

Prognozy na lata 2014-2015

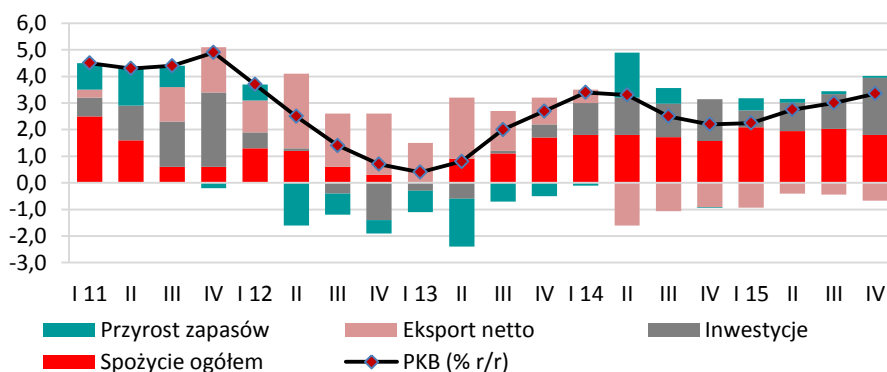
W tym tygodniu

- **W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem będzie zaplanowana na wtorek publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że w wyniku pogorszenia koniunktury w handlu detalicznym, spadku cen paliw i żywności oraz efektu statystycznego związanego z niekorzystną różnicą liczby dni roboczych nominalna sprzedaż detaliczna wzrosła w sierpniu o 1,3% r/r wobec 2,1% w lipcu. Niski odczyt sprzedaży detalicznej może zostać zinterpretowany przez rynki jako potwierdzenie wyraźnego spowolnienia wzrostu gospodarczego, sygnalizowanego m.in. przez opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o produkcji. W efekcie, po publikacji danych może dojść do spadku rentowności polskich obligacji na krótkim końcu krzywej i osłabienia złotego.
- **We wtorek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację wstępnych wrześniowych wskaźników koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że wstępny odczyt zagregowanego indeksu PMI w strefie euro zwiększył się we wrześniu do 52,7 pkt. wobec 52,5 pkt. w sierpniu, na co złożyła się lekka poprawa nastrojów w Niemczech i Francji. Na poprawę nastrojów w Niemczech wskaże również publikacja wrześniowego indeksu Ifo (oczekujemy wzrostu do 107,0 pkt. z 106,3 pkt. w sierpniu). W naszej ocenie dane o wstępnych wskaźnikach PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach będą lekko negatywne dla złotego i polskiego długu.
- **W tym tygodniu napłyną również liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Oczekujemy, że sprzedaż nowych domów wzrosła o 2,9% m/m w sierpniu do 424 tys., a sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się w sierpniu o 0,6% do 5,18 mln. W czwartek poznamy dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie silnie spadły o 16,7% m/m w sierpniu wobec wzrostu o 22,5% w lipcu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku zamówień był efekt wysokiej bazy sprzed miesiąca związany z wysoką liczbą zamówień w firmie Boeing. W piątek poznamy także finalny odczyt amerykańskiego PKB w II kw. br. Oczekujemy, że zannualizowane tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę z 4,2% do 4,6%. Oczekujemy, na zwiększenie dynamiki PKB, w stosunku do drugiego szacunku, wpłynął wyższy wkład konsumpcji. Zza oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że finalny wrześniowy odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan zostanie zrewidowany w górę w stosunku do wstępnego szacunku (85,1 pkt. wobec 84,6 pkt.). Dobre dane z USA będą naszym zdaniem oddziaływać w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej.
- **We wtorek poznamy wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa, który w naszej ocenie zmniejszył się we wrześniu do 50,1 pkt. z 50,2 pkt. w sierpniu.** Pogorszenie nastrojów przedsiębiorców będzie stanowić wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym spowolnienie gospodarcze w Chinach przedłuży się na III kw. br. Oczekujemy, iż dane będą lekko negatywne dla złotego.
- **Zrewidowaliśmy naszą prognozę tempa wzrostu PKB na 2014 r. i 2015 r.** Oczekujemy, że w 2014 r. średniorocznie wyniesie ono 2,8% r/r (3,5% przed rewizją), a w 2015 r. będzie równe 2,9% (poprzednio 3,8%). Prognozowane przez nasz spowolnienie wzrostu gospodarczego w oraz niska dynamika wzrostu cen (do III kw. 2015 r. inflacja pozostanie poniżej dolnej granicy odchyień od celu NBP) będą argumentem za silniejszym niż dotychczas oczekiwaliśmy złagodzeniem polityki pieniężnej przez RPP. Uważamy, że RPP obniży stopy procentowe o 25 pb w październiku br., a w łączna obniżka stóp w IV kw. wyniesie 75 pb.

W zeszłym tygodniu

- **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu członkowie FED ograniczyli program QE3 o kolejne 10 mld USD do 15 mld USD.** Utrzymane została także dotychczasowa forma *forward guidance*, zgodnie z którą stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie jeszcze przez długi czas po zakończeniu programu QE3, a decyzja o ich ewentualnym podniesieniu zależeć będzie od zestawu jakościowych wskaźników opisujących sytuację na rynku pracy, presję inflacyjną i oczekiwania inflacyjne, a także sytuację na rynkach finansowych. Opublikowane zostały także najnowsze projekcje członków FOMC. Wynika z nich, że większość członków (14/17) oczekuje, iż stopy procentowe zostaną podniesione w 2015 r. Mediana oczekiwanej wysokości stóp procentowych na koniec 2015 r. zwiększyła się do 1,375% wobec 1,125% w czerwcowej projekcji, na koniec 2016 r. do 2,875% wobec 2,5% w czerwcowej projekcji, podczas gdy oczekiwania co do wysokości stóp na koniec 2017 r. nie zmieniły się i wynoszą 3,75%. Oczekiwana ścieżka inflacji nie uległa istotnej zmianie w stosunku do czerwcowej projekcji. Prognozy tempa wzrostu PKB i stopy bezrobocia zostały natomiast nieznacznie obniżone. Komunikat po posiedzeniu oraz wrześniowe projekcje FED nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym na posiedzeniu w październiku Rezerwa Federalna zakończy program skupu aktywów oraz wprowadzi zmiany w *forward guidance*, a pierwsza podwyżka stóp procentowych w USA nastąpi na przełomie II i III kw. 2015 r.
- **W ubiegłym tygodniu napłynęły liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa spadła w sierpniu o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,2% w lipcu. W ubiegłym tygodniu opublikowano także dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba pozwoleń na budowę zmniejszyła się w sierpniu do 998 tys. wobec 1057 tys. a liczba rozpoczętych budów domów spadła do 956 tys. wobec 1117 tys. Dane wskazują zatem, iż pomimo tego, że w ostatnich miesiącach mamy do czynienia z ożywieniem na amerykańskim rynku nieruchomości jest ono wciąż nierówne. W ubiegłym tygodniu napłynęły także dane nt. koniunktury. Indeks NY Empire State wzrósł we wrześniu do 27,54 pkt. wobec 14,69 pkt. w sierpniu, co jest jego najwyższym poziomem od października 2009 r. Spadek odnotował natomiast indeks Philadelphia FED, który zmniejszył się z 28,0 pkt. w sierpniu do 22,5 pkt. we wrześniu. Ubiegłotygodniowe mieszane dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej oceny trwałości ożywienia w USA.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech obniżył się we wrześniu do 6,9 pkt. wobec 8,6 pkt. w sierpniu.** Choć zmniejszył się on już 9 miesiąc z rzędu tempo jego spadku wyraźnie wyhamowało, wskazując na względną stabilizację nastrojów, zdominowanych w ostatnim czasie przez konflikt rosyjsko-ukraiński i związany z nim spadek aktywności gospodarczej. Sygnalizuje to wsparcie dla naszej prognozy umiarkowanego wzrostu niemieckiego PKB w III kw. (0,2% kw/kw wobec -0,2% w II kw.)
- **W czwartek uruchomiono pierwszą transzę finansowania w ramach programu TLTRO realizowanego przez Europejski Bank Centralny.** Popyt na dodatkową płynność ze strony banków ukształtował się na poziomie 82,6 mld EUR wobec podaży w wysokości 400 mld EUR. Uważamy, iż stosunkowo niski popyt ze strony banków wynikał z tego, iż wiele z nich chce przez najbliższe miesiące obserwować funkcjonowanie programu i dopiero w grudniu włączyć się do niego w większym stopniu. Ponadto w kierunku wyższego popytu na finansowanie w grudniu oddziaływać będzie chęć zrolowania kończącego się 3-letniego programu LTRO. Co więcej ogłoszone zostaną wyniki stress testów, które mogą zwiększyć możliwości pożyczkowe części banków. Dlatego też oczekujemy, iż w grudniu popyt na finansowanie przekroczy 200 mld EUR. W przypadku zgłoszenia wysokiego zapotrzebowania na płynność przez banki w drugiej, grudniowej transzy oczekiwania rynków dotyczące konieczności uruchomienia przez EBC programu QE w przyszłości mogą się osłabić, co będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego.

- **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się w sierpniu o 1,9% r/r wobec wzrostu o 2,3% w lipcu.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji pomiędzy lipcem a sierpniem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Obniżenie dynamiki produkcji wynikało także ze spadku produkcji w branżach ze znaczącym udziałem eksportu w przychodach (por. MAKROpuls z 17.09.2014). Słabe dane o produkcji stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej prognozy wzrostu gospodarczego w III kw. (2,5% wobec 3,3% w II kw.)
- **Inflacja CPI w Polsce spadła w sierpniu do -0,3% r/r wobec -0,2% w lipcu.** Do obniżenia dynamiki cen przyczyniło się przede wszystkim pogłębienie spadku cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz obniżenie dynamiki cen paliw (por. MAKROpuls z 15.09.2014). Inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii wzrosła do 0,5% r/r z 0,4% w lipcu. Do wzrostu inflacji bazowej w największym stopniu przyczyniło się silne zwiększenie dynamiki cen w kategorii "łączość", co było efektem wzrostu cen usług telekomunikacyjnych. Podtrzymujemy ocenę, że krótkoterminowe perspektywy inflacji, w tym wysokie prawdopodobieństwo, że deflacja utrzyma się do końca roku, skłonią Radę Polityki Pieniężnej do obniżki stóp procentowych o 75 pb do końca br.
- **W lipcu deficyt na rachunku bieżącym w Polsce był niższy niż w czerwcu (-173 mln EUR wobec -391 mln EUR w czerwcu).** W kierunku zmniejszenia ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących oddziaływała przede wszystkim poprawa sald dochodów (o 195 mln EUR większe niż w czerwcu) i transferów bieżących (o 112 mln EUR większe niż w czerwcu). Dynamika eksportu spadła z 7,3% r/r w czerwcu do 6,4% w lipcu, a dynamika importu obniżyła się z 9,6% r/r do 4,5% w lipcu. Oczekujemy, iż dalsze stopniowe ożywienie popytu krajowego w najbliższych kwartałach oraz rosyjskie embargo na polską żywność przyczynią się do zwiększenia relacji deficytu w obrotach bieżących do PKB, jednakże pozostanie ona na relatywnie niskim poziomie, co będzie czynnikiem stabilizującym kurs złotego.
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w Polsce nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu z lipcem i wyniosła 3,5% r/r.** W kierunku wzrostu dynamiki płac oddziaływały efekty niskiej bazy sprzed roku w górnictwie węgla kamiennego oraz zakładach wytwarzających koks oraz produkty rafinacji ropy naftowej. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych (por. MAKROpuls z 16.09.2014). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w sierpniu do 0,7% wobec 0,8% w lipcu. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w sierpniu 4,6% r/r wobec 4,5% w lipcu i 4,5% w II kw. Dane te wspierają naszą prognozę, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji ukształtuje się w III kw. na takim samym poziomie jak w II kw. (2,8% r/r).
- **W piątek premier E. Kopacz przedstawiła skład nowego rządu.** Nie wprowadzono w nim istotnych zmian na stanowiskach kluczowych z punktu widzenia prowadzenia polityki gospodarczej. Z uwagi na fakt, iż na początku września przyjęto projekt ustawy budżetowej na 2015 r. (por. MAKROmapa z 15.09.2014), brak zmian na kluczowych stanowiskach oznacza w naszej ocenie wysokie prawdopodobieństwo kontynuacji dotychczasowej polityki gospodarczej rządu D. Tuska, co znajdzie odzwierciedlenie w expose E. Kopacz zaplanowanym na 1 października.
- **W czwartek odbyło się referendum nt. niepodległości w Szkocji, na którym 55,3% Szkotów opowiedziało się przeciwko odłączeniu od Wielkiej Brytanii.** Oznacza to stabilizację sytuacji politycznej w Wielkiej Brytanii. W reakcji na wynik referendum w piątek funt umocnił się o 0,2% wobec euro, a w całym tygodniu o 1,3%.


Prognozy 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. 7). Oczekujemy, że w 2014 r. średniorocznie wyniesie ono 2,8% r/r (3,5%

przed rewizją), a w 2015 r. będzie równe 2,9% (poprzednio 3,8%). Obniżenie oczekiwanego przez nas tempa wzrostu gospodarczego jest przede wszystkim efektem oddziaływania czynników zewnętrznych. Zmniejszenie popytu zagranicznego wynikające z pogorszenia koniunktury w Niemczech, wprowadzonego przez Rosję embarga na eksport żywności oraz przedłużającego się konfliktu rosyjsko-ukraińskiego będzie miało negatywny wpływ na polski eksport.

Uważamy, że roczne tempo wzrostu PKB zmniejszyło się w III kw. br. do 2,5% z 3,3% w II kw., co było w dużej mierze efektem pogorszenia sytuacji w przemyśle i budownictwie. Oczekujemy, że w IV kw. br. i I kw. 2015 r. roczna dynamika PKB ustabilizuje się na poziomie 2,2%, co będzie jednocześnie dołkiem spowolnienia gospodarczego w Polsce. W kolejnych kwartałach, wraz z oczekiwaną poprawą sytuacji gospodarczej w Niemczech oraz ożywieniem w budownictwie mieszkaniowym i inwestycjach infrastrukturalnych tempo wzrostu gospodarczego zwiększy się do 3,3% w IV kw. 2015 r. Istotnym czynnikiem ryzyka dla ścieżki dynamiki PKB pozostaje dalszy rozwój wydarzeń na Ukrainie. W przypadku wprowadzenia sankcji odwetowych przez Rosję, wzrost PKB w Polsce zostanie dodatkowo ograniczony.

Oczekujemy, że w 2014 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie 0,1% r/r. Prognozujemy, że we wrześniu wskaźnik inflacji CPI wyniesie -0,4%, a w kolejnych miesiącach pozostanie on w umiarkowanym trendzie wzrostowym osiągając -0,1% w grudniu. Ponadto zrewidowaliśmy w dół oczekiwaną przez nas ścieżkę wzrostu cen w 2015 r. (z 1,2% do 0,9%). Niższe tempo wzrostu cen jest efektem wprowadzonego przez Rosję embarga na eksport żywności, niższego popytu krajowego oddziałującego w kierunku wolniejszego wzrostu inflacji bazowej oraz wolniejszego wzrostu cen ropy na światowych rynkach (oczekujemy, że w horyzoncie prognozy cena ropy naftowej Brent ustabilizuje się na poziomie 100\$ za baryłkę). W II poł. 2015 r. antyinflacyjny efekt rosyjskiego embarga wygaśnie, ponadto w kierunku wzrostu inflacji będą oddziaływały efekty niskiej bazy z 2014 r. oraz ożywienie gospodarcze. Tym samym, oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen wzrośnie do 1,6% w IV kw. 2015 r.

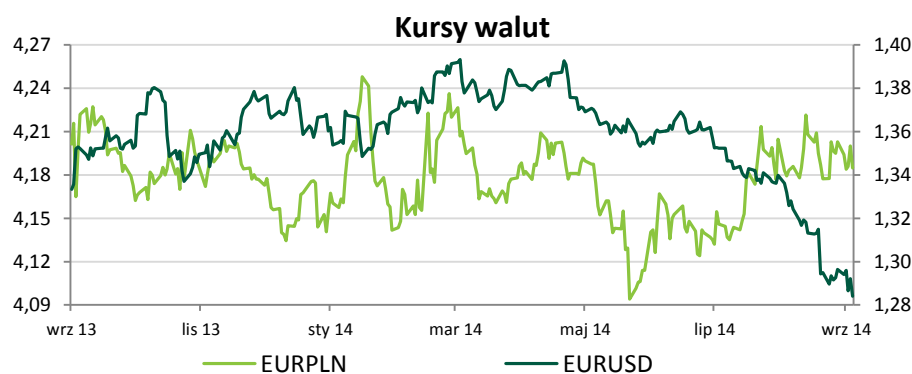
Pomimo spowolnienia gospodarczego uważamy, że poprawa na rynku pracy będzie dalej postępować (choć w nieznacznie wolniejszym tempie). Oczekujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego ukształtuje się na poziomie o 12,2% na koniec br. i obniży się do 11,6% w 2015 r. Pomimo stopniowej poprawy na rynku pracy, presja na wzrost płac w warunkach niskiej inflacji pozostanie ograniczona. Oczekujemy, że tempo wzrostu płac w latach 2014-2015 utrzyma się w granicach 3,6-3,7%. W sumie, nie oczekujemy zatem spowolnienia konsumpcji prywatnej w całym horyzoncie prognozy.

Prognozowane przez nasz spowolnienie wzrostu gospodarczego w horyzoncie trzech kwartałów oraz niska inflacja (do III kw. 2015 r. inflacja pozostanie poniżej dolnej granicy odchylenia od celu NBP) będą argumentem za silniejszym niż dotychczas oczekiwaliśmy złagodzeniem polityki pieniężnej przez RPP. Uważamy, że RPP obniży stopy procentowe o 25 pb w październiku br. i do końca br. zdecyduje o kolejnych obniżkach o łącznej skali równej 50 pb. Czynnikiem wspierającym obniżki stóp procentowych przez RPP jest

luźna polityka monetarna prowadzona przez EBC i prawdopodobieństwo jej dalszego złagodzenia (m.in. poprzez rozpoczęcie programu skupu aktywów).

Perspektywa silniejszego złagodzenia polityki pieniężnej przez RPP, przedłużający się kryzys rosyjsko-ukraiński oraz oczekiwane przez nas zacieśnienie polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną w II poł. 2015 r. będą czynnikami ograniczającymi aprecjację złotego w średnim okresie. W związku z tym oczekujemy, że kurs EURPLN ustabilizuje się do końca II kw. 2015 r. na poziomie 4,20. W II poł. 2015 r. oczekujemy jego stopniowej aprecjacji z zasięgiem 4,15 za euro na koniec roku.

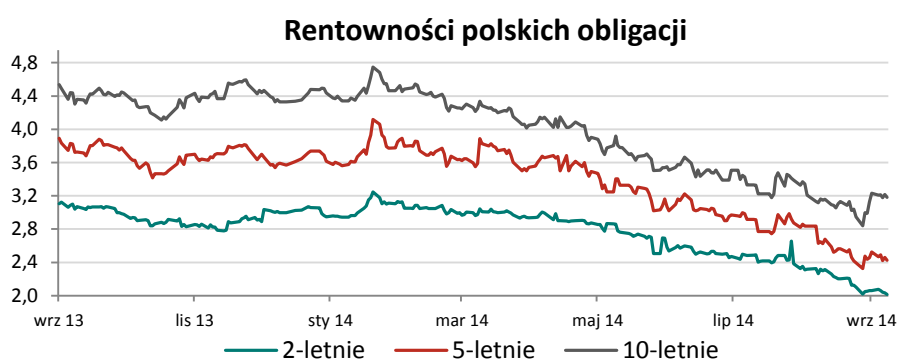
Seria niekorzystnych danych dla złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1849 (umocnienie złotego o 0,4%). W pierwszej części tygodnia kurs złotego kształtowany był przez nastroje na rynkach globalnych i wraz z innymi walutami regionu pozostawał trendzie aprecjacyjnym. Został on dodatkowo wsparty informacjami, iż Ludowy Bank Chin uruchomił pakiet stymulujący chińską gospodarkę w postaci finansowania dla wybranych banków. Krajowe dane o inflacji, bilansie płatniczym, produkcji przemysłowej oraz wynagrodzeniach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku. W środę wieczorem polska waluta traciła na wartości w reakcji na posiedzenie FOMC. W czwartek złoty dalej osłabił się, lecz w piątek odrobił większość strat.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu polskiej waluty będzie publikacja danych nt. sprzedaży detalicznej w Polsce. W naszej ocenie mogą one doprowadzić do osłabienia złotego. W kierunku jego deprecjacji będą najprawdopodobniej oddziaływać także dobre dane nt. koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach oraz spadek indeksu PMI w Chinach. Kolejnym czynnikiem, który może spowodować osłabienie złotego będzie seria relatywnie dobrych danych z amerykańskiej gospodarki (PKB, rynek nieruchomości, indeks Uniwersytetu Michigan).

Czy dane o sprzedaży detalicznej obniżą rentowności polskich obligacji ?



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 2,016 (spadek o 5pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,427 (spadek o 10pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,182 (spadek o 5pb). W ubiegłym tygodniu, w związku z bogatym kalendarzem makroekonomicznym oraz dużą liczbą ważnych z punktu widzenia rynków wydarzeń mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością cen polskich obligacji. Wyraźny trend widoczny był jedynie w przypadku papierów o krótkim terminie zapadalności, gdzie napływające słabe dane z polskiej gospodarki (inflacja,

produkcja przemysłowa) oddziaływały w kierunku wzrostu oczekiwań rynku na silniejsze łagodzenie polityki monetarnej w Polsce i spadku rentowności obligacji. W przypadku papierów o średnim i długim terminie zapadalności poza czynnikami krajowymi ważną rolę odgrywały dane zza granicy (lepszy od oczekiwań ZEW, posiedzenie FOMC) co oddziaływało w kierunku podwyższonej zmienności ich cen. Niemniej jednak czynniki globalne nie zdołały odwrócić trendu spadku rentowności, który utrzymał się do końca tygodnia.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku długu będzie wtorkowa publikacja danych nt. sprzedaży detalicznej w Polsce. Oczekujemy, że publikacja ta przyczyni się do nasilenia oczekiwań inwestorów na obniżki stóp i wzrostu cen polskiego długu, szczególnie na krótkim końcu krzywej. W przeciwnym kierunku może oddziaływać z kolei publikacja wstępnych wskaźników koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek oraz indeksu Ifo dla Niemiec, które w przypadku realizacji naszej prognozy mogą zmniejszyć obawy o wzrost w obszarze wspólnej waluty i oddalić perspektywę silniejszego łagodzenia polityki monetarnej przez EBC. Spadek cen polskich obligacji może zostać także spowodowany przez dobre dane z USA (PKB, indeks Uniwersytetu Michigan, rynek nieruchomości).

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	3,24
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	-1,9	
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	-1,5	
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	3,5	
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	0,7	
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 (mIn EUR)	-618	-907	-6	-911	-497	-873	-508	615	941	124	-391	-173		
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	6,4		
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	4,5		

* 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	2,5	2,2	2,2	2,7	3,0	3,3	1,6	2,8	2,9	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	2,8	2,8	3,0	3,2	3,2	3,3	3,4	0,8	2,8	3,3	
Inwestycje (% r/r)	10,7	8,4	7,1	6,0	5,3	6,4	7,2	7,9	-0,2	7,5	7,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,6	5,9	4,0	3,5	3,0	5,0	5,7	6,0	4,6	5,2	5,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,9	9,8	6,5	5,8	5,2	6,2	6,8	7,6	1,2	7,2	6,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,7	1,7	1,7	1,6	2,1	1,9	2,0	1,8	0,5	1,7	2,0
	Inwestycje (pp.)	1,2	1,4	1,3	1,6	0,6	1,1	1,3	2,1	0,0	1,4	1,3
	Eksport netto (pp.)	0,5	-1,6	-1,1	-0,9	-0,9	-0,4	-0,4	-0,7	1,6	-0,8	-0,6
Saldo obrotów bieżących***	-1,0	-0,9	-0,7	-0,6	-0,8	-1,5	-1,8	-1,9	-1,3	-0,6	-1,9	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,0	11,6	12,2	12,7	11,5	11,1	11,6	13,4	12,2	11,6	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,2	3,5	3,5	3,5	3,4	3,6	3,7	3,8	3,4	3,7	3,6	
Inflacja CPI (%)*	0,6	0,3	-0,3	-0,2	0,3	0,4	1,1	1,6	0,9	0,1	0,9	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,68	2,44	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	2,71	1,95	1,95	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	2,50	1,75	1,75	
EURPLN**	4,17	4,16	4,20	4,20	4,20	4,20	4,17	4,15	4,15	4,20	4,15	
USDPLN**	3,03	3,04	3,24	3,28	3,28	3,31	3,34	3,37	3,02	3,28	3,37	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 22.09.2014r.						
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Sierpień	5,15	5,18	5,18
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	-10,0	-9,0	-10,5
Wtorek 23.09.2014r.						
3:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	50,2	50,1	50,0
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	51,4	51,9	51,2
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	2,1	1,3	1,3
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Sierpień	11,9	11,8	11,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Wrzesień	53,1	53,3	53,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	50,7	50,5	50,5
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Wrzesień	12,0		10,0
Środa 24.09.2014r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Wrzesień	106,3	107,0	105,7
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Sierpień	412	424	430
Czwartek 25.09.2014r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	1,8	1,8	1,9
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Sierpień	22,6	-16,7	-18,0
Piątek 26.09.2014r.						
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	4,2	4,6	4,6
15:55	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	84,6	85,1	84,7

* 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.