



Jaki będzie wpływ rosyjskiego embarga na PKB i inflację?





W tym tygodniu

- ✓ **W tym tygodniu najważniejszym krajowym wydarzeniem będzie zaplanowana na środę publikacja danych o lipcowej inflacji.** Oczekujemy spadku rocznej dynamiki cen z 0,3% r/r w czerwcu do -0,2%, a więc do najniższego poziomu od początku gospodarczej transformacji. Lipcowa deflacja była spowodowana wysoką ubiegłoroczną bazą związaną z wprowadzoną w ubiegłym roku znaczącą podwyżką opłat za wywóz odpadów (efekt tzw. „ustawy śmieciowej”) i wprowadzeniem nowej metodologii pomiaru cen ziemniaków. Czynnikiem ograniczającym inflację w lipcu był również pogłębiający się spadek cen żywności, będący w znacznym stopniu efektem tegorocznego urodzaju na rynku warzyw i owoców. Oczekujemy, że mimo zgodności z konsensusem rynkowym odczyt inflacji równy naszej prognozie może przyczynić się do lekkiego nasilenia oczekiwań inwestorów na złagodzenie polityki pieniężnej, oddziałując tym samym w kierunku spadku rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości i osłabienia złotego.
- ✓ **W czwartek poznamy również wstępne dane o dynamice PKB w Polsce w II kw. br.** Oczekujemy obniżenia tempa wzrostu gospodarczego z 3,4% r/r w I kw. do 3,1%. Uważamy, że czynnikami oddziałującymi w kierunku spowolnienia wzrostu w II kw. były obniżenie dynamiki inwestycji oraz zmniejszenie wkładu eksportu netto do dynamiki PKB. Czynnikiem dynamizującym PKB było nieznaczne przyspieszenie wzrostu konsumpcji prywatnej. Ukształtowanie się PKB na poziomie zgodnym z naszą prognozą, wskazujące na wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego w II kw., może przyczynić się do nasilenia oczekiwań rynku na złagodzenie polityki pieniężnej przez Radę Polityki Pieniężnej na jednym z najbliższych posiedzeń. Kluczowa dla oceny perspektyw stóp procentowych będzie jednak struktura wzrostu gospodarczego, którą GUS opublikuje pod koniec sierpnia br.
- ✓ **Ważnym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na czwartek publikacja wstępnych danych o PKB w najważniejszych gospodarkach Europy.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro w II kw. utrzymała się na niezmiennym w stosunku do I kw. poziomie i wyniosła 0,2% kw/kw (0,8% r/r wobec 0,9% w I kw.). W Niemczech tempo wzrostu gospodarczego spadło najprawdopodobniej do 0,2% kw/kw z 0,8% w I kw. Z kolei we Francji prognozujemy przyspieszenie do 0,1% kw/kw w II kw. z 0,0% w I kw. W świetle lipcowych wskaźników koniunktury oczekujemy, że ożywienie w obszarze wspólnej waluty będzie kontynuowane w III kw. br., jednakże istotnym czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego będzie wprowadzone w ubiegłym tygodniu embargo rosyjskie (patrz poniżej). Publikacja danych o PKB w strefie euro powinna być neutralna dla złotego i rynku długu.
- ✓ **W środę uwaga rynków będzie zwrócona na publikację danych z Chin.** Oczekujemy, że dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej nieznacznie obniżyły się w lipcu w stosunku do czerwca, z kolei inwestycje w aglomeracjach miejskich, wspierane przez wydatki rządowe, lekko przyspieszyły. W sumie dane wskażą na kontynuację spowolnienia na początku III kw. Oczekiwany przez nas spadek dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej jest zgodny z oczekiwaniami rynkowymi, a tym samym publikacja danych z Chin nie wywoła znaczącej reakcji inwestorów.
- ✓ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej nie zmieniła się w lipcu w stosunku do czerwca i wyniosła 0,2% m/m. Przewidujemy, że sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,1% m/m w lipcu wobec 0,2% w czerwcu, co było częściowo wynikiem niższej sprzedaży paliw. Po wyłączeniu sprzedaży w branży motoryzacyjnej wzrosła ona o 0,3% m/m wobec 0,4% w czerwcu. Oczekujemy, że w sierpniu nastąpi lekka korekta w dół odczytu indeksu Empire State, po tym jak w lipcu osiągnął on najwyższą wartość od czterech lat (spadek do 22,0 pkt. z 25,6 pkt.). Ponadto wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na poprawę nastrojów gospodarstw domowych w sierpniu (82,2 pkt. wobec 81,8 pkt. w lipcu). Pozytywne sygnały

napływające z badań koniunktury i umiarkowanie dobre dane z realnej sfery gospodarki będą stanowić wsparcie dla zakończenia programu QE3 w październiku br., jednak nie powinny przyczynić się do nasilenia oczekiwań na obniżki stóp procentowych przez FED w I poł. 2015 r.

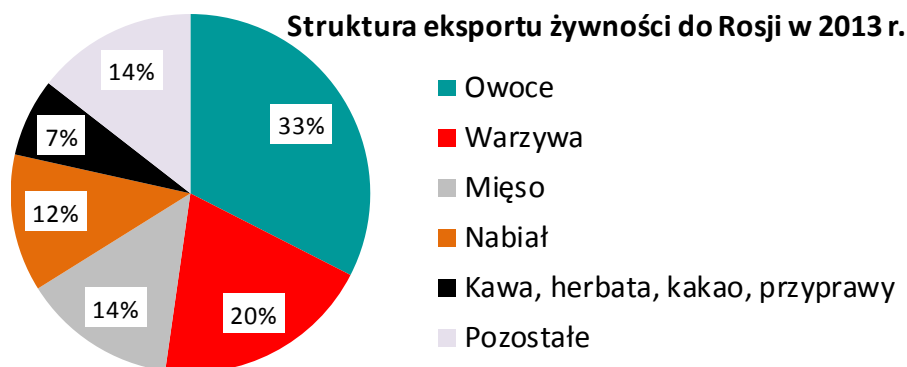
- 
We wtorek opublikowany zostanie sierpniowy odczyt wskaźnika ZEW obrazującego nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Oczekujemy, że zaszygnalizuje on pogorszenie koniunktury w sierpniu (19,0 pkt. wobec 27,1 pkt. w lipcu), co będzie odzwierciedleniem rosnących obaw o eskalację konfliktu rosyjsko-ukraińskiego. Odczyt znacząco odbiegający od konsensusu rynkowego (22,0 pkt.) może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych przed czwartkową publikacją danych o PKB.
- 
W czwartek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w czerwcu. Oczekujemy zmniejszenia salda rachunku obrotów bieżących (-290 mln EUR wobec +280 mln EUR w maju), będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda transferów z Unią Europejską. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla złotego i rynku długu.

W zeszłym tygodniu

- 
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Europejski Bank Centralny nie zmienił stóp procentowych i podtrzymał gotowość do ich utrzymywania na obecnym poziomie przez dłuższy czas (*forward guidance*). Tonacja wypowiedzi prezesa EBC M. Dragiego na konferencji prasowej była jednak zaskakująco gołębia, co przyczyniło się do umocnienia dolara względem euro. Prezes EBC wskazał na ryzyko geopolityczne, w tym w szczególności kryzys ukraiński, którego materializacja mogłaby w jego ocenie przyczynić się do obniżenia dynamiki PKB w najbliższych dwóch kwartałach. Ponadto, podkreślił on, że Rada Prezesów EBC jest obecnie jednomyślna w swojej gotowości do zastosowania skupu instrumentów ABS (papierów wartościowych zabezpieczonych na aktywach) lub tzw. ilościowego rozluźnienia w polityce monetarnej w przypadku obniżenia prognoz inflacji w strefie euro w średnim okresie. Uważamy jednak, że mimo oczekiwanego przez nas obniżenia przez EBC prognoz wzrostu gospodarczego i inflacji (EBC opublikuje prognozy we wrześniu) skup instrumentów ABS pozostaje odległą perspektywą, a skup obligacji na rynku wtórnym jest mało prawdopodobny w świetle prognozowanej przez nas stabilizacji stopy inflacji w strefie euro w najbliższych miesiącach. W konsekwencji, oczekujemy, że polityka stymulowania popytu prowadzona przez EBC ograniczy się wyłącznie do realizacji programu TLTRO, oddziałującego w kierunku zwiększenia akcji kredytowej. EBC może jednak zastosować wymienione wyżej instrumenty w przypadku dalszej eskalacji kryzysu ukraińskiego. Ewentualny skup instrumentów ABS lub ilościowe rozluźnienie w polityce pieniężnej będą ograniczać skalę deprecjacji złotego spowodowaną wzrostem awersji do ryzyka.
- 
W ubiegłym tygodniu Rosja wprowadziła zakaz importu owoców, warzyw, mięsa, ryb, mleka i nabiału ze Stanów Zjednoczonych, Unii Europejskiej, Australii, Kanady i Norwegii. Ustanowione embargo ma obowiązywać przez okres jednego roku. Rozszerzenie embargo na eksport polskiej żywności sygnalizuje istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy dynamiki PKB i inflacji w Polsce w całym 2014 r. i w I poł. 2015 r. Stanowi ono jednocześnie silne wsparcie dla naszej prognozy obniżki stóp procentowych NBP o 25 pb we wrześniu (patrz poniżej).
- 
Produkcja przemysłowa w Niemczech spadła w czerwcu o 0,3% m/m wobec spadku o 1,7% w maju. Pomimo wzrostu w stosunku do poprzedniego miesiąca, kwartalna dynamika produkcji przemysłowej ukształtowała się w II kw. br. na poziomie -1,5% wobec wzrostu o 1,1% w I kw., świadcząc tym samym o osłabieniu ożywienia w niemieckiej gospodarce. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy relatywnie niskiego wzrostu PKB w Niemczech w II kw. (0,2% kw/kw).
- 
Nadwyżka w bilansie handlowym Chin wzrosła w lipcu do 47,3 mld USD wobec 31,6 mld USD w czerwcu, co było znacznie powyżej oczekiwań rynku. Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się do 14,5% r/r wobec 7,2% w czerwcu, z kolei dynamika importu spadła do -1,6%

r/r z 5,6%. Struktura danych wskazuje, iż poprawa chińskiego bilansu handlowa wynikała przede wszystkim z wyższego popytu z gospodarek rozwiniętych, w szczególności z USA oraz strefy euro. Dane nt. handlu zagranicznego oraz wyprzedzające wskaźniki koniunktury potwierdzają naszą ocenę, iż Chiny osiągnęły dołek aktywności gospodarczej w II kw.

Jaki będzie wpływ rosyjskiego embarga na PKB i inflację?



Źródło: Eurostat

Polski do Rosji stanowił 0,3% PKB, embargo rosyjskie może – bez uwzględnienia tzw. efektów mnożnikowych – ograniczyć roczną dynamikę PKB Polski o ok. 0,2 pp. w horyzoncie czterech kwartałów. Dodatkowy spadek PKB będzie wywołany ograniczeniem aktywności branży transportowej. Wpływ utraconej wartości dodanej w branży transportowej na spadek dynamiki PKB będzie jednak nieznaczny – szacujemy go na poziomie ok. 0,01 pp. w br. i 0,015 pp. w 2015 r.

Warto odnotować, że czynnikiem ograniczającym wpływ embarga na dynamikę PKB będzie magazynowanie towarów objętych restrykcjami. W statystykach rachunków narodowych magazynowane towary byłyby wtedy wykazane jako wzrost zapasów. Tym samym wpływ takiej operacji byłby neutralny dla wzrostu PKB – niższy eksport byłby substytuowany wyższym wkładem zapasów. W praktyce takie działania będą możliwe jedynie w przypadku jabłek i wołowiny – tylko te produkty charakteryzują się możliwością przechowywania zbliżoną do jednego roku. Ograniczenie nadpodaży na rynku krajowym będzie również oddziaływać w kierunku ograniczenia spadku cen tych produktów.

Produkt	Udział eksportu do Rosji w produkcji krajowej	Udział w eksporcie żywności do Rosji
Gruszki	35,5%	1,5%
Jabłka	22,1%	21,8%
Pomidory	6,7%	3,6%
Kapusta i pochodne	5,3%	2,0%
Truskawki, maliny, jeżyny	4,3%	0,9%
Sery	3,9%	9,2%
Wołowina	3,7%	2,8%
Morele, wiśnie, brzoskwinie, nektarynki, śliwki i tarnina	3,6%	1,7%

Źródło: Eurostat

Wpływ embarga nie ograniczy się jedynie do spowolnienia wzrostu gospodarczego. Znaczących efektów spodziewamy się również w odniesieniu do zmian cen. Ograniczenie popytu ze strony Rosji na polską żywność będzie oddziaływało w kierunku spadku cen polskich produktów żywnościowych (polscy producenci nie będąc w stanie znaleźć alternatywnego rynku zbytu na swoje produkty i będą zmuszeni obniżyć ceny). Efekt ten będzie potęgowany przez wyjątkowo dobre tegoroczne zbiory owoców i warzyw. Przy uwzględnieniu udziału eksportu poszczególnych produktów żywnościowych

do Rosji w całości ich krajowej produkcji oczekujemy, że największe szoki cenowe wystąpią w przypadku gruszek, jabłek, pomidorów, kapusty i jej pochodnych, warzyw, serów, wołowiny. Biorąc pod uwagę wagę

mięsa, ryb, warzyw, owoców i nabiału w koszyku inflacyjnym i doświadczenia z poprzednich lat, w których odnotowano silny wzrost podaży produktów żywnościowych, spodziewamy się, że łączny wpływ embarga rosyjskiego może obniżyć roczny wskaźnik inflacji CPI w Polsce o ok. 0,5 pp. W krótkim okresie spadek cen będzie najbardziej wyraźny w przypadku wołowiny i serów. Z kolei w przypadku owoców i warzyw spadek cen nastąpi w szczególności w okresach ich zbiorów. Oczekujemy zatem, że wpływ embarga na ceny będzie skoncentrowany w III i IV kw. br., kiedy wskaźnik inflacji obniży się łącznie o ok. 0,4 pp., a w I poł 2015 r. spadnie o kolejne 0,1 pp. Tym samym istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że odnotowana w lipcu deflacja (dane o inflacji poznamy w środę) utrzyma się do końca br.

Efekt oddziaływania embarga na wzrost gospodarczy i poziom cen może być mniejszy w przypadku znalezienia przez polskich producentów alternatywnych rynków zbytu na produkty objęte restrykcjami. Wśród potencjalnych kierunków eksportu rekompensujących zmniejszony popyt ze strony Rosji można wymienić Białoruś, Kazachstan i Ukrainę, które w 2013 r. były największymi po Rosji i Unii Europejskiej odbiorcami większości towarów objętych restrykcjami. Minister rolnictwa Rosji, N. Fiodorow zaznaczył jednak, że opracowane zostaną rozwiązania, które zapobiegą reeksportowi zakazanych produktów do Rosji z Kazachstanu i Białorusi. Tym samym nie będzie możliwe omijanie rosyjskiego embarga w sposób, który z powodzeniem był stosowany w latach 2005-2008. Alternatywny rynek zbytu stanowią kraje Unii Europejskiej, jednak ze względu na nadpodaż własnych towarów rolnych powstałą w wyniku wprowadzenia sankcji ze strony Rosji będą one w stanie wchłonąć jedynie nieznaczną część polskiego eksportu. W przypadku jabłek minister rolnictwa, M. Sawicki informował w ubiegłym tygodniu, że jego resort zintensyfikuje działania promocyjne polskich owoców na rynkach azjatyckich, arabskich oraz amerykańskich. W naszej ocenie, eksport do Azji i Ameryki będzie jednak ograniczony ze względu na obowiązywanie restrykcyjnych norm jakości na tych rynkach oraz niską skłonność konsumentów w tych krajach do nabywania jabłek oferowanych przez polskich sadowników.

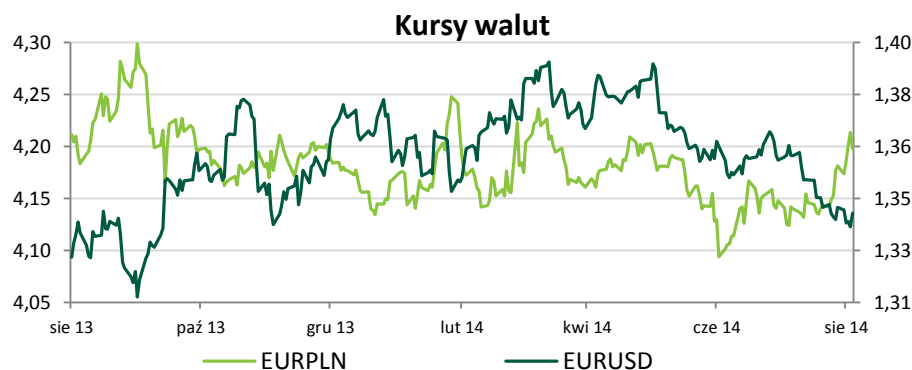
Struktura geograficzna eksportu wybranych artykułów żywnościowych z Polski w 2013 r.

	Rosja	Unia Europejska	Białoruś	Ukraina	Kazachstan	Arabia Sudyjska	Irak	Hong Kong
Jabłka	56,2%	21,3%	12,0%	4,4%	3,9%			
Gruszki	62,4%	6,2%	20,3%	7,8%	3,0%			
Pomidory	48,5%	24,5%	17,8%	9,1%				
Kapusta i pochodne	44,3%	45,8%	7,7%	1,3%	0,1%			
Truskawki, maliny, jeżyny	18,6%	73,4%	6,1%	0,7%				
Sery	14,1%	67,0%	0,2%	3,1%	0,2%	3,3%	3,3%	
Morele, wiśnie, brzoskwinie, nektarynki, śliwki i tarnina	35,6%	21,8%	11,4%	31,0%	0,2%			
Wołowina	6,4%	79,4%		0,1%	5,3%			2,3%

Źródło: Eurostat

Wyniki przedstawionej analizy sygnalizują istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy dynamiki PKB i inflacji w całym 2014 r. i w I poł. 2015 r. Rozszerzenie embarga przez Rosję sygnalizuje wzrost prawdopodobieństwa utrzymania się dynamiki PKB w III i IV kw. na poziomie nieznacznie przekraczającym 3% i deflacji w miesiącach lipiec-grudzień, a także niższej niż oczekiwaliśmy inflacji w 2015 r. Taki scenariusz odbiega istotnie od zarysowanego w lipcowej projekcji NBP, która zakładała przyspieszenie wzrostu gospodarczego w III i IV kw. br., jedynie płytką deflację w III kw. i wzrost cen w ujęciu rocznym w IV kw. br. W konsekwencji, sankcje wprowadzone przez Rosję są silnym wsparciem dla naszej prognozy obniżki stóp procentowych NBP o 25 pb we wrześniu. Jednocześnie rośnie prawdopodobieństwo silniejszego od zakładanego przez nas złagodzenia polityki pieniężnej – obniżki o 50 pb do końca br. Czynnikiem ryzyka w górę dla naszej prognozy stóp procentowych jest ewentualna eskalacja konfliktu rosyjsko-ukraińskiego, która może przyczynić się do dalszego i znaczącego osłabienia kursu złotego.

Wzrost napięcia geopolitycznego osłabił złotego

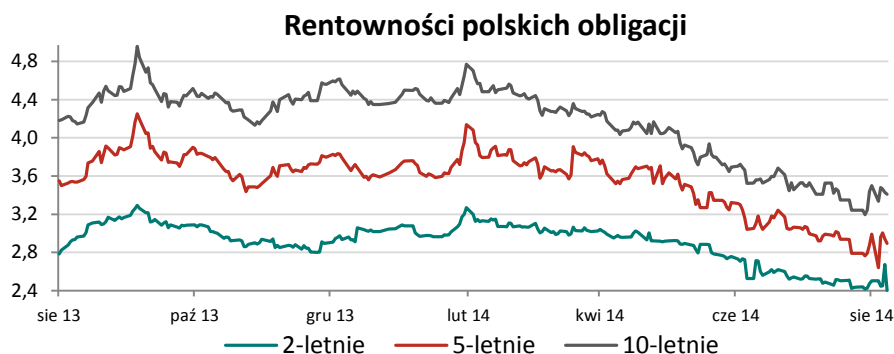


a w środę wprowadziła zakaz importu większości artykułów żywnościowych ze Stanów Zjednoczonych, Unii Europejskiej, Australii, Kanady i Norwegii. W piątek rano kurs EURPLN osiągnął najwyższy poziom od marca br., przekraczając granicę 4,22. W pozostałej części dnia nastąpiło odwrócenie trendu deprecyjnego, w wyniku czego złoty umocnił się o 0,9% wobec euro.

W tym tygodniu rozwój sytuacji na Ukrainie pozostanie głównym czynnikiem kształtującym zmienność kursu EURPLN. Oczekujemy lekkiego umocnienia złotego w pierwszej połowie tygodnia po tym, jak rosyjskie ministerstwo obrony poinformowało w piątek wieczorem o zakończeniu planowych ćwiczeń sił powietrznych, które odbywały się w pobliżu granicy z Ukrainą. Jednak odrzucenie przez separatystów w Doniecku propozycji zawieszenia ognia sygnalizuje utrzymujące się ryzyko dla złotego.

W środę poznamy lipcowe dane o inflacji w Polsce. Oczekujemy, że mimo zgodności z konsensusem rynkowym odczyt inflacji równy naszej prognozie może przyczynić się do lekkiego nasilenia oczekiwań inwestorów na złagodzenie polityki pieniężnej, oddziałując tym samym w kierunku osłabienia złotego. W czwartek opublikowany zostanie wstępny odczyt krajowego PKB w II kw., który w przypadku ukształtowania się na poziomie zgodnym z naszą prognozą, będzie – podobnie jak dane o inflacji - oddziałował w kierunku wzrostu kursu EURPLN. Oczekujemy, że publikacje danych zagranicznych nie spotkają się w tym tygodniu ze znaczącą reakcją rynków finansowych.

Dane o PKB i inflacji mogą umocnić polski dług



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 2,382 (spadek o 10pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,874 (spadek o 10pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,39 (spadek o 9pb). Wprowadzenie przez Rosję 1 sierpnia embarga na eksport niektórych warzyw i

owoców z Polski i następnie rozszerzenie zakazu na inne produkty żywnościowe oddziaływały w kierunku nasilenia oczekiwań rynków na obniżkę stóp procentowych przez RPP. Jednocześnie mieliśmy do czynienia z korektą na polskim rynku długu, po tym jak dwa tygodnie temu, po publikacji danych o PKB w USA, miała miejsce wyprzedaż aktywów rynków wschodzących. W efekcie, w ubiegłym tygodniu nastąpił spadek rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej.

W tym tygodniu oczekujemy dalszego umocnienia polskiego długu, po tym jak publikacje krajowych danych o inflacji i PKB wskażą najprawdopodobniej na rosnące prawdopodobieństwo łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP. Oczekujemy, że w świetle dominującego znaczenia odczytów krajowych i dalszego rozwoju wydarzeń na Ukrainie i w Rosji, publikacje danych zagranicznych (PKB w strefie euro, indeks ZEW, dane z Chin i USA) nie będą miały istotnego wpływu na rentowność polskich obligacji.

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	4,20
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	3,14
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 (mIn 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
	Ekspert 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**
Wtorek 12.08.2014r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Sierpień	27,1	19,0	18,2
Środa 13.08.2014r.						
7:30	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Lipiec	12,4	12,3	12,4
7:30	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Lipiec	9,2	9,1	9,0
7:30	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Lipiec	17,3	17,4	17,4
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	-1,1	0,6	0,3
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Czerwiec	280	-290	-270
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Lipiec	0,3	-0,2	-0,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Lipiec	0,2	0,1	0,3
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Czerwiec	0,5	0,3	0,4
Czwartek 14.08.2014r.						
8:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	II kw.	0,8	0,2	0,0
10:00	Polska	PKB (% r/r)	II kw.	3,4	3,1	3,2
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	II kw.	0,2	0,2	0,1
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	0,4	0,4	0,4
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Lipiec	5,2	5,7	5,5
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Lipiec	1,0	0,5	0,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	289		295
Piątek 15.08.2014r.						
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	25,6	22,0	20,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	0,2	0,2	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Lipiec	79,1	79,1	79,2
15:55	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Sierpień	81,8	82,2	82,5

* 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.