

Prognozy na lata 2014-2015

W tym tygodniu


- **Kalendarz na ten tydzień jest ubogi w wydarzenia makroekonomiczne, co będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku stabilizacji na rynkach finansowych. W środę uwaga rynków będzie zwrócona na publikację *Minutes* z ostatniego posiedzenia FOMC.** W opisie dyskusji odnotowane zostaną najprawdopodobniej informacje nt. rozbieżnych opinii członków FED dotyczących perspektyw gospodarczych USA, sporu dotyczącego odpowiedniego momentu podwyżki stóp procentowych oraz rozważań dotyczących sposobu planowanego wyjścia z ultra-luźnej polityki pieniężnej. Oczekujemy, że treść *Minutes* nie zmieni zasadniczo naszego scenariusza perspektyw polityki monetarnej w USA. Obecnie zakładamy, że program QE3 zostanie zakończony jesienią br., a pierwsza podwyżka stóp procentowych nie nastąpi wcześniej niż w II poł. 2015 r.
- **Dzisiaj poznaliśmy dane o produkcji przemysłowej w Niemczech.** Spadła ona o 1,8% m/m w czerwcu wobec spadku o 0,3% w maju. Jej zmniejszenie wynikało przede wszystkim z efektu długiego majowego weekendu, niższej aktywności w budownictwie (z uwagi na łagodną zimą realizację wielu prac przesunięto z II kw. na I kw.) oraz mniejszego popytu zewnętrznego. Słabe dane o produkcji przemysłowej stanowią wsparcie dla naszej prognozy spowolnienia wzrostu gospodarczego w Niemczech do 0,3% kw/kw w II kw. wobec 0,8% w I kw.
- **W czwartek opublikowane zostaną czerwcowe dane o bilansie handlowym Chin.** Oczekujemy nieznacznego pogorszenia salda bilansu (30,7 mld USD wobec 35,9 mld w maju), co będzie efektem silnego przyspieszenia importu (14,3% r/r wobec -1,6% w maju), nie w pełni rekompensowanego przez szybszy wzrost eksportu (14,1% r/r wobec 7,0%). Odczyt zgodny z naszą prognozą będzie wsparciem dla naszego scenariusza zakładającego osiągnięcie przez Chiny dołka spowolnienia na przełomie I i II kw. br. Oczekujemy, że dane o obrotach handlowych będą neutralne dla rynków.

W zeszłym tygodniu

- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w czerwcu o 288 tys. wobec 224 tys. w maju (rewizja w górę z 217 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+67,0 tys.) handlu detalicznym (+40,2 tys.) oraz turystyce i rekreacji (+39,0 tys.). Z kolei jedynym działem, w którym zredukowano zatrudnienie były pozostałe usługi (-6,0 tys.). Na uwagę zasługuje także spadek stopy bezrobocia, która wyniosła 6,1% w czerwcu wobec 6,3% w maju. Jej obniżenie wynikało z wysokiego wzrostu liczby zatrudnionych, któremu towarzyszyło niższe zwiększenie liczby osób aktywnych zawodowo. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks ISM dla przemysłu spadł w czerwcu do 55,3 pkt. wobec 55,4 pkt. w maju. Pomimo niewielkiego zmniejszenia wartości wskaźnika w strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje dalszy wzrost składowej dot. nowych zamówień, świadczący o trwałości ożywienia w amerykańskim przetwórstwie. Dobre dane z amerykańskiego rynku pracy i wyniki badań koniunktury stanowią argument za dalszym ograniczaniem skali programu QE3 przez FED.
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami EBC nie zmieni stóp procentowych pozostawiając główną stopę na poziomie 0,15%.** Na konferencji po posiedzeniu prezes EBC M. Draghi podtrzymał deklarację, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie przez dłuższy czas. Członkowie EBC byli jednomyślni w gotowości do użycia innych niekonwencjonalnych narzędzi, by zapobiec długiemu utrzymywaniu się wskaźnika wzrostu cen na zbyt niskim poziomie. M. Draghi wyraził także stanowisko, zgodnie z którym EBC wiąże duże nadzieje z programem TLTRO jako narzędziem przywracania inflacji do celu. Przedstawione zostały również zasady

jego funkcjonowania. W programie będą mogły wziąć udział zarówno poszczególne banki jak i grupy banków. W tym celu będą musiały przedstawić stosowne dokumenty nt. swojej dotychczasowej działalności kredytowej na cztery tygodnie przed każdą operacją TLTRO. Co ważne, wraz z otrzymaniem finansowania banki nie będą w szczególny sposób ograniczane ani kontrolowane. Finansowanie w ramach programu TLTRO udzielane będzie w dwojaki sposób. Pierwszy z nich dotyczy pożyczkodawców netto, czyli banków, których średniomiesięczna wartość udzielonych kredytów (przyrost) w okresie od kwietnia 2013 r. do kwietnia 2014 r. była dodatnia. Drugi obejmuje zaś banki, które nie spełniają powyższego warunku (banki delewarujące się). Wspomniane wyżej warianty różnią się między sobą warunkami udzielania finansowania. W pierwszym przypadku nie będzie obowiązywała żadna określona wielkość kredytów jakie banki muszą udzielić korzystając z każdej z sześciu transz programu (tzw. benchmark). Jedynym warunkiem jest to aby pozostały one w dalszym ciągu pożyczkodawcami netto. Maksymalna wielkość dodatkowego finansowania będzie równa trzykrotności wartości netto udzielonych pożyczek w okresie pomiędzy majem 2014 r. a datą poprzedzającą o dwa miesiące daną transzę programu TLTRO. Skumulowana wartość dodatkowego finansowania nie może przekroczyć jednak maksymalnej kwoty dostępnej w ramach każdej z sześciu transz programu. W drugim przypadku aż do kwietnia 2015 r. benchmark ustalany będzie poprzez ekstrapolację dotychczasowej średniomiesięcznej wartości pożyczek netto udzielonych przez bank w okresie od kwietnia 2013 r. do kwietnia 2014 r. W praktyce oznacza to, że pierwsze dwie transze programu nie będą się wiązały z wymuszeniem ograniczenia dotychczasowego tempa delewarowania prowadzonego przez banki. W przypadku, gdy wartość udzielonych pożyczek netto w tym okresie będzie wyższa niż wynikałoby to z benchmarku, dany bank będzie mógł skorzystać z dodatkowego finansowania będącego trzykrotnością różnicy pomiędzy wartością netto udzielonych przez niego pożyczek, a odpowiadającym mu benchmarkowi. Z kolei od września 2015 r. banki chcące uzyskać dodatkowe finansowanie będą musiały stać się pożyczkodawcami netto. Co więcej, w obu wariantach programu nie są przewidziane żadne kary dla banków, które będą musiały zwrócić finansowanie z uwagi na niespełnienie warunków danego benchmarku. Szacujemy, że w przypadku powodzenia programu udzielone przez niego finansowanie wyniesie ok. 1 bln EUR – 400 mld EUR w pierwszej fazie programu (transze 1 i 2) oraz podobna ilość w drugiej fazie programu (transze 4-6), przy założeniu że w ciągu najbliższych 12 miesięcy utrzymany zostanie przyrost akcji kredytowej, a w kolejnych latach jej tempo będzie zbliżone do przeciętnej wartości historycznej.

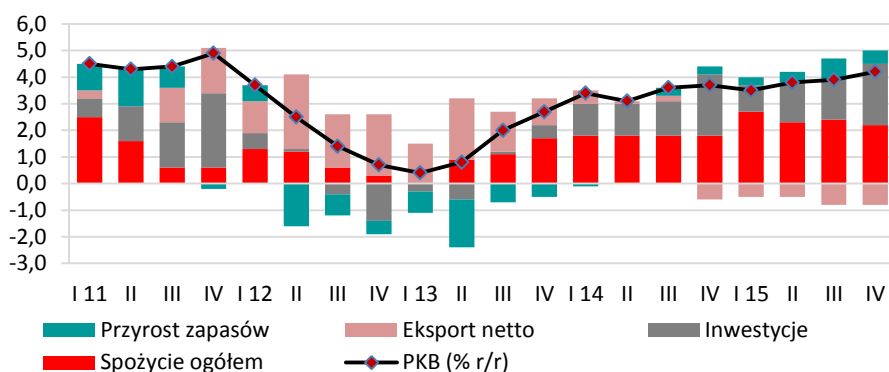
Na konferencji po posiedzeniu M. Draghi zapowiedział ponadto, że od stycznia 2015 r. posiedzenia EBC odbywać się będą co 6 tygodni i publikowane będą opisy dyskusji na tych posiedzeniach. M. Draghi zasygnalizował także, iż zintensyfikowane zostały przygotowania do ewentualnego skupu papierów ABS (asset-backed securities). W naszej ocenie nie nastąpi on jednak szybciej niż na początku 2015 r., a jego skala początkowo będzie niewielka.

 **Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna wynosi 2,50%).** Do komunikatu po posiedzeniu Rada wprowadziła nowy zapis, iż w najbliższych miesiącach inflacja pozostanie bardzo niska i może przejściowo obniżyć się poniżej zera. RPP oczekuje jednak, iż w kolejnych kwartałach trwające ożywienie gospodarcze oraz poprawa sytuacji na rynku pracy powinny sprzyjać stopniowemu wzrostowi inflacji i przybliżaniu się jej do celu w horyzoncie projekcji (jej szczegóły poznamy dziś). Z treści komunikatu usunięta została natomiast zapowiedź utrzymania stabilnych stóp procentowych do końca III kw. br. (*forward guidance*). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami przewidywane w lipcowej projekcji tempo wzrostu gospodarczego w latach 2014-2016 jest zbliżone do tego przedstawionego w projekcji marcowej, z kolei ścieżka oczekiwanej inflacji została istotnie zrewidowana w dół (por. MAKROpuls z 02.07.2014). Na konferencji po posiedzeniu prezes NBP M. Belka powiedział ponadto, iż prawdopodobieństwo podjęcia decyzji o złagodzeniu polityki pieniężnej na wrześniowym posiedzeniu jest niskie i powtórzył informację sprzed miesiąca, iż w ocenie Rady obniżka stóp procentowych wciąż nie jest scenariuszem bazowym. Wypowiedź ta

stanowi lekkie ryzyko dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP obniży stopy o 25 pb we wrześniu br.

- ▬ **Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) spadł w czerwcu do 50,3 pkt. wobec 50,8 pkt. w maju, kształtując się tym samym na najniższym poziomie od czerwca 2013 r.** W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje spadek składowej nowych zamówień eksportowych, który drugi miesiąc z rzędu ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. a więc poziomu oddzielającego wzrost od spadku aktywności. Naszym zdaniem spadek zamówień w eksporcie ma jednak charakter przejściowy, na co wskazują wyprzedzające czerwcowe wskaźniki PMI dla nowych zamówień w strefie euro i w Niemczech, sygnalizujące ich umiarkowany wzrost (por. MAKROpuls z 01.07.2014). Przeciętna wartość wskaźnika PMI w II kw. wyniosła 51,0 pkt. wobec 55,1 pkt. w I kw. co stanowi wsparcie dla naszej zrewidowanej prognozy wzrostu gospodarczego w II kw. (3,1% r/r wobec 3,4% w I kw.).

▬ Prognozy wskaźników makroekonomicznych na lata 2014-2015



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 2014 r. i 2015 r. (por. tabela na str. 6). Oczekujemy, że w 2014 r. średniorocznie wyniesie ono 3,5% r/r (brak zmian w stosunku do poprzedniej prognozy), a w 2015 r. będzie równe

3,8% (poprzednio 4,0%). Uważamy, że roczne tempo wzrostu PKB zmniejszyło się w II kw. br. do 3,1% z 3,4% w I kw. Było to przede wszystkim efektem ustąpienia korzystnego wpływu warunków meteorologicznych oraz zmniejszonego popytu zagranicznego wynikającego z pogorszenia koniunktury w Niemczech. W kolejnych kwartałach polska gospodarka będzie stopniowo przyspieszała, za sprawą ożywienia popytu krajowego (szybszy wzrost inwestycji i konsumpcji), kompensującego malejący wkład eksportu netto (szybszy przyrost importu niż eksportu).

Ponadto zrewidowaliśmy w dół oczekiwaną przez nas ścieżkę wzrostu cen. Oczekujemy, że w 2014 r. średniorocznie inflacja ukształtuje się na poziomie 0,1% r/r. Uważamy, że w czerwcu wskaźnik inflacji CPI był równy zero. Co więcej, w lipcu za sprawą ustąpienia efektów wysokiej bazy sprzed roku (zmiana metodologii obliczania cen ziemniaków oraz wzrost opłat za wywóz nieczystości w związku z wprowadzeniem tzw. „ustawy śmieciowej”) zostanie odnotowana deflacja. Oczekujemy, że ujemne tempo wzrostu cen (przeciętnie -0,4% r/r) zostanie zarejestrowane przez cztery miesiące do października, wspierane przez utrzymującą się niską presję popytową oraz brak presji kosztowej ze względu na stabilne ceny energii. Dodatkowo do spadku cen przyczynią się tegoroczne dobre zbiory owoców i warzyw. Od końca br. inflacja zacznie się zwiększać w wyniku wzrostu jej wszystkich składowych i w 2015 r. wyniesie średnio 1,2%.

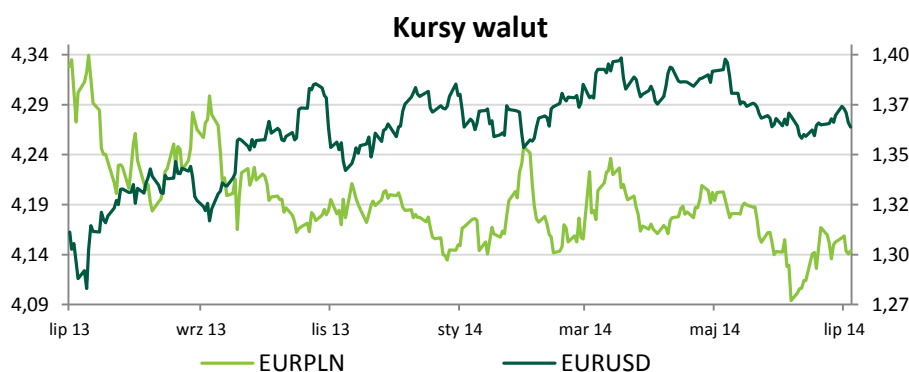
Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach zatrudnienie w gospodarce narodowej będzie stopniowo wzrastać, a większość nowych miejsc pracy powstanie w sektorze usług. Będzie to efekt kontynuacji tendencji wzrostu zatrudnienia w tym sektorze, który jest już obserwowany od III kw. 2013 r. Prognozujemy, że w przetwórstwie, odnotowany w ostatnich kwartałach silny wzrost stopnia wykorzystania mocy wytwórczych (w II kw. br. był on najwyższy od IV kw. 2008 r.), wymusi zwiększenie inwestycji i zatrudnienia. Dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost zatrudnienia będzie oczekiwane przez nas ożywienie w budownictwie w II

poł. br. Ze względu na oddziaływanie relatywnie silnych efektów mnożnikowych wywoła ono wzrost aktywności nie tylko w budownictwie, ale również w przemyśle i usługach. Tym samym oczekujemy, zwiększenia zatrudnienia wg BAEL poza rolnictwem o 1,3% w br. i 2,1% w 2015 r. Wraz ze wzrostem popytu na pracę odnotowany zostanie spadek stopy bezrobocia rejestrowanego, która naszym zdaniem obniży się do 11,8% w br. i 11,4% w 2015 r. Pomimo stopniowej poprawy na rynku pracy, presja na wzrost płac w warunkach niskiej inflacji pozostanie ograniczona. Oczekujemy, że tempo wzrostu płac w latach 2014-2015 utrzyma się blisko 4%.

Prognozowane przez nasz lekkie spowolnienie wzrostu gospodarczego w I kw. oraz niska inflacja stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP obniży stopy procentowe o 25 pb we wrześniu br. Naszym zdaniem, obniżka stóp będzie podyktowana obawami o zmniejszenie wiarygodności władz monetarnych. Brak podjęcia decyzji o dalszym łagodzeniu polityki pieniężnej w warunkach nawet przejściowej deflacji i długotrwałego utrzymywania się inflacji poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (nasza prognoza kwartalna sygnalizuje, że roczne tempo wzrostu cen nie osiągnie 1,5% do końca 2015 r.) może być przez rynki zinterpretowane jako brak determinacji Rady w realizacji celu inflacyjnego. Ponadto, w przypadku utrzymywania się bardzo niskiej inflacji i braku reakcji RPP, może dojść do zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych sektora prywatnego na bardzo niskim poziomie, co dodatkowo utrudni osiągnięcie celu inflacyjnego w przyszłości. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi M. Belki na konferencji po posiedzeniu RPP oraz wyrażona w nich determinacja do zmniejszenia oczekiwań rynków na łagodzenie polityki pieniężnej stanowią lekkie ryzyko dla naszego scenariusza zakładającego złagodzenie polityki pieniężnej w we wrześniu br. (por. MAKROpuls z 02.07.2014). W świetle tych wypowiedzi nie można wykluczyć, że obniżka stóp procentowych może zmaterializować się nieco później niż we wrześniu.

Perspektywa łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia złotego w krótkim okresie. Jednocześnie szacujemy, że obliczona dla czterech kwartałów relacja salda obrotów bieżących bilansu płatniczego do PKB zwiększyła się z -1,3% w ub. r. do -0,5% w br. Zmniejszenie się relacji deficytu w obrotach bieżących do PKB będzie oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. Przeciwny wpływ powyższych czynników na kurs złotego będzie się wzajemnie równoważył. W związku z tym oczekujemy, że kurs EURPLN ustabilizuje się do końca roku na poziomie 4,15. W 2015 r. oczekujemy jego stopniowej aprecjacji z zasięgiem 3,90 za euro na koniec roku.

Stabilizacja kursu złotego przy ubogim kalendarzu makroekonomicznym



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1437 (umocnienie o 0,2%). W pierwszej części tygodnia z uwagi na brak ważnych danych makroekonomicznych mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu złotego. Środowa wypowiedź prezesa NBP M. Belki na konferencji po posiedzeniu RPP, iż obniżka stóp procentowych nie jest scenariuszem bazowym, przyczyniła się do lekkiego

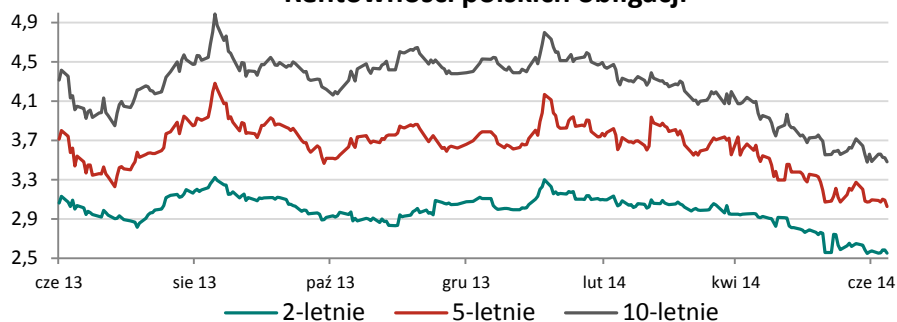
umocnienia polskiej waluty. Gołębi wydzźwięk konferencji po posiedzeniu EBC oddziaływał w kierunku umocnienia złotego. W piątek złoty lekko tracił na wartości, przy braku zaangażowania inwestorów zza oceanu (Święto Niepodległości).

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie środowa publikacja *Minutes* z ostatniego posiedzenia FOMC, która może przyczynić się do podwyższonej zmienności

na rynkach. Jednak ze względu na ubogi kalendarz makroekonomiczny w tym tygodniu zmienność kursu złotego w najbliższych dniach będzie ograniczona.

Czy wyniki projekcji NBP wpłyną na krzywą dochodowości ?

Rentowności polskich obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 2,501 (spadek o 2pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,976 (spadek o 7pb), a obligacji 10-letnich nie zmieniły się i wyniosły 3,431. W pierwszej części ubiegłego tygodnia mieliśmy do czynienia ze względną stabilizacją cen polskiego długu. Środowa wypowiedź prezesa NBP M.

Belki na konferencji po posiedzeniu RPP, iż obniżka stóp procentowych nie jest scenariuszem bazowym, doprowadziła jednak do wzrostu rentowności obligacji na całej długości krzywej. W czwartek ceny długu zaczęły jednak stopniowo rosnąć, wspierane przez zapowiedzi EBC o utrzymaniu niskich stóp procentowych jeszcze przez dłuższy czas, by w piątek osiągnąć poziomy zbliżone do tych sprzed posiedzenia RPP. W czwartek miała miejsce także aukcja polskich obligacji o 10-letnim i 14-letnim terminie zapadalności. Ministerstwo Finansów wstrzymało jednak sprzedaż obligacji o 14-letnim terminie zapadalności z uwagi na zbyt niskie ceny kwotowane przez inwestorów.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku długu będzie środowa publikacja *Minutes* z ostatniego posiedzenia FOMC, która może przyczynić się do podwyższonej zmienności na rynku. Czynnikiem ryzyka w dół dla rentowności obligacji, w tym w szczególności krótkiego końca krzywej, będzie zaplanowana na godz. 10.00 publikacja projekcji inflacji NBP, która naszym zdaniem może przyczynić się do lekkiego spadku rentowności. Przez resztę tygodnia z uwagi na brak ważnych danych makroekonomicznych zmienność cen obligacji będzie ograniczona.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Kurs EURPLN*	4,32	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,15
Kurs USDPLN*	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,03
Kurs CHFPLN*	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,40
Inflacja CPI (r/r, %)	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	0,7	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,8	6,4	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	4,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-2,0	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	4,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	4,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	13,0	12,5	12,1	
Saldo ROB (mln EUR)	100	-566	-618	-907	162	-803	-430	-825	-463	517	1028	473		
Eksport (r/r, % EUR)	5,4	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,7	5,7	10,9	6,8	11,9		
Import (r/r, % EUR)	-1,9	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	6,9	3,1	5,3	8,9		

* 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)	3,4	3,1	3,6	3,7	3,5	3,8	3,9	4,2	1,6	3,5	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	2,9	2,8	3,4	3,3	3,5	3,7	3,8	0,8	2,9	3,6	
Inwestycje (% r/r)	10,7	7,1	7,6	8,7	8,2	8,8	8,1	8,5	-0,2	8,4	8,4	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,6	7,8	6,8	8,0	8,7	7,8	6,7	6,7	4,6	7,6	7,2	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,9	8,2	6,8	9,8	10,3	9,3	9,0	8,8	1,2	8,3	9,2	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,7	1,8	1,7	1,8	2,2	2,1	2,2	2,0	0,5	1,7	2,1
	Inwestycje (pp.)	1,2	1,2	1,3	2,3	1,0	1,5	1,5	2,3	0,0	1,6	1,6
	Eksport netto (pp.)	0,5	0,1	0,2	-0,6	-0,5	-0,5	-0,8	-0,8	1,6	0,0	-0,4
Saldo obrotów bieżących***	-0,9	-0,6	-0,3	-0,5	-0,7	-1,3	-1,6	-1,8	-1,3	-0,5	-1,8	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,1	11,6	11,8	12,7	11,5	11,1	11,4	13,4	11,8	11,4	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,2	3,8	3,9	4,0	3,5	4,0	4,0	4,1	3,4	4,0	3,9	
Inflacja CPI (%)*	0,6	0,2	-0,4	0,1	0,8	1,1	1,3	1,4	0,9	0,1	1,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,68	2,45	2,45	2,45	2,45	2,62	2,78	2,71	2,45	2,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,50	2,50	2,25	2,50	
EURPLN**	4,17	4,16	4,15	4,15	4,08	4,03	4,00	3,90	4,15	4,15	3,90	
USDPLN**	3,03	3,04	3,03	3,14	3,14	3,12	3,13	3,07	3,02	3,14	3,07	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 07.07.2014r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	0,2	-0,2	0,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Lipiec	8,5		8,0
Wtorek 08.07.2014r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Maj	17,7		16,4
Środa 09.07.2014r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	-1,4	-1,0	-1,0
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	2,5	2,4	2,4
20:00	USA	<i>Minutes</i> z posiedzenia FOMC	Lipiec			
Czwartek 10.07.2014r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld CNY)	Czerwiec	35,9	30,7	35,0
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Lipiec	0,50	0,50	0,50
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Maj	1,1		0,6
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Maj	1,3		0,7

* 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.