

W tym tygodniu

- **W niedzielę odbyły się przedterminowe wybory parlamentarne w Grecji.** Zgodnie z wynikami po przeliczeniu 99,5% głosów w wyborach zwyciężyła rządząca dotychczas partia Syriza uzyskując 35,47% głosów. Drugie miejsce zajęła największa partia opozycyjna Nowa Demokracja (28,09% głosów). W Parlamencie znajdują się również partie: Złoty Świt (6,99% poparcia), Ogólnogrecki Ruch Socjalistyczny (6,28%), Komunistyczna Partia Grecka (5,55%), Rzeka (4,09%), Niezależni Grecy (3,69%) oraz Związek Centrystów (3,43%). Do Parlamentu nie dostała się Jedność Ludowa - partia założona przez byłych członków Syriza, którzy sprzeciwili się ustępstwom rządu w negocjacjach nt. programu pomocowego dla Grecji. Grecka ordynacja wyborcza daje zwycięskiej partii premię w postaci dodatkowych 50 mandatów w 300-osobowym parlamencie. Nie wystarczy ona jednak Syrizie do sformowania samodzielnego rządu i zwycięska partia najprawdopodobniej stworzy koalicję z Niezależnymi Grekami. Naszym zdaniem wyniki wyborów w Grecji wskazują na wysokie prawdopodobieństwo podpisania w najbliższych tygodniach przez grecki rząd umowy ramowej (*Memorandum of Understanding*) z wierzycielami dotyczącej warunków, których spełnienie jest konieczne dla uruchomienia trzeciego programu pomocowego. W konsekwencji, wstępny wynik wyborów w Grecji jest lekko pozytywny dla euro i złotego.
- **W środę opublikowane zostaną wstępne, wrześniowe wskaźniki koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się we wrześniu do 54,1 pkt. wobec 54,3 pkt. w sierpniu, co związane było z obawami ankietowanych przedsiębiorstw o wpływ spowolnienia w Chinach na gospodarkę strefy euro. Na wzrost indeksu złoży się poprawa koniunktury we Francji i jednocześnie pogorszenie nastrojów w Niemczech. W czwartek dodatkowych informacji nt. koniunktury w Niemczech dostarczy indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekiwania rynku wskazują, iż zmniejszy się on we wrześniu do 108,0 pkt. wobec 108,3 pkt. w sierpniu, co podobnie jak w przypadku indeksu PMI, będzie efektem spowolnienia gospodarczego w Chinach. Silniejsze od konsensusu rynkowego pogorszenie koniunktury w strefie euro oraz struktura indeksów wskazująca na obniżenie składowych dotyczących oczekiwań może spowodować wzrost obaw o trwałość ożywienia w strefie euro. W konsekwencji może dojść do wzrostu oczekiwań na wydłużenie Rozszerzonego Programu Skupu Aktywów prowadzonego przez EBC. Będzie to czynnik oddziałujący w kierunku umocnienia złotego i wzrostu cen polskiego długu.
- **W środę poznamy wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa.** Prognozujemy, że zmniejszył się on we wrześniu do 47,0 pkt. wobec 47,3 pkt. w sierpniu, wskazując na kontynuację spadku aktywności w chińskim przetwórstwie. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy odczyt może być negatywny dla złotego i pozytywny dla rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy liczne dane z USA.** W piątek zostanie opublikowany finalny odczyt amerykańskiego PKB w II kw. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę do 3,8% wobec 3,7% w drugim szacunku. Zwiększenie dynamiki PKB, w stosunku do drugiego odczytu, wynikać będzie z nieznacznie wyższego wkładu konsumpcji. Ponadto w czwartek opublikowane zostaną wstępne wrześniowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zmniejszyły się one w sierpniu o 2,0% m/m wobec wzrostu o 2,2% w lipcu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku miesięcznej dynamiki zamówień była niższa liczba zamówień w firmie Boeing. Trwałość ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzi utrzymująca się wysoka sprzedaż domów na rynku pierwotnym (516 tys. w sierpniu wobec 507 tys. w lipcu) oraz wtórnym (5,49 mln w sierpniu wobec 5,59 mln w lipcu). Zza oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że zrewidowany nieznacznie w górę finalny odczyt

indeksu Uniwersytetu Michigan (86,0 pkt. wobec 85,7 pkt. w sierpniu) zasygnalizuje ograniczony wpływ spadku cen aktywów na światowych rynkach oraz spowolnienia gospodarczego w Chinach na nastroje gospodarstw domowych. W naszej ocenie, mieszane dane z USA będą miały ograniczony wpływ na kurs złotego oraz ceny polskiego długu.

W zeszłym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia było posiedzenie FED.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rezerwa Federalna nie zmieniła parametrów polityki monetarnej. Na konferencji po posiedzeniu zaprezentowana została również wrześniowa projekcja makroekonomiczna FOMC (patrz poniżej).
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,2% m/m w sierpniu wobec wzrostu o 0,7% w lipcu. Po wyłączeniu sprzedaży samochodów miesięczne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej wyniosło w sierpniu 0,1% wobec 0,6% w lipcu. Zmniejszenie tempa wzrostu sprzedaży detalicznej było efektem spadku miesięcznych dynamik w większości jej kategorii. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, która zmniejszyła się w sierpniu o 0,4% m/m wobec wzrostu 0,9% w lipcu. Do spadku wskaźnika przyczyniła się niższa dynamiki produkcji w przetwórstwie oraz górnictwie. Jednocześnie wykorzystanie mocy produkcyjnych zmniejszyło się w sierpniu 77,6% wobec 78,0% w lipcu. Trwałość ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdziły utrzymujące się wysokie liczby rozpoczętych budów domów (1126 tys. w sierpniu wobec 1161 tys. w lipcu) oraz pozwoleń na budowę (1170 tys. w sierpniu wobec 1130 tys. w lipcu). W ubiegłym tygodniu na pogorszenie koniunktury w amerykańskim przetwórstwie wskazały indeksy NY Empire State (-14,7 pkt. wobec -14,9 pkt. w sierpniu, będącego najniższym odczytem wskaźnika od kwietnia 2009 r.) oraz Philadelphia FED (-6,0 pkt. we wrześniu wobec 8,3 pkt. w sierpniu). Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy stóp procentowych w USA, zgodnie z którym FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w październiku br.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech spadł we wrześniu do 12,9 pkt. wobec 25,0 pkt. w sierpniu, kształtując się tym samym na najniższym poziomie od listopada 2014 r.** Zgodnie z treścią komunikatu spadek indeksu wynikał z pogorszenia oczekiwań związanego ze spowolnieniem gospodarczym w gospodarkach wschodzących i obawami o jego wpływ na niemiecki eksport. Z kolei wskaźnik ZEW dotyczący oceny bieżącej sytuacji odnotował wzrost do 67,5 pkt. wobec 65,7 pkt. w lipcu, co jest spójne z oczekiwanym przez nas wzrostem niemieckiego PKB w III kw. o 0,4% kw/kw. Dane ZEW stanowią jednak ryzyko w dół dla naszej prognozy w IV kw. br., zgodnie z którą dynamika niemieckiego PKB w IV kw. nie zmieni się w stosunku do III kw. i wyniesie 0,4% kw/kw.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** Zgodnie z oczekiwaniami rynku SNB utrzymał docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%] i pozostawił stopę depozytową na poziomie -0,75%. W komunikacie przedstawiona została ocena, zgodnie z którą frank szwajcarski jest dalej znacząco przewartościowany pomimo jego nieznacznej deprecjacji odnotowanej od lipca br. Znalazła się w nim również informacja, iż SNB w swojej polityce monetarnej uwzględni kurs franka szwajcarskiego oraz jego wpływ na sytuację gospodarczą w kraju. Dlatego też, zgodnie z komunikatem, w przypadku zaistnienia takiej potrzeby SNB pozostanie aktywny na rynku walutowym. Jednocześnie zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Nieznacznie w dół względem czerwcowej projekcji, z uwagi na spadek cen paliw na światowych rynkach, zrewidowana została ścieżka inflacji, zgodnie z którą roczny wskaźnik inflacji osiągnie nieujemną wartość w I kw. 2017 r. Utrzymana została również prognoza tempa

wzrostu PKB, zgodnie z którą w całym 2015 r. wyniesie ono średniorocznie ok. 1,0%. Biorąc pod uwagę prognozowaną przez nas ścieżkę kursu EURPLN (patrz poniżej), oczekiwany przez nas kurs CHFPLN powinien kształtować się na poziomie 4,05 na koniec III kw. i pozostać na niezmiennym poziomie do końca br.

- ✔ **Sprzedaż detaliczna w Polsce spadła w sierpniu o 0,3% r/r wobec wzrostu o 1,2% w lipcu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż zwiększyła się w sierpniu o 2,0% r/r wobec wzrostu o 3,5% w lipcu. Spadek realnego tempa wzrostu sprzedaży detalicznej wynikał przede wszystkim z niższej dynamiki sprzedaży w kategorii "tekstylija, odzież, obuwie". Jej spadek wynikał w naszej ocenie z fali upałów, która oddziaływała w kierunku przesunięcia zakupów kolekcji jesiennych z sierpnia na wrzesień. Tym samym oczekujemy korekty w górę dynamiki sprzedaży detalicznej w tej kategorii we wrześniu (por. MAKROpuls z 17.09.2015). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach poprawiające się nastroje konsumenckie i dalszy spadek stopy bezrobocia (we wrześniu osiągnie ona najprawdopodobniej jednocyfrowy poziom) będą oddziaływały w kierunku powrotu realnej dynamiki sprzedaży detalicznej do poziomów zgodnych z jej krótkookresowym trendem (ok. 3,0%). Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy konsumpcji prywatnej (3,2% r/r w III kw. wobec 3,0% w II kw.).
- ✔ **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w sierpniu o 5,3% r/r wobec wzrostu o 3,8% w lipcu.** Zwiększenie dynamiki produkcji przemysłowej w naszej ocenie spowodowane było efektem niskiej ubiegłorocznej bazy w licznych działach przetwórstwa przemysłowego. Czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia skali wzrostu dynamiki produkcji przemysłowej była sierpniowa fala upałów. Doprowadziła ona do ograniczeń w dostawach energii elektrycznej na terenie kraju, a tym samym, do zmniejszenia możliwości produkcyjnych przedsiębiorstw w Polsce (por. MAKROpuls z 17.09.2015). Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w sierpniu do 4,8% r/r wobec -0,1% w lipcu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w ujęciu miesięcznym o 3,0% wobec wzrostu o 2,2% w lipcu. Dane stanowią zatem wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego przyspieszenie produkcji budowlano-montażowej w II poł. br., będące efektem ożywienia w budownictwie mieszkaniowym i inwestycjach infrastrukturalnych.
- ✔ **Inflacja PPI w Polsce spadła do -2,7% r/r w sierpniu wobec -1,8% w lipcu.** Pogłębienie deflacji było efektem obniżenia tempa wzrostu cen we wszystkich głównych kategoriach produkcji sprzedanej przemysłu (por. MAKROpuls z 17.09.2015). W naszej ocenie będzie to czynnik oddziałujący w kierunku spadku inflacji CPI w najbliższych miesiącach, spowalniający tempo jej powrotu do celu inflacyjnego NBP. Dane stanowią tym samym wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych (o 50 pb) w marcu 2016 r.
- ✔ **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w sierpniu do -0,6% r/r wobec -0,7% w lipcu.** Do zwiększenia inflacji przyczyniła się wyższa dynamika cen żywności. Jej wzrost wynikał w naszej ocenie z wyższego rocznego tempa wzrostu cen warzyw i owoców w sierpniu, będącego efektem mającej miejsce w Polsce suszy (por. MAKROmapa z 15.09.2015). W kierunku zmniejszenia inflacji oddziaływał natomiast szybszy spadek cen paliw. Inflacja bazowa nie zmieniła się w stosunku do lipca i wyniosła 0,4% r/r. Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do grudnia 2015 r. a jej skala będzie się dalej stopniowo zmniejszać, co związane będzie ze zwiększeniem dynamiki cen żywności oraz cen paliw.
- ✔ **Deficyt na rachunku obrotów bieżących w Polsce zwiększył się w lipcu do -1660 mln EUR wobec -849 mln EUR w czerwcu.** Pogorszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald na rachunkach obrotów towarowych oraz usług (odpowiednio o 1127 mln EUR i 71 mln EUR niższe niż w czerwcu). W przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe salda dochodów pierwotnych i wtórnych (odpowiednio o 260 mln EUR i 127 mln EUR wyższe niż w czerwcu). Dynamika eksportu zmniejszyła się w lipcu do 1,1% r/r wobec 10,9% w czerwcu, a tempo wzrostu importu spadło do 6,9% r/r w lipcu wobec 10,0% w czerwcu. Obniżenie tempa wzrostu

eksportu oraz importu było związane z oddziaływaniem efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Zgodnie z komunikatem NBP w kierunku zmniejszenia dynamiki eksportu oddziaływał dodatkowo silny spadek eksportu telefonów komórkowych. Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2015 r. odnotowana zostanie nieznaczna nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB (0,3%).

Dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wzrosła w sierpniu do 3,4% r/r wobec 3,3% w lipcu. Tym samym roczna dynamika płac w sierpniu była zgodna z krótkookresowym trendem (ok. 3,5%, por. MAKROpuls z 16.09.2015). Roczna tempo wzrostu zatrudnienia zwiększyło się w sierpniu do 1,0% r/r wobec 0,9% w lipcu. Oczekujemy, że umiarkowany wzrost zatrudnienia i realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw utrzyma się w najbliższych miesiącach, jednak jego tempo ulegnie obniżeniu. Spowolnienie wzrostu zatrudnienia będzie głównie efektem wskazywanych przez przedsiębiorstwa narastających trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników. Z kolei, zmniejszenie dynamiki wynagrodzeń będzie wypadkową oczekiwanego przez nas wzrostu inflacji i zwiększenia presji na wzrost wynagrodzeń w przetwórstwie przemysłowym i usługach.

Czy FED podniesie stopy procentowe w 2015 r. ?

W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami FED pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Utrzymana została również dotychczasowa formuła *forward guidance*: „Rezerwa przewiduje, że odpowiednim terminem pierwszej podwyżki stóp procentowych będzie moment, w którym zaobserwuje ona dalszą poprawę na rynku pracy oraz będzie przekonana, że inflacja powróci do celu na poziomie 2% w średnim okresie”.

Wrześniowa projekcja makroekonomiczna członków FED

Wskaźnik	2015	2016	2017	2018	Długi okres
Wysokość stóp procentowych					
Projekcja wrześniowa	0,375%	1,375%	2,625%	3,375%	3,50%
Projekcja czerwcowa	0,625%	1,625%	2,875%		3,75%
Prognoza Credit Agricole	[0,50 - 0,75%]	1,50%	2,50%		3,50%
Zmiana realnego PKB					
Projekcja wrześniowa	2,0 – 2,3	2,2 – 2,6	2,0 – 2,4	1,8 – 2,2	1,8 – 2,2
Projekcja czerwcowa	1,8 – 2,0	2,4 – 2,7	2,1 – 2,5		2,0 – 2,3
Prognoza Credit Agricole	2,4	2,4	2,2		
Stopa bezrobocia - średnia z 4 kw.					
Projekcja wrześniowa	5,0 – 5,1	4,7 – 4,9	4,7 – 4,9	4,7 – 5,0	4,9 – 5,2
Projekcja czerwcowa	5,2 – 5,3	4,9 – 5,1	4,9 – 5,1		5,0 – 5,2
Prognoza Credit Agricole	5,0	4,8	4,8		
Inflacja bazowa					
Projekcja wrześniowa	1,3 – 1,4	1,5 – 1,8	1,8 – 2,0	1,9 – 2,0	
Projekcja czerwcowa	1,3 – 1,4	1,6 – 1,9	1,9 – 2,0		
Prognoza Credit Agricole	1,3	1,7	1,8	2,0	

Źródło: Rezerwa Federalna, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

Prognozy wzrostu realnego PKB oraz inflacji bazowej PCE dotyczą rocznej zmiany pomiędzy IV kw. roku poprzedniego i oznaczonego w projekcji. Prognozy stopy bezrobocia dotyczą przeciętnego poziomu stopy bezrobocia w IV kw. Prognozy stóp procentowych stanowią medianę indywidualnych prognoz członków FOMC na koniec danego roku.

Wraz z komunikatem po posiedzeniu FOMC opublikowane zostały także wrześniowe projekcje FED. W porównaniu do czerwcowej projekcji prognoza tempa wzrostu gospodarczego w 2015 r. zwiększyła się do 2,0%-2,3% wobec 1,8%-2,0%, co w dużej mierze wynikało z uwzględnienia wyższego punktu startowego dla prognozy (silniejszy od oczekiwań wzrost PKB w II kw. br.). Jednocześnie ścieżka dynamiki PKB w latach 2016-2017 została zrewidowana lekko w dół, co odzwierciedla oczekiwany wpływ spowolnienia w światowej gospodarce na tempo wzrostu PKB w USA. Prognozowany przez przedstawicieli FED poziom stopy bezrobocia w IV kw. br. został obniżony do 5,0-5,1% z 5,2-5,3% w projekcji czerwcowej, co wynikało z szybszego od oczekiwań spadku stopy bezrobocia w ostatnich miesiącach. Zgodnie z wrześniową projekcją stopa bezrobocia w latach 2016-2018 ustabilizuje się na poziomie ok. 4,8%. FED obniżył jednocześnie szacowaną przez siebie naturalną stopę bezrobocia z 5,0% do 4,9%, co jest efektem braku występowania presji płacowej przy obecnym poziomie stopy bezrobocia (5,1%). Nieznacznie zrewidowana w dół została również ścieżka inflacji bazowej. Zgodnie z wrześniową projekcją FOMC cel inflacyjny zostanie osiągnięty w 2018 r. wobec 2017 r. w czerwcowej projekcji.

Liczba członków FED uważająca, że 2015 r. jest odpowiednim momentem do pierwszej podwyżki stóp (13 z 17) zmniejszyła się w stosunku do czerwcowej projekcji o 2 osoby. O jedną osobę wzrosła liczba członków FED oczekujących pierwszej podwyżki w 2016 r. (3 z 17). Z kolei jedna osoba przesunęła swoje oczekiwania co do właściwego momentu rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej na 2018 r. (1 z 17). Jednocześnie zmniejszeniu uległo oczekiwane tempo podwyżek stóp procentowych. Mediana na koniec 2015 r. zmniejszyła się do 0,375% wobec 0,625% w czerwcowej projekcji, co jest spójne z jedną podwyżką stóp procentowych do końca br. Podobnie obniżeniu uległa mediana na koniec 2016 r. (1,375% wobec 1,625%) oraz w 2017 r. (2,625% wobec 2,875%).

W komunikacie po posiedzeniu znalazło się nawiązanie do wpływu ostatniego załamania na globalnych rynkach finansowych oraz spowolnienia w światowej gospodarce na amerykańską gospodarkę. Zwrócono uwagę na ich niekorzystny wpływ na powrót inflacji do celu inflacyjnego, a także wzrost PKB w USA. Szefowa FED J. Yellen podczas konferencji po posiedzeniu podkreśliła jednak, że nie chce „wylobrymiać tego wpływu”, a ostatnie wydarzenia nie zmieniły w istotny sposób oceny FED dotyczącej stanu amerykańskiej gospodarki. J. Yellen powiedziała również, iż istnieją silne argumenty za podwyżką stóp w USA, niemniej jednak z uwagi na „wysoką niepewność za granicą” oraz presję deflacyjną wynikającą ze spadku cen ropy naftowej na światowych rynkach Rezerwa Federalna chciała „jeszcze trochę poczekać” i utwierdzić się w swojej ocenie sytuacji.

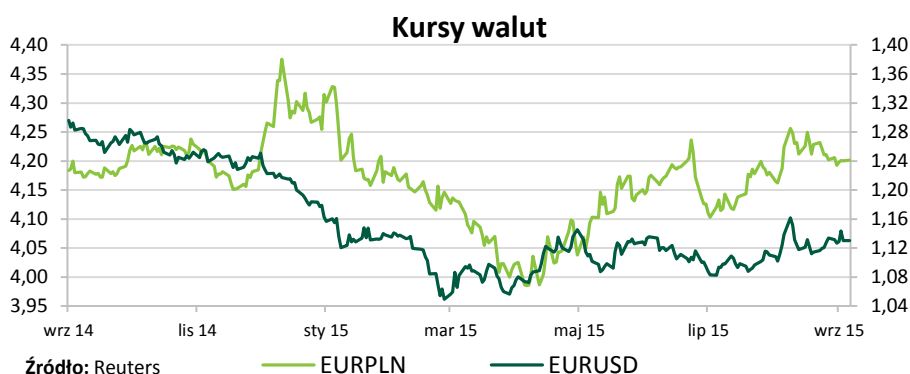
Zgodnie z wrześniową projekcją FOMC większość członków FED uważa, że cykl zacieśniania polityki monetarnej w USA powinien zostać rozpoczęty w 2015 r. Do końca br. pozostały jeszcze dwa posiedzenia FOMC – w październiku i w grudniu. Prognozujemy, że FED zdecyduje się na pierwszą podwyżkę stóp w październiku. Uważamy, że wrześniowe dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem wskazują na dalszą poprawę na amerykańskim rynku pracy. Mimo, że inflacja nadal kształtuje się poniżej celu inflacyjnego FED, w znacznym stopniu jest to związane w przejściowymi efektami w postaci spadku cen paliw oraz aprecjacji dolara. Tym samym oczekujemy, że inflacja powróci do celu w średnim okresie, dodatkowo wspierana przez pojawienie się presji płacowej. Uważamy, że poprawa sytuacji na rynku pracy oraz rynku mieszkaniowym, a także niższe ceny paliw skompensują wpływ negatywnego efektu majątkowego związanego ze spadkiem cen aktywów na światowych rynkach finansowych na konsumpcję gospodarstw domowych.

W październiku, w przeciwieństwie do grudnia nie jest przewidziana konferencja po posiedzeniu (może ona jednak zostać zwołana w szczególnych przypadkach). W grudniu opublikowane zostaną ponadto nowe projekcje makroekonomiczne. Należy jednak pamiętać, iż rynki finansowe w grudniu, z uwagi na okres świąteczny, charakteryzują się obniżoną płynnością. Obecnie FED prowadzi politykę monetarną poprzez ustalanie docelowego przedziału wahań dla stopy funduszy Rezerwy Federalnej. W takim przypadku zacieśnienie polityki monetarnej polega na przesunięciu tego przedziału w górę. W ramach

tej operacji FED będzie musiał na bieżąco oceniać, jak duża musi być absorpcja płynności sektora bankowego realizowana w ramach operacji otwartego rynku, aby utrzymać stopę O/N na pożądanym poziomie. W naszej ocenie realizacja tego celu jest łatwiejsza, gdy rynek jest płynny. Argumentacja ta stanowi dodatkowe wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego podwyżkę stóp w październiku.

Obecnie nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się przyszłej ścieżki stóp procentowych FED kształtują się powyżej konsensusu rynkowego, który przewiduje późniejsze rozpoczęcie zacieśniania polityki monetarnej (18% prawdopodobieństwo podwyżki w październiku i 44,2% prawdopodobieństwo podwyżki w grudniu). Oznacza to, że w przypadku realizacji naszego scenariusza zakładającego bardziej jastrzębie nastawienie FED w polityce monetarnej może dojść do osłabienia złotego i umocnienia dolara w IV poł. br., co jest spójne z naszą kwartalną prognozą kursu USDPLN (patrz poniżej).

Pogorszenie koniunktury w strefie euro umocni złotego

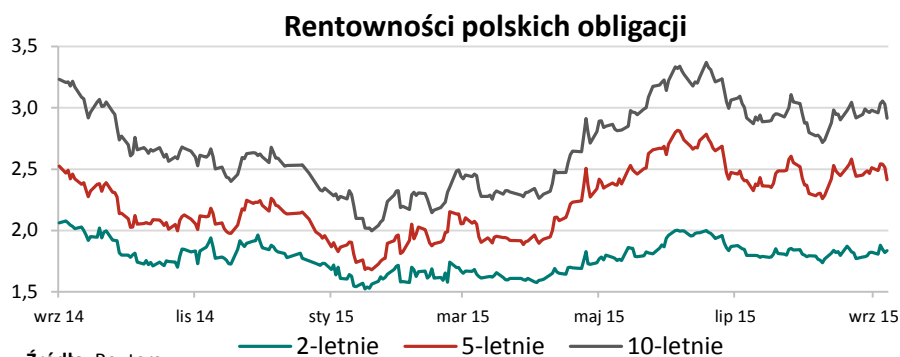


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,2003 (brak zmian w stosunku do kursu sprzed dwóch tygodni). Od poniedziałku mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu złotego. Krajowe, słabsze od oczekiwań dane nt. bilansu płatniczego nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku. We wtorek od samego rana złoty się

umacniał wspierany przez słabsze od oczekiwań dane z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, indeks NY Empire State) oraz niemiecki indeks ZEW. Odczyt inflacji w Polsce nie spotkał się ze znaczącą reakcją rynku. Po południu miała miejsce korekta. W środę i w czwartek złoty tracił na wartości w oczekiwaniu na czwartkowe posiedzenie FOMC. Krajowe dane nt. wynagrodzenia i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. W piątek rano złoty przejściowo tracił na wartości wraz z innymi walutami rynków wschodzących. W dalszej części dnia jego kurs ustabilizował się.

Dzisiaj oczekujemy podwyższonej zmienności kursu złotego w reakcji na wyniki wyborów parlamentarnych w Grecji. Najważniejszym wydarzeniem dla złotego będą jednak środowe publikacje wstępnych indeksów PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach. W przypadku znaczącego pogorszenia koniunktury odczyty mogą oddziaływać w kierunku zwiększenia obaw o trwałość ożywienia w strefie euro, a w konsekwencji przyczynić się do umocnienia złotego. Umocnienie złotego w reakcji na pogorszenie koniunktury w strefie euro będzie stanowić istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy kursu EURPLN na koniec III kw. br. (4,25 – por. tabela kwartalna). Negatywny dla złotego może być natomiast prognozowany przez nas spadek indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa. Sumaryczny wpływ licznych danych z amerykańskiej gospodarki (finalny PKB, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) na polską walutę będzie w naszej ocenie ograniczony.

Wstępne indeksy PMI w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,836 (wzrost o 1pb), obligacji 5-letnich zmniejszyły się do poziomu 2,413 (spadek o 10pb), a obligacji 10-letnich obniżyły się do poziomu 2,915 (spadek o 7pb). W poniedziałek ceny polskich obligacji były stabilne. Od wtorku do czwartku miał miejsce wzrost rentowności

polskich obligacji szczególnie widoczny na środkowym odcinku i długim końcu krzywej dochodowości. Był on związany ze wzrostem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych na czwartkowym posiedzeniu FOMC, co znalazło odzwierciedlenie w jednoczesnym wzroście rentowności amerykańskich benchmarkowych obligacji. W piątek rentowności polskich obligacji spadały na całej długości krzywej dochodowości w reakcji na czwartkową decyzję FED o utrzymaniu stóp procentowych na dotychczasowym poziomie.

Dzisiaj na polskim rynku długu możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością w reakcji na wyniki wyborów do greckiego Parlamentu. Jednak w tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będą śródowe publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek. Uważamy, że w przypadku znacznego pogorszenia koniunktury w strefie euro może dojść do spadku rentowności polskich obligacji. Publikacje licznych danych z USA (finalny PKB, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją polskiego rynku długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kw 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,18	4,15	4,07	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25
Kurs USDPLN*	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,83
Kurs CHFPLN*	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	4,05
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7	11,2	10,8	10,3	10,1	10,0	
Saldo ROB (mIn EUR)	-1063	14	-374	-24	-1245	-60	-7	1743	1129	1225	-849	-1660		
Eksport (r/r, % EUR)	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	4,4	10,2	13,9	9,2	9,4	10,9	1,1		
Import (r/r, % EUR)	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-2,1	2,6	7,8	7,8	-0,2	10,0	6,9		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2014	2015	2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,6	3,3	3,1	3,5	2,9	2,5	2,4	2,6	3,4	3,4	2,5	
Konsumpcja (% r/r)	3,1	3,0	3,2	3,3	2,7	3,4	2,6	3,1	3,1	3,1	2,9	
Inwestycje (% r/r)	11,4	6,4	5,5	4,9	3,4	3,3	3,1	2,5	9,2	6,4	3,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,0	5,2	5,7	6,7	3,8	5,3	5,5	4,6	5,7	6,4	4,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,0	5,4	5,8	5,4	6,1	5,2	4,4	5,3	9,1	5,6	5,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	1,9	1,7	1,7	2,1	1,5	1,6	1,8	1,8	1,7
	Inwestycje (pp.)	1,4	1,1	1,0	1,3	0,7	0,6	0,9	0,7	1,7	1,3	0,6
	Eksport netto (pp.)	1,1	0,0	0,1	0,7	-0,9	0,2	0,6	-0,3	-1,4	0,5	-0,3
Saldo obrotów bieżących***	-0,6	-0,1	0,0	-0,1	-0,6	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-0,1	-1,3	
Stopa bezrobocia (%)**	11,7	10,3	9,8	10,0	10,1	9,4	10,0	9,3	11,5	10,0	9,3	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	3,1	3,9	4,8	4,3	4,8	5,1	5,1	3,6	4,0	4,8	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,9	-0,7	-0,1	0,9	0,8	1,2	1,2	0,0	-0,8	1,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,72	1,72	1,60	1,20	1,20	1,20	1,28	2,06	1,60	1,28	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00	1,50	1,00	
EURPLN**	4,07	4,19	4,25	4,25	4,25	4,20	4,15	4,10	4,29	4,25	4,10	
USDPLN**	3,80	3,76	3,83	4,01	4,09	4,04	3,95	3,87	3,54	4,01	3,87	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 21.09.2015r.						
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Sierpień	5,59	5,49	
Wtorek 22.09.2015r.						
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Wrzesień	0,0		
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	-6,8		-7,0
Środa 23.09.2015r.						
3:45	Chiny	Wstępny Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	47,1	47,0	47,5
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	53,3	52,9	52,7
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Sierpień	10,1	10,0	10,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Wrzesień	54,4	54,6	54,2
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	52,3	51,9	52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Wrzesień	54,3	54,1	54,1
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	53,0		53,0
Czwartek 24.09.2015r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Wrzesień	108,3		108,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	264		
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Sierpień	2,2	-2,0	-2,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Sierpień	507	516	515
Piątek 25.09.2015r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	5,3		5,3
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	3,7	3,8	3,7
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	85,7	86,0	86,9

* 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