

Efekty drugiej rundy ograniczą wzrost wynagrodzeń

W tym tygodniu

- **Kalendarz na ten tydzień jest ubogi w wydarzenia makroekonomiczne, co będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku stabilizacji na rynkach finansowych.** W piątek poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się do 0,7% m/m w sierpniu wobec 0,0% w lipcu, co było przede wszystkim wynikiem wyższej sprzedaży samochodów. Po wyłączeniu sprzedaży w branży motoryzacyjnej wzrosła ona o 0,2% m/m wobec 0,1% w lipcu. Ponadto wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych we wrześniu (82,8 pkt. wobec 82,5 pkt. w sierpniu). Dobre dane z USA będą stanowić wsparcie dla zakończenia programu QE3 w październiku br. i mogą przyczynić się do nasilenia oczekiwań na wcześniejsze podwyżki stóp procentowych przez FED. Tym samym publikacja wskaźników będzie oddziaływała w kierunku umocnienia dolara, osłabienia złotego i wzrostu rentowności na długim końcu krzywej.
- **W piątek poznamy dane o lipcowej produkcji przemysłowej w strefie euro, która w naszej ocenie wzrosła o 0,1% m/m wobec spadku o 0,3% w czerwcu.** Głównym źródłem jej wzrostu były Hiszpania (1,3% m/m) i Niemcy (0,3%). Dane te w połączeniu z sierpniowymi wynikami badań koniunktury (PMI) stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy przyspieszenia wzrostu gospodarczego w strefie euro (0,4% kw/kw w III kw. wobec 0,0% w II kw.).
- **Dziś opublikowane zostały dane nt. salda chińskiego bilansu handlu zagranicznego, które zwiększyło się z 47,3 mld USD w lipcu do 49,8 mld USD w sierpniu, co było znacznie powyżej oczekiwań rynku.** Jednocześnie dynamika eksportu zmniejszyła się do 9,4% r/r wobec 14,5% w lipcu, a dynamika importu spadła do -2,4% r/r z -1,6%. Struktura danych wskazuje, iż poprawa chińskiego bilansu handlowego wynikała przede wszystkim z wyższego salda wymiany handlowej z USA. W sobotę poznamy kolejną porcję danych z Chin. Oczekujemy, że dynamiki sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej i inwestycji w aglomeracjach miejskich nieznacznie obniżyły się w sierpniu w stosunku do lipca. Prognozujemy, że wzrost gospodarczy w 2014 r. wyniesie 7,4% wobec 7,7% w 2013 r., jednak osiągnięcie takiego tempa wzrostu PKB wymagałoby uruchomienia przez rząd kolejnego pakietu stymulującego popyt wewnętrzny.

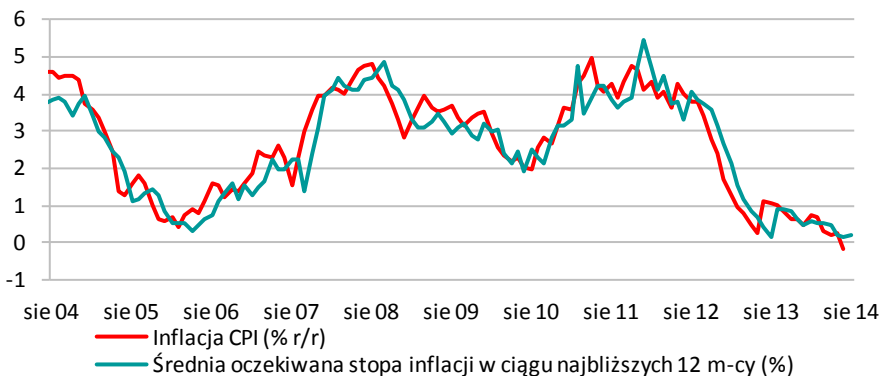
W zeszłym tygodniu

- **Europejski Bank Centralny nieoczekiwanie obniżył stopy procentowe: refinansową z 0,15% do 0,05%, depozytową z -0,10% do -0,20% oraz lombardową z 0,40% do 0,30%.** Tym samym osiągnęły one dolny pułap, poniżej którego zgodnie z obietnicą prezesa EBC M. Dragiego stopy już nie zostaną obniżone. Dodatkowo zapowiedziany został program skupu aktywów ABS (Asset-Backed Security), jednakże jego szczegóły zostaną przedstawione dopiero za miesiąc. Decyzja członków EBC dot. obniżki stóp oraz uruchomienia programu skupu aktywów nie była jednomyślna. Na konferencji po posiedzeniu przedstawione zostały także nowe projekcje EBC, jednakże nie różnią się one w istotny sposób od tych zaprezentowanych w czerwcu. Czwartkowa decyzja EBC niesie ze sobą następujące implikacje. Po pierwsze, z uwagi na obniżkę stóp, program TLTRO zostanie przeprowadzony po stopie 0,15% (wobec 0,25% przed obniżką), co oddziaływać będzie w kierunku wyższego popytu na płynność wśród banków. Po drugie, osiągając dolny pułap stóp procentowych EBC dysponuje już jedynie niekonwencjonalnymi narzędziami polityki monetarnej. Po trzecie, decyzja o skupie aktywów ABS oraz rozpoczynający się w październiku program TLTRO obniżają w naszej ocenie prawdopodobieństwo wprowadzenia programu QE – skupu obligacji rządowych i/lub nieskarbowych. Uważamy bowiem, iż EBC przed podjęciem dalszych kroków będzie chciał

najpierw dokonać oceny skuteczności dotychczas zastosowanych narzędzi.

- ✓ **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w sierpniu o 142 tys. wobec 212 tys. w czerwcu (rewizja w górę z 209 tys.), co było znacznie poniżej oczekiwań rynku.** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+47,0 tys.), oświacie i służbie zdrowia (+37,0 tys.), budownictwie (+20,0 tys.) oraz turystyce i rekreacji (+15,0 tys.). Z kolei wśród branż, w których zredukowano zatrudnienie znalazły się handel detaliczny (-8,4 tys.) oraz usługi informacyjne (-3,0 tys.). Jednocześnie stopa bezrobocia obniżyła się z 6,2% w lipcu do 6,1% w sierpniu. Było to jednak spowodowane zmniejszeniem się zasobu siły roboczej, przy jednoczesnym wzroście zatrudnienia. W ubiegłym tygodniu napłynęły także bardzo dobre dane nt. koniunktury w amerykańskiej gospodarce. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w sierpniu do 59,0 pkt. wobec 57,1 pkt. w lipcu, co jest jego najwyższym poziomem od marca 2011 r. W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost jego składowej dot. nowych zamówień do poziomu najwyższego od kwietnia 2004 r. Z kolei indeks ISM poza przetwórstwem zwiększył się w sierpniu do 59,6 pkt. wobec 58,7 pkt. w lipcu, co jest najwyższą wartością od sierpnia 2005 r. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływała wyższa wartość składowej dot. zatrudnienia, co sygnalizuje, iż gorsze dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem mają najprawdopodobniej jednorazowy charakter, tym samym nie wskazując na pogorszenie perspektyw amerykańskiego rynku pracy.
- ✓ **Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna wynosi 2,50%).** Na konferencji prezes NBP M. Belka poinformował, że decyzja nie została podjęta jednomyślnie. Zgodnie z treścią komunikatu i wypowiedziami M. Belki, przed decyzją o złagodzeniu polityki pieniężnej Radę powstrzymała znacząca niepewność dotycząca perspektyw aktywności gospodarczej w Polsce. Członkowie chcieli poczekać na kolejną porcję danych makroekonomicznych, które – w przypadku potwierdzenia spowolnienia w polskiej gospodarce oraz wzrost ryzyka przedłużenia się okresu deflacji – najprawdopodobniej skłonią ją do rozpoczęcia dostosowywania polityki pieniężnej (por. MAKROmapa z 3.09.2014). W związku z tym oczekujemy, iż w październiku RPP zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych o 25 pb.
- ✓ **Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) spadł w sierpniu do 49,0 pkt. wobec 49,4 pkt. w lipcu.** Tym samym indeks PMI ukształtował się na najniższym poziomie od maja 2013 r. i już drugi miesiąc z rzędu poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost aktywności od jej spadku (por. MAKROmapa z 1.09.2014). Dane o PMI sygnalizują istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu PKB w III kw. br. (3,6% r/r).
- ✓ **Rząd przyjął projekt budżetu na 2015 r.** W naszej ocenie projekt ten został oparty na realistycznych założeniach dotyczących wzrostu gospodarczego (3,4%), popytu krajowego (3,8%) i inflacji (1,2%). Projekt budżetu przewiduje również nieznaczne rozluźnienie polityki fiskalnej (o ok. 0,2% PKB), związane z zapowiedzianym przez rząd wprowadzeniem waloryzacji kwotowo-procentowej emerytur i rent oraz zwiększeniem ulg prorodzinnych. Rozluźnienie to w pełni skompensuje niekorzystny wpływ rosyjskiego embarga na wzrost gospodarczy w I poł. 2015 r. Szerzej projekt budżetu na 2015 r. omówimy w najbliższej MAKROmapie.
- ✓ **W piątek w Mińsku podpisane zostało porozumienie o zawieszeniu broni pomiędzy prorosyjskimi separatystami a ukraińskimi siłami rządowymi,** które weszło w życie o w piątek o 17.00 czasu polskiego. W przypadku utrzymania rozejmu, będzie on oddziaływał w kierunku zmniejszenia światowej awersji do ryzyka, umocnienia złotego i spadku rentowności polskiego długu.

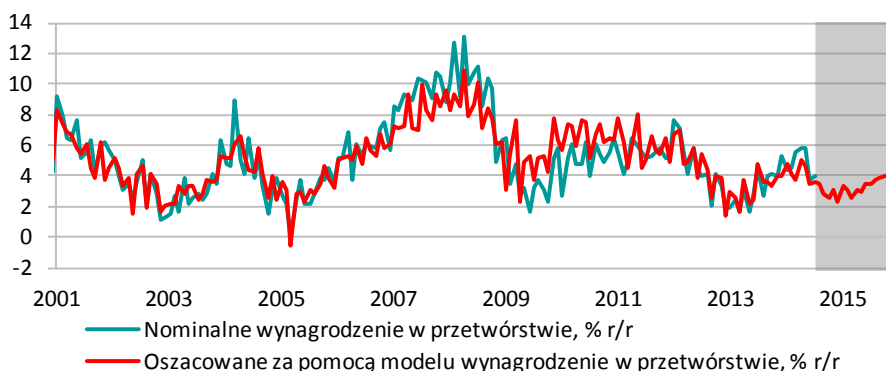
Efekty drugiej rundy ograniczą wzrost wynagrodzeń



długotrwałej niskiej inflacji może dojść do zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych sektora prywatnego na bardzo niskim poziomie, co utrudnia osiągnięcie celu inflacyjnego w przyszłości (występowanie tzw. efektów drugiej rundy).

W sytuacji typowej, z jaką mają zwykle do czynienia banki centralne efekty drugiej rundy oznaczają wtórny szok cenowy w reakcji na podwyżki płac wywołane wzrostem inflacji. W warunkach niskiego bezrobocia pracownicy mogą wywierać presję płacową (żądanie podwyżek) na pracodawcę w reakcji na rosnące ceny. Jeśli rosnące płace nie idą w parze ze wzrostem wydajności prowadzi to do wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Wzrost kosztów przedsiębiorcy rekompensują podwyżkami cen swoich produktów. Ze względu na wzrost cen pracownicy nie odczuwają wzrostu siły nabywczej związanej z wyższym wynagrodzeniem i żądają kolejnych podwyżek. I tak cykl się powtarza. Obecnie w Polsce możemy mieć do czynienia z odwrotną sytuacją – w warunkach wciąż podwyższonego bezrobocia spadek inflacji oddziałuje w kierunku zmniejszenia presji na wzrost płac, a to wspiera niski wzrost cen.

Biorąc pod uwagę, że w ciągu ostatnich 10 miesięcy roczny wskaźnik inflacji CPI kształtował się poniżej 1,0% zbadaliśmy, czy mamy obecnie do czynienia z efektami drugiej rundy w przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego. W celu wyodrębnienia efektów drugiej rundy oraz zbadania istotności ich wpływu na tempo wzrostu wynagrodzeń zbudowaliśmy model ekonometryczny, opisujący zależność dynamiki płac w przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego od trzech czynników - wzrostu wydajności pracy (wpływ długookresowy), odchylenia stopy bezrobocia od trendu stanowiącego przybliżenie bezrobocia równowagi (czynnik krótkookresowy, związany z fazą cyklu koniunktury) oraz bieżącej inflacji. Jako miarę inflacji przyjęliśmy roczną dynamikę cen żywności i paliw. Towary te stanowią istotną część wydatków konsumentów (ok. 30%) i są nabywane relatywnie często. W konsekwencji zmiany ich cen wpływają relatywnie silnie na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. Testowaliśmy również specyfikację modelu, w którym zmiany cen reprezentowane były przez wskaźnik inflacji CPI, jednakże charakteryzował się on gorszymi własnościami predykcyjnymi.



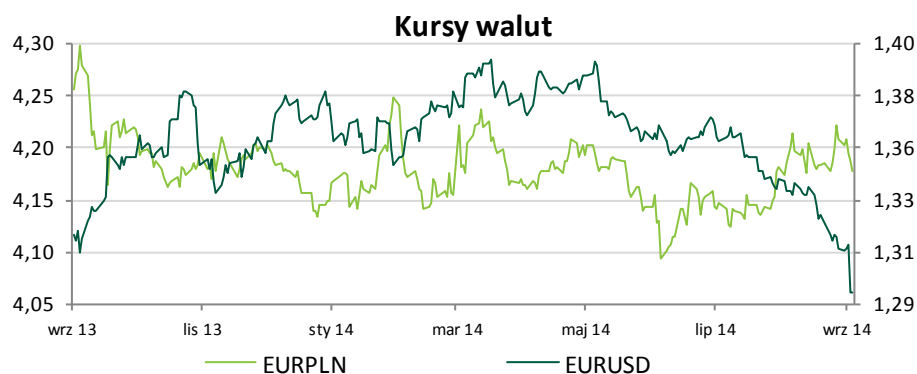
Wyniki modelowania potwierdziły statystycznie istotny, dodatni wpływ dynamiki cen żywności i paliw na tempo wzrostu płac w przetwórstwie przemysłowym. Wzrost rocznego wskaźnika inflacji paliw i żywności o 1 pp. oddziałuje w kierunku wzrostu dynamiki wynagrodzeń o 0,16 pp. Oznacza to, że w okresie styczeń – lipiec br. trend wzrostu płac w przetwórstwie przemysłowym,

mierzony ich wygładzoną roczną dynamiką, obniżył się o ok. 0,4 pp. wyłącznie na skutek spadku oczekiwań inflacyjnych.

Korzystając z oszacowanego modelu dokonaliśmy prognozy dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach sektora przetwórczego. Przewidujemy, że wraz z utrzymującą się deflacją żywności i paliw do końca roku oraz zmniejszeniem wydajności w przetwórstwie (spadek dynamiki produkcji przy stabilizacji tempa wzrostu zatrudnienia) przeciętne tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń w przetwórstwie obniży się do ok. 3,1% r/r w II poł. br. wobec 5,1% w II kw. W 2015 r. w wyniku wzrostu inflacji, dalszego spadku bezrobocia i rosnącej wydajności pracy, średnioroczne nominalne tempo wzrostu płac w przetwórstwie wzrośnie do ok. 3,5% i wyniesie 4,1% w IV kw.

Naszym zdaniem, obawa przed zakotwiczeniem oczekiwań inflacyjnych sektora prywatnego na bardzo niskim poziomie i towarzyszącym mu wystąpieniem efektów drugiej rundy jest ważnym argumentem przemawiającym za złagodzeniem polityki pieniężnej przez RPP (por. MAKROpuls z 03.09.2014). W konsekwencji podtrzymujemy naszą prognozę obniżki stóp procentowych o 25 pb na posiedzeniu w październiku.

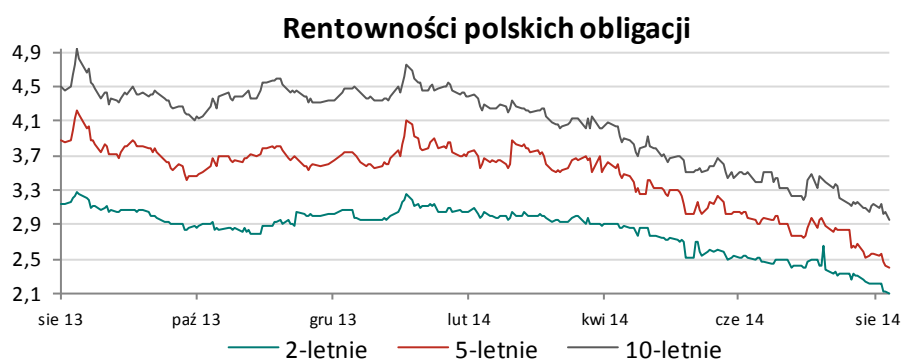
Nastroje na rynkach globalnych korzystne dla złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1774 (umocnienie złotego o 0,7%). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze względną stabilizacją kursu złotego, który oscylował w okolicach poziomu 4,20 za euro. W środę rano doszło do silnego umocnienia złotego w reakcji na znacząco zrewidowane w dół finalne odczyty indeksów PMI w najważniejszych

europejskich gospodarkach. W kierunku przejściowego umocnienia złotego oddziaływała także decyzja RPP o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Jednakże późniejsza konferencja zwiększyła oczekiwania inwestorów na złagodzenie polityki monetarnej w Polsce, co przyczyniło się do wzrostu kursu EURPLN. W czwartek doszło do przejściowego silnego umocnienia złotego w reakcji na nieoczekiwaną decyzję EBC o złagodzeniu polityki monetarnej. Piątkowe, słabe dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA dodatkowo oddziaływały w kierunku spadku kursu EURPLN.

W tym tygodniu z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny oczekujemy, iż kurs złotego kształtowany będzie głównie przez nastroje na rynkach globalnych. W naszej ocenie w dużym stopniu mogą być one zdominowane przez ubiegłotygodniową decyzję EBC o złagodzeniu polityki monetarnej oraz słabe dane z amerykańskiego rynku pracy. Dodatkowo, w przypadku utrzymania rozejmu i deeskalacji konfliktu rosyjsko-ukraińskiego (patrz powyżej) oczekujemy, iż nastroje na rynkach globalnych będą oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. W piątek napłyną natomiast dane z realnej strefy amerykańskiej gospodarki (sprzedaż detaliczna) oraz wyniki badań koniunktury konsumenckiej (indeks Uniwersytetu Michigan), które w przypadku realizacji naszej prognozy mogą oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego.


Rosnące oczekiwania na obniżki stóp zwiększą popyt na polski dług


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 2,105 (spadek o 10pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,396 (spadek o 17pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,947 (spadek o 19pb). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia ze spadkiem rentowności polskich obligacji, które po raz kolejny

osiągnęły historyczne minima. Spadek ten był wyraźny szczególnie w środę. Choć RPP nie zdecydowała się obniżyć stóp procentowych, wypowiedzi Prezesa NBP M. Belki na konferencji po posiedzeniu zwiększyły oczekiwania inwestorów na rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W kierunku wzrostu cen polskiego długu oddziaływała także czwartkowa decyzja EBC o dalszym rozluźnieniu polityki monetarnej oraz piątkowe, wyraźnie słabsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy. W czwartek miała miejsce udana aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 10- i 11-letnich terminach zapadalności za 3,6 mld zł przy popycie 5,66 mld zł. Nie miała ona jednak istotnego wpływu na kształtowanie się rynkowych rentowności obligacji.

W tym tygodniu, biorąc pod uwagę ubogi kalendarz makroekonomiczny oczekujemy, iż ceny polskiego długu kształtowane będą w znacznym stopniu przez nastroje inwestorów na rynkach globalnych. Uważamy, iż będą one zdominowane przez rosnące oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce, co oddziaływać będzie w kierunku dalszego spadku rentowności polskich obligacji. Dodatkowo może on zostać pogłębiony przez napływ kapitału portfelowego do Polski związany z ubiegłotygodniowym rozluźnieniem polityki monetarnej w strefie euro oraz słabymi, piątkowymi danymi z amerykańskiego rynku pracy. W piątek napłyną jednak dane z USA (sprzedaż detaliczna, indeks Uniwersytetu Michigan), które w przypadku realizacji naszej prognozy mogą oddziaływać w kierunku lekkiego wzrostu rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	wrz 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*	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,20
Kurs USDPLN*	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,20
Kurs CHFPLN*	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,47
Inflacja CPI (r/r, %)	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,3	0,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,0	-1,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,3	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,9	11,8	
Saldo ROB (mln EUR)	-618	-907	-6	-911	-497	-873	-508	615	941	124	-391	-207		
Eksport (r/r, %, EUR)	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,5	5,8	10,9	6,7	11,5	7,3	8,3		
Import (r/r, %, EUR)	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	7,3	3,1	6,2	11,6	9,6	6,9		

* 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	3,3	3,6	3,7	3,5	3,8	3,9	4,2	1,6	3,5	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	2,8	2,8	3,4	3,3	3,5	3,7	3,8	0,8	2,9	3,6	
Inwestycje (% r/r)	10,7	8,4	8,6	8,7	8,2	8,8	8,1	8,5	-0,2	8,9	8,4	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,6	5,9	6,0	8,0	8,7	7,8	6,7	6,7	4,6	6,9	7,2	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,9	9,8	9,5	9,8	10,3	9,3	9,0	8,8	1,2	9,0	9,2	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,7	1,7	1,7	1,8	2,2	2,1	2,2	2,0	0,5	1,7	2,1
	Inwestycje (pp.)	1,2	1,4	1,5	2,3	1,0	1,5	1,5	2,3	0,0	1,6	1,6
	Eksport netto (pp.)	0,5	-1,6	-1,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,8	-0,8	1,6	-0,8	-0,7
Saldo obrotów bieżących***	-1,0	-0,9	-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	3,5	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	2,52	2,45	2,45	2,45	2,62	2,78	2,71	2,45	2,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,50	2,50	2,25	2,50	
EURPLN**	4,17	4,16	4,20	4,15	4,08	4,03	4,00	3,90	4,15	4,15	3,90	
USDPLN**	3,03	3,04	3,20	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 08.09.2014r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Sierpień	47,3	44,0	40,0
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Lipiec	16,2		16,8
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Wrzesień	2,7		2,0
Środa 10.09.2014r.						
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Lipiec	0,3		0,5
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Lipiec	0,2		0,3
Czwartek 11.09.2014r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-0,9	-1,1	-1,2
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	2,3	2,2	2,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	302		300
Piątek 12.09.2014r.						
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	II kw.	0,2		
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	-0,3	0,1	0,5
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	6,2	6,3	6,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	0,0	0,7	0,6
15:55	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	82,5	82,8	83,2
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Lipiec	0,4	0,4	0,4
Sobota 13.09.2014r.						
7:30	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	12,2	12,1	12,1
7:30	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	9,0	8,8	8,8
7:30	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Sierpień	17,0	16,9	16,9

* 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.