

Stabilność zadłużenia zagranicznego kotwicą dla złotego

W tym tygodniu

- **W niedzielę na Krymie odbyło się referendum dotyczące przyłączenia Krymu do Rosji.** Zgodnie z ostatecznymi wynikami 96,8% biorących udział w głosowaniu opowiedziało się za przyłączeniem Krymu do Federacji Rosyjskiej. W niedzielę ministerstwa obrony Rosji i Ukrainy porozumiały się w sprawie rozejmu na Półwyspie Krymskim. Zgodnie z jego ustaleniami do 21 marca Rosjanie nie będą podejmować żadnych działań skierowanych przeciwko ukraińskim obiektom wojskowym na Krymie. Rozejm ten będzie w najbliższych dniach oddziaływał w kierunku umiarkowanego wzrostu apetytu na ryzyko, sprzyjając tym samym umocnieniu złotego i spadkowi rentowności polskich obligacji. W krótkim okresie czynnikiem ryzyka dla rynków pozostaje reakcja Zachodu na wynik niedzielnego referendum. Nie spodziewamy się jednak wprowadzenia szeroko zakrojonych sankcji gospodarczych wobec Rosji, co powinno sprzyjać stabilizacji na rynkach finansowych.
- **Za granicą najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że członkowie FOMC podejmą decyzję o dalszym ograniczeniu skali programu QE3 (o 10 mld USD do 55 mld USD). Najprawdopodobniej wprowadzone zostaną także zmiany w *forward guidance* (deklarowanym horyzoncie utrzymywania stóp na obecnym poziomie), co sygnalizowane było w ostatnich wypowiedziach prezes Fed, J. Yellen oraz w *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC. Obecnie podstawową przesłanką ewentualnej podwyżki stóp procentowych jest spadek stopy bezrobocia poniżej 6,5%. Naszym zdaniem może on zostać zastąpiony zestawem jakościowych wskaźników opisujących sytuację na rynku pracy. Na znaczeniu mogą zyskać zatem m.in. projekcje Fed, poprzez które członkowie FOMC komunikować będą swoje oczekiwania co do przyszłego kształtowania się sytuacji gospodarczej, przedstawiając tym samym funkcję reakcji Rezerwy Federalnej. Oczekujemy, iż w najbliższych miesiącach Fed utrzyma dotychczasowe tempo ograniczania programu QE3 o 10 mld USD na kolejnych posiedzeniach i zakończy go jesienią br., co zostanie również potwierdzone na konferencji po posiedzeniu.
- **Zza oceanu napłyną również dane z rynku nieruchomości oraz wyniki badań koniunktury w przemyśle.** Oczekujemy, że liczba rozpoczętych budów domów wzrosła do 915 tys. w lutym wobec 880 tys. w styczniu, a liczba nowych pozwoleń na budowę zwiększyła się do 960 tys. w lutym wobec 945 tys. w styczniu. Naszym zdaniem sprzedaż domów na rynku wtórnym obniżyła się w lutym o 1,1% m/m i wyniosła 4,57 mln. Ponadto oczekujemy, że wskaźnik Philadelphia FED wzrośnie w marcu do 3 pkt. z -6,3 pkt. w lutym, a indeks NY Empire State zwiększy się do 5 pkt. z 4,48 pkt. w lutym. Nieco lepsze dane z rynku nieruchomości oraz lekka poprawa koniunktury w przemyśle potwierdzą, iż wyraźny w ostatnich miesiącach efekt niekorzystnych warunków meteorologicznych zanika i w najbliższym czasie możemy spodziewać się silniejszego ożywienia w amerykańskiej gospodarce, co będzie sprzyjać lekkiemu osłabieniu złotego i wzrostowi rentowności polskich obligacji.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków finansowych i inwestorów instytucjonalnych nt. sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Uważamy, że ze względu na konflikt na Ukrainie oraz spowolnienie gospodarcze w Chinach obniżeniu ulegnie składowa dot. oczekiwań, a w rezultacie wartość indeksu obniży się z 55,7 pkt. do 50,0 pkt. w marcu.
- **W poniedziałek poznamy dane o polskim bilansie płatniczym w styczniu.** Oczekujemy niższego deficytu na rachunku bieżącym (-739 mln EUR wobec -843 mln EUR w grudniu), na co złożyły się znacząca poprawa salda obrotów towarowych oraz ujemne saldo transferów z Unią Europejską. Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła do 8,0% r/r w styczniu wobec 10,6% w grudniu, podczas gdy dynamika importu wzrosła do 2,8% wobec 1,6%. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla złotego i rynku długu.

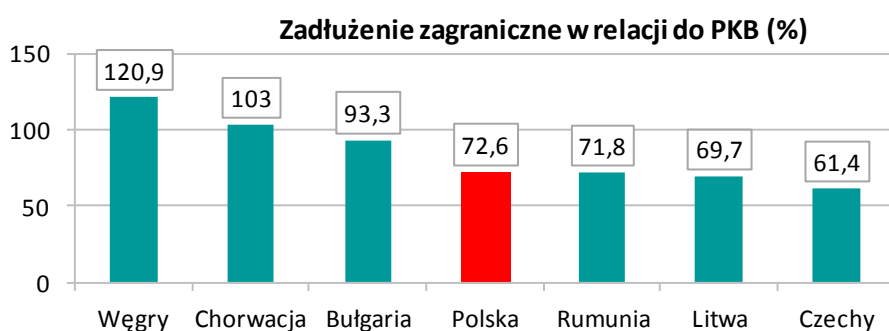
- **We wtorek zostaną opublikowane lutowe dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że zatrudnienie wzrosło o 0,2% r/r wobec 0,0% w styczniu. Z kolei przeciętne wynagrodzenie wzrosło w lutym o 3,1% r/r wobec 3,4%. Dane wskażą zatem na kontynuację trendu wzrostowego dla rocznej dynamiki zatrudnienia. W kierunku przyspieszenia wzrostu płac oddziaływać będzie efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, jednak ich dynamika ograniczona będzie przez niższe w porównaniu do ubiegłego roku premie w górnictwie. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **W środę poznamy dane o lutowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Wskaźniki koniunktury (PMI) wskazywały na silną poprawę sytuacji w przetwórstwie. Ponadto w kierunku wzrostu dynamiki produkcji przemysłowej oddziaływał efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz łagodne w porównaniu do ubiegłego roku warunki meteorologiczne. Tym samym prognozujemy, iż produkcja przemysłowa przyśpieszyła do 6,5% r/r wobec 4,1% w styczniu. Odczyt zgodny z naszą prognozą, wyższą od oczekiwań rynkowych (6,1%), będzie oddziaływać w kierunku lekkiego umocnienia złotego.

W zeszłym tygodniu

- **Produkcja przemysłowa w Chinach wzrosła w okresie styczeń-luty 2014 r. o 8,6% y/y wobec 9,7% w grudniu ub. r.** Niższą dynamikę odnotowano także w przypadku sprzedaży detalicznej (spowolnienie do 11,8% y/y z 13,6%) i inwestycji w aglomeracjach miejskich (17,9 % r/r wobec 19,6%). Wyraźnie niższe od oczekiwań dane w połączeniu z ostatnimi słabszymi odczytami indeksów PMI potwierdzają nasz scenariusz, zgodnie z którym gospodarka Chin weszła w okres spowolnienia. Biorąc pod uwagę zadeklarowany w marcu przez chiński rząd cel dla wzrostu gospodarczego w 2014 r. (7,5% wobec 7,7% w 2013 r.) oczekujemy, że spowolnienie dynamiki PKB w Chinach utrzyma się do końca I półrocza, a publikowane w najbliższych miesiącach dane dotyczące koniunktury w chińskiej gospodarce będą oddziaływać w kierunku pogorszenia globalnych nastrojów i osłabienia złotego.
- **Sprzedaż detaliczna w USA wzrosła w lutym o 0,3% m/m wobec spadku o 0,3% w styczniu.** Po wyłączeniu sprzedaży samochodów zwiększyła się ona o 0,3% m/m wobec -0,6% w styczniu. Wzrost obu tych wskaźników wynikał przede wszystkim z efektu niskiej bazy, gdyż styczniowe wartości zostały istotnie zrewidowane w dół. Choć dane sygnalizują spowolnienie konsumpcji prywatnej w pierwszych miesiącach 2014 r., w naszej ocenie wynikało ono z niekorzystnych warunków meteorologicznych i w związku z tym nie sygnalizuje pogorszenia perspektyw spożycia prywatnego. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, który obniżył się w marcu do 79,9 pkt. wobec 81,6 pkt. w lutym. Jego spadek wynikał przede wszystkim z lekkiego pogorszenia oczekiwań co do przyszłej sytuacji gospodarczej, podczas gdy ocena bieżącej nieznacznie poprawiła się, sygnalizując iż zarówno ostra zima, jak i konflikt na Ukrainie nie wpłynęły na nastroje amerykańskich konsumentów.
- **Produkcja przemysłowa w strefie euro spadła w styczniu o 0,2% m/m wobec -0,4% w grudniu,** co spowodowane było przede wszystkim przez niższą produkcję energii. W ujęciu rocznym produkcja przemysłowa wzrosła o 2,1% wobec 1,2% w grudniu, potwierdzając tym samym postępujące ożywienie w strefie euro. W danych wciąż widoczny jest odmienny przebieg koniunktury w dwóch największych gospodarkach strefy euro (produkcja przemysłowa w Niemczech wzrosła w styczniu o 4,2% r/r podczas gdy we Francji obniżyła się o 1,4%). Oznacza to, że motorem wzrostu w obszarze wspólnej waluty w dalszym ciągu pozostają Niemcy.
- **Inflacja CPI w Polsce wzrosła w lutym do 0,7% r/r wobec 0,5% w styczniu (rewizja w dół z 0,7%).** Do jej zwiększenia przyczynił się przede wszystkim wzrost inflacji bazowej z wyłączeniem cen żywności i nośników energii, która według naszych szacunków wzrosła do 0,9% r/r w lutym

wobec 0,6% w styczniu. GUS opublikował również zrewidowane wagi w koszyku inflacji CPI, będące odzwierciedleniem struktury wydatków z budżetów gospodarstw domowych w 2013 r. (por. MAKROpuls z 14.03.2014). Oczekujemy, że w marcu inflacja obniży się do 0,6% r/r, na co złoży się głównie spadek dynamiki cen żywności, będący efektem rosyjskiego embarga na wieprzowinę i inne produkty żywnościowe, wprowadzonego po stwierdzeniu w Polsce przypadków afrykańskiego pomoru świń (por. MAKROmapa z 10.03.2014).

Stabilność zadłużenia zagranicznego kotwicą dla kursu złotego

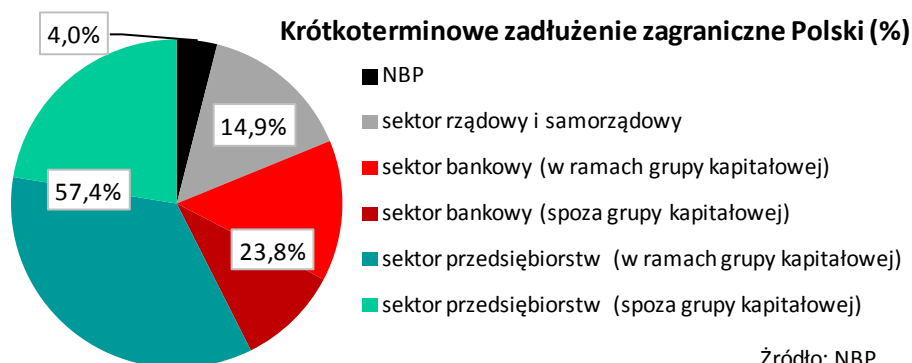


Źródło: EBC

Zgodnie z teorią ekonomii jednym z czynników wpływających na wahania kursu walutowego jest stabilność zadłużenia zagranicznego. Jego wysokość określa bowiem ryzyko odpływu kapitału z danego kraju, a tym samym deprecjacji waluty krajowej. W przypadku Polski relacja całkowitego zadłużenia zagranicznego do PKB na koniec III

kw. 2013 r. wyniosła 72,9%. Jest to jeden z najniższych wskaźników w regionie (por. wykres), co wskazuje na małe ryzyko odpływu kapitału i sprzyja stabilności kursu polskiej waluty.

Innym ze wskaźników stosowanym w ocenie stopnia nierównowagi zewnętrznej jest wskaźnik mierzący relację krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego powiększonego o deficyt na rachunku bieżącym oraz część długoterminowego zadłużenia zapadającego w danym roku do rezerw walutowych (wskaźnik stabilności zadłużenia). W tym ujęciu rezerwy walutowe porównywane są z krótkoterminowymi zobowiązaniami wobec zagranicznych inwestorów. Jeśli wskaźnik ten wynosi jeden, oznacza to, że kraj jest w stanie całkowicie spłacić zadłużenie zagraniczne zapadające w danym roku oraz sfinansować deficyt na rachunku bieżącym wykorzystując w tym celu rezerwy walutowe. Mimo, iż założenie o pełnym wykorzystaniu rezerw walutowych ma charakter czysto teoretyczny, wskaźnik stabilności zadłużenia jest powszechnie traktowany jako jeden z mierników obrazujących zdolność kraju do terminowej spłaty zadłużenia krótkoterminowego.



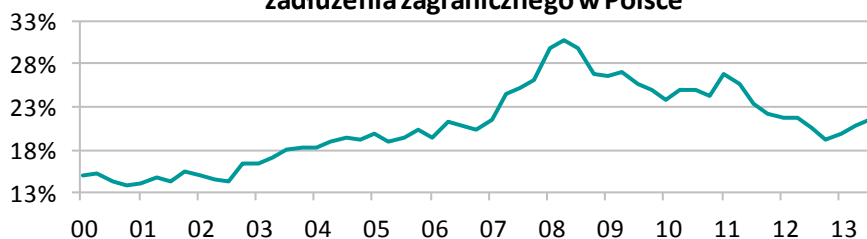
Źródło: NBP

Zgodnie z danymi NBP, w III kw. ub. r. zadłużenie o pierwotnym terminie zapadalności do jednego roku wynosiło 60,0 mld EUR, zadłużenie długoterminowe, którego termin spłaty przypada w ciągu jednego roku wynosiło 28,4 mld EUR, a skumulowany za cztery kwartały deficyt na rachunku bieżącym 7,3 mld EUR. Wielkości te stanowiły odpowiednio 85%, 40% oraz 10%

rezerw walutowych NBP (łącznie 136%). Największy udział w zadłużeniu krótkoterminowym tworzyły sektor bankowy i przedsiębiorstwa (łącznie 81%). Większość tego długu jest jednak zaciągnięta wewnątrz grup kapitałowych – w III kw. wartość zadłużenia wobec podmiotów powiązanych stanowiła 49% całkowitego krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego Polski. Ze względu na wysoką rentowność polskich banków i firm oraz dobre perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce można oczekiwać, że spółki-matki będą dalej

finansowały działalność spółek-córek (nastąpi pełne rolowanie tych zobowiązań), co będzie czynnikiem stabilizującym krótkoterminowe zadłużenie.

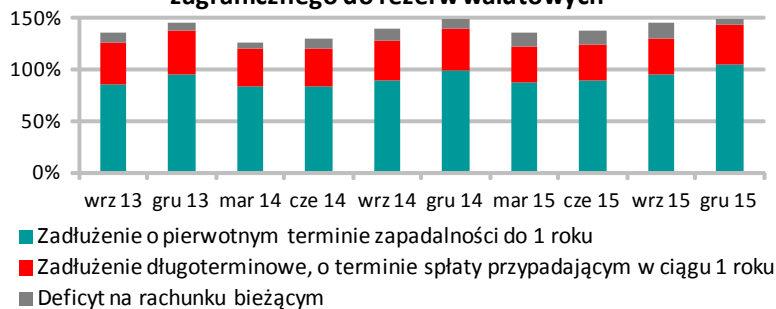
Udział krótkoterminowego zadłużenia w całości zadłużenia zagranicznego w Polsce



Źródło: NBP

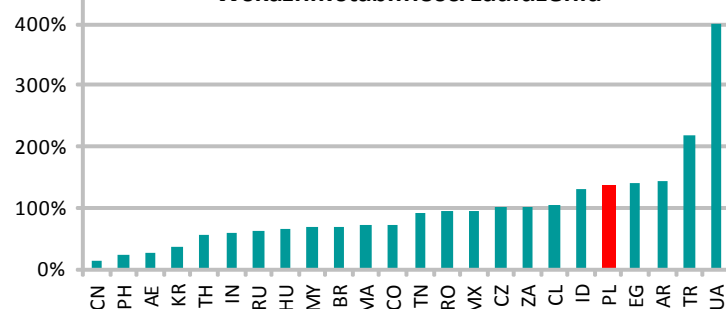
Skarbu Państwa zwiększy się o 5,0% r/r w 2014 r. i o 7,7% w 2015 r. W naszej prognozie założyliśmy, że całkowite zadłużenie sektora prywatnego będzie wzrastało w podobnym tempie. Uwzględniając historyczną zależność, zgodnie z którą w czasie ożywienia gospodarczego rośnie udział zadłużenia krótkoterminowego w całości długu oczekujemy, że odsetek krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego Polski będzie stopniowo zwiększał się z 21,5% w III kw. ub. r. do 25,0% w IV kw. 2015 r. W celu wyznaczenia zagranicznego zadłużenia długoterminowego, którego termin spłaty przypada w ciągu jednego roku przyjęliśmy, że stanowi ono ok. 1/8 całości zadłużenia długoterminowego (taki udział odnotowano w III kw. ub. r.). Dodatkowym wsparciem dla takiego założenia jest średnia zapadalność zagranicznego długu Skarbu Państwa, która wynosiła 7,19 lat na koniec 2013 r. Ścieżka deficytu na rachunku bieżącym została przyjęta zgodnie z naszą prognozą kwartalną (por. tabela poniżej). W celu wyznaczenia poziomu rezerw założyliśmy, że zwiększą się one o ok. 3,0% r/r (zgodnie z *Sprawozdaniem z działalności NBP w 2012 r.* stopa zwrotu z rezerw walutowych wyniosła przeciętnie 2,5% w latach 2011-2012) i dodatkowo zostaną one powiększone o kwotę odpowiadającą wykorzystaniu środków z Unii Europejskiej (przyjętą zgodnie z marcową projekcją inflacji NBP).

Relacja krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego do rezerw walutowych



Źródło: NBP, Credit Agricole Bank Polska

Wskaźnik stabilności zadłużenia



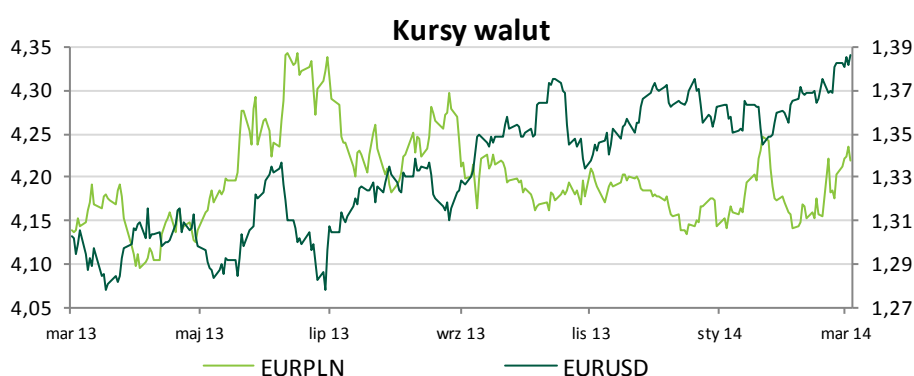
Źródło: Credit Agricole Corporate and Investment Bank, Datastream

Uzyskane wyniki wskazują, że wskaźnik stabilności zadłużenia zwiększył się z 136% w III kw. 2013 r. do średnio 137% w br. i 144% w 2015 r. Zgodnie z naszymi obliczeniami, na tle rynków wschodzących Polska znajduje się w grupie krajów o wysokim poziomie wskaźnika stabilności zadłużenia krótkoterminowego. Jednak prawie połowa tego długu zaciągnięta jest wewnątrz grup kapitałowych (patrz powyżej), co wskazuje na relatywnie niskie na tle innych krajów ryzyko odpływu kapitału spowodowanego zbyt dużym – w ocenie inwestorów – krótkoterminowym zadłużeniem zagranicznym. Ponadto, Polska posiada stabilne źródło finansowania zagranicznego w postaci bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ). Wprawdzie w 2013 r. odnotowano odpływ BIZ wynoszący ok. 0,8% PKB, był on jednak naszym zdaniem związany przede wszystkim z recesją w strefie euro. Wraz z nasileniem ożywienia w obszarze wspólnej waluty oczekujemy ponownego napływu BIZ do Polski. Taka tendencja będzie wspierana przez kilka czynników. Po pierwsze, wydłużenie działalności specjalnych stref ekonomicznych do 2026 roku zwiększy możliwości wykorzystania

odpisów podatkowych przez inwestorów zagranicznych. Po drugie od 1 lipca 2014 r. zaczną obowiązywać niekorzystne przepisy UE dotyczące udzielania pomocy publicznej – zakres wsparcia ulegnie zmniejszeniu. Dlatego, aby zabezpieczyć wsparcie w specjalnych strefach ekonomicznych na obecnych zasadach, inwestorzy będą musieli uzyskać zezwolenie na prowadzenie działalności strefowej do końca czerwca 2014 r.

Przedstawione przez nas wyniki obliczeń wskaźnika stabilności zadłużenia stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kurs EURPLN ukształtuje się na poziomie 4,05 na koniec br. i 3,85 na koniec 2015 r.

Złoty w oczekiwaniu na rozwój wydarzeń na Ukrainie

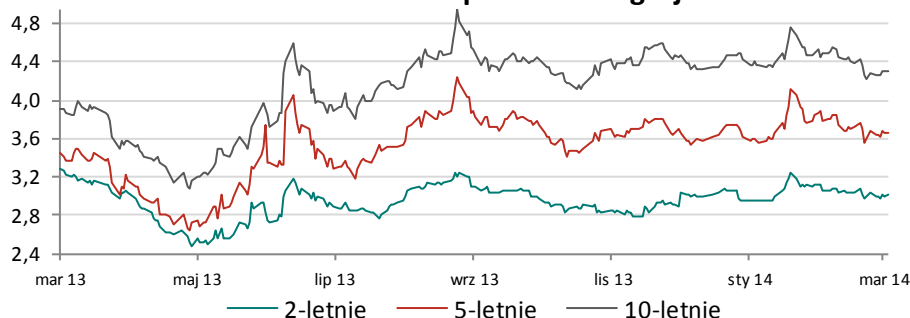


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2200 (osłabienie o 0,4%). Przez cały ubiegły tydzień złoty tracił na wartości, co spowodowane było rosnącą awersją do ryzyka związaną z niestabilną sytuacją na Ukrainie. W czwartek nastroje na rynkach globalnych pogorszone zostały dodatkowo przez wyraźnie słabsze od oczekiwań dane z Chin (patrz powyżej) oraz

informację o rozpoczęciu nowych ćwiczeń rosyjskiej armii przy granicy z Ukrainą. W piątek po południu kurs EURPLN osiągnął swoje maksimum lokalne.

W ubiegłym tygodniu mieliśmy również do czynienia z wyraźnym umocnieniem euro względem dolara. Kurs EURUSD osiągnął najwyższą wartość od listopada 2011 r. Z uwagi na fakt, że umocnienie euro oddziałuje w kierunku obniżenia (i tak niskiej) presji inflacyjnej w obszarze wspólnej waluty, powstaje pytanie jak długo EBC tolerować będzie jego umacnianie. Na problem ten zwrócił uwagę prezes EBC M. Draghi podczas swojego czwartkowego wystąpienia, co może sugerować, iż w najbliższym czasie można spodziewać się reakcji banku centralnego. W naszej ocenie może mieć ona formę werbalnych interwencji i wzmocnienia retoryki *forward guidance*, a nawet wprowadzenia ujemnych stóp procentowych w przypadku gdy wymienione instrumenty okażą się nieskuteczne.

Oczekujemy, że wyniki krymskiego referendum oraz rozejm na Krymie będą oddziaływać w kierunku lekkiej poprawy nastrojów i umocnienia złotego. W tym tygodniu wydarzeniem, które może istotnie wpłynąć na kurs złotego będzie posiedzenie Fed, na którym program QE3 zostanie najprawdopodobniej ograniczony o kolejne 10 mld USD. Decyzja o dalszej redukcji programu QE3 jest oczekiwana przez rynek, dlatego nie powinna mieć istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Wpływ taki może mieć jednak spodziewana przez nas rezygnacja z ilościowej przesłanki podwyżki stóp procentowych (patrz wyżej), która może być odebrana przez rynek jako gołębi sygnał w polityce pieniężnej. W takim scenariuszu komunikat po posiedzeniu FED i wypowiedzi J. Yellen na konferencji prasowej mogą przyczynić się do lekkiego umocnienia złotego. Zaplanowane na wtorek i środę publikacje polskich danych o rynku pracy i produkcji przemysłowej w lutym będą naszym zdaniem neutralne dla złotego.


Odwilż w USA osłabi polski dług
Rentowności polskich obligacji


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 3,006 (spadek o 3pb), obligacji 5-letnich do poziomu 3,670 (spadek o 1pb), a obligacji 10-letnich wzrosły do poziomu 4,297 (wzrost o 1pb). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością cen polskiego długu, co spowodowane

było rosnącą awersją do ryzyka związaną z niestabilną sytuacją na Ukrainie. W czwartek odnotowano wyraźny wzrost rentowności na całej długości krzywej, co wynikało przede wszystkim z pogorszenia nastrojów na rynkach globalnych po publikacji słabszych od oczekiwań danych z Chin (patrz wyżej) oraz informacji o rozpoczęciu nowych ćwiczeń rosyjskiej armii przy granicy z Ukrainą. W piątek doszło do lekkiej korekty, wspartej dodatkowo przez niższy od oczekiwań odczyt inflacji CPI w Polsce.

Sygnaty napływające z Krymu wskazują na niskie prawdopodobieństwo eskalacji konfliktu na półwyspie w tym tygodniu, co będzie czynnikiem stabilizującym popyt na polski dług. W kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji może oddziaływać zaplanowany na dziś odczyt produkcji przemysłowej w USA, który w przypadku realizacji naszej prognozy okaże się wyższy od konsensusu rynkowego. W czwartek możemy mieć do czynienia ze spadkiem cen rentowności polskich obligacji spowodowanym gołęmbim wydzwieniem środowiska posiedzenia FED, na którym FOMC może podjąć decyzję o wycofaniu się z numerycznej przesłanki podwyżki stóp procentowych (zmianie formuły *forward guidance*). Taka zmiana w komunikacji FED z otoczeniem może być zinterpretowana przez rynek jako gołębi sygnał w polityce monetarnej (patrz wyżej). Zaplanowane na wtorek i środę publikacje polskich danych o rynku pracy i produkcji przemysłowej w lutym będą naszym zdaniem neutralne dla rynku długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

| Wskaźnik | lut 13 | mar 13 | kw 13 | maj 13 | cze 13 | lip 13 | sie 13 | wrz 13 | paź 13 | lis 13 | gru 13 | sty 14 | lut 14 | mar 14 |
|------------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa referencyjna NBP* (%) | 3,75 | 3,25 | 3,25 | 3,00 | 2,75 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 |
| Kurs EURPLN* | 4,14 | 4,17 | 4,16 | 4,28 | 4,32 | 4,25 | 4,27 | 4,22 | 4,18 | 4,20 | 4,15 | 4,25 | 4,16 | 4,18 |
| Kurs USDPLN* | 3,17 | 3,25 | 3,16 | 3,28 | 3,32 | 3,19 | 3,23 | 3,12 | 3,08 | 3,09 | 3,02 | 3,15 | 3,01 | 3,05 |
| Kurs CHFPLN* | 3,39 | 3,43 | 3,40 | 3,44 | 3,51 | 3,45 | 3,47 | 3,45 | 3,40 | 3,41 | 3,38 | 3,47 | 3,43 | 3,43 |
| Inflacja CPI (r/r, %) | 1,3 | 1,0 | 0,8 | 0,5 | 0,2 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 0,6 | 0,7 | 0,5 | 0,7 | |
| Inflacja bazowa (r/r, %) | 1,1 | 1,0 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,4 | 1,1 | 1,0 | 0,6 | 0,9 | |
| Produkcja przemysłu (r/r, %) | -2,1 | -2,9 | 2,8 | -1,8 | 2,8 | 6,4 | 2,2 | 6,3 | 4,6 | 3,0 | 6,7 | 4,1 | 6,5 | |
| Inflacja PPI (r/r, %) | -0,3 | -0,7 | -2,1 | -2,5 | -1,3 | -0,8 | -1,1 | -1,4 | -1,4 | -1,5 | -1,0 | -0,9 | -1,1 | |
| Sprzedaż detaliczna (r/r, %) | -0,8 | 0,1 | -0,2 | 0,5 | 1,8 | 4,3 | 3,4 | 3,9 | 3,2 | 3,8 | 5,8 | 4,8 | 7,0 | |
| Wynagrodzenie w SP (r/r, %) | 4,0 | 1,6 | 3,0 | 2,3 | 1,4 | 3,5 | 2,0 | 3,6 | 3,1 | 3,1 | 2,7 | 3,4 | 3,1 | |
| Zatrudnienie w SP (r/r, %) | -0,8 | -0,9 | -1,0 | -0,9 | -0,8 | -0,7 | -0,5 | -0,3 | -0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,0 | 0,2 | |
| Stopa bezrobocia rej.* (%) | 14,4 | 14,3 | 14,0 | 13,6 | 13,2 | 13,1 | 13,0 | 13,0 | 13,0 | 13,2 | 13,4 | 14,0 | 14,1 | |
| Saldo ROB (mln EUR) | -668 | -272 | 569 | -176 | 100 | -661 | -533 | -877 | -213 | -957 | -843 | -739 | | |
| Eksport (r/r, % EUR) | 4,3 | -1,2 | 11,0 | 0,3 | 5,4 | 6,6 | 1,9 | 8,1 | 0,7 | 1,7 | 10,6 | 8,0 | | |
| Import (r/r, % EUR) | -6,2 | -1,3 | 1,6 | -6,1 | -1,9 | 2,8 | -0,9 | 3,2 | 2,8 | -0,7 | 1,6 | 2,8 | | |

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

| Wskaźnik | 2013 | | | | 2014 | | | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | |
|------------------------------|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | | | | | |
| PKB (% r/r) | 0,5 | 0,8 | 1,9 | 2,7 | 3,0 | 3,2 | 3,3 | 3,5 | 1,9 | 1,6 | 3,3 | 3,8 | |
| Konsumpcja (% r/r) | 0,0 | 0,2 | 1,0 | 2,1 | 2,2 | 2,4 | 2,5 | 2,7 | 1,2 | 0,8 | 2,1 | 2,9 | |
| Inwestycje (% r/r) | -2,1 | -3,2 | 0,6 | 1,3 | 1,8 | 2,9 | 5,0 | 6,4 | -1,7 | -0,4 | 3,8 | 8,0 | |
| Eksport (ceny stałe, % r/r) | 1,3 | 3,2 | 6,4 | 6,3 | 6,5 | 6,8 | 6,5 | 6,4 | 3,9 | 4,3 | 7,3 | 7,0 | |
| Import (ceny stałe, % r/r) | -1,6 | -1,9 | 3,4 | 2,9 | 3,6 | 4,7 | 5,6 | 6,6 | -0,7 | 0,7 | 5,5 | 7,0 | |
| Wkłady do wzrostu PKB | Spożycie prywatne (pp.) | 0,0 | 0,1 | 0,6 | 1,1 | 1,5 | 1,4 | 1,5 | 1,4 | 0,8 | 0,5 | 1,5 | 1,7 |
| | Inwestycje (pp.) | -0,3 | -0,6 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,5 | 0,9 | 1,7 | -0,3 | 0,0 | 0,8 | 1,5 |
| | Eksport netto (pp.) | 1,3 | 2,5 | 1,4 | 1,5 | 1,5 | 1,2 | 0,6 | 0,0 | 2,0 | 1,7 | 0,8 | 0,2 |
| Saldo obrotów bieżących*** | -3,1 | -2,3 | -1,9 | -1,5 | -1,4 | -2,1 | -2,3 | -2,3 | -3,4 | -1,5 | -2,3 | -3,1 | |
| Stopa bezrobocia (%)** | 14,3 | 13,2 | 13,0 | 13,4 | 14,0 | 12,8 | 12,6 | 12,8 | 13,4 | 13,4 | 12,8 | 12,5 | |
| Wynagrodzenia w GN (% r/r) | 2,6 | 3,3 | 4,0 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,9 | 3,8 | 3,7 | 3,4 | 3,7 | 4,2 | |
| Inflacja CPI(%)* | 1,3 | 0,5 | 1,1 | 0,7 | 0,8 | 1,3 | 1,2 | 1,6 | 3,7 | 0,9 | 1,3 | 2,6 | |
| Wibor 3-miesięczny (%)** | 3,39 | 2,73 | 2,67 | 2,71 | 2,71 | 2,71 | 2,88 | 3,04 | 4,11 | 2,71 | 3,04 | 4,03 | |
| Stopa referencyjna NBP (%)** | 3,25 | 2,75 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,75 | 4,25 | 2,50 | 2,75 | 3,75 | |
| EURPLN** | 4,17 | 4,32 | 4,22 | 4,15 | 4,18 | 4,15 | 4,10 | 4,05 | 4,09 | 4,15 | 4,05 | 3,85 | |
| USDPLN** | 3,25 | 3,32 | 3,12 | 3,02 | 3,05 | 3,19 | 3,18 | 3,16 | 3,08 | 3,02 | 3,16 | 3,16 | |

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

| GODZINA PUBLIKACJI | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | POPZEDNIA WARTOŚĆ | PROGNOZA* | |
|----------------------------------|---------------|--|----------------|----------------------|-------------|-------------|
| | | | | | CA | RYNEK** |
| Poniedziałek 17.03.2014r. | | | | | | |
| 11:00 | Strefa euro | Inflacja HICP (% r/r) | Luty | 0,8 | 0,7 | 0,8 |
| 13:30 | USA | Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.) | Marzec | 4,5 | 5,0 | 6,0 |
| 14:00 | Polska | Inflacja bazowa (% r/r) | Luty | 1,0 | 0,9 | 1,1 |
| 14:00 | Polska | Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €) | Styczeń | -843 | -739 | -799 |
| 14:15 | USA | Produkcja przemysłowa (% m/m) | Luty | -0,3 | 0,4 | 0,1 |
| 14:15 | USA | Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%) | Luty | 78,5 | 78,7 | 78,6 |
| Wtorek 18.03.2014r. | | | | | | |
| 11:00 | Niemcy | Indeks ZEW (pkt.) | Marzec | 55,7 | 50,0 | 53,0 |
| 13:30 | USA | Liczba rozpoczętych budów (tys.) | Luty | 880 | 915 | 910 |
| 13:30 | USA | Nowe pozwolenia na budowę (tys.) | Luty | 945 | 960 | 960 |
| 13:30 | USA | Inflacja CPI (% m/m) | Luty | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| 13:30 | USA | Inflacja bazowa CPI (% m/m) | Luty | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| 14:00 | Polska | Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r) | Luty | 3,4 | 3,1 | 3,2 |
| 14:00 | Polska | Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r) | Luty | 0,0 | 0,2 | 0,2 |
| Środa 19.03.2014r. | | | | | | |
| 14:00 | Polska | Inflacja PPI (% r/r) | Luty | -0,9 | -1,1 | -1,0 |
| 14:00 | Polska | Produkcja przemysłowa (% r/r) | Luty | 4,1 | 6,5 | 6,1 |
| 19:00 | USA | Decyzja o stopach procentowych Fed (%) | Marzec | 0,25 | | 0,25 |
| Czwartek 20.03.2014r. | | | | | | |
| 9:30 | Szwajcaria | Decyzja o stopach procentowych SNB (%) | I kw. | 0,25 | | 0,25 |
| 13:30 | USA | Liczba nowych bezrobotnych (tys.) | o/tydzień | 315 | | 322 |
| 14:00 | Polska | Minutes z posiedzenia RPP | Marzec | | | |
| 15:00 | USA | Indeks Filadelfia Fed (pkt.) | Marzec | -6,3 | 3,0 | 3,8 |
| 15:00 | USA | Sprzedż domów na rynku wtórnym (mln m/m) | Luty | 4,62 | 4,57 | 4,61 |
| Piątek 21.03.2014r. | | | | | | |
| 10:00 | Strefa euro | Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €) | Styczeń | 21,3 | | |
| 11:00 | Strefa euro | Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.) | Marzec | -12,7 | -12,0 | -12,4 |

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

** Konsensus Reuters

| | | | |
|---|---|--------------------|--------------------------------------|
| Jakub BOROWSKI | Główny Ekonomista | tel.: 22 573 18 40 | jakub.borowski@credit-agricole.pl |
| Krystian JAWORSKI | Ekonomista | tel.: 22 573 18 41 | krystian.jaworski@credit-agricole.pl |
|  | Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny "MAKROMAPA" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: | | mboineau@credit-agricole.pl |

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych komentarzy i opinii.