuje wzrostu jego nadwyżki (z 17,5 mld EUR w sierpniu do 18,5 mld we wrześniu), przy jednoczesnym przyspieszeniu zarówno eksportu (z -5,8% r/r do 2,3%), jak i importu (z -1,3% do 1,2%). Dane o produkcji i bilansie handlowym będą naszym zdaniem neutralne dla złotego oraz polskiego rynku długu.
- **W sobotę poznaliśmy październikowy odczyt oficjalnego indeksu PMI w chińskim przetwórstwie przemysłowym, który obniżył się do 50,8 pkt. wobec 51,1 pkt. we wrześniu.** Z kolei opublikowany dziś finalny odczyt indeksu HSBC PMI wyniósł 50,4 pkt. w październiku wobec 50,2 pkt. we wrześniu. Październikowe wyniki badań koniunktury nie zmieniają naszej oceny, 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).

- **Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) wzrósł w październiku do 51,2 pkt. wobec 49,0 pkt. we wrześniu, co było powyżej naszej prognozy (50,0 pkt.) i konsensusu rynkowego (49,9 pkt.).** W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost subindeksu bieżącej produkcji do 52,0 pkt. wobec 48,6 pkt. we wrześniu. Zwiększenie produkcji było naszym zdaniem efektem wzrostu popytu krajowego przy stabilizacji zamówień składanych zza granicy. Składowa dotycząca nowych zamówień ukształtowała się bowiem po raz pierwszy od pięciu miesięcy powyżej neutralnej granicy 50 pkt. (oddzielającej wzrost od spadku aktywności), podczas gdy subindeks nowych zamówień eksportowych również wzrósł i ukształtował się już tylko nieznacznie poniżej poziomu 50 pkt. Lekki spadek zamówień zza granicy był uzasadniany przez firmy niestabilną sytuacją ekonomiczno-polityczną w Europie. Oznacza to, że kryzys rosyjsko-ukraiński wciąż wywiera negatywny i w coraz większym stopniu pośredni wpływ na sytuację gospodarczą w Polsce. Dobrą informacją jest odnotowany w październiku (15 miesiąc z rzędu) wzrost zatrudnienia w przetwórstwie. Przedsiębiorstwa uzasadniały zwiększenie liczby etatów wzrostem produkcji oraz mocy wytwórczych. Październikowe wyniki badania koniunktury stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w IV kw. (2,2% r/r wobec 2,7% w III kw.) i naszego scenariusza zakładającego obniżkę stóp procentowych o 25 pb na śródowym posiedzeniu RPP. Dzisiejszy odczyt wskaźnika PMI potwierdza naszą ocenę, że w przypadku obniżki stóp na najbliższym posiedzeniu, znacząco zmniejsza się prawdopodobieństwo dalszego łągodzenia polityki pieniężnej.

W zeszłym tygodniu

- **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu członkowie FED ograniczyli program QE3 o 15 mld, co jest równoznaczne z jego zakończeniem.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w treści *forward guidance* utrzymany został zapis, iż stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie jeszcze przez długi czas po zakończeniu programu QE3. W komunikacie znalazła się jednak informacja, iż FED uzależnia moment rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej od szybkości powrotu amerykańskiej gospodarki do równowagi. Należy zauważyć, że jest to pierwszy raz od wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. kiedy Rezerwa Federalna dopuściła możliwość podwyżek stóp procentowych. Obecnie oczekujemy, iż FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w lipcu 2015 r. Uważamy ponadto, iż implikacje płynące z październikowego posiedzenia FOMC nie zostały jeszcze w pełni zdyskontowane przez rynki, dlatego publikacja *Minutes* z październikowego posiedzenia może przyczynić się do ich podwyższonej zmienności.
- **Zgodnie z pierwszym szacunkiem zannualizowane tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszyło się w III kw. do 3,5% wobec 4,6% w II kw.** Spadek tempa wzrostu wynikał z niższego wkładu inwestycji (0,74 pp. w III kw. wobec 1,45 pp. w II kw.) oraz konsumpcji (1,22 pp. wobec 1,75 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływała natomiast wyższa kontrybucja eksportu netto (1,32 pp. wobec -0,34 pp.). W strukturze PKB na szczególną uwagę zasługuje zwiększenie wkładu wydatków rządowych (do 0,83 pp. w III kw. wobec 0,31 pp. w II kw.), wynikające w dużej mierze z wyraźnego, najprawdopodobniej jednorazowego wzrostu wydatków na obronność (0,66 pp. z 0,04pp). Tym samym ustąpienie efektu zwiększonych wydatków na wojsko będzie ograniczało wzrost gospodarczy w kolejnym kwartale. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zmniejszyły się we wrześniu o 1,3% m/m wobec spadku o 18,3% w sierpniu. Po wyłączeniu środków transportu ich dynamika była równa -0,2% we wrześniu wobec 0,7% w sierpniu. Dane z realnej sfery gospodarki nie zmieniają naszej oceny trwałości ożywienia gospodarczego w USA. Prognozujemy, że zannualizowane tempo wzrostu PKB w IV kw. wyniesie 3,0%.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane nt. koniunktury konsumenckiej w USA.** Wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board zwiększył się w październiku do 94,5 pkt. wobec 86

pkt. we wrześniu. Do wzrostu indeksu w największym stopniu przyczyniła się silna poprawa składowej dotyczącej oczekiwań. Na poprawę nastrojów konsumenckich wskazał również finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, który został zrewidowany w górę do 86,9 pkt. wobec 86,4 pkt. we wstępnym odczycie. Oczekujemy, iż w najbliższych miesiącach w kierunku dalszej poprawy nastrojów konsumenckich oddziaływać będzie coraz lepsza sytuacja na amerykańskim rynku pracy.

- **Inflacja CPI w strefie euro zwiększyła się w październiku do 0,4% r/r wobec 0,3% we wrześniu.** W kierunku wyższego tempa wzrostu cen oddziaływał wzrost cen żywności będący skutkiem efektu niskiej bazy. Prognozujemy, że w IV kw. inflacja w strefie euro nie zmieni się w stosunku do III kw. i wyniesie 0,4% r/r, a w 2015 r. jej przeciętny poziom wzrośnie do 0,7%.
- **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego spadł w październiku do 103,2 pkt. wobec 104,7 pkt. we wrześniu.** Struktura indeksu wskazuje na pogorszenie zarówno oceny bieżącej sytuacji gospodarczej jak i oczekiwań co do jej dalszego kształtowania. W rozbiciu na strukturę branżową na uwagę zasługuje spadek indeksu dla przetwórstwa oraz handlu detalicznego przy stabilizacji nastrojów w budownictwie. Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w Niemczech (0,3% kw/kw w IV kw. wobec -0,1% w III kw.).
- **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków Rady Polityki Pieniężnej.** A. Rzońca wyraził przekonanie, że nie ma potrzeby dalszych obniżek stóp procentowych, gdyż kondycja polskiej gospodarki tego nie wymaga. Jastrzębie stanowisko przedstawił również J. Winiecki mówiąc, iż jego zdaniem nie ma korzyści płynących z niskiego poziomu stop procentowych i obecnie nie ma wielkiego pola manewru dla polityki monetarnej. E. Chojna-Duch powiedziała natomiast, że przestrzeń do obniżki stóp w listopadzie zawęża się po głębszym od oczekiwań poluzowaniu polityki monetarnej w październiku. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą na listopadowym posiedzeniu RPP obniży stopy procentowe o 25 pb.

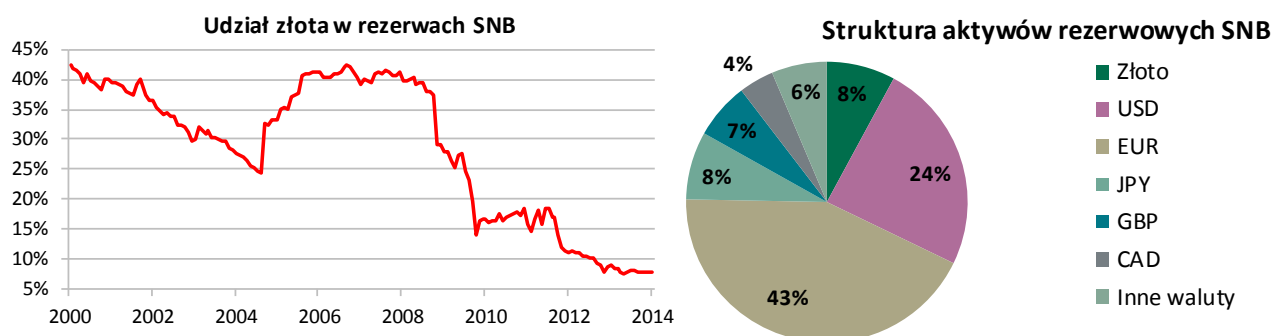
➤ **Czy referendum w Szwajcarii umocni kurs franka?**

30 listopada w Szwajcarii odbędzie się referendum nt. społecznej inicjatywy ustawodawczej „Ocalmy nasze szwajcarskie złoto” (ang. Save our Swiss Gold), której celem jest wprowadzenie do konstytucji trzech postulatów: 1) Rezerwy złota SNB w całości mają być przechowywane na terytorium Szwajcarii; 2) Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) nie będzie mógł sprzedawać swoich rezerw złota; 3) Przynajmniej 20% aktywów rezerwowych SNB ma stanowić złoto.

Zgodnie ze szwajcarską konstytucją wyniki referendum będą wiążące, jeśli spełniona zostanie zasada podwójnej większości. Oznacza to, że za inicjatywą musi opowiedzieć się jednocześnie większość osób głosujących w referendum oraz większość kantonów (podstawowa jednostka terytorialna w Szwajcarii). Wyniki sondaży opublikowanych 24 października br. wskazują, że inicjatywę SoSG popiera 44% respondentów, 39% jest przeciwnych, podczas gdy 17% jest niezdecydowana. Mimo, że przytoczone wyżej dane nie uwzględniają rozkładu głosów w poszczególnych kantonach, a do samego referendum pozostało jeszcze prawie miesiąc, wskazują one na stosunkowo wysokie prawdopodobieństwo przyjęcia ustawy. Skłoniło nas to do przeprowadzenia analizy ekonomicznych skutków jej ewentualnego wprowadzenia, ze szczególnym uwzględnieniem jej wpływu na politykę monetarną SNB, a w konsekwencji kursy EURCHF i CHFPLN.

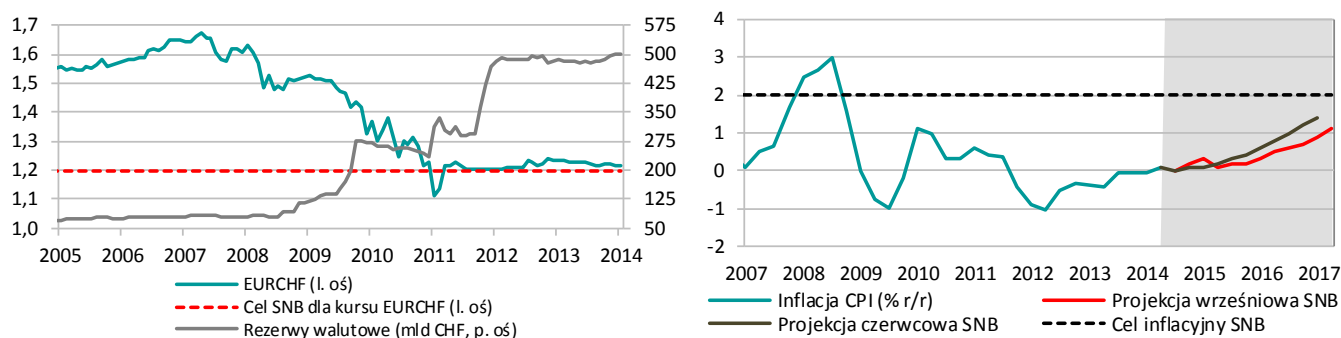
W naszej ocenie spełnienie pierwszego postulatu nie będzie miało wpływu na politykę monetarną SNB. Jego realizacja byłaby jedynie dużą operacją logistyczną, pozbawiającą Szwajcarię korzyści płynących z dywersyfikacji rozmieszczenia rezerw złota. Tym samym efekt jego ewentualnego przyjęcia będzie neutralny dla rynków finansowych.

Drugi postulat również nie będzie miał naszym zdaniem istotnego wpływu na kursy EURCHF i CHFPLN. W warunkach obecnej polityki monetarnej SNB, która polega na niedopuszczaniu do spadku kursu EURCHF poniżej poziomu 1,20, można rozważyć dwa scenariusze związane z ewentualnym wprowadzeniem tego postulatu do konstytucji. W pierwszym z nich, w przypadku ewentualnych dalszych interwencji SNB przeciwko aprecjacji franka, poziom rezerw walutowych będzie wzrastał. Będzie to oznaczało zwiększenie popytu na złoto ze strony SNB w celu utrzymania odpowiedniej struktury aktywów rezerwowych. W drugim scenariuszu, w którym w (odległej) przyszłości SNB dokonywałby interwencji przeciwko osłabieniu franka, udział złota w aktywach rezerwowych będzie stopniowo wzrastał. Zmniejszać się będzie natomiast wielkość rezerw walutowych. W długim okresie byłby to czynnik ryzyka dla skuteczności polityki pieniężnej, gdyż malejąca wielkość rezerw walutowych przy jednoczesnym zakazie sprzedaży złota może ograniczać zasób walut obcych, które mogą być wykorzystane dla przeprowadzenia interwencji walutowych. Można jednak oczekiwać, że w takiej sytuacji SNB oraz szwajcarski rząd podejmą działania zmierzające do wprowadzenia stosownych zmian w konstytucji, które zapewniłyby większą elastyczność SNB w zarządzaniu aktywami rezerwowymi.



Źródło: SNB, Datastream

Niosący implikacje dla prowadzenia polityki pieniężnej i jednocześnie budzący największe emocje jest trzeci postulat, nakazujący SNB utrzymywanie 20% aktywów rezerwowych w złocie. Na koniec sierpnia 2014 r. SNB posiadał złoto o wartości 39,38 mld CHF, co stanowiło 7,9% jego aktywów rezerwowych. Od 2000 r. obserwowano systematyczny spadek tej relacji, co związane było ze zmianą polityki zarządzania rezerwami prowadzoną przez SNB. Trzeci postulat inicjatywy SoSG zakłada osiągnięcie udziału rezerw złota w całkowitych rezerwach SNB na poziomie co najmniej 20% w ciągu 5 lat od momentu przeprowadzenia referendum. SNB może osiągnąć ten cel na trzy sposoby. Pierwszym z nich jest zmniejszenie całkowitej wartości rezerw poprzez sprzedaż walut obcych o równowartości około 303 mld CHF i pozostawienie obecnej wielkości rezerw złota. Drugim sposobem na zwiększenie udziału złota w rezerwach do poziomu 20% jest zakup złota o wartości ponad 75 mld CHF za wyemitowane na ten cel przez SNB franki (zamiana wyemitowanych franków na dolary i zakup złota). Trzecią możliwością jest wymiana rezerw walutowych o wartości ok. 50 mld EUR na złoto. W celu określenia najbardziej prawdopodobnego wariantu zwiększenia udziału rezerw złota należy dokonać ich analizy pod kątem ograniczeń związanych z prowadzoną obecnie polityką monetarną SNB.



Źródło: SNB, Datastream

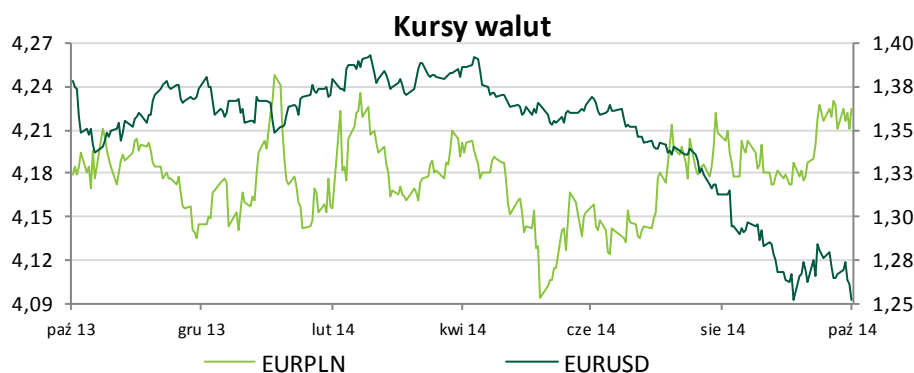
Cel SNB, jakim jest utrzymywanie kursu EURCHF na poziomie 1,20 jest realizowany poprzez interwencje walutowe (emisję franków i zakup euro w sytuacji gdy kurs EURCHF spada). Obecny kształt polityki monetarnej SNB jest konsekwencją znaczącego umocnienia franka po wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. (pomiędzy sierpniem 2008 r. a sierpniem 2011 r. kurs EURCHF spadł o ok. 33%), kiedy doszło do silnego wzrostu światowej awersji do ryzyka i napływu kapitału do tzw. bezpiecznych przystani (ang. safe heaven), czyli krajów charakteryzujących się niskim ryzykiem. Silna aprecjacja franka doprowadziła w Szwajcarii do zwiększenia presji deflacyjnej i pogłębienia spowolnienia gospodarczego. W rezultacie SNB zmuszony był do przyjęcia asymetrycznego celu kursowego. Wrześniowa projekcja inflacji SNB wskazuje na utrzymujące się wysokie ryzyko deflacji w horyzoncie oddziaływania polityki monetarnej w warunkach zerowych stóp procentowych. Oznacza to, że asymetryczny cel kursowy najprawdopodobniej jeszcze przez długi czas pozostanie kluczowym elementem polityki monetarnej SNB.

Biorąc pod uwagę politykę monetarną prowadzoną przez SNB, pierwszy wariant polegający na zwiększeniu udziału rezerw złota poprzez sprzedaż znaczącej części rezerw walutowych nie będzie brany pod uwagę, gdyż oznaczałoby to porzucenie celu kursowego (tak duża wymiana walut obcych na franka doprowadziłaby do jego znacznego umocnienia). Z kolei osiągnięcie udziału złota w rezerwach na poziomie 20% poprzez zakup jego odpowiedniej ilości za franki wyemitowane przez SNB utrudniłoby realizację polityki monetarnej w przyszłości. Mimo, że rozłożenie całej operacji w czasie (SNB miałyby 5 lat na uzyskanie odpowiedniej struktury aktywów rezerwowych) nie doprowadziłoby do silnej deprecjacji franka, wzrost płynności sektora bankowego oznaczałoby wyższe koszty jej absorpcji w przyszłości, gdy stopy procentowe SNB będą podnoszone. Wyższe koszty sterylizacji płynnościowych skutków skupu złota za franki oddziaływałyby również w kierunku pogorszenia wyniku finansowego SNB.

W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym wariantem byłaby wymiana rezerw walutowych o wartości ok. 50 mld EUR na złoto. Choć operacja ta nie miałaby wpływu na kurs EURCHF, tak duży zakup złota miałby naszym zdaniem wpływ na jego cenę. Przy obecnych warunkach (EURCHF = 1,20, EURUSD=1,26, cena złota=1198 USD/uncja - stan na dzień 30.10.2014, rezerwy złota SNB na poziomie 7,9% aktywów rezerwowych - stan na koniec sierpnia) SNB musiałyby zakupić ponad 1500 ton złota. Nawet jeśli zakup ten zostałby rozłożony na 5 lat, zwiększyłby on obecny roczny popyt na złoto zgłaszany przez producentów, inwestorów i banki centralne o ok. 7,0%, co przyczyniłoby się do wzrostu ceny tego kruszcu. Zakup tak dużej ilości złota nie wiązałby się jednak ze wzrostem płynności w światowym systemie finansowym, gdyż w wyniku tej operacji ilość pieniądza rezerwowego EBC lub FED (na który oprócz gotówki w obiegu składają się środki zgromadzone na rachunkach banków komercyjnych w banku centralnym) nie uległaby zmianie. W efekcie, wymiana rezerw walutowych SNB na złoto byłaby neutralna dla kursu EURCHF.

Podsumowując, uważamy, iż ewentualne wprowadzenie postulatów inicjatywy SoSG przyczyni się przede wszystkim do wzrostu cen złota i nie będzie miało istotnego wpływu na kurs EURCHF oraz CHFPLN. W związku z tym podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą do końca 2015 r. kurs CHFPLN będzie kształtował się w przedziale 3,46 – 3,50.

Złoty w oczekiwaniu na posiedzenie EBC



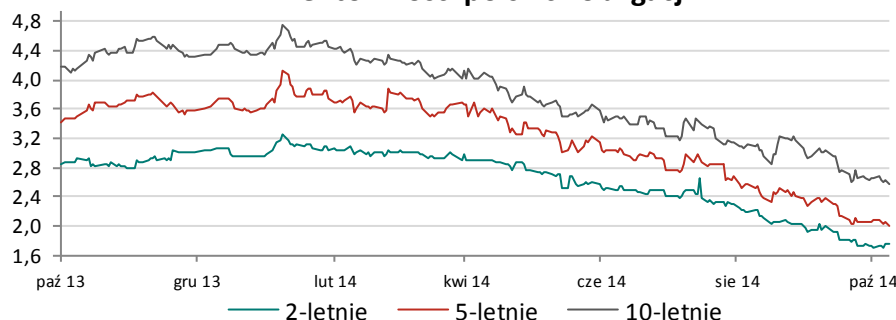
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2252 (osłabienie złotego o 0,3%). W poniedziałek złoty tracił na wartości w ślad za innymi walutami regionu. Jego deprecjacja została dodatkowo pogłębiona przez słabszy od oczekiwań odczyt indeksu Ifo, który nasilił obawy inwestorów o wzrost w niemieckiej gospodarce.

We wtorek doszło do silnego umocnienia złotego, w kierunku którego oddziaływały słabsze od oczekiwań dane nt. zamówień na dobra trwałe w USA. W środę mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu polskiej waluty, co związane było z wieczornym posiedzeniem FOMC. Czwartkowe dane nt. amerykańskiego PKB nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku. W piątek przez cały dzień złoty tracił na wartości wraz z innymi walutami regionu, co tłumaczyć można rosnącymi oczekiwaniami inwestorów na szybsze zacieśnianie polityki monetarnej przez FED.

Prognozowana przez nas śródkowa obniżka stóp przez RPP w wysokości 25 pb jest już w dużej mierze zdyskontowana przez rynki, a tym samym nie powinna wywołać ich znaczącej reakcji. Istotne dla kursu złotego będą natomiast czwartkowe, najprawdopodobniej gołębie wypowiedzi M. Draghiego po posiedzeniu EBC, które mogą oddziaływać w kierunku umocnienia polskiej waluty. W piątek, z uwagi na kalendarz makroekonomiczny obfitujący w dane z najważniejszych światowych gospodarek (produkcja przemysłowa i bilans handlowy w Niemczech oraz zatrudnienie poza rolnictwem w USA) możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością złotego. Uważamy jednak, że w przypadku odczytów zgodnych z naszymi prognozami, reakcja rynku na piątkowe dane będzie ograniczona.

Decyzji RPP i EBC w centrum uwagi polskiego rynku długu

Rentowności polskich obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,747 (wzrost o 4pb), obligacji 5-letnich obniżyły się do poziomu 2,009 (spadek o 8pb), a obligacji 10-letnich obniżyły się do poziomu 2,564 (spadek o 8pb). W poniedziałek opublikowany został słabszy od oczekiwań odczyt indeksu Ifo, co w kolejnych dniach

oddziaływało w kierunku łagodnego spadku rentowności polskich obligacji o średnich i długich terminach zapadalności. Wzrost cen długu ograniczany był jednak przez niepewność związaną z ubiegłotygodniowym posiedzeniem FOMC, na którym zakończony został program QE3. Bardziej jastrzębi od oczekiwań komunikat po posiedzeniu (patrz powyżej) oddziaływał w czwartek w kierunku podwyższonej zmienności cen polskich obligacji.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie śródkowe posiedzenie RPP. Uważamy, że prognozowana przez nas obniżka stóp o 25 pb została już zdyskontowana przez rynki dlatego nie spotka się z ich znaczącą reakcją. Jednak oczekiwany przez nas relatywnie jastrzębi komunikat po posiedzeniu może zmniejszyć oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej w Polsce i oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. Ważnym wydarzeniem dla polskiego rynku długu będzie również czwartkowe posiedzenie EBC. Choć oczekujemy zachowania *status quo* w polityce pieniężnej banku centralnego, gołębi wydźwięk komunikatu po posiedzeniu może oddziaływać w kierunku wzrostu cen polskich obligacji. Piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy, nie powinny - w przypadku realizacji naszej prognozy - wywołać znaczącej reakcji rynku.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lis 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	2,00	1,75
Kurs EURPLN*	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,21	4,20
Kurs USDPLN*	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	3,36
Kurs CHFPLN*	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,49	3,47
Inflacja CPI (r/r, %)	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,4	0,4
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	2,0	2,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,5	-1,5
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	3,0	3,0
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,0	13,2	13,4	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,4	11,4
Saldo ROB (mln EUR)	-92	-584	-652	-1100	-651	345	421	-237	-746	-681	-986	-400	-400	-400
Eksport (r/r, % EUR)	4,3	3,0	11,6	8,4	7,3	9,5	4,1	9,2	5,2	6,2	-1,8	4,4	4,4	4,4
Import (r/r, % EUR)	3,7	-1,7	0,7	5,8	6,9	4,1	8,0	10,8	5,9	4,8	-1,1	5,4	5,4	5,4

* 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	2,7	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	6,5	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 03.11.2014r.						
2:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	50,4	50,4	50,4
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	49,5	50,0	49,9
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	51,8	51,8	51,8
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	50,7	50,7	50,7
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	56,6	56,2	56,2
16:00	USA	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	56,6		56,2
Wtorek 04.11.2014r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	-1,4		-1,5
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Wrzesień	-10,1	-1,0	-0,6
Środa 05.11.2014r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Listopad	2,00	1,75	1,75
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Październik	52,4	52,4	52,4
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Wrzesień	1,2		-0,8
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Październik	213		220
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Październik	58,6	57,7	58,0
Czwartek 06.11.2014r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Wrzesień	-5,7		2,3
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Listopad	0,5	0,5	0,5
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Listopad	0,05	0,05	0,05
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	287		285
Piątek 07.11.2014r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	-4,0	2,0	2,0
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Wrzesień	17,5		18,5
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Październik	5,9	5,9	5,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Październik	248	220	231
Sobota 08.11.2014r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Październik	31,0		

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters

Jakub BOROWSKI	Główny Ekonomista	tel.: 22 573 18 40	jakub.borowski@credit-agricole.pl
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.