

Jak głębokie będzie spowolnienie aktywności w usługach ?

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje o obniżce stopy referencyjnej o 25 pb do 2,25% i utrzyma łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, sygnalizując wysokie prawdopodobieństwo dalszej redukcji stóp. Wsparciem dla naszego scenariusza są m.in. wypowiedzi niektórych członków Rady oraz sierpniowe dane makroekonomiczne będące potwierdzeniem spowolnienia gospodarczego oraz pogłębienia deflacji. Uważamy, że wyniki listopadowej projekcji inflacji będą argumentem przemawiającym za cięciem o kolejne 50 pb na następnym posiedzeniu. Nie wykluczamy jednak, że RPP zadecyduje o obniżce stóp procentowych o 50 pb już na październikowym posiedzeniu. Prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza szacujemy na 40%. Dlatego też dopuszczamy alternatywny scenariusz, w którym RPP obniży stopy procentowe o 50 pb w październiku i o 25 pb w listopadzie. Uważamy jednak, iż kluczowe dla sformowania większości za obniżką o 50 pb w październiku będzie stanowisko prezesa NBP M. Belki. Oczekujemy, iż przed decyzją o silniejszym złagodzeniu polityki monetarnej powstrzyma się on do zapoznania się z wynikami listopadowej projekcji inflacji, dlatego też podtrzymujemy nasz scenariusz bazowy (obniżka o 25 pb w październiku i 50 pb w listopadzie). Ze względu na ubogi kalendarz makroekonomiczny w tym tygodniu, decyzja Rady o obniżeniu stóp o 25 pb może spotkać się z reakcją rynku w postaci lekkiego osłabienia kursu złotego. Ewentualna obniżka o 50 pb może przyczynić się zarówno do osłabienia złotego, jak i spadku rentowności polskich obligacji.
- **W środę uwaga rynków będzie zwrócona na publikację Minutes z ostatniego posiedzenia FOMC.** W opisie dyskusji najprawdopodobniej znajdą się informacje nt. oczekiwanej zmiany formuły *forward guidance*. Oczekujemy, że treść Minutes nie zmieni zasadniczo naszego scenariusza perspektyw polityki monetarnej w USA. Obecnie zakładamy, że program QE3 zostanie zakończony w październiku br., a pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi na przełomie II i III kw. 2015 r.
- **We wtorek poznamy dane nt. produkcji przemysłowej w Niemczech.** Prognozujemy, iż obniżyła się ona o 1,5% m/m w sierpniu wobec wzrostu o 1,9% w lipcu. W kierunku zmniejszenia wskaźnika oddziaływało pogorszenie nastrojów w niemieckiej gospodarce (ZEW, PMI), wprowadzenie embarga przez Rosję oraz efekt wysokiej bazy sprzed miesiąca. 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.

W zeszłym tygodniu

- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się we wrześniu o 248 tys. wobec 180 tys. w sierpniu (rewizja w górę z 142 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+81,0 tys.), handlu detalicznym (+35,3 tys.) oraz turystyce i rekreacji (+33,0 tys.). Stopa bezrobocia obniżyła się we wrześniu i wyniosła 5,9% wobec 6,1% w sierpniu. Spadek stopy bezrobocia z jednej strony wynikał z dużego wzrostu zatrudnienia, z drugiej strony nieznacznemu obniżeniu uległ współczynnik aktywności zawodowej. Lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy przyczyniły się do silnego umocnienia dolara względem euro (spadek kursu EURUSD o 0,7%). Dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym na październikowym posiedzeniu FED wprowadzi zmiany w formie *forward guidance*, uzależniając moment rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej od szybkości powrotu gospodarki amerykańskiej do równowagi makroekonomicznej.

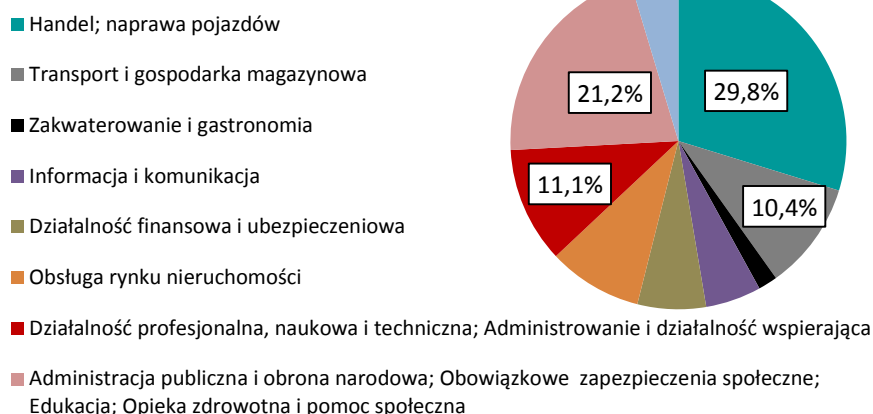
- **W ubiegłym tygodniu napłynęły liczne dane nt. koniunktury w USA.** Wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board obniżył się we wrześniu do 86,0 pkt. wobec 93,4 pkt. Spadek indeksu w znacznym stopniu spowodowany był pogorszeniem oceny bieżącej sytuacji oraz perspektyw na amerykańskim rynku pracy oraz efektem wysokiej bazy sprzed miesiąca. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także odczyty indeksów ISM w przetwórstwie oraz w usługach. Pierwszy z nich obniżył się we wrześniu do 57,5 pkt. wobec 57,9 pkt. w sierpniu. Spadek odnotowany został także w przypadku drugiego indeksu, który we wrześniu wyniósł 58,9 pkt. wobec 59,6 pkt. w sierpniu. W naszej ocenie pogorszenie wyników badań koniunktury wynikało w znacznym stopniu z efektów wysokiej bazy sprzed miesiąca, kiedy wszystkie omówione wyżej indeksy osiągnęły swoje wieloletnie maksima, dlatego ich spadek we wrześniu nie świadczy o niepokojących tendencjach w amerykańskiej gospodarce.
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, na ubiegłotygodniowym posiedzeniu EBC pozostawił główną stopę procentową na niezmiennym poziomie (0,05%).** Prezes EBC M. Draghi przedstawił nowe informacje dot. zapowiedzianego w ubiegłym miesiącu programu skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABS). Ma się on rozpocząć już w październiku br. i trwać przynajmniej przez dwa lata. Obejmować będzie transe papierów o małym ryzyku (*senior i mezzanine*) zarówno z rynku pierwotnego jak i wtórnego. Choć skala programu nie została dokładnie sprecyzowana, wartość papierów mogących być objętych programem, zgodnie z wypowiedzią M. Draghiego, wynosi 1 bilion EUR. Podtrzymujemy nasz scenariusz bazowy, w którym wykluczamy wprowadzenie programu luzowania ilościowego polegającego na skupie obligacji rządowych. Uważamy, iż EBC przed zastosowaniem kolejnych narzędzi polityki monetarnej będzie chciał najpierw ocenić skuteczność programów TLTRO oraz skupu ABS.
- **Zgodnie ze wstępnym odczytem, inflacja HICP w strefie euro obniżyła się we wrześniu do 0,3% r/r wobec 0,4% w sierpniu.** Zaskakujący spadek inflacji bazowej (0,7% r/r wobec 0,9% w sierpniu) przyczynił się do znacznego osłabienia euro względem dolara (o 0,6%). Oczekujemy, iż w kolejnych miesiącach inflacja w obszarze wspólnej waluty zacznie powoli wzrastać w wyniku oddziaływania efektów niskiej bazy dla cen energii i żywności, lecz nadal kształtować się będzie znacznie poniżej celu inflacyjnego EBC.
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się we wrześniu do 49,5 pkt. wobec 49,0 pkt. w sierpniu, co jest jego pierwszym wzrostem od lutego br.** W kierunku zwiększenia wartości wskaźnika oddziaływał wzrost składowej dot. zatrudnienia oraz nowych zamówień. W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje spadek subindeksu bieżącej produkcji do 48,6 pkt. wobec 49,6 pkt. w sierpniu, sygnalizujący przyspieszenie spadku produkcji we wrześniu (por. MAKROpuls z 01.10.2014). Wyraźny spadek indeksów PMI w III kw. stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w tym okresie odnotowano silne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce (do 2,5% r/r wobec 3,3% w II kw.).
- **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków RPP.** J. Hausner przedstawił stanowisko, w którym poddał pod wątpliwość skuteczność oddziaływania ewentualnej obniżki stóp procentowych na przyspieszenie inflacji i wzrostu gospodarczego. Z kolei E. Chojna-Duch powiedziała, iż Rada mogłaby się zdecydować na obniżkę stóp procentowych o 50 pb w październiku, a następnie ocenić jej skuteczność i rozważyć czy dalsze cięcia będą jeszcze potrzebne. Podkreśliła także, iż nadmierna stymulacja w polityce monetarnej mogłaby być ryzykowna i mało skuteczna. Wypowiedź ta jest szczególnie interesująca z uwagi na dotychczasowe bardzo gołębnie nastawienie E. Chojnej-Duch w polityce monetarnej. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym RPP obniży stopy procentowe o 25 pb w październiku, a w listopadzie, po zapoznaniu się z wynikami listopadowej projekcji NBP zdecyduje się na obniżkę o 50 pb.
- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce expose premier E. Kopacz.** Podtrzymała w nim zapowiedziane przez D. Tuska zmiany dotyczące zakresu ulg prorodzinnych oraz rewaloryzacji rent i emerytur (por. MAKROmapa z 15.09.2014). Zawarte w expose nowe zapowiedzi działań

w polityce gospodarczej dotyczyły głównie sfery socjalnej. E. Kopacz zapowiedziała m. in. szersze wsparcie dla budowy przyzakładowych żłobków i przedszkoli, możliwość korzystania z urlopów rodzicielskich dla wszystkich rodziców, w tym także bezrobotnych, pracujących na umowę o dzieło, studentów oraz rolników. Zgodnie z szacunkami przedstawionymi przez ministra finansów M. Szczurka dodatkowe wydatki wynikające z realizacji tych zapowiedzi wyniosą ok 3,5 mld zł. Naszym zdaniem realizacja działań fiskalnych zapowiedzianych w expose spowoduje proces obniżania deficytu sektora finansów publicznych w latach 2015-2016, jednak skala zapowiedzianego wzrostu wydatków nie stanowi zagrożenia dla stabilności finansów publicznych w średnim terminie. W konsekwencji, w naszej ocenie treść expose nie ma istotnego wpływu na perspektywy polskiego ratingu, kurs złotego i rentowność obligacji.

Jak głębokie będzie spowolnienie aktywności w usługach ?

Lipcowe i sierpniowe dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, jak również nasze prognozy na wrzesień (por. tabela na str. 6), wskazują na wysokie prawdopodobieństwo silnego spowolnienia aktywności w budownictwie i przemyśle w III kw. br. Do uzyskania prognozy spadku dynamiki PKB w tym okresie konieczne jest oszacowanie skali spowolnienia w sektorze usług w III kw.

Udział w nominalnej wartości dodanej sektora usług (% , 2013 r.)



W ramach danych o PKB GUS publikuje informacje nt. wartości dodanej w usługach w podziale na dziewięć kategorii: „Handel; naprawa pojazdów” (w 2013 r. odpowiadającej za tworzenie 29,8% wartości dodanej w sektorze usług), „Transport i gospodarka magazynowa” (10,4%), „Zakwaterowanie i gastronomia” (1,9%), „Informacja i komunikacja” (5,4%), „Działalność finansowa i ubezpieczeniowa” (6,6%), „Obsługa rynku nieruchomości” (9,1%),

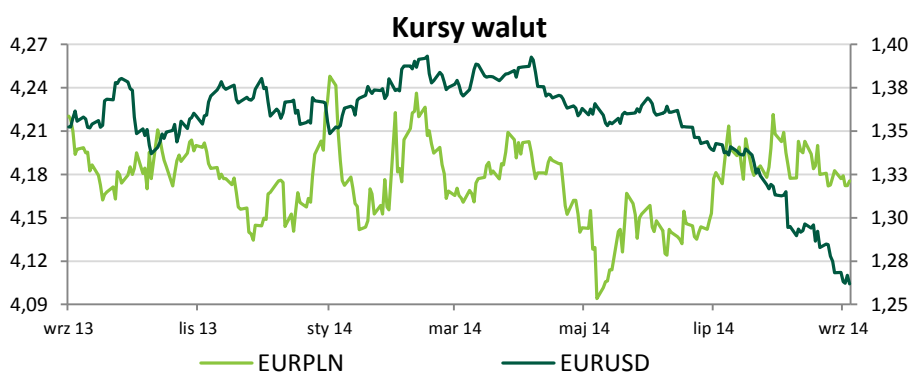
„Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna; Administrowanie i działalność wspierająca” (11,1%), „Administracja publiczna i obrona narodowa; Obowiązkowe zabezpieczenia społeczne; Edukacja; Opieka zdrowotna i pomoc społeczna” (21,2%) oraz „Sztuka, rozrywka, rekreacja” (4,7%).

GUS publikuje również z częstotliwością miesięczną wyniki badań koniunktury w sektorze usług w podziale na ww. kategorie. Najbardziej użyteczne do określenia bieżącej aktywności poszczególnych branż są trzy wskaźniki koniunktury: „bieżąca ogólna sytuacja gospodarcza jednostki”, „bieżąca sprzedaż usług” oraz „ogólny klimat koniunktury”. Korzystając z metody głównych składowych wyznaczyliśmy nieskorelowane ze sobą czynniki reprezentujące łączną zmienność tych indeksów. Następnie z ich użyciem, za pomocą regresji liniowej dokonaliśmy prognozy rocznej dynamiki wartości dodanej w poszczególnych kategoriach sektora usługowego. Innymi słowy skonstruowaliśmy dziewięć modeli ekonometrycznych, w których każdorazowo dynamika wartości dodanej w poszczególnych kategoriach sektora usług została uzależniona od zmian ww. wskaźników koniunktury GUS.

Wkład do zmiany dynamiki PKB w III kw. br. (pp.)


Wyniki otrzymane za pomocą analizy regresji wskazują na spadek rocznej dynamiki wartości dodanej w III kw. w kategoriach „Handel; naprawa pojazdów”, „Działalność finansowa i ubezpieczeniowa”, „Administracja publiczna i obrona narodowa; Obowiązkowe zabezpieczenia społeczne; Edukacja; Opieka zdrowotna i pomoc społeczna” oraz „Sztuka, rozrywka, rekreacja”. Pozostałe branże usługowe odnotują naszym zdaniem nieznaczne przyspieszenie aktywności gospodarczej. Tym samym oczekujemy, że łącznie realna dynamika wartości dodanej w sektorze usługowym spadnie do 2,6% w III kw. z 2,9% w II kw. Spowolnienie w sektorze usług jest wtórnym efektem szoku zewnętrznego w przemyśle (embargo rosyjskie, niższy wzrost gospodarczy w ujęciu r/r w Niemczech). Oznacza to, że wzrost aktywności w sektorze usług nie może być kontynuowany przy obecnym spowolnieniu w innych gałęziach gospodarki.

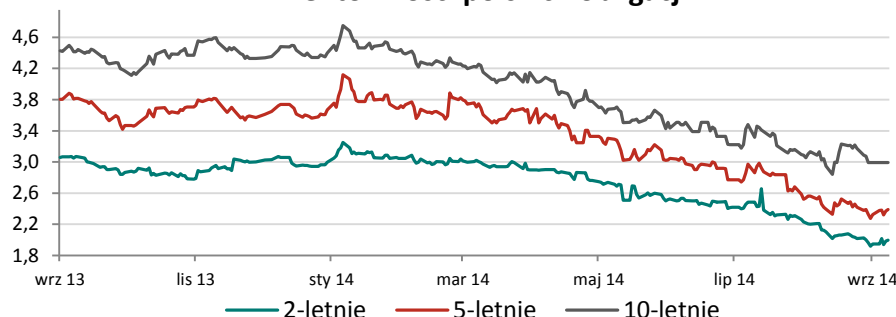
Prognozujemy, że roczna dynamika wartości dodanej w przemyśle obniży się z 3,2% w II kw. do 1,8% w III kw., a wartości dodanej w budownictwie z 7,7% do 0,9% w III kw. Jednocześnie oczekujemy lekkiego przyspieszenia w rolnictwie w wyniku oddziaływania efektu niskiej bazy sprzed roku i dobrych tegorocznych zbiorów. Wyniki przeprowadzonej analizy stanowią zatem wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym roczne tempo wzrostu PKB obniżyło się z 3,3% w II kw. do 2,5% w III kw.


Decyzja RPP w centrum uwagi rynku


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1880 (osłabienie złotego o 0,1%). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN oscylował w przedziale 4,17-4,18. Środowe dane nt. indeksu PMI w polskim przetwórstwie nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku. W czwartek mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością

złotego z uwagi na posiedzenie EBC, na którym przedstawione zostały szczegóły na temat programu skupu aktywów ABS (patrz powyżej). Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia była piątkowa publikacja danych nt. amerykańskiego rynku pracy, po której kurs EURPLN wzrósł o 0,4%.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie środowa decyzja RPP nt. wysokości stóp procentowych. W przypadku realizacji naszego scenariusza, zgodnie z którym Rada złagodzi politykę monetarną (patrz powyżej), oczekujemy lekkiego osłabienia polskiej waluty. W środę będzie miała także miejsce publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FED, która może przyczynić się do wzrostu zmienności złotego. W pozostałych dniach, z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny, kurs złotego będzie kształtowany przez nastroje na rynkach globalnych.


Ceny obligacji mogą wzrosnąć po obniżce o 50 pb
Rentowności polskich obligacji


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,997 (wzrost o 5pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,391 (wzrost o 7pb), a obligacji 10-letnich nie zmieniły się i wyniosły 2,991. W ostatnich dniach mieliśmy do czynienia ze względną stabilizacją cen polskich obligacji, widoczną szczególnie na długim

końcu krzywej. Środowe słabsze od oczekiwań finalne odczyty indeksów PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach oddziaływały w kierunku spadku rentowności papierów o krótkich i średnich terminach zapadalności. W czwartek mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością polskich obligacji o krótkich i średnich terminach zapadalności z uwagi na posiedzenie EBC, na którym przedstawione zostały szczegóły dot. programu skupu ABS (patrz powyżej). W piątek doszło do wzrostu rentowności polskich obligacji, widocznego szczególnie w środkowym odcinku krzywej, w reakcji na lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku długu będzie środowa decyzja RPP na temat wysokości stóp procentowych. Oczekujemy, że Rada obniży stopy o 25 pb i utrzyma łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, sygnalizując wysokie prawdopodobieństwo dalszej redukcji stóp. Taka decyzja będzie naszym zdaniem neutralna dla rynku długu. Ewentualna decyzja o głębszej redukcji stóp (o 50 pb), sygnalizująca gotowość RPP do silniejszego wspierania wzrostu gospodarczego, może przyczynić się do spadku rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej. W środę będzie miała także miejsce publikacja Minutes z wrześniowego posiedzenia FED, która może oddziaływać w kierunku wzrostu zmienności cen polskiego długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	paź 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	2,25
Kurs EURPLN*	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,20
Kurs USDPLN*	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,36
Kurs CHFPLN*	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,47
Inflacja CPI (r/r, %)	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	3,1	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	3,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,0	13,0	13,2	13,4	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	
Saldo ROB (mln EUR)	-907	-6	-911	-497	-873	-508	615	941	124	-391	-173	-339		
Eksport (r/r, % EUR)	9,0	3,8	2,3	10,1	10,5	5,8	10,9	6,7	11,5	7,3	6,4	-0,6		
Import (r/r, % EUR)	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	7,3	3,1	6,2	11,6	9,6	4,5	0,1		

* 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	1,7	2,8	2,9	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	2,8	2,8	3,0	3,2	3,2	3,3	3,4	1,1	2,8	3,3	
Inwestycje (% r/r)	10,7	8,4	7,1	6,0	5,3	6,4	7,2	7,9	0,9	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	5,0	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	1,8	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	0,7	1,7	2,0
	Inwestycje (pp.)	1,2	1,4	1,3	1,6	0,6	1,1	1,3	2,1	0,2	1,4	1,3
	Eksport netto (pp.)	0,5	-1,6	-1,1	-0,9	-0,9	-0,4	-0,4	-0,7	1,4	-0,8	-0,6
Saldo obrotów bieżących***	-1,2	-1,2	-0,9	-0,6	-0,8	-1,5	-1,8	-1,9	-1,3	-0,6	-1,9	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,0	11,5	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	2,28	1,95	1,95	1,95	1,95	2,03	2,71	1,95	2,03	
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	4,18	4,20	4,20	4,20	4,17	4,15	4,15	4,20	4,15	
USDPLN**	3,03	3,04	3,31	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 06.10.2014r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	4,6		-2,5
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Październik	-9,8		-11,5
Wtorek 07.10.2014r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	1,9	-1,5	-1,5
Środa 08.10.2014r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Październik	2,50	2,25	2,25
20:00	USA	<i>Minutes</i> z posiedzenia FOMC	Październik			
Czwartek 09.10.2014r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Sierpień	22,2		18,5
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Październik	0,5	0,5	0,5
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Sierpień	0,1		0,3
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Sierpień	0,7		0,4

* 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.