

Czy to już koniec niskiej zmienności kursu złotego ?

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie czwartkowe posiedzenie EBC.** Oczekujemy, iż nie przyniesie ono znaczących zmian w polityce monetarnej w strefie euro. Choć inflacja w obszarze wspólnej waluty spadła w lipcu do najniższego poziomu od października 2009 r. (patrz poniżej), inflacja bazowa jest stabilna, co zmniejsza ryzyko deflacji. Co więcej, wyprzedzające wskaźniki koniunktury (PMI) za lipiec sygnalizują poprawę koniunktury w strefie euro, stanowiąc wsparcie dla scenariusza przyspieszenia wzrostu PKB w III kw. (por. MAKROmapa z 28.07.2014). Ponadto, wyniki najnowszej ankiety EBC nt. akcji kredytowej w obszarze wspólnej waluty wskazują, iż coraz więcej banków łagodzi kryteria przydzielania kredytów (patrz poniżej). W połączeniu z planowanym na 18 września rozpoczęciem programu TLTRO, w najbliższych kwartałach należy oczekiwać przyspieszenia akcji kredytowej w strefie euro. Wszystkie powyższe argumenty skłaniają nas do oceny, iż program TLTRO będzie ostatnim narzędziem w obecnym cyklu łagodzenia polityki monetarnej w strefie euro, a prawdopodobieństwo wykorzystania kolejnych instrumentów jest niskie. Oczekujemy, iż posiedzenie EBC oraz późniejsza konferencja nie spotkają się ze znaczącą reakcją rynku.
- **W czwartek poznamy również dane nt. produkcji przemysłowej w Niemczech.** Prognozujemy, iż obniżyła się ona o -0,2% m/m w czerwcu wobec spadku o 1,8% w maju. W kierunku zmniejszenia wskaźnika oddziaływało pogorszenie nastrojów w niemieckiej gospodarce (ZEW, Ifo) oraz niska liczba zamówień w poprzednim miesiącu, co wynikało m.in. z konfliktu na Ukrainie. W naszej ocenie w najbliższych miesiącach konflikt na Ukrainie pozostanie czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia produkcji przemysłowej w Niemczech. Dane o produkcji będą naszym zdaniem neutralne dla złotego oraz polskiego rynku długu.
- **We wtorek napłyną dane nt. koniunktury w USA.** Prognozujemy, że wskaźnik ISM dla usług zwiększył się w lipcu do 56,2 pkt. wobec 56,0 w czerwcu. Jego nieznaczny wzrost sygnalizowany był wcześniej przez indeksy Richmond FED, Dallas FED oraz lipcowy wzrost zatrudnienia w usługach. Dane nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.
- **W piątek opublikowane zostaną dane nt. salda chińskiego bilansu płatniczego.** Oczekujemy, iż obniży się ono z 31,6 mld USD w czerwcu do 23,9 mld USD. Pomimo zmniejszenia nadwyżki bilansu płatniczego uważamy, że chińska gospodarka powróciła na ścieżkę ożywienia, o czym świadczą m.in. lipcowe wskaźniki koniunktury (PMI). Prognozujemy, że wzrost PKB w Chinach w 2014 r. wyniesie 7,4% wobec 7,7% w 2013 r.


W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z pierwszym szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA wyniosło 4,0% w I kw. wobec -2,1% w I kw.** Wyższe tempo wzrostu gospodarczego wynikało z większego dodatniego wkładu inwestycji (2,57 pp. wobec -1,13 pp. w I kw.), konsumpcji (1,69 pp. wobec 0,83 pp.), wydatków rządowych (0,30 pp. wobec -0,15 pp.) oraz mniejszego ujemnego wkładu eksportu netto (-0,61 pp. wobec -1,66 pp.). Dane wskazują zatem, iż ujemna dynamika PKB w I kw. br. była zjawiskiem przejściowym, wynikającym z niekorzystnych warunków meteorologicznych, nie stanowiąc tym samym ryzyka dla ożywienia w USA. Wyraźnie lepsze od oczekiwań dane, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, przyczyniły się do umocnienia dolara względem euro i wzrostu rentowności obligacji w USA i na rynkach wschodzących.
- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w lipcu o 209 tys. wobec 298 tys. w czerwcu (rewizja w górę z 288 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach

biznesowych (+47,0 tys.), przetwórstwie (+28,0 tys.) oraz handlu detalicznym (+26,7 tys.). Pomimo wzrostu zatrudnienia stopa bezrobocia zwiększyła się z 6,1% w czerwcu do 6,2% w lipcu. Wynikało to z szybszego wzrostu zasobu siły roboczej w stosunku do wzrostu zatrudnienia, co wskazuje, iż poprawiająca się sytuacja na amerykańskim rynku pracy zachęca osoby dotychczas nieaktywne zawodowo do powrotu na rynek pracy. W ubiegłym tygodniu napłynęły także dobre dane nt. koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w lipcu do 57,1 pkt. wobec 55,3 pkt. w czerwcu. W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost jego składowych dot. nowych zamówień oraz zatrudnienia. Dane te sygnalizują niskie prawdopodobieństwo silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w USA.

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC.** Członkowie FED zdecydowali na nim o ograniczeniu programu QE3 o kolejne 10 mld USD do 25 mld USD. Komunikat po posiedzeniu nie zmienił perspektyw polityki monetarnej w USA. Utrzymane zostało w nim stanowisko, zgodnie z którym stopy procentowe FED pozostaną na niezmiennym poziomie jeszcze przez długi czas po zakończeniu programu QE3. Prognozujemy, że na wrześniowym posiedzeniu Rezerwa Federalna ograniczy program skupu aktywów o kolejne 10 mld USD, by całkowicie zakończyć go w październiku redukcją o 15 mld USD. Naszym zdaniem pierwsza podwyżka stóp procentowych w USA nastąpi nie wcześniej niż w II poł. 2015 r. Ryzyko dla takiego scenariusza stanowią jednak napływające coraz lepsze dane z amerykańskiej gospodarki (patrz powyżej), sygnalizujące możliwość wcześniejszego rozpoczęcia przez FED cyklu podwyżek stóp procentowych.
- **Komisja Europejska oraz Departament Skarbu USA wprowadziły nowe sankcje wobec Rosji w reakcji na jej zaangażowanie w konflikt na wschodzie Ukrainy.** Mają one charakter sektorowy, a ich celem są rosyjska energetyka, przemysł zbrojeniowy oraz sektor finansowy. Zarówno Unia Europejska, jak i Stany Zjednoczone, zapowiedziały ich dalsze zaostrzenie w przypadku utrzymania dotychczasowego kierunku polityki Rosji wobec Ukrainy. Z obliczeń Komisji Europejskiej wynika, że koszt sankcji dla gospodarki rosyjskiej wyniesie 23 mld EUR (1,5% jej PKB) w 2014 r. i 75 mld EUR (4,8% jej PKB) w 2015 r. Z kolei straty Unii Europejskiej, wynikające z utraconych zamówień oraz sankcji odwetowych ze strony Rosji, szacowane są na 40 mld EUR w 2014 r. (0,3% jej PKB) i 50 mld EUR w 2015 r. (0,4% jej PKB). Wprowadzone sankcje stanowią zatem ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu PKB w strefie euro oraz Polsce.
- **Federalna Służba Nadzoru Weterynaryjnego i Fitosanitarnego Federacji Rosyjskiej wprowadziła 1 sierpnia embargo na polskie warzywa i owoce.** Zgodnie z danymi Eurostatu wartość polskiego eksportu warzyw i owoców do Rosji wyniosła w 2013 r. prawie 609 mln EUR, co stanowiło 51,9% polskiego eksportu żywności do Rosji. Co więcej, aż 41,8% wartości eksportu owoców i warzyw stanowiły jabłka. Szacujemy, że rosyjskie embargo na eksport polskich warzyw i owoców obniży dynamikę polskiego PKB o 0,06 pp. w III kw. i 0,12 pp. w IV kw. Ponadto, znacznie wyższa podaż owoców i warzyw na rynku krajowym związana z embargiem w połączeniu z wyjątkowo dobrymi tegorocznymi zbiorami będą oddziaływać w kierunku spadku inflacji. Stanowi to silne wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP obniży stopy procentowe o 25 pb we wrześniu.
- **Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) spadł w lipcu do 49,4 pkt. wobec 50,3 pkt. w czerwcu.** Tym samym indeks PMI ukształtował się na najniższym poziomie od czerwca 2013 r. i poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost aktywności od jej spadku. Do zmniejszenia zagregowanego wskaźnika PMI w lipcu przyczyniło się obniżenie czterech z pięciu jego składowych, z wyjątkiem subindeksu dla zatrudnienia (por. MAKROpuls z 01.08.2014). Podtrzymujemy ocenę, że spowolnienie wzrostu aktywności w polskim przetwórstwie jest w znacznym stopniu echem odnotowanego w okresie maj-czerwiec spowolnienia w strefie euro i w Niemczech i w związku z tym ma charakter przejściowy.
- **Wstępny lipcowy odczyt inflacji w strefie euro wyniósł 0,4% r/r wobec 0,5% w czerwcu, co jest najniższą wartością od października 2009 r.** W kierunku dalszego spadku tempa wzrostu

cen oddziaływały przede wszystkim niższe ceny energii. Naszym zdaniem inflacja w strefie euro będzie kształtować się na poziomie zbliżonym do 0,4% aż do września, a w IV kw. nastąpi jej niewielki wzrost związany z wyższymi cenami żywności oraz energii.

-  **Zgodnie z wynikami najnowszej ankiety EBC nt. akcji kredytowej w strefie euro (BLS) w II kw. br. po raz pierwszy od II kw. 2007 r. większość banków złagodziła kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw.** W przypadku kredytów dla gospodarstw domowych nadal większość banków odnotowała łagodzenie kryteriów udzielania kredytów, jednakże ich liczba była nieznacznie mniejsza niż w I kw. br. W najbliższych miesiącach oczekujemy dalszego przyspieszenia akcji kredytowej, wspieranej przez program TLTRO. Zmniejsza to ryzyko deflacji w strefie euro, obniżając równocześnie prawdopodobieństwo zastosowania przez EBC niekonwencjonalnych narzędzi w celu pobudzenia inflacji (np. skup ABS). Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy stabilizacji kursu EURPLN na obecnym poziomie do końca br.

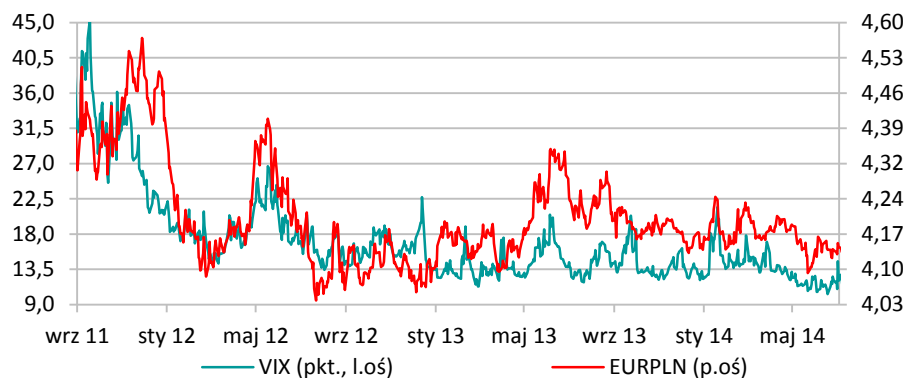
Czy to już koniec niskiej zmienności kursu złotego ?

W MAKROmapie z 21.07.2014 r. zwróciliśmy uwagę na utrzymującą się w ostatnich miesiącach relatywnie niską na tle historycznym zmienność złotego. Współczynnik zmienności (iloraz odchylenia standardowego i średniej z dziennych poziomów zamknięcia w danym kwartale) dla kursu EURPLN osiągnął w IV kw. ub. r. minimum globalne, a w I poł. br. tylko nieznacznie wzrósł. Złoty pozostał odporny na spowolnienie gospodarcze w Chinach, kryzys ukraiński oraz wybuch tzw. „afery taśmowej” w Polsce.

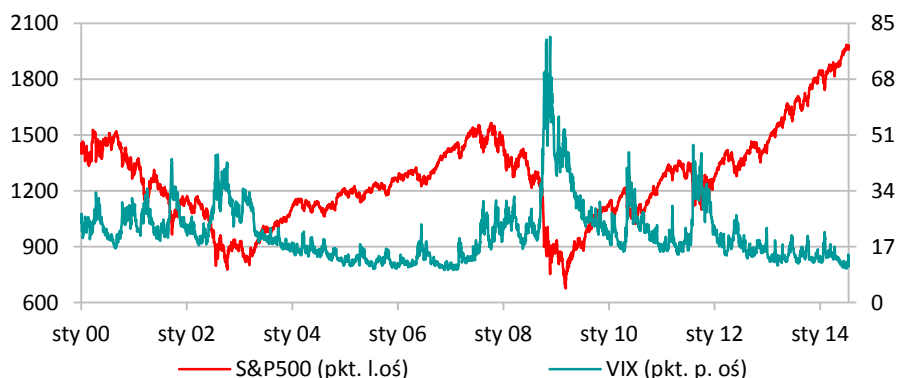
Poszukując odpowiedzi na pytanie o trwałość niskiej zmienności kursu złotego oszacowaliśmy model jego kursu równowagi behawioralnej. Uzyskane wyniki wskazały, iż bieżący kurs złotego jest spójny ze swoim poziomem równowagi krótkookresowej, a potencjał jego umocnienia wynosi zaledwie ok. 2-3% (por. MAKROmapa z 21.07.2014). Taki wynik wskazuje, iż w najbliższych miesiącach nie należy spodziewać się znaczących wahań kursu polskiej waluty, co jest też zgodne z naszym scenariuszem stabilizacji kursu EURPLN do końca br.

W niniejszej analizie przyglądamy się bliżej światowej awersji do ryzyka jako czynnikowi odpowiedzialnemu za krótkookresowe wahania kursu złotego. Jedną z najczęściej stosowanych miar tej awersji jest indeks VIX (ang. Chicago Board Option Volatility Index). Indeks VIX, nazywany także „indeksem strachu”, mierzy 30-dniową implikowaną zmienność giełdowego indeksu S&P500 na podstawie cen opcji na ten indeks. Wzrost indeksu VIX jest tożsamy ze zwiększeniem oczekiwanej zmienności na rynku, z kolei jego spadek oznacza zmniejszenie tej zmienności. Choć wskaźnik VIX opisuje zmienność jedynie amerykańskiego indeksu akcji, ze względu na wysoką kapitalizację indeksu S&P500 odzwierciedla on także zmienność nastrojów na globalnym rynku finansowym.

Zgodnie z teorią finansów, portfel inwestycyjny globalnych inwestorów powinien odzwierciedlać bowiem podaż akcji na rynku globalnym. Zgodnie z danymi Banku Światowego w 2012 r. aż 35,1% światowej kapitalizacji stanowiły właśnie indeksy amerykańskie (drugie miejsce zajęły Chiny 7,0%, a trzecie Japonia – 6,9%). Wahania cen amerykańskich aktywów, które stanowią aż tak dużą część portfela stawiają inwestorów zatem przed koniecznością ciągłego dopasowania struktury portfela. Oznacza to, że gdy ceny amerykańskich akcji spadają, aby utrzymać założoną strukturę portfela inwestorzy zmuszeni są sprzedać część pozostałych aktywów. Z kolei gdy amerykańskie giełdy rosną, inwestorzy muszą dokupić pozostałych aktywów tak aby zachować założone proporcje.

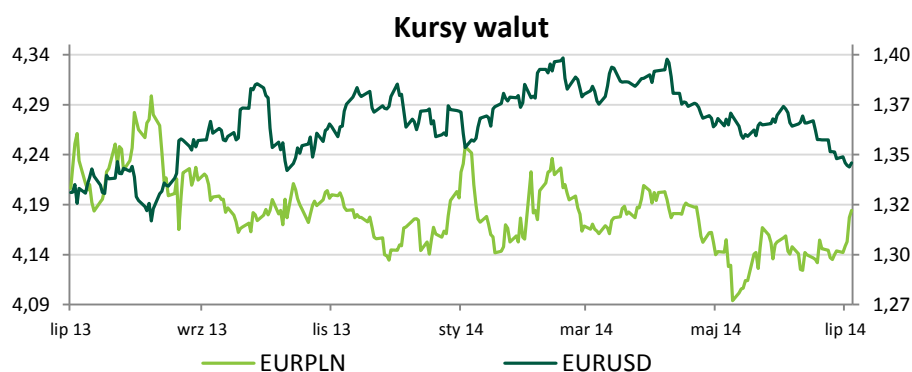


Od września 2011 roku mamy do czynienia z wysoką dodatnią korelacją pomiędzy indeksem VIX a kursem EURPLN. Jest ona widoczna zarówno w przypadku danych dziennych (współczynnik korelacji 73%) jak i miesięcznych (współczynnik korelacji 75%). Dodatni znak korelacji jest zgodny z teorią ekonomii, gdyż wzrost indeksu VIX, czyli zwiększenie światowej awersji do ryzyka prowadzi do wzrostu kursu EURPLN, czyli osłabienia złotego względem euro. Z kolei spadek indeksu VIX, a więc zwiększenie światowego apetytu na ryzyko powoduje spadek kursu EURPLN, czyli umocnienie złotego względem euro. W związku z tym kluczowa jest odpowiedź na pytanie, jak indeks VIX będzie kształtował się w przyszłości.



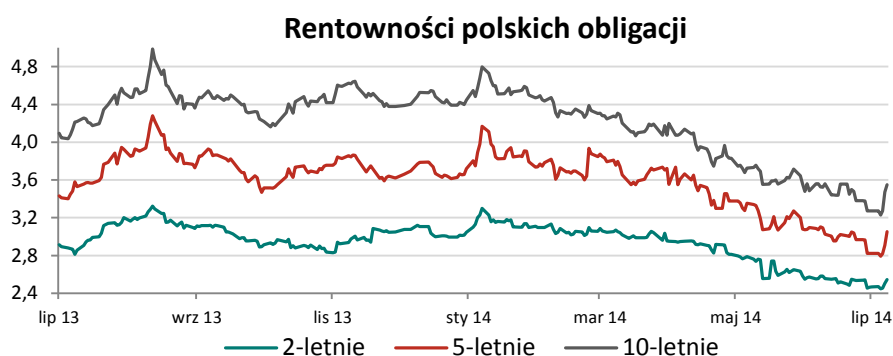
Od początku br. indeks VIX utrzymywał się w łagodnym trendzie malejącym. Tym samym jego średnia wartość ukształtowała się w czerwcu na poziomie najniższym od marca 2007 r., wskazując, iż inwestorzy oczekują niskiej zmienności cen aktywów na amerykańskim rynku akcji. Ubiegłotygodniowe dobre dane nt. wzrostu PKB w USA w II kw. zwiększyły jednak oczekiwania inwestorów na szybsze rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez FED (sygnalizowaliśmy taką możliwość ubiegłotygodniowej MAKROMapie). Znalazło to odzwierciedlenie w wzroście stawek FRA w horyzoncie rocznym oraz znacznych spadkach światowych indeksów giełdowych, w tym indeksu S&P500, którego wartość obniżyła się w czwartek o 2% w stosunku do śródnego zamknięcia, osiągając tym samym najniższy poziom od 12 czerwca br. Wyższa zmienność indeksu widoczna była także we wzroście indeksu VIX, który w czwartek wzrósł aż o 27% względem śródnego zamknięcia i osiągnął najwyższy poziom od 11 kwietnia br.

Znaczący wzrost zmienności indeksów giełdowych oraz odpływ kapitału z rynków długu w krajach należących do tzw. rynków wschodzących (patrz niżej) w reakcji na publikację danych o PKB w USA sygnalizują, że mimo wciąż odległego terminu rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych (zgodnie z naszymi prognozami pierwsza podwyżka stopy funduszy federalnych nastąpi w lipcu 2015 r.), potwierdzonego przez nadal gołąbią tonację komunikatu po posiedzeniu FED, wrażliwość inwestorów na dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki wzrosła. W konsekwencji, w najbliższych miesiącach kolejne publikacje danych z USA (zatrudnienie, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, zamówienia na dobra trwałe, rynek nieruchomości, wskaźniki koniunktury) mogą przyczyniać się do przejściowego wzrostu indeksu VIX i powodować większą niż w ostatnich miesiącach zmienność kursu złotego. W przypadku danych wyraźnie lepszych od konsensusu rynkowego będą one oddziaływały w kierunku osłabienia złotego, z kolei gdy będą one znacznie słabsze od oczekiwań należy liczyć się z wysokim prawdopodobieństwem jego aprecjacji. Skala osłabienia kursu złotego w reakcji na ubiegłotygodniowe dane z USA stanowi jednocześnie ryzyko w górę dla naszej kwartalnej prognozy kursu EURPLN na koniec III kw. br. (4,15).


Odptyw kapitału z rynku długu osłabił złotego


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1841 (osłabienie złotego o 1,0%). Przez cały ubiegły tydzień kurs złotego obniżał się. Wynikało to w znacznym stopniu z odpływu kapitału z polskiego rynku długu. Był on spowodowany wzrostem oczekiwań inwestorów na zacieśnienie polityki monetarnej przez FED po serii dobrych danych z amerykańskiej gospodarki (patrz powyżej). W kierunku osłabienia złotego oddziaływał także piątkowy, słabszy do oczekiwań odczyt indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa.

Z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny oczekujemy, iż w tym tygodniu złoty kształtowany będzie przez nastroje globalne, w tym w szczególności oczekiwania inwestorów dotyczące momentu rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez FED. Stosunkowo niski poziom kursu złotego wskazuje jednak na ryzyko korekty, spowodowanej wyższym popytem na polską walutę, szczególnie ze strony inwestorów zagranicznych. Dane nt. produkcji przemysłowej w Niemczech, indeksu ISM poza przetwórstwem w USA oraz bilansie handlowym w Chinach będą w naszej ocenie neutralne dla złotego.


Posiedzenie EBC w centrum uwagi rynku


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 2,495 (wzrost o 8pb), obligacji 5-letnich do poziomu 3,003 (wzrost o 23pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,500 (wzrost o 28pb). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze względną stabilizacją na polskim rynku długu. Środowe, znacznie lepsze od konsensusu dane

nt. amerykańskiego PKB zwiększyły jednak oczekiwania globalnych inwestorów na szybsze rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki monetarnej w USA, co doprowadziło do wyprzedaży bardziej ryzykownych aktywów na światowych rynkach. Dlatego też od środy ceny polskich obligacji, szczególnie tych o średnich i długich terminach zapadalności, zaczęły silnie spadać, a trend ten utrzymał się do końca tygodnia.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku długu będzie czwartkowe posiedzenie EBC oraz późniejsza konferencja prezesa M. Draghiego. Niemniej jednak z uwagi na brak zmian w polityce monetarnej nie spotka się ono w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Oczekujemy natomiast wyższego popytu na polskie obligacje z uwagi na ich relatywnie niskie ceny, co może oddziaływać w kierunku spadku ich rentowności.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	sie 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	2,50
Kurs EURPLN*	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,16
Kurs USDPLN*	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,10
Kurs CHFPLN*	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,44
Inflacja CPI (r/r, %)	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,4	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,7	2,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,7	-1,8	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	0,8	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	
Saldo ROB (mln EUR)	-566	-618	-907	-6	-911	-497	-873	-508	615	941	280	-290		
Eksport (r/r, % EUR)	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,5	5,8	10,9	6,7	11,3	7,5		
Import (r/r, % EUR)	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	7,3	3,1	6,2	9,9	8,7		

* 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	12,0	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	0,3	-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 04.08.2014r.						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Sierpień	10,1		9,0
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	-1,0		-1,0
Wtorek 05.08.2014r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Lipiec	54,4	54,5	54,4
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Czerwiec	0,0		0,4
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Czerwiec	-0,5	0,6	0,6
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Lipiec	56,0	56,2	56,1
Środa 06.08.2014r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Czerwiec	-1,7		1,0
Czwartek 07.08.2014r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	-1,8	-0,2	1,3
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Sierpień	0,50	0,50	0,50
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Sierpień	0,15	0,15	0,15
Piątek 08.08.2014r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Lipiec	31,6	23,9	
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Czerwiec	18,8		17,5
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Czerwiec	0,5		0,6
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Czerwiec	0,7		0,5
Sobota 09.08.2014r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	-1,1		
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Lipiec	2,3		

* 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.