

W tym tygodniu

- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z Chin.** We wtorek opublikowane zostaną dane nt. chińskiego bilansu handlu zagranicznego. Naszym zdaniem nieznaczne zwiększenie nadwyżki bilansu handlowego (do 49,3 mld USD w sierpniu wobec 43,0 mld USD w lipcu) miało miejsce przy jednoczesnym spadku dynamiki eksportu (-9,2% r/r w sierpniu wobec -8,3% w lipcu) oraz importu (-11,7% r/r w sierpniu wobec -8,1% w lipcu). W weekend poznamy kolejne odczyty z Chin. Oczekujemy, że dane o produkcji przemysłowej (6,2% r/r w sierpniu wobec 6,0% w lipcu), sprzedaży detalicznej (stabilizacja na poziomie 10,5% r/r) oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich (11,1% r/r wobec 11,2%) wskażą w sumie na utrzymanie w sierpniu podobnego jak przed miesiącem tempa wzrostu aktywności gospodarczej. Ostatni odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa sygnalizuje jednak istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy produkcji przemysłowej. Dane będą istotne w kontekście oceny skali spowolnienia w Chinach i jego wpływu na globalny wzrost gospodarczy. Jeśli odczyty będą wyraźnie niższe od oczekiwań rynkowych, wpływ publikacji danych z Chin może mieć negatywny wpływ na kurs złotego.
- **W piątek opublikowany zostanie wstępny odczyt wrześniowego indeksu Uniwersytetu Michigan.** Oczekujemy, że wskaże on na stabilizację nastrojów gospodarstw domowych w porównaniu do sierpnia (91,9 pkt.). Czynnikiem ryzyka w dół dla wrześniowego odczytu są ostatnie wydarzenia w Chinach. Oczekujemy, że publikacja wyników badań koniunktury będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Zrewidowaliśmy nasze prognozy na lata 2015-2016.** Oczekujemy, że w 2015 r. średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego wyniesie 3,4% r/r (3,8% przed rewizją), a w 2016 r. będzie równe 2,5% (poprzednio 2,9%). Uważamy, że oczekiwane przez nas silne spowolnienie wzrostu PKB i opóźnienie powrotu inflacji do celu będą jednym z czynników, które skłonią nową RPP do jednorazowej obniżki stóp procentowych o 50 pb w marcu 2016 r. (patrz poniżej).

W zeszłym tygodniu

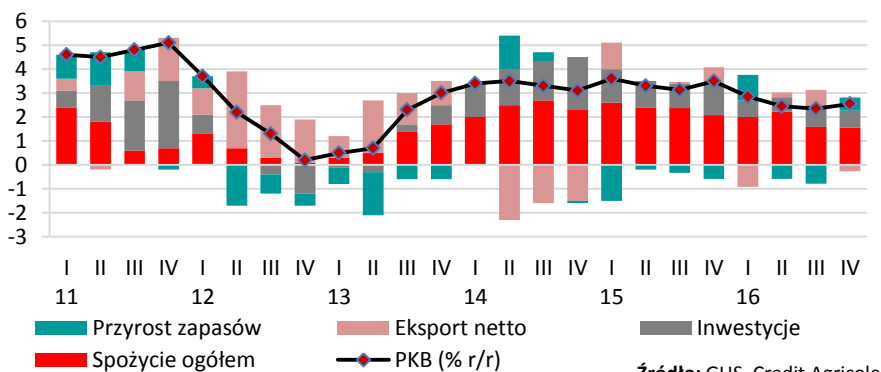
- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w sierpniu o 173 tys. wobec 245 tys. w lipcu (rewizja w górę z 215 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+62,0 tys.), w usługach biznesowych (+33,0 tys.), w turystyce i rekreacji (+33,0 tys.) oraz w sektorze rządowym (+33,0 tys.). Wśród działów, w których najsilniej zredukowano zatrudnienie znalazły się przetwórstwo (-17,0 tys.), górnictwo i wycinka drzew (-10,0 tys.) oraz usługi informacyjne (-7,0 tys.). Stopa bezrobocia w sierpniu zmniejszyła się do 5,1% wobec 5,3% w lipcu, co wynikało ze wzrostu zatrudnienia przy jednoczesnym zmniejszeniu zasobu siły roboczej. Tym samym stopa bezrobocia osiągnęła szacowany przez FED poziom równowagi (5,0-5,2%). Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego nie zmieniła się w stosunku do lipca i wyniosła 2,2%. Oczekiwana przez nas dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia presji na wzrost wynagrodzeń i powrotu inflacji do celu w średnim okresie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. zamówień w amerykańskim przemyśle. Bez uwzględnienia środków transportu zmniejszyły się one o 6,6% r/r w lipcu wobec spadku o 5,6% w czerwcu, sygnalizując spowolnienie w amerykańskim przemyśle. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w USA. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w sierpniu do 51,1 pkt. wobec 52,7 pkt. w lipcu. W kierunku spadku wskaźnika oddziaływały niższe wartości 4 z 5 jego składowych (bieżąca produkcja, nowe zamówienia, zatrudnienie, zapasy pozycji zakupionych). Spadek odnotował również indeks ISM poza przetwórstwem, który w sierpniu wyniósł 59,0 pkt. wobec 60,3 pkt. w lipcu. W naszej ocenie zmniejszenie wskaźnika wynikało z korekty po silnym wzroście indeksu w lipcu do najwyższego poziomu od sierpnia 2006 r. Ubiegłotygodniowe dane wskazują na ryzyko, że pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi później niż obecnie oczekujemy (październik br.).

- W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami nie przyniosło ono zmian parametrów polityki monetarnej. Na konferencji po posiedzeniu prezes EBC M. Draghi powiedział, że bank centralny jest gotowy do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, np. poprzez wydłużenie horyzontu czasowego oraz zwiększenie skali lub zmianę struktury obecnie realizowanego programu luzowania ilościowego, jeśli ostatnie zawirowania na rynkach finansowych oraz spowolnienie w chińskiej gospodarce zagrożą ożywieniu w strefie euro. Na konferencji przedstawione zostały wrześniowe projekcje makroekonomiczne EBC, w której zrewidowane w dół zostały ścieżki zarówno PKB jak i inflacji. Zgodnie z najnowszą projekcją tempo wzrostu PKB wyniesie 1,4% w 2015 r. (1,5% w czerwcowej projekcji), 1,7% (1,9%) w 2016 r. i 1,8% (2,0%) w 2017 r. Z kolei średnioroczny wskaźnik inflacji ukształtuje się na poziomie 0,1% (0,3%) w 2015 r., 1,1% (1,5%) w 2016 r. oraz 1,7% (1,8%) w 2017 r., pozostając tym samym poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Podczas konferencji M. Draghi zwrócił uwagę na istotne ryzyko w dół dla najnowszej projekcji EBC, gdyż dane wykorzystane przy jej przygotowaniu nie uwzględniają okresu po 12 sierpnia, w którym mieliśmy do czynienia z zawirowaniami na światowym rynku finansowym, a także załamaniem na chińskich giełdach. W reakcji na gołębi wydźwięk wyników projekcji oraz wypowiedzi M. Draghiego doszło do przejściowego umocnienia złotego o 0,8%.
- W ubiegłym tygodniu Senat przyjął poprawkę do ustawy o przewalutowaniu kredytów mieszkaniowych, zgodnie z którą koszt przewalutowania zostanie rozłożony po równo na banki i kredytobiorców.** Wcześniejsza wersja ustawy przyjęta przez Sejm zakładała rozłożenie kosztów w proporcji 90% na banki i 10% na kredytobiorców. Poprawka Senatu uzależnia również moment przewalutowania kredytu od wysokości wskaźnika LtV (relacja wartości kredytu do wartości nieruchomości). Jeżeli jego wartość przekracza 120%, wniosek o przewalutowanie może zostać złożony od razu po wejściu ustawy w życie. Jeżeli znajduje się on w przedziale 100%-120% wniosek może zostać złożony nie wcześniej niż po roku od wejścia ustawy w życie. Z kolei jeśli mieści się on w przedziale 80-100% o przewalutowanie kredytu można ubiegać się nie wcześniej niż po upływie dwóch lat od wejścia ustawy w życie. Zgodnie z szacunkami KNF straty sektora bankowego wynikające z wprowadzenia ustawy w obecnym kształcie wyniosą ok. 13,6 mld zł. Następnym krokiem w kierunku uchwalenia ustawy jest przyjęcie lub odrzucenie poprawek Senatu przez Sejm. W naszej ocenie istnieją trzy scenariusze dalszego rozwoju sytuacji. Uważamy, że najbardziej prawdopodobnym wariantem są przedłużające się prace nad ustawą w sejmowej komisji i w związku z tym nierozpatrzenie jej przez Sejm obecnej kadencji. Drugim mniej prawdopodobnym scenariuszem jest zaakceptowanie poprawek Senatu i przyjęcie ustawy przez Sejm przed październikowymi wyborami parlamentarnymi. Trzecim, najmniej prawdopodobnym scenariuszem jest odrzucenie poprawek Senatu głosami PSL i przyjęcie ustawy w pierwotnej, zaostrej formie. Złagodzenie ustawy frankowej jest w naszej ocenie lekko pozytywne dla złotego oraz cen polskich aktywów.
- Na wrześniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** Uzasadniając decyzję o utrzymaniu parametrów polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie Rada stwierdziła, iż wzrostowi dynamiki cen w najbliższych kwartałach będzie sprzyjać stabilny wzrost gospodarczy, następujący w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy. Rada wskazała również, że wzrost ryzyka silniejszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących oraz spadek cen surowców zwiększają niepewność dotyczącą tempa powrotu inflacji do celu. Na konferencji prezes NBP M. Belka podkreślił, że obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie do końca 2015 r. W jego ocenie pogorszenie sytuacji gospodarczej w Chinach oraz silny spadek sierpniowego indeksu PMI w Polsce nie zmieniają w sposób istotny krótkoterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego oraz inflacji w Polsce. Nasz zrewidowany scenariusz dla ścieżki stóp procentowych, zakładający obniżkę o 50 pb w marcu 2016 r., przedstawiamy poniżej.
- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro nie zmieniła się w sierpniu w**

stosunku do lipca i wyniosła **0,2% r/r**. Negatywny wpływ niższej dynamiki cen w kategorii „nośniki energii” na inflację został skompensowany wyższym tempem wzrostu cen w kategoriach „żywność, alkohol i wyroby tytoniowe” oraz „dobra przemysłowe”. Uważamy, że inflacja w strefie euro utrzyma się na poziomie zbliżonym do zera do końca III kw. br., a IV kw. zwiększy się ona do 0,7% r/r, na co złożą się wzrost inflacji bazowej oraz efekt niskiej bazy w kategorii „nośniki energii”.

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa przemysłowego zmniejszył się w sierpniu do 51,1 pkt. wobec 54,5 pkt. w lipcu, wskazując tym samym na wyraźne spowolnienie tempa wzrostu aktywności gospodarczej w przetwórstwie w sierpniu br. W strukturze danych na uwagę zasługuje silny spadek składowej dotyczącej bieżącej produkcji do 50,9 pkt. w sierpniu z 56,4 pkt. w lipcu), który w naszej ocenie częściowo wynikał z ograniczeń produkcji związanych z utrudnieniami w dostawach energii podczas sierpniowej fali upałów (por. MAKROpuls z 01.09.2015). Spadek odnotowała również składowa dla nowych zamówień ogółem, która ukształtowała się tylko nieznacznie powyżej poziomu powyżej 50 pkt. – granicy oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wolniejszy wzrost zamówień był efektem zarówno słabszego popytu krajowego, jak i zagranicznego. Dane o PMI stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej prognozy wzrostu gospodarczego, zgodnie z którą PKB w III kw. zwiększy się o 3,1% r/r wobec 3,3% w II kw.

Prognozy na lata 2015-2016



Źródło: GUS, Credit Agricole

przed rewizją), w 2016 r. będzie równe 2,5% (poprzednio 2,9%).

Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury, zrewidowaliśmy naszą prognozę tempa wzrostu PKB na lata 2015-2016 (por. tabela na str. 7). Oczekujemy, że w 2015 r. średniorocznie wyniesie ono 3,4% r/r (3,8%

Obniżenie oczekiwanego przez nas tempa wzrostu gospodarczego w 2015 r. jest częściowo efektem przesunięcia w dół punktu startowego prognozy. Prognozujemy, że w III kw. 2015 r. roczna dynamika PKB ukształtuje się na poziomie 3,1% wobec 3,3% w II kw. W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego będzie oddziaływał przede wszystkim spadek wkładu nakładów brutto na środki trwałe wynikający głównie z obniżenia dynamiki inwestycji przedsiębiorstw. Oczekujemy również, że kontynuacja spowolnienia może przyczynić się do zmniejszenia kontrybucji zmiany zapasów do PKB, co będzie ograniczało tempo wzrostu gospodarczego w III kw. W IV kw. br. będzie miała miejsce lekka korekta w górę tempa wzrostu PKB do 3,5% r/r wynikająca ze wzrostu wkładu nakładów brutto na środki trwałe wynikającego z sezonowego zwiększenia wagi inwestycji w PKB przy jednoczesnym dalszym zmniejszeniu ich dynamiki.

W 2016 r. oczekujemy wyraźnego spowolnienia wzrostu gospodarczego przede wszystkim ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy z br. przyczyniających się do zmniejszenia dynamik eksportu i inwestycji. W rezultacie, przy jedynie nieznacznym obniżeniu tempa wzrostu importu wkład eksportu netto w skali całego roku stanie się ujemny. Ponadto obserwowane spowolnienie w Chinach może okazać głębsze niż obecnie uważamy, co będzie stanowić ryzyko dla trwałości ożywienia w strefie euro.

Powyzszy czynnik ryzyka został odnotowany w ubiegłotygodniowej projekcji makroekonomicznej EBC. Spowolnienie wzrostu PKB w Chinach będzie miało negatywny wpływ na sytuację gospodarczą w innych gospodarkach wschodzących oraz w USA, a tym samym przyczyni się do spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego. Dodatkowo wydarzenia w Chinach mogą wywierać negatywny wpływ przez kanał rynków finansowych. EBC szacuje, że silniejsze od oczekiwań pogorszenie sytuacji w Chinach może ograniczyć roczne tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro o 0,1 – 0,2 pkt. proc. Wzrost PKB w Polsce w 2016 r. będzie ograniczany dodatkowo przez znaczący spadek dynamiki inwestycji publicznych (przerwa w efektywnym wykorzystywaniu środków unijnych pomiędzy dwiema perspektywami – 2007-2013 i 2014-2020). Kolejnym istotnym czynnikiem ryzyka dla ścieżki dynamiki PKB w latach 2015-2016 pozostaje również dalszy rozwój wydarzeń na Ukrainie.

W I poł. br. odnotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, która wyniosła 1,5% PKB. Wynikało to ze wzrostu salda obrotów handlowych do +1,6% PKB w okresie styczeń-czerwiec br. oraz napływu środków z Unii Europejskiej w ramach Wspólnej Polityki Rolnej. Wysoka wartość relacji salda obrotów bieżących do PKB w I poł. br. będzie oddziaływała w kierunku wzrostu skumulowanej wartości tego wskaźnika za 4 kwartały przez cały br. W efekcie oczekujemy, że w całym 2015 r. odnotujemy tylko nieznaczny deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB (-0,1%). W 2016 r. m.in. ze względu na niższy napływ środków unijnych i ujemne saldo obrotów handlowych deficyt na rachunku obrotów bieżących zwiększy się do 1,3% PKB.

Oczekujemy, że w 2015 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie -0,8% r/r wobec 0,0% w 2014 r. Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do listopada 2015 r., a jej skala będzie się dalej stopniowo zmniejszać. Wzrost wskaźnika inflacji będzie skutkiem zwiększenia dynamiki cen żywności oraz cen paliw. W II poł. br. antyinflacyjny efekt rosyjskiego embarga wygaśnie, ponadto w kierunku wzrostu inflacji będą oddziaływały efekty niskiej bazy z 2014 r. Czynnikiem ryzyka w dół dla naszej prognozy jest kształtowanie się cen ropy na światowych rynkach. W I kw. 2016 r. oczekujemy, że inflacja silnie zwiększy się do 0,9% r/r m.in. ze względu na oddziaływanie efektów niskiej bazy dla dynamiki cen paliw. W kolejnych kwartałach oczekujemy lekkiego wzrostu wskaźnika inflacji CPI do 1,2% w IV kw. 2016 r.

Uważamy, że poprawa na rynku pracy będzie dalej postępować. Oczekujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego ukształtuje się na poziomie 10,0% na koniec br. i obniży się do 9,3% w 2016 r. Do spadku bezrobocia przyczynią się zarówno oczekiwany w okresie prognozy dalszy (aczkolwiek wolniejszy) wzrost inwestycji, jak i strukturalne zmiany na rynku pracy wynikające z wprowadzonych przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej reform urzędów pracy. W efekcie rynek pracy będzie zbliżał się do stanu równowagi. Trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników będą oddziaływały w kierunku wzrostu presji płacowej, która w 2016 r. będzie częściowo ograniczana przez migracje powrotne (szczególnie w budownictwie). Tym samym oczekujemy, że nominalne tempo wzrostu płac zwiększy się z 3,6% w ub. r. do 4,0% w br. i 4,8% w 2016 r. Pomimo przyspieszenia tempa wzrostu nominalnych płac w 2016 r., realna dynamika funduszu płac będzie ograniczana przez rosnącą inflację, co w połączeniu z prawdopodobnym pogorszeniem nastrojów konsumenckich związanym ze spowolnieniem gospodarczym spowoduje lekkie zmniejszenie realnej dynamiki konsumpcji prywatnej do 2,9% r/r w 2016 r. wobec 3,1% w 2015 r.

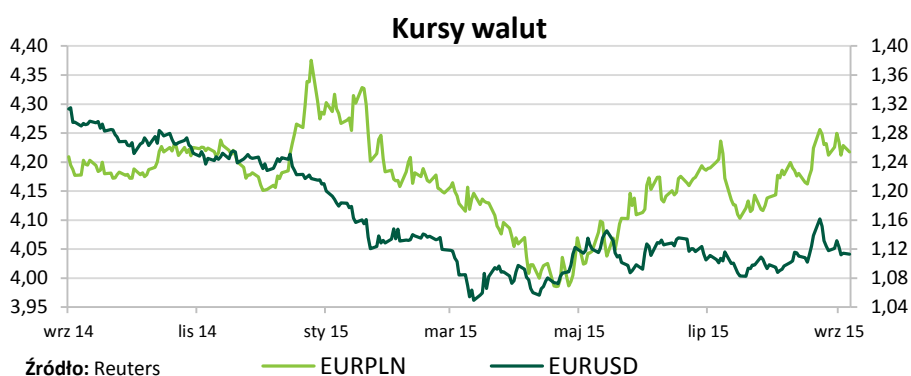
Treść komunikatu po ubiegłotygodniowym posiedzeniu RPP oraz wypowiedzi M. Belki na konferencji po posiedzeniu wskazują, że obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stabilizacja stóp procentowych do końca br. (por. MAKROpuls z 02.06.2015). Na początku 2016 r. zostanie wybranych 8 nowych członków RPP. Biorąc pod uwagę obserwowane w sondażach rosnące poparcie dla Prawa i Sprawiedliwości, najprawdopodobniej wszyscy nowi członkowie Rady zostaną wybrani przez tę partię i Prezydenta RP. Zmiana składu RPP przyczyni się naszym zdaniem do zmiany funkcji reakcji Rady w kierunku silniejszego wspierania wzrostu gospodarczego. Uważamy, że oczekiwane przez nas silne

spowolnienie wzrostu PKB i opóźnienie 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). Ze względu na ograniczone przez stabilizującą regułę wydatkową pole manewru w polityce fiskalnej (por. MAKROmapa z 13.07.2015) ekspansywna polityka pieniężna będzie jedynym dostępnym instrumentem wspierającym wzrost gospodarczy i inflację. Ponadto, w naszej ocenie istnieje wysokie prawdopodobieństwo niższego wykonania budżetu ze względu na realizację dynamiki PKB i średniorocznej inflacji poniżej poziomów założonych przez MF (odpowiednio 3,8% r/r i 1,7% r/r).

Czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy jest oczekiwane przez nas rozpoczęcie w październiku br. normalizowania polityki pieniężnej przez FED. Zacieśnianie polityki w USA, przy jednoczesnym łagodnym nastawieniu RPP mogłoby spowodować istotne osłabienie złotego. Jednakże po ostatnich słabszych danych z amerykańskiej gospodarki (m.in. indeks ISM dla przetwórstwa, zamówienia w przemyśle, zatrudnienie poza rolnictwem) oraz sygnałach spowolnienia wzrostu gospodarczego w Chinach prawdopodobieństwo opóźnienia momentu pierwszej podwyżki stóp procentowych w USA wzrosło. Czynnikiem ograniczającym deprecjację złotego mogłoby być zwiększenie skali lub wydłużenie horyzontu programu luzowania ilościowego przez EBC w przypadku materializacji scenariusza spowolnienia wzrostu gospodarczego w strefie euro. Na możliwość dalszego rozluźnienia polityki pieniężnej wskazują ubiegłotygodniowe wypowiedzi prezesa EBC M. Dragiego po posiedzeniu EBC.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje w polityce pieniężnej RPP, EBC i FED oczekujemy, że kurs EURPLN będzie kształtował się w przedziale 4,20-4,25 do czerwca 2016 r. W kierunku deprecjacji polskiej waluty będzie dodatkowo oddziaływał wzrost ryzyka politycznego wynikający z wysokiego prawdopodobieństwa znaczących zmian na scenie politycznej po jesiennych wyborach parlamentarnych. W II poł. 2016 r. oczekujemy umiarkowanego umocnienia polskiej waluty z zasięgiem 4,10 za euro na koniec roku.

Dane z Chin mogą osłabić kurs złotego



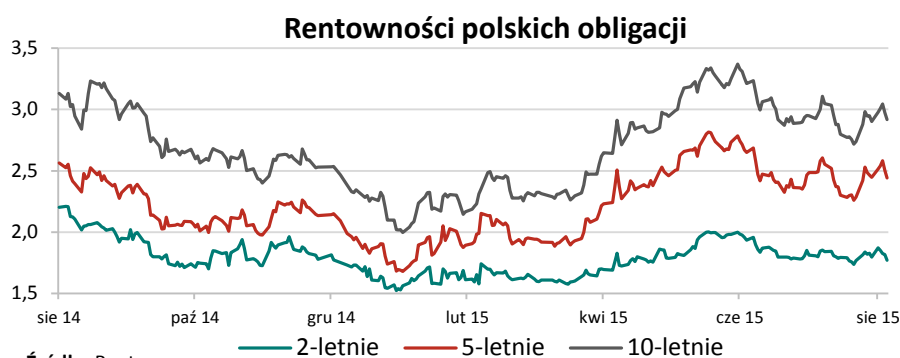
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2283 (osłabienie złotego o 0,4%). Od poniedziałku do środy złoty tracił na wartości wraz z innymi walutami rynków wschodzących, co związane było ze wzrostem światowej awersji do ryzyka, wynikającym z obaw inwestorów o spowolnienie w chińskiej gospodarce w reakcji na spadki indeksów PMI dla chińskiego przetwórstwa i usług. W rezultacie

kurs EURPLN osiągnął w środę rano maksimum lokalne zbliżając się do poziomu 4,26. W dalszej części dnia miała miejsce korekta, której sprzyjał niższy od konsensusu rynkowego odczyt ADP. W czwartek doszło do przejściowego, silnego umocnienia złotego (o 0,8%) w reakcji na gołębi wydźwięk konferencji po posiedzeniu EBC. W piątek od rana złoty tracił na wartości w oczekiwaniu na dane z amerykańskiego rynku pracy. W dalszej części dnia doszło do odwrócenia trendu, czemu sprzyjały przyjęcie poprawek przez Senat łagodzących ustawę frankową, a także niższy od oczekiwań odczyt zatrudnienia poza rolnictwem w USA.

W tym tygodniu, z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny oczekujemy, że kurs złotego kształtowany będzie przede wszystkim przez nastroje globalne związane z sytuacją w Chinach, a także perspektywami polityki monetarnej FED. W pierwszej części tygodnia w kierunku jego aprecjacji może

oddziaływać poprawa nastrojów inwestorów w reakcji na złagodzenie ustawy frankowej przez Senat. Negatywne dla złotego mogą być natomiast wtorkowe dane nt. chińskiego bilansu handlowego. Piątkowy, wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan nie spotka się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.

Wypowiedzi prezesa EBC wsparły polski dług



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,77 (spadek o 3pb), obligacji 5-letnich wyniosły 2,443 (brak zmian), a obligacji 10-letnich wzrosły do poziomu 2,917 (wzrost o 2pb). W poniedziałek rentowności polskich obligacji rosły, co związane było ze zwiększeniem światowej awersji do ryzyka, wynikającej z obaw

inwestorów o spowolnienie w chińskiej gospodarce. Od wtorku do czwartku mieliśmy do czynienia ze stabilizacją cen polskiego długu, a śródowa konferencja po posiedzeniu RPP nie spotkała się ze znaczącą reakcją rynku. W czwartek odnotowano spadek rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej, co spowodowane było gołębimi wypowiedziami M. Dragiego na konferencji po posiedzeniu EBC. Piątkowe słabsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy nie miały istotnego wpływu na ceny polskich obligacji.

W tym tygodniu oczekujemy względnej stabilizacji na polskim rynku długu, czemu sprzyjać będzie ubogi kalendarz makroekonomiczny. Ceny polskich obligacji kształtowane będą przede wszystkim przez nastroje na rynkach globalnych związane z sytuacją w Chinach oraz perspektywami zacieśniania polityki monetarnej w USA. Wtorkowe dane nt. bilansu handlowego w Chinach, a także piątkowy, wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan będą w naszej ocenie neutralne dla 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	kwi 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	-0,7	-0,7
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	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	3,7	5,4	5,4
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	-1,7	-2,1	-2,1
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	1,1	1,1
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	3,3	3,3
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	0,9	0,9
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	10,1	10,0
Saldo ROB (mln EUR)	-1063	14	-374	-24	-1245	-60	-7	1743	1129	1225	-849	-685	-685	-685
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	7,0	7,0	7,0
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	3,8	3,8	3,8

* 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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 07.09.2015r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	-1,4		1,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Wrzesień	18,4		16,1
Wtorek 08.09.2015r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Sierpień	43,0	49,3	48,2
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Lipiec	24,0		22,2
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	II kw.	0,3		0,3
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	II kw.	1,2		1,2
Czwartek 10.09.2015r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-5,4		-5,5
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	1,6	2,0	1,8
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Wrzesień	0,50	0,50	0,50
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	282		
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Lipiec	0,9		0,3
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Lipiec	0,1		0,1
Piątek 11.09.2015r.						
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	91,9	91,9	91,4
Niedziela 13.09.2015r.						
7:30	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	10,5	10,5	10,5
7:30	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	6,0	6,2	6,4
7:30	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Sierpień	11,2	11,1	11,1

* 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