W tym tygodniu

- **W piątek opublikowane zostaną wstępne odczyty PKB w najważniejszych gospodarkach Europy**. Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro nie zmieniła się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniosła 0,4% (1,7% r/r w III kw. wobec 1,5%). W Niemczech tempo wzrostu gospodarczego w III kw. również pozostało na takim samym poziomie jak w II kw. (0,4% kw/kw). Z kolei we Francji prognozujemy przyspieszenie wzrostu gospodarczego do 0,3% kw/kw w III kw. z 0,0% w II kw. Publikacja danych o PKB w strefie euro nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego i polski rynek długu.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,3% m/m w październiku wobec wzrostu o 0,1% we wrześniu, co wynikało z wyższej dynamiki sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan wskaże na nieznaczną poprawę nastrojów gospodarstw domowych w listopadzie (91,0 pkt. wobec 90,0 pkt. w październiku). Sumaryczny wpływ danych z USA będzie w naszej ocenie lekko negatywny dla złotego i cen polskiego długu.
- **W środę poznamy ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że dane o produkcji przemysłowej (5,8% r/r w październiku wobec 5,7% we wrześniu), sprzedaży detalicznej (10,8% wobec 10,9%) oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich (10,2% wobec 10,3%) wskażą w sumie na kontynuację spowolnienia tempa wzrostu aktywności gospodarczej w październiku. Sumaryczny wpływ powyższych publikacji będzie neutralny dla rynków.
- **W piątek uwaga rynków skupiona będzie na wstępnym odczycie PKB w Polsce.** Prognozujemy, że tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się w III kw. do 3,2% r/r z 3,3% w II kw. W kierunku spowolnienia tempa wzrostu PKB oddziaływały niższe wkłady konsumpcji prywatnej i inwestycji. Nasza prognoza jest niższa od oczekiwań rynkowych, a tym samym jej materializacja może być lekko negatywna dla złotego i rentowności obligacji.
- **W piątek opublikowane zostaną dane o październikowej inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że finalny odczyt może zostać zrewidowany w górę do -0,7% r/r wobec -0,8% we wstępnym szacunku i we wrześniu. Do wzrostu wskaźnika inflacji przyczyniły się wyższa dynamika cen paliw oraz inflacja bazowa (0,3% r/r wobec 0,2%). Oczekujemy, że rewizja w górę październikowego wskaźnika inflacji będzie lekko pozytywna dla złotego i negatywna dla cen długu.
- **W piątek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego we wrześniu.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących (-409 mln EUR wobec -864 mln EUR w sierpniu). Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła z 8,6% r/r w sierpniu do 4,9% we wrześniu, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się z 6,7% r/r do 4,5%. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla złotego i rynku długu.
- **Dzisiaj opublikowane zostały dane o bilansie handlowym w Niemczech**. Nadwyżka w handlu zagranicznym zmniejszyła się z 19,6 mld EUR w sierpniu do 19,4 mld EUR we wrześniu. Dynamika eksportu wzrosła z -5,2% m/m w sierpniu do 2,6% we wrześniu, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z -3,2 m/m do 3,6%. W połączeniu z ubiegłotygodniowymi danymi o produkcji przemysłowej i nowych zamówieniach w przemyśle (patrz poniżej), dane o niemieckim handlu zagranicznym stanowią lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu niemieckiego PKB w III kw. nie zmieniło się w stosunku do II kw. i wyniosło 0,4% kw/kw.

W zeszłym tygodniu

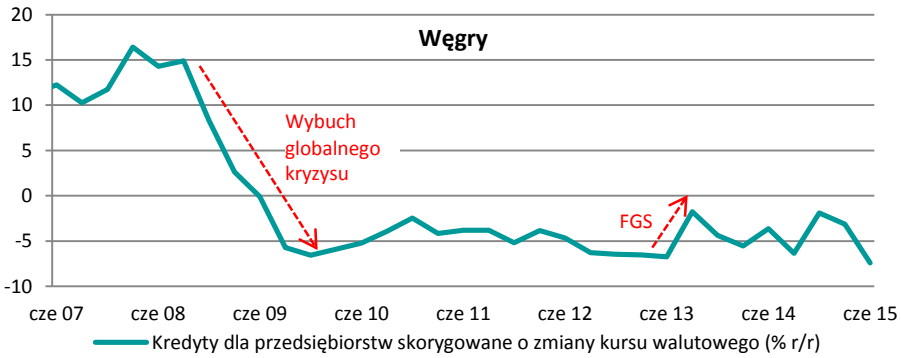
- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w październiku o 271 tys. wobec 137 tys. we wrześniu (rewizja w dół z 142 tys.), kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (180 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+78,0 tys.), w oświacie i służbie zdrowia (+57,0 tys.) i handlu detalicznym (+43,8 tys.). Wśród działów, w których najsilniej zredukowano zatrudnienie znalazły się górnictwo i wycinka drzew (-4,0 tys.), transport i magazynowanie (-2,1 tys.) oraz działalność informacyjna (-1,0 tys.). Stopa bezrobocia obniżyła się w październiku do 5,0% wobec 5,1% we wrześniu, zbliżając się tym samym do wskazywanego przez FOMC poziomu bezrobocia naturalnego (4,9% - por. MAKROmapa z 21.09.2015). Jej spadek był efektem szybszego wzrostu liczby zatrudnionych niż liczby aktywnych zawodowo. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego zwiększyła się w październiku do 2,5% wobec 2,3% we wrześniu, kształtując się na najwyższym poziomie od czerwca 2009 r., co sygnalizuje umiarkowany wzrost presji płacowej. Oczekiwana przez nas dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy będzie oddziaływać w kierunku dalszego zwiększenia tej presji i powrotu inflacji do celu w średnim okresie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w USA. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w październiku do 50,1 pkt. wobec 50,2 pkt. we wrześniu. W kierunku spadku wskaźnika oddziaływały niższe wartości 2 z 5 jego składowych (zatrudnienia oraz czasu dostaw). Wzrost odnotował natomiast indeks ISM poza przetwórstwem, który wyniósł 59,1 pkt. wobec 56,9 pkt. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały 3 z 4 jego składowych (aktywność biznesowa, nowe zamówienia i zatrudnienie). Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią silne wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w grudniu br.
- **Produkcja przemysłowa w Niemczech obniżyła się we wrześniu o 1,1% m/m wobec spadku o 0,6% w sierpniu.** Spadek miesięcznej dynamiki produkcji przemysłowej wynikał z niższego tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie oraz budownictwie. W przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa dynamika produkcji w branży energetycznej. Zmniejszeniu uległy również zamówienia w przemyśle (-1,7% m/m we wrześniu wobec -1,8% w sierpniu) odnotowując tym samym trzeci miesiąc z rzędu spadek w ujęciu miesięcznym. Pogorszenie sytuacji w niemieckim przemyśle stanowi ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu niemieckiego PKB w III kw. nie zmieniło się w stosunku do II kw. i wyniosło 0,4% kw/kw.
- **Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła w listopadzie wysokości stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** Uzasadniając decyzję o utrzymaniu parametrów polityki pieniężnej na niezmienionym poziomie Rada podtrzymała ocenę zawartą w komunikacie po październikowym posiedzeniu, zgodnie z którą wzrostowi dynamiki cen w najbliższych kwartałach będzie sprzyjać stopniowe domykanie się luki popytowej, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w listopadowej projekcji nieznacznie zrewidowane w dół względem lipcowej projekcji zostały ścieżki inflacji i PKB w latach 2015-2017 (por. MAKROpuls z 4.11.2015). Oznacza to, że zgodnie z projekcją w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się na poziomie znacząco niższym od celu inflacyjnego RPP (2,5%) i nie osiągnie tego celu przed 2018 r. Na konferencji prezes NBP M. Belka zaznaczył, że biorąc pod uwagę wyniki listopadowej projekcji inflacji, nieodległą perspektywę powrotu inflacji do dodatniego poziomu i związany z tym znaczący spadek realnych stóp procentowych obecnie nic nie uzasadnia zmiany poziomu stóp procentowych. Zwrócił on jednak uwagę, iż w ocenie perspektyw polityki monetarnej w Polsce należy uwzględnić zmianę rządu. Uważamy, że oczekiwane przez nas spowolnienie wzrostu PKB w I kw. 2016 r. i odległa perspektywa powrotu inflacji do celu skłonią członków RPP do przeprowadzenia jednorazowej obniżki stóp procentowych o 50 pb w marcu

2016 r. (z ryzykiem przesunięcia obniżki na lipiec).

- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w październiku do 52,2 pkt. wobec 50,9 pkt. we wrześniu.** Wzrost wskaźnika wynikał ze zwiększenia jego składowych dla nowych zamówień oraz produkcji. W przeciwnym kierunku oddziaływało zmniejszenie zaległości produkcyjnych (por. MAKROmapa z 2.11.2015). Systematycznie malejące opóźnienia w produkcji przy jednoczesnym wzroście zamówień wskazują, iż firmy nie zmagają się obecnie z problemem niedoboru mocy produkcyjnych. Oznacza to wsparcie dla naszej prognozy spowolnienia inwestycji przedsiębiorstw w IV kw. Wartość indeksu PMI w październiku ukształtowała się na takim samym poziomie jak przeciętnie w III kw. Stanowi to ryzyko w dół dla naszej prognozy przyspieszenia wzrostu gospodarczego z 3,2% r/r w III kw. do 3,5% w IV kw. br.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały dane nt. chińskiego bilansu handlowego, którego nadwyżka zwiększyła się w październiku do 61,64 mld USD wobec 60,34 mld USD we wrześniu.** Jednocześnie nominalna dynamika eksportu zmniejszyła się w październiku do -6,9% r/r wobec -3,7% we wrześniu a nominalna dynamika importu wzrosła do -18,8% r/r wobec -20,4%. Dane nt. chińskiego bilansu handlowego w ujęciu realnym poznamy pod koniec tego tygodnia. Oczekujemy, że wskażą one na dalszy spadek realnej dynamiki eksportu i niewielki wzrost realnej dynamiki importu, która jednak ukształtuje się poniżej 0. Dane wskazują tym samym w naszej ocenie na utrzymujący się spadek zarówno popytu wewnętrznego jak i zewnętrznego. Prognozujemy, że tempo wzrostu chińskiego PKB zmniejszy się w 2015 r. do 6,8% wobec 7,3% w 2014 r.

Czy NBP powinien wprowadzić program subsydiowanych kredytów?

W ostatnich tygodniach przedstawiciele partii Prawo i Sprawiedliwość zaproponowali uruchomienie programu subsydiowanych przez NBP tanich kredytów bankowych dla małych i średnich przedsiębiorstw. Zgodnie z wypowiedzią H. Kowalczyka, współautora programu gospodarczego PiS, w ramach tego programu NBP w ciągu 6 lat zapewniłby bankom komercyjnym nieoprocentowane finansowanie w wysokości 350 mld zł (20% PKB), które te następnie pożyczałyby na preferencyjnych warunkach przedsiębiorstwom. Podobny program subsydiowanych przez bank kredytów jest realizowany na Węgrzech. Poniżej przedstawiamy główne efekty gospodarcze programu przeprowadzonego w tym kraju.



Źródło: MNB, Credit Agricole

Globalny kryzys finansowy przyczynił się do znaczącego pogorszenia sytuacji gospodarczej na Węgrzech. Ze względu na znaczący spadek jakości portfela kredytów korporacyjnych banki zaostrzyły warunki udzielania kredytów dla przedsiębiorstw. W efekcie dynamika kredytów w tym segmencie zmniejszyła się z 14,9% r/r w III kw. 2008 r. do -6,6% w IV kw. 2009 r. Ponadto, wprowadzony w 2010 r. podatek bankowy (stawka 0,5% od aktywów banków powyżej 50 mld forintów, 0,15% poniżej tej granicy) oddziaływał w kierunku ograniczenia przyrostu kapitału banków i ograniczenia akcji kredytowej. W konsekwencji w latach 2010-2012 wolumen kredytów dla przedsiębiorstw zmniejszał się rocznie przeciętnie ok. 5%. Zapaść na rynku kredytowym i związany z tym utrudniony dostęp firm do finansowania zewnętrznego oraz jednoczesne pogorszenie koniunktury doprowadziły do znaczącego wzrostu odsetka bankructw przedsiębiorstw (z

3,0% w 2008 r. do 4,3% w 2012 r.) i spadku inwestycji, które w IV kw. 2012r. były na poziomie o 24% niższym niż przed wybuchem kryzysu finansowego (III kw. 2008 r.).

W 2012 r. na Węgrzech mieliśmy do czynienia z drugą falą recesji (PKB obniżył się realnie o 1,5% w stosunku do poziomu z 2011 r.), co było związane z pogorszeniem koniunktury w strefie euro. Jednocześnie, ze względu na inflację kształtującą się znacząco powyżej celu inflacyjnego Narodowy Bank Węgier (MNB) podwyższył stopy procentowe o 175 pb. w okresie IV kw. 2010 r. – IV kw. 2011 r., co dodatkowo oddziaływało w kierunku zmniejszenia akcji kredytowej i spowolnienia wzrostu gospodarczego. Utrudniony dostęp do kredytu miał relatywnie najsilniejszy negatywny wpływ na działalność małych i średnich przedsiębiorstw, gdyż mają one zwykle ograniczony dostęp do innych zewnętrznych źródeł finansowania. Pomimo rozpoczętego w III kw. 2012 r. cyklu łagodzenia polityki pieniężnej tempo spadku wolumenu kredytu dla przedsiębiorstw dalej przyspieszało (do -6,5% w I kw. 2013 r.).

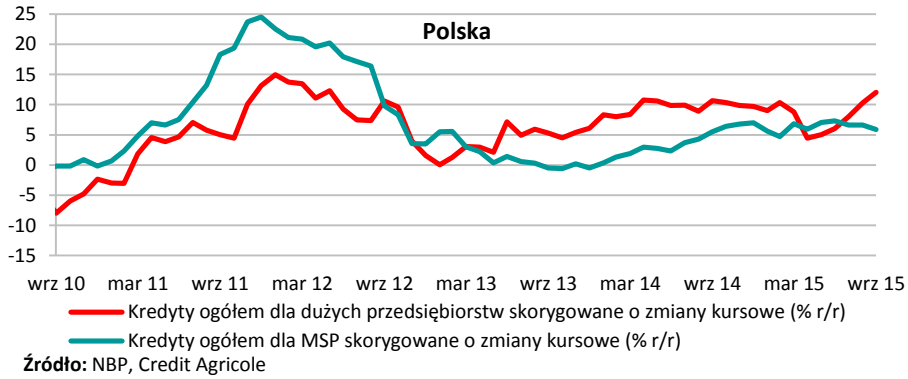
Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej warunki makroekonomiczne i niską skuteczność dotychczasowych obniżek stóp procentowych, w kwietniu 2013 r. MNB podjął decyzję o uruchomieniu programu „Finansowanie dla rozwoju" (*Funding for Growth Scheme*, FGS). W pierwszej fazie programu (lipiec-wrzesień 2013 r.) MNB udostępnił bankom komercyjnym nieoprocentowane fundusze w wysokości 750 mld forintów (ok. 2,5% PKB). Środki te miały być wykorzystane na udzielenie niskooprocentowanych kredytów firmom z sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MSP). Maksymalne oprocentowanie dla tych kredytów zostało ustalone na poziomie 2,5%, a więc znacząco poniżej stopy referencyjnej MNB na poziomie 3,8% obowiązującej we wrześniu 2013 r. Pierwsza faza programu składała się z dwóch filarów. Pierwszy filar (472 mld forintów) został przeznaczony w ok. 30% na nowe kredyty inwestycyjne, w ok. 30% na nowe kredyty obrotowe i w ok. 40% na refinansowanie istniejących kredytów. Drugi filar (278 mld forintów) został przeznaczony na konwersję istniejących kredytów walutowych. W ramach pierwszej fazy programu wykorzystano 701 mld forintów (93,5% planowanych środków), co świadczy o dużym zainteresowaniu firm subsydiowanymi kredytami.

Ze względu na duże zainteresowanie firm tanim finansowaniem, MNB uruchomił w październiku 2013 r. drugą fazę programu, która pierwotnie miała trwać do końca 2014 r. (przedłużono ją w IV kw. 2014 r. do końca br.). W ramach niej MNB planował udostępnić bankom 1000 mld forintów (ok. 3,4% PKB) na podobnych warunkach jak w pierwszej fazie programu. Do października br. wszystkie środki zostały już wykorzystane – 59% na kredyty inwestycyjne, 28% na kredyty obrotowe oraz 11% na współfinansowanie projektów z użyciem środków unijnych.

W okresie marzec-grudzień br. MNB uruchomił również dodatkowo program FGS+ w wysokości 500mld forintów. W odróżnieniu do programu FGS, w ramach którego preferowano firmy o niskim ryzyku kredytowym, program FGS+ skierowany był do firm o średnim poziomie ryzyka. Kredyty udzielone w ramach programu FGS+ były częściowo gwarantowane przez MNB. Ponadto, w ubiegłym tygodniu MNB podjął decyzję o uruchomieniu trzeciej fazy programu FGS w wysokości 600 mld forintów, z której można będzie skorzystać w 2016 r. W sumie w latach 2013-2016 MNB udostępni w ramach programu subsydiowanych kredytów 2850 mld forintów (9,5% PKB z 2013 r.).

Uruchomienie programu FGS z jednej strony przyczyniło się do zwiększenia popytu przedsiębiorstw na kredyt (poprzez obniżenie oprocentowania kredytów) i zwiększenie ich skłonności do inwestowania. Jednocześnie niższe oprocentowanie oddziaływało w kierunku zwiększenia zdolności kredytowej firm, co doprowadziło do złagodzenia polityki kredytowej przez banki. MNB oszacował efekty makroekonomiczne pierwszych dwóch faz programu FGS w latach 2013-2014 (zanim podjęto decyzję o przedłużeniu drugiej fazy do końca 2015 r.) w porównaniu do scenariusza alternatywnego, w którym nie byłyby zastosowane niekonwencjonalne narzędzia polityki pieniężnej (subsydiowane kredyty w wysokości ok. 4% PKB). Zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego, skumulowany przyrost

PKB w latach 2013-2014, osiągnięty dzięki realizacji pierwszych dwóch faz programu, wyniósł 0,3-0,9% PKB z 2013 r. Jednocześnie program miał pozytywny wpływ na inwestycje (+2,4-8,3%) oraz na konsumpcję prywatną (+0,1%-0,5%).



Źródło: NBP, Credit Agricole

Sytuacja gospodarcza w Polsce jest obecnie znacząco korzystniejsza niż Węgier w 2012 r. Zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej luka popytowa (różnica pomiędzy PKB realnym i potencjalnym) w Polsce wyniesie -0,6% potencjalnego PKB w 2015 r., podczas gdy na Węgrzech była ona równa -3,7% PKB w 2012 r. Dynamika kredytów korporacyjnych – zarówno w segmencie dużych przedsiębiorstw (12,0% r/r we wrześniu br.), jak i dla sektora MSP (5,9%) – kształtuje się znacząco powyżej nominalnego tempa wzrostu PKB. Roczna dynamika kredytów inwestycyjnych wyniosła 9,2% we wrześniu br. Wskazuje to na brak potrzeby dodatkowego pobudzenia akcji kredytowej przez bank centralny. Najnowsze wyniki ankiety skierowanej do przewodniczących komitetów kredytowych przeprowadzonej przez NBP (*Sytuacja na rynku kredytowym*) wskazują, że banki nie planują zmian lub przewidują łagodzenie polityki kredytowej w segmencie kredytów dla przedsiębiorstw w IV kw. br. Ponadto firmy w Polsce nie mają obecnie problemów z uzyskaniem kredytu. Zgodnie z wynikami badań koniunktury przedsiębiorstw (*Szybki Monitoring NBP*, październik 2015 r.) tylko ok. 13% aplikacji kredytowych złożonych przez firmy w III kw. br. zostało ocenionych negatywnie. Dla porównania, na początku kryzysu odsetek ten przewyższał 30%.

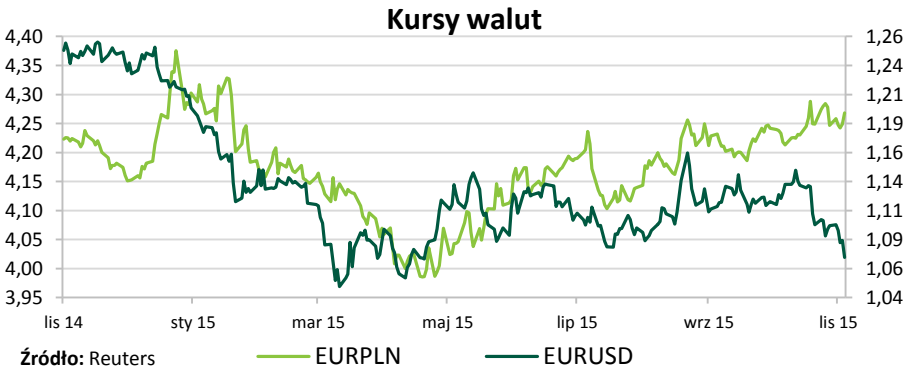
Warto również zwrócić uwagę na fakt, że w Polsce funkcjonuje inny model finansowania działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw, zgodnie z którym środki własne stanowią główne źródło finansowania. Potwierdzają to dane o wolumenie kredytów dla przedsiębiorstw w relacji do PKB. W 2014 r. współczynnik ten kształtował się w Polsce na drugim po Rumunii, najniższym poziomie w Unii Europejskiej (15,7% wobec 38,0% średnio w UE). Według badań NBP (*Szybki Monitoring*) niemal połowa badanych firm realizuje plany rozwojowe opierając się głównie na środkach własnych, a znaczenie kredytów w finansowaniu nowych inwestycji pozostaje wciąż poniżej średniej wieloletniej. Długookresowe tendencje (ostatnia dekada) w obszarze finansowania nowo rozpoczynanych inwestycji wskazują na wzrost znaczenia samofinansowania i obniżanie się roli kredytów. W efekcie w całej próbie ankietowanych przez NBP firm tylko 17% z nich uznało kredyt bankowy za bardzo istotne źródło finansowania działalności.

Jednym z celów programu FGS na Węgrzech było zmniejszenie nadmiernego zadłużenia przedsiębiorstw w obcej walucie poprzez jego konwersję na kredyty w forintach. Realizacja takiego celu w Polsce nie jest konieczna. Udział kredytów walutowych we wszystkich kredytach korporacyjnych w Polsce kształtuje się bowiem obecnie na znacząco niższym poziomie (27,5%) niż na Węgrzech w I kw. 2013 r. (57,5%). Ponadto dla eksporterów (osiągających wpływy w obcej walucie) korzystanie z kredytu walutowego jest metodą redukowania ekspozycji przedsiębiorstwa na zmiany kursu walutowego (tzw. hedging naturalny), co dodatkowo osłabia argumentację na rzecz ingerowania banku centralnego w strukturę walutową kredytu dla przedsiębiorstw.

W naszej ocenie nie ma zatem mocnych argumentów na rzecz zastosowania w Polsce programu subsydiowanych przez bank centralny kredytów dla przedsiębiorstw. Polska gospodarka znajduje się obecnie blisko stanu równowagi, co oznacza, że uruchomienie takiego programu mogłoby się przyczynić do przegrzania gospodarki i w dłuższej perspektywie do dużej zmienności stóp procentowych i kursu

walutowego. Ponadto, nadal istnieje przestrzeń do łagodzenia polityki monetarnej z wykorzystaniem konwencjonalnego narzędzia jakim jest obniżka stóp procentowych. Zgodnie z naszym scenariuszem stopa referencyjna NBP zostanie zredukowana o 50 pb w marcu 2016 r.

Krajowe dane neutralne dla złotego



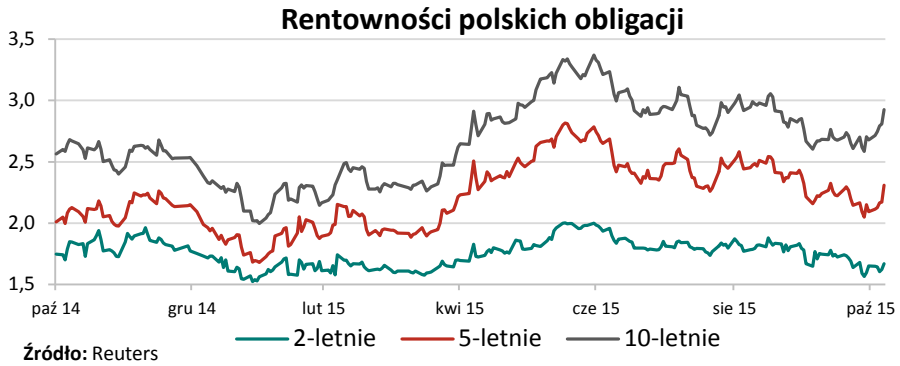
Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2680 (osłabienie złotego o 0,5%). W poniedziałek doszło do osłabienia złotego, które miało miejsce pomimo wyższego od oczekiwań odczyt indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. Od wtorku do czwartku złoty się umacniał wraz ze spadkiem ryzyka politycznego w Polsce. Był on efektem obniżenia niepewności co do polityki gospodarczej formowanego obecnie rządu. Konferencja po środowym posiedzeniu RPP nie spotkała się ze znaczącą reakcją inwestorów. W piątek miało miejsce przejściowe osłabienie złotego w reakcji na lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy, które zwiększyły oczekiwania rynku, że FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w grudniu br. Wieczorem złoty tracił na wartości wraz z innymi walutami rynków wschodzących.

W ubiegłym tygodniu na szczególną uwagę zasługuje wzrost kursu USDPLN do poziomu ponad 3,98 (złoty osłabił się do dolara o ponad 2%) w reakcji na dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA. Było ono efektem jednoczesnego osłabienia euro względem dolara i deprecjacji złotego względem euro. Silny wzrostu kursu USDPLN, w połączeniu z prognozowanym przez nas rozpoczęciem cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez FED w grudniu br. stanowi wsparcie dla naszej prognozy kursu USDPLN na koniec IV kw. (4,01).

Dzisiaj w kierunku osłabienia złotego będą w naszej ocenie oddziaływać słabsze od oczekiwań dane nt. chińskiego bilansu handlowego. W pierwszej części tygodnia w centrum uwagi inwestorów będą dodatkowo środowe dane z Chin (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, inwestycje w aglomeracjach miejskich). W przypadku realizacji naszych prognoz zgodnych z konsensusem rynkowym dane będą najprawdopodobniej neutralne dla złotego. W piątek będziemy mieli do czynienia z bardzo bogatym kalendarzem makroekonomicznym (dane nt. PKB w strefie euro, Niemczech i Polsce, bilans płatniczy i inflacja w Polsce, sprzedaż detaliczna i wstępny indeks Uniwersytetu Michigan w USA), co może spowodować podwyższoną zmienność kursu złotego. Uważamy, że najważniejszymi odczytami dla kształtowania się polskiej waluty będą krajowy PKB i inflacja. W przypadku realizacji naszych prognoz sumaryczny wpływ tych odczytów będzie najprawdopodobniej neutralny dla złotego.

Krajowe dane w centrum uwagi rynku długu



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,668 (wzrost o 2pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,308 (wzrost o 21pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,926 (wzrost o 25pb). W poniedziałek ceny polskiego długu były stabilne. We wtorek rozpoczął się wzrost rentowności polskich obligacji w ślad za rynkami bazowymi na całej długości krzywej. Wsparcie dla takiej oceny stanowi stabilizacja spreadu pomiędzy benchmarkowymi polskimi obligacjami a benchmarkowymi amerykańskimi i niemieckimi obligacjami, przy jednoczesnym wzroście rentowności wszystkich tych instrumentów. W piątek doszło do silnego wzrostu rentowności widocznego szczególnie na środkowym odcinku i długim końcu długości krzywej (średnio po kilkanaście punktów bazowych) po publikacji lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy.

Na początku tego tygodnia rentowności polskich obligacji mogą kontynuować piątkowe wzrosty będące reakcją na wyraźnie wyższe od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy (patrz powyżej). W dalszej części tygodnia w centrum uwagi polskiego rynku długu będą krajowe dane o inflacji i PKB. PKB będzie w naszej ocenie oddziaływał w kierunku spadku rentowności polskich obligacji, a odczyt inflacji w kierunku ich wzrostu, dlatego uważamy, że sumaryczny wpływ tych danych będzie neutralny dla rynku długu. Lekko negatywny dla cen polskich obligacji może być natomiast zagregowany wpływ danych z USA (sprzedaż detaliczna i wstępny indeks Uniwersytetu Michigan). Pozostałe piątkowe dane (dane nt. PKB w strefie euro i Niemczech, bilans płatniczy w Polsce) nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,23	4,18	4,29	4,18	4,15	4,07	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	**4,26**
Kurs USDPLN*	3,37	3,36	3,54	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	**3,91**
Kurs CHFPLN*	3,50	3,48	3,56	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	**3,91**
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	**-0,7**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	**0,3**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,1	**2,3**	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,9	**-2,7**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	**0,9**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	**3,7**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	**1,0**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,3	11,4	11,4	11,9	11,9	11,5	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	**9,5**	
Saldo ROB (mln EUR)	-319	114	-1011	-228	93	1054	1642	1124	-1602	-1212	-864	**-409**		
Eksport (r/r, %, EUR)	4,3	3,8	9,8	4,4	10,9	14,3	8,5	7,8	10,4	3,5	8,6	**4,9**		
Import (r/r, %, EUR)	7,0	6,5	13,1	-2,1	3,9	8,7	7,8	0,3	9,2	5,8	6,7	**4,5**		

* 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	3,2	3,5	2,9	2,5	2,4	2,6	3,3	3,4	2,5
Konsumpcja (%, r/r)		3,1	3,0	3,1	3,3	2,7	3,4	2,6	3,1	2,6	3,1	2,9
Inwestycje (%, r/r)		11,4	6,4	5,5	4,9	3,4	3,3	3,1	2,5	9,8	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	6,4	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	10,0	5,6	5,3
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	1,7	1,7	1,7	2,1	1,5	1,6	1,5	1,8	1,7
	Inwestycje (pp.)	1,4	1,1	1,0	1,3	0,7	0,6	0,9	0,7	1,8	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***		-1,3	-0,4	-0,4	-0,7	-0,6	-1,0	-1,1	-1,3	-2,0	-0,7	-1,3
Stopa bezrobocia (%)**		11,5	10,2	9,7	9,7	10,3	9,4	9,2	9,3	11,5	9,7	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	1,73	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	3,80	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 09.11.2015r.				
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Wrzesień	19,6		20,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Listopad	11,7		13,2
		Wtorek 10.11.2015r.				
3:00	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	-5,9	-6,2	-5,8
3:00	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Październik	1,6	1,4	1,5
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Wrzesień	0,1		0,1
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Wrzesień	-1,0		0,1
		Środa 11.11.2015r.				
6:30	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	10,9	10,8	10,9
6:30	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	5,7	5,8	5,8
6:30	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Październik	10,3	10,2	10,2
		Czwartek 12.11.2015r.				
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	-0,5		0,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	260		270
		Piątek 13.11.2015r.				
8:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,4	0,4	0,3
10:00	**Polska**	**PKB (% r/r)**	**III kw.**	**3,3**	**3,2**	**3,3**
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,4	0,4	0,4
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	1,5	1,7	1,7
14:00	**Polska**	**Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)**	**Wrzesień**	**-864**	**-409**	**-400**
14:00	**Polska**	**Podaż pieniądza M3 (% r/r)**	**Październik**	**8,4**	**8,1**	**8,4**
14:00	**Polska**	**Inflacja CPI (% r/r)**	**Październik**	**-0,8**	**-0,7**	**-0,8**
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	0,1	0,3	0,3
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Wrzesień	0,0	0,0	0,0
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	90,0	91,0	91,0

* 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

Jakub OLIPRA
Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
jakub.olipra@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.