

## Silne przyspieszenie inwestycji przedsiębiorstw

### W tym tygodniu

- **Za granicą najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na środę publikacja danych z Chin.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się z 7,7% r/r w IV kw. ub. r. do 7,3% w I kw. Z kolei dynamiki sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej i inwestycji w aglomeracjach miejskich utrzymały się w marcu najprawdopodobniej na poziomach zbliżonych do ubiegłego miesiąca. W sumie dane wskażą na spowolnienie wzrostu gospodarczego w Państwie Środka, a tym samym mogą przyczynić się do lekkiej przeceny aktywów rynków wschodzących (w tym złotego i polskiego długu).
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej strefy gospodarki USA.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa w USA wzrosła w ujęciu miesięcznym o 0,4% w marcu wobec 0,6% w lutym. Wsparciem dla naszej prognozy spowolnienia produkcji jest spadek zatrudnienia w przetwórstwie w marcu (-1 tys. m/m). Uważamy, że sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 1,0% m/m wobec wzrostu o 0,3% w lutym, co było wynikiem wyższej sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Po wyłączeniu tej kategorii wzrosła ona o 0,5% m/m wobec 0,3% w lutym. Ponadto dane przedstawią umiarkowaną pozytywną sytuację na rynku nieruchomości. Zaobserwujemy bowiem wzrost liczby rozpoczętych budów domów do 950 tys. z 907 tys. w lutym oraz zwiększenie liczby pozwoleń na budowę do 1015 tys. z 1014 tys. Powyższe dane zasygnalizują ustąpienie efektu niekorzystnych warunków meteorologicznych widocznego w poprzednich miesiącach, wskazując, iż w najbliższym czasie możemy oczekiwać kontynuacji ożywienia w amerykańskiej gospodarce.
- **Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury w przemyśle.** Oczekujemy, że wskaźnik Philadelphia FED wzrósł w kwietniu do 11,0 pkt. wobec 9,0 pkt. w marcu, a indeks NY Empire State zwiększył się do 8,0 pkt. z 5,61 pkt. w marcu. Dobre sygnały dotyczące kształtowania się warunków makroekonomicznych w USA będą wsparciem dla naszego scenariusza zakładającego dalsze ograniczenie programu QE3 o 10 mld USD na posiedzeniu FOMC w dn. 30 kwietnia.
- **W poniedziałek uwaga rynków zwrócona będzie na publikację danych o lutowej produkcji przemysłowej w strefie euro, która w naszej ocenie wzrosła o 0,1% m/m wobec spadku o 0,2% w styczniu.** Głównym źródłem jej przyspieszenia były Niemcy (+0,4% m/m) i Hiszpania (+0,7%). Dane będą wsparciem dla oczekiwanego przez nas utrzymania relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro w I kw. (0,3% kw/kw).
- **Oczekujemy, że inflacja CPI w Polsce (publikacja we wtorek) spadła w marcu do 0,6% r/r wobec 0,7% w lutym.** W kierunku obniżenia inflacji oddziaływał spadek dynamiki cen żywności i paliw. Uważamy, że inflacja bazowa pozostała na niezmiennym w stosunku do lutego poziomie (0,9% r/r). W przypadku realizacji naszej prognozy, niższej od oczekiwań rynkowych (0,7%), złoty i dług mogą ulec umocnieniu.
- **W środę zostaną opublikowane marcowe dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że zatrudnienie wzrosło o 0,5% r/r wobec 0,2% w lutym. Z kolei przeciętne wynagrodzenie wzrosło w marcu o 3,5% r/r wobec 4,0%. Dane wskażą zatem na kontynuację trendu wzrostowego dla rocznej dynamiki zatrudnienia. W kierunku spowolnienia wzrostu płac będzie oddziaływało ustąpienie efektu związanego z wypłatami premii 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 czwartek poznamy dane o marcowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, iż produkcja przemysłowa przyspieszyła do 5,9% r/r wobec 5,3% w lutym. Wyraźny spadek wskaźnika koniunktury w przetwórstwie (PMI) w marcu stanowi wsparcie dla naszej, niższej od oczekiwań rynkowych (6,4%) prognozy produkcji. Naszym zdaniem publikacja danych o produkcji będzie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

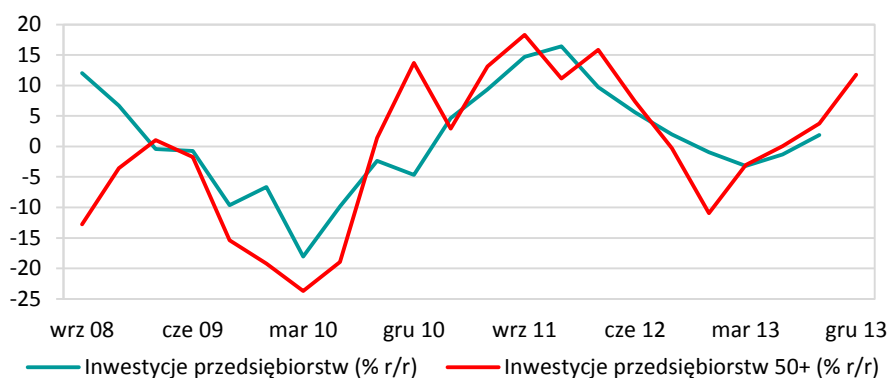
**W zeszłym tygodniu**

- ✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowano Minutes z marcowego posiedzenia FOMC.** Z treści dokumentu wynika, iż członkowie FOMC byli jednomyślni w decyzji o zniesieniu dotychczasowego, ilościowego *forward guidance* (utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie przynajmniej tak długo jak stopa bezrobocia pozostaje powyżej 6,5%). Ponadto uznali oni, iż *forward guidance* powinno przybrać jakościowy charakter – decyzje w polityce monetarnej będą podejmowane w oparciu o szeroki wachlarz zmiennych makroekonomicznych. Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach Rezerwa Federalna utrzyma dotychczasowe tempo ograniczania programu QE3 i zakończy go jesienią br. Prognozujemy także, iż cykl zacieśniania polityki monetarnej rozpocznie się nie wcześniej niż w II poł. 2015 r.
- ✓ **Indeks Uniwersytetu Michigan wzrósł w kwietniu do 82,6 pkt. wobec 80,0 pkt. w marcu.** Jego wzrost wynikał z lepszej oceny bieżącej sytuacji gospodarczej jak i poprawy oczekiwań co do jej przyszłego kształtowania. W ubiegłym tygodniu opublikowano też dane nt. liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, która wyniosła 300 tys. i była tym samym najniższa od maja 2007 r. Dobre dane nt. nastrojów amerykańskich konsumentów oraz postępująca poprawa sytuacji na rynku pracy sygnalizują kontynuację trendu wzrostowego popytu konsumpcyjnego w I poł. br.
- ✓ **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków EBC.** V. Constancio przedstawił stanowisko, zgodnie z którym EBC jest gotowy do działania, w przypadku gdy inflacja zbyt długo utrzymywać się będzie na zbyt niskim poziomie. W podobnym duchu wypowiedział się J. Weidmann, który zaznaczył dodatkowo, iż zastosowanie dostępnych narzędzi oznacza „wypłynięcie na nieznane wody” polityki monetarnej i przedtem należy dokładnie rozważyć ich możliwe skutki uboczne. Jego stanowisko jest zgodne z wypowiedzią E. Nowotnego, który uważa, iż nie ma natychmiastowej potrzeby reakcji banku centralnego, gdyż postępujące ożywienie gospodarcze powinno ograniczyć presję deflacyjną. Zapytany o ewentualne narzędzia jakie EBC mógłby zastosować zaznaczył, że nie wyklucza kolejnej obniżki stóp procentowych, jednakże jego zdaniem trzeba zastanowić się czy nie ma bardziej efektywnych środków. Ich temat poruszył prezes EBC, M. Draghi, który powiedział, że bank centralny jest przygotowany do rozpoczęcia programu luzowania ilościowego w celu walki z niską inflacją. Zaznaczył także, iż oczekiwania inflacyjne są dobrze zakotwiczone, co sprzyja stabilizacji inflacji w najbliższym czasie. W świetle powyższych wypowiedzi podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą EBC obniży w II kw. br. główną stopę procentową o 10pb.
- ✓ **W ubiegłym tygodniu miała miejsce pierwsza od czterech lat aukcja greckich obligacji.** Greckie Ministerstwo finansów sprzedało obligacje o 5-letnich terminach zapadalności za 3 mld EUR, przy rentowności 4,75%. Wysoki popyt, który ponad siedmiokrotnie przewyższył podaż oraz fakt, iż 90% nabywców obligacji stanowili inwestorzy zagraniczni świadczy o tym, że Grecja stopniowo odzyskuje wiarygodność kredytową na rynkach finansowych.
- ✓ **Saldo bilansu handlowego w Chinach wyniosło w 7,71 mld USD w marcu wobec -22,98 mld USD w lutym.** Jednocześnie dynamika eksportu wyniosła -6,6% r/r wobec -18,1% w lutym, a dynamika importu -11,3% r/r wobec 10,1%. Naszym zdaniem słabsze dane można częściowo tłumaczyć efektami wysokiej bazy dla importu i eksportu z zeszłego roku wynikającymi ze sztucznego zawyżania odczytów poprzez uwzględnienie reeksportu z Hong Kongu do Chin. Dane o imporcie odzwierciedlają również coraz bardziej widoczne spowolnienie w chińskiej gospodarce, przejawiające się w słabszym popycie wewnętrznym. Prognozujemy, że dynamika PKB w Chinach zmniejszy się z 7,7% r/r w ub. r. do 7,4 % w 2014 r.
- ✓ **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna wynosi 2,50%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, że w najbliższych kwartałach kontynuowana będzie stopniowa poprawa koniunktury w warunkach ograniczonej presji inflacyjnej. Potwierdzona została w nim także zapowiedź utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie (*forward*

*guidance*) przynajmniej do końca III kw. br. Prezes NBP M. Belka zasygnalizował, że ewentualne zmiany *forward guidance* nastąpią najprawdopodobniej dopiero na posiedzeniu w lipcu br., a więc po zapoznaniu się przez Radę z kolejną projekcją inflacji. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą RPP zdecyduje się na pierwszą "wyprzedzającą" podwyżkę stóp procentowych (o 25 pb) w marcu 2015 r. (por. MAKROpuls z 09.04.2014).

**Saldo rachunku bieżącego w grudniu było ujemne i wyniosło -572 mln EUR w lutym wobec -825 EUR w styczniu (rewizja w dół z -1135 mln EUR).** W kierunku niższego deficytu na rachunku obrotów bieżących oddziaływały przede wszystkim wyższe saldo usług, wyższe saldo transferów z Unią Europejską oraz nadwyżka w bilansie handlowym (179 mln EUR wobec 426 mln EUR). Dynamika eksportu obniżyła się z 10,7% r/r w styczniu do 3,4% w lutym, na co w znacznym stopniu złożył się spadek eksportu na Ukrainę i do Rosji. Z kolei dynamika importu obniżyła się lekko z 6,6% r/r do 5,6% sygnalizując stabilność popytu krajowego. Oczekujemy, iż dalsze stopniowe ożywienie popytu krajowego w najbliższych kwartałach przyczyni się do zwiększenia relacji deficytu w obrotach bieżących do PKB, jednakże pozostanie ona na relatywnie niskim poziomie, co będzie czynnikiem stabilizującym kurs złotego.

### **Silne przyspieszenie inwestycji przedsiębiorstw**

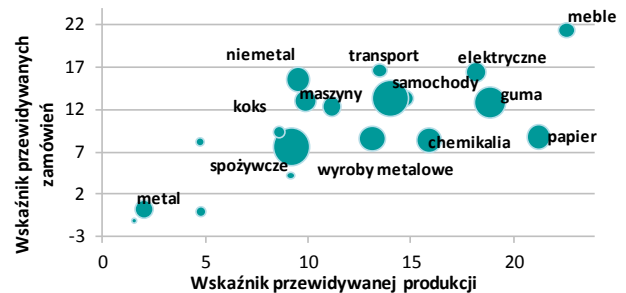
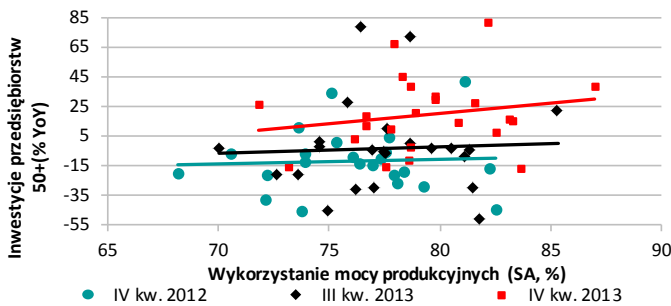


**Zgodnie z danymi GUS w IV kw. ub. r. nastąpiło wyraźne przyspieszenie nominalnych inwestycji w przedsiębiorstwach zatrudniających co najmniej 50 osób (do 11,8% r/r z 3,8% w III kw.).** Z uwagi na fakt, iż minionych lat inwestycje w dużych firmach były dobrym wyznacznikiem inwestycji przedsiębiorstw ogółem (współczynnik korelacji liniowej

równy 97%) oczekujemy, że również one przyspieszyły w IV kw. ub. r.

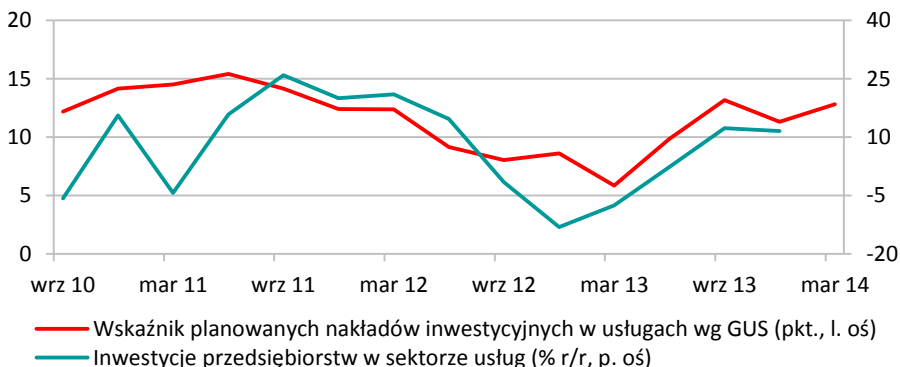
W 2013 r. największy udział w nominalnych inwestycjach przedsiębiorstw przypadło na sektor usług (37,8%) oraz przetwórstwo (32,4%). Mniejsze znaczenie miały branża „dostawa mediów” (21,0%), górnictwo (6,9%) oraz budownictwo (2,0%). Obecne ożywienie w inwestycjach przedsiębiorstw ogółem jest bezpośrednio związane z wysokim wykorzystaniem mocy produkcyjnych w przetwórstwie, które sezonowo wyrównane zwiększyło się z 74,6% w IV kw. ub. r. do 76,7% w I kw., co jest jego najwyższym poziomem od IV kw. 2008 r. Przedsiębiorstwa w Polsce w coraz większym stopniu zderzają się z problemem niewystarczających mocy produkcyjnych, co wymusza na nich zwiększenie nakładów na środki trwałe. Taką tendencję sygnalizują również marcowe badania koniunktury w przetwórstwie – PMI (por. MAKROpuls z 01.04.2014 r.). Wskazywały one na zwiększanie zatrudnienia w firmach ze względu na realizację nowych projektów inwestycyjnych.

W przypadku umiarkowanego wykorzystania mocy produkcyjnych mamy zazwyczaj do czynienia z nieznacznym wzrostem inwestycji (związanych głównie z modernizacją środków trwałych). Obserwując tendencje w poszczególnych branżach przetwórstwa można zauważyć, że w ciągu ostatniego roku następowało stopniowe przesunięcie środka ciężkości w kierunku większego wykorzystania mocy produkcyjnych i jednoczesnego zwiększenia dynamiki inwestycji przedsiębiorstw. Co więcej, w ostatnich kwartałach zwiększenie mocy produkcyjnych coraz silniej przekładało się na wzrost dynamiki inwestycji. Oznacza to, że osiągnięcie bariery niewystarczających mocy produkcyjnych doprowadziło do nieliniowego, skokowego wzrostu dynamiki inwestycji przedsiębiorstw sektora przetwórczego w IV kw. ub. r.



\*Wielkość bąbelków na prawym wykresie oznacza udział danej branży w całości inwestycji przedsiębiorstw sektora przetwórczego

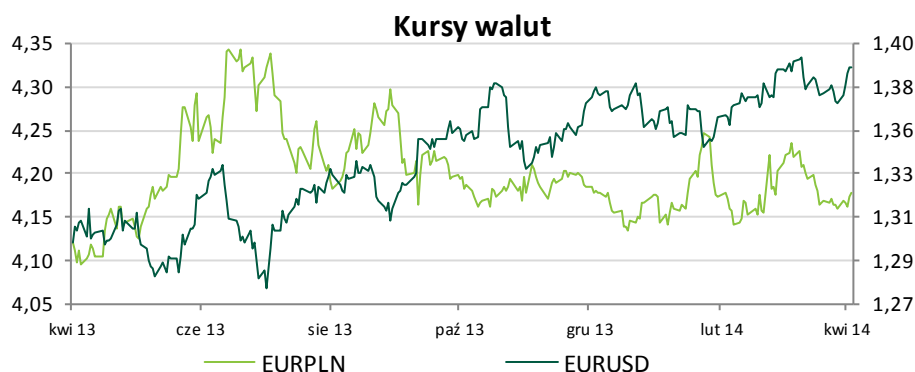
Oczekujemy, że dalsze przyspieszenie inwestycji w przetwórstwie nastąpi przede wszystkim w tych branżach, w których panują najbardziej korzystne warunki gospodarcze. Jako miarę branżowego ożywienia gospodarczego przyjęliśmy kombinację dwóch wyrównanych sezonowo wskaźników koniunktury GUS: przewidywanej produkcji oraz przewidywanej liczby zamówień w ciągu najbliższych trzech miesięcy w danej gałęzi. Na tle innych branż w tej klasyfikacji pozytywnie wyróżniają się przemysł meblarski (który stanowi 2,6% całości inwestycji sektora przetwórczego), firmy z kategorii „produkcja urządzeń elektrycznych” (4,8%), „wyroby z papieru” (6,3%), „wyroby z gumy i tworzyw sztucznych” (9,7%), produkcja chemikaliów (6,6%) oraz branża motoryzacyjna (13,3%). Istotny udział tych sześciu kategorii w całości inwestycji sektora przetwórczego (łącznie 43,4%) wskazuje, iż ożywienie w tych branżach przełoży się na wyraźne przyspieszenie inwestycji firm przetwórczych ogółem.



Ponadto uważamy, że ożywienie inwestycji przedsiębiorstw nie będzie ograniczało się do firm z sektora przetwórczego. Zgodnie z badaniami koniunktury GUS, wskaźnik przewidywanych nakładów inwestycyjnych w sektorze usług zwiększył się z 11,3 pkt. w IV kw. do 12,8 pkt. w I kw. br., co wskazuje na przyspieszenie inwestycji również w tym sektorze. Naszym zdaniem w I kw.

nie zaobserwujemy natomiast zwiększenia nakładów na środki trwałe w budownictwie (od trzech kwartałów inwestycje w tej branży maleją w ujęciu r/r). Wsparciem dla takiego scenariusza jest wysoka baza sprzed roku, zmniejszenie zatrudnienia w tej branży oraz spadek wykorzystania mocy produkcyjnych (73,2% w I kw. wobec 73,6% w IV kw. ub. r.).

Zgodnie z naszymi szacunkami przy wzroście stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych o 1 pp. następuje zwiększenie dynamiki inwestycji przedsiębiorstw o 0,86 pp. Biorąc pod uwagę również inne czynniki mające istotny wpływ na dynamikę inwestycji (m.in. wysokość stóp procentowych) w naszej najnowszej prognozie kwartalnej (por. MAKROMAPA z 07.04.2014) oczekujemy, że inwestycje przedsiębiorstw ogółem przyspieszą z 3,3% r/r w III kw. ub. r. do 9,6% w IV kw. i 13,5% w I kw. br. Dodatkowo biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas jedynie nieznaczne przyspieszenie inwestycji gospodarstw domowych i utrzymanie się ujemnego tempa wzrostu inwestycji publicznych, uważamy, że dynamika inwestycji ogółem zwiększy się z 1,3% w IV kw. ub. r. do 5,7% w I kw. br. Tym samym zwiększenie nakładów na środki trwałe będzie głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia dynamiki PKB z 2,7% w IV kw. do 3,1% w I kw. br.

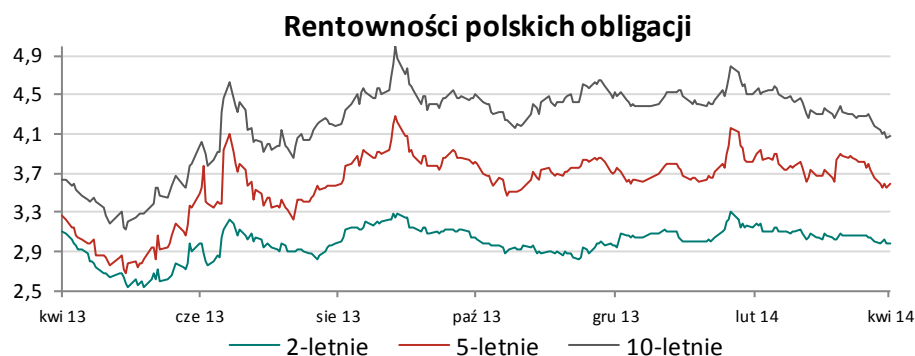

**Dane z Chin mogą osłabić złotego**


Łagodna aprecjacja wspierana była przez liczne wypowiedzi członków EBC zwiększające oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej. W czwartek złoty zaczął tracić na wartości – w kierunku jego osłabienia oddziaływały słabe dane nt. handlu zagranicznego w Chinach. W piątek nastąpił dalszy wzrost kursu EURPLN, ograniczany jednak przez lepsze od oczekiwań dane nt. bilansu płatniczego w Polsce. Dobry odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan okazał się neutralny dla rynku.

**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1770 (osłabienie o 0,4%).**

W pierwszej części tygodnia, z uwagi na brak ważnych danych makroekonomicznych, kurs złotego kształtowany był przez nastroje na rynkach globalnych. W poniedziałek od samego rana złoty tracił na wartości, jednakże po południu nastąpiło odwrócenie trendu, który utrzymał się aż do czwartku. Jego

W tym tygodniu ważnym czynnikiem dla kształtowania się kursu złotego będzie rozwój wydarzeń na Ukrainie. W przypadku eskalacji konfliktu może nastąpić osłabienie złotego. Wsparciem dla tego scenariusza jest odnotowany dziś rano wyraźny wzrost kursu EURPLN. Istotna dla kursu polskiej waluty będzie także śródowa publikacja danych z chińskiej gospodarki (PKB, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa oraz inwestycje w aglomeracjach miejskich). Oczekujemy, iż zarówno sprzedaż detaliczna jak i produkcja przemysłowa okażą się nieco słabsze od konsensusu, co może oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. W tym tygodniu napłyną też liczne dane z oceanu (konjunktura w przetwórstwie, produkcja przemysłowa, rynek nieruchomości), które najprawdopodobniej zasygnalizują ustąpienie wpływu niekorzystnych warunków meteorologicznych na amerykańską gospodarkę i pokażą jej powrót na ścieżkę ożywiania. Dlatego też mogą oddziaływać one w kierunku lekkiego osłabienia złotego. Krajowe dane nt. zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw oraz produkcji przemysłowej nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Jedynie wtorkowy odczyt polskiej inflacji, w przypadku realizacji naszej prognozy niższej od konsensusu rynkowego, może przyczynić się do lekkiego umocnienia złotego.


**Krajowe dane i inflacji mogą obniżyć rentowności polskich obligacji**


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 2,937 (spadek o 2pb), obligacji 5-letnich do poziomu 3,542 (spadek o 5pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 4,041 (spadek o 9pb). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze spadkiem rentowności polskich obligacji widocznym szczególnie w

przypadku papierów o średnich i długich terminach zapadalności. Spowodowany był on przez spadek spreadów pomiędzy obligacjami krajów peryferyjnych strefy euro (PIGS) a niemieckimi obligacjami oraz udaną aukcją greckich obligacji, które zwiększyły nadzieje inwestorów, iż kryzys zadłużenia w strefie euro już się zakończył. W piątek rentowności polskich obligacji wzrosły, a dane nt. polskiego bilansu płatniczego okazały się neutralne dla rynku.

W tym tygodniu ważnym czynnikiem dla kształtowania się cen polskiego długu będzie rozwój wydarzeń na Ukrainie. W przypadku eskalacji konfliktu może nastąpić wzrost rentowności na całej długości krzywej. Istotna z punktu widzenia polskiego rynku długu będzie także śródowa publikacja danych z chińskiej gospodarki (PKB, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa oraz inwestycje w aglomeracjach miejskich). Prognozujemy, że zarówno sprzedaż detaliczna jak i produkcja przemysłowa okażą się nieco słabsze od oczekiwań rynku, co może przyczynić się do wzrostu rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej. W tym tygodniu napłyną też liczne dane zza oceanu (koniunktura w przetwórstwie, produkcja przemysłowa, rynek nieruchomości), które mogą oddziaływać w kierunku spadku cen polskiego długu. Krajowe dane nt. zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw oraz produkcji przemysłowej nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Natomiast wtorkowy odczyt polskiej inflacji, w przypadku realizacji naszej prognozy niższej od konsensusu rynkowego, może przyczynić się do lekkiego spadku rentowności polskich obligacji.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	mar 13	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	2,50
Kurs EURPLN*	4,17	4,16	4,28	4,32	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,16
Kurs USDPLN*	3,25	3,16	3,28	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,04
Kurs CHFPLN*	3,43	3,40	3,44	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,41
Inflacja CPI (r/r, %)	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,6	0,6
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	0,9	0,9
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,4	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,9	5,9
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,2	-1,2
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	5,9	5,9
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	3,5	3,5
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,5
Stopa bezrobocia rej.* (%)	14,3	14,0	13,6	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,6	13,6
Saldo ROB (mln EUR)	-272	569	-176	100	-566	-618	-907	162	-803	-430	-825	-572		
Eksport (r/r, % EUR)	-1,2	11,0	0,3	5,4	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,7	3,4		
Import (r/r, % EUR)	-1,3	1,6	-6,1	-1,9	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	5,6		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2014				2015				2013	2014	2015	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,1	3,3	3,8	3,9	4,0	3,9	3,9	4,0	1,6	3,5	4,0	
Konsumpcja (% r/r)	2,2	2,5	2,8	3,0	2,8	3,3	3,4	3,5	0,8	2,6	3,2	
Inwestycje (% r/r)	5,7	5,2	5,5	7,1	7,4	7,6	7,4	8,9	-0,4	6,1	8,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	9,1	9,3	8,6	9,8	8,6	9,1	9,3	11,2	4,3	9,3	9,9	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,4	8,8	8,3	8,9	10,5	8,0	11,7	13,9	0,7	8,6	11,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,4	1,6	1,7	1,6	1,8	2,0	2,1	1,8	0,5	1,6	1,9
	Inwestycje (pp.)	0,7	0,9	1,0	1,9	0,9	1,3	1,3	2,3	0,0	1,1	1,5
	Eksport netto (pp.)	0,5	0,6	0,4	0,6	-0,8	0,9	-0,8	-0,9	1,7	0,5	-0,2
Saldo obrotów bieżących***	-1,7	-2,0	-1,8	-1,8	-2,0	-1,8	-2,0	-2,2	-1,3	-1,8	-2,2	
Stopa bezrobocia (%)**	13,6	12,7	12,1	12,4	13,2	12,2	11,7	12,0	13,4	12,4	12,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,3	2,9	4,0	4,3	3,6	3,7	4,3	4,6	3,4	3,6	4,1	
Inflacja CPI(%)*	0,6	1,0	0,9	1,2	1,8	2,0	2,1	2,1	0,9	0,9	2,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,71	2,71	2,79	3,21	3,46	3,62	3,78	2,71	2,79	3,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25	3,50	2,50	2,50	3,50	
EURPLN**	4,17	4,15	4,10	4,05	4,00	3,95	3,90	3,85	4,15	4,05	3,85	
USDPLN**	3,03	3,07	3,08	3,12	3,10	3,09	3,07	3,08	3,02	3,12	3,08	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu


\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 14.04.2014r.</b>						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	-0,2	0,1	0,2
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Podaż pieniądza M3 (% r/r)</b>	<b>Marzec</b>	<b>5,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Marzec	0,3	1,0	0,8
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Luty	0,4		0,5
<b>Wtorek 15.04.2014r.</b>						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Kwiecień	46,6	45,0	45,0
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Marzec</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	5,6	8,0	8,0
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Marzec	0,1	0,1	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Marzec	0,1	0,1	0,1
<b>Środa 16.04.2014r.</b>						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	I kw.	7,7	7,3	7,3
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Marzec	11,8	11,9	12,1
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Marzec	8,6	8,5	9,0
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Marzec	0,5	0,5	0,5
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Marzec</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Marzec</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Marzec</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Marzec	907	950	975
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Marzec	1014	1015	1020
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	0,6	0,4	0,5
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Marzec	78,4	78,7	78,8
<b>Czwartek 17.04.2014r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Minutes z posiedzenia RPP</b>	<b>Kwiecień</b>			
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja PPI (% r/r)</b>	<b>Marzec</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Produkcja przemysłowa (% r/r)</b>	<b>Marzec</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	300		311
16:00	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Kwiecień	9,0	11,0	10,0

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

\*\* Konsensus Reuters

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

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