

Listopadowa projekcja inflacji uzasadni kolejną obniżkę stóp

W tym tygodniu

- **Najważniejszymi wydarzeniami tego tygodnia będą publikacje krajowych danych o wrześniowej inflacji (w środę) i produkcji przemysłowej (w piątek).** Oczekujemy, że roczna dynamika cen spadła do -0,5% r/r wobec -0,3% w sierpniu. W kierunku zmniejszenia inflacji oddziaływał spadek dynamik cen żywności i paliw, który skompensował wzrost inflacji bazowej (0,6% r/r wobec 0,5% w sierpniu). Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 3,1% r/r z -1,9% w sierpniu ze względu na oddziaływanie efektu statystycznego związanego z korzystną różnicą w liczbie dni roboczych oraz ustąpienie efektu przesunięcia przerwy urlopowej w fabryce Volkswagena (por. MAKROmapa z 29.09.2014). Wsparcie dla naszego scenariusza przyspieszenia produkcji przemysłowej stanowi również wzrost wskaźnika koniunktury w przetwórstwie (PMI). W przypadku realizacji naszej prognozy spadku inflacji, oczekiwania rynków na złagodzenie polityki pieniężnej przez RPP w listopadzie mogą się nasilić, co może spowodować osłabienie złotego i wzrost cen polskich obligacji. Z kolei oczekiwany przez nas wzrost dynamiki produkcji przemysłowej będzie oddziaływał w przeciwnym kierunku.
- **Dziś opublikowane zostały dane nt. salda chińskiego bilansu handlu zagranicznego, które zmniejszyło się z 49,83 mld USD w sierpniu do 31 mld USD we wrześniu.** Zmniejszenie nadwyżki bilansu handlowego miało miejsce mimo wzrostu dynamiki eksportu (15,3% r/r wobec 9,4% w sierpniu) gdyż jednocześnie silny wzrost odnotowała dynamika importu (7,0% wobec -2,4% w sierpniu). Wyższy import sygnalizuje zatem poprawę popytu wewnętrznego, co stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym wzrost gospodarczy w Chinach wyniesie 7,4% w 2014 r. wobec 7,7% w 2013 r. Podtrzymujemy jednak stanowisko, iż osiągnięcie takiego tempa wzrostu PKB wymagałoby uruchomienia przez rząd kolejnego pakietu stymulującego popyt wewnętrzny. Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w Chinach obniży się do 7,1% r/r w III kw. br. wobec 7,5% w II kw.
- **We wtorek poznamy dane o sierpniowej produkcji przemysłowej w strefie euro, która w naszej ocenie spadła o 1,2% m/m wobec wzrostu o 1,0% w lipcu.** Głównym źródłem jej spadku były Niemcy (patrz poniżej). We wtorek opublikowany zostanie również październikowy odczyt wskaźnika ZEW obrazującego nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Oczekujemy, że wskaże on na dalsze pogorszenie koniunktury, obniżając się do -5,0 pkt. wobec 6,9 pkt. we wrześniu. Dane nt. produkcji przemysłowej w strefie euro oraz wyniki badań koniunktury stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty (0,1% kw/kw w III kw. wobec 0,0% w II kw.). Słabe wtorkowe odczyty będą oddziaływać w kierunku umocnienia polskiej waluty i spadku rentowności obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy że produkcja przemysłowa wzrosła we wrześniu o 0,4% m/m wobec spadku o 0,1% w sierpniu. Przewidujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się o 0,3% m/m we wrześniu wobec wzrostu o 0,6% w sierpniu, co było wynikiem niższej sprzedaży w branży motoryzacyjnej i spadku cen paliw. Po wyłączeniu sprzedaży w branży motoryzacyjnej jej dynamika nie zmieniła się w stosunku do sierpnia i wyniosła 0,3% m/m. Ponadto dane wskażą na lekką poprawę sytuacji na rynku nieruchomości. Zaobserwujemy bowiem wzrost liczby rozpoczętych budów domów do 999 tys. z 956 tys. w sierpniu oraz zwiększenie liczby pozwoleń na budowę do 1027 tys. z 1003 tys. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik Philadelphia FED spadł w październiku do 21,0 pkt. wobec 22,5 pkt. we wrześniu, a indeks NY Empire State również obniżył się do 22,0 pkt. z 27,54 pkt. we wrześniu. Ponadto wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w październiku (84,0 pkt. wobec 84,6 pkt. we wrześniu). Mieszane odczyty z USA będą oddziaływały w kierunku zwiększonej zmienności kursu złotego i rentowności polskiego długu.

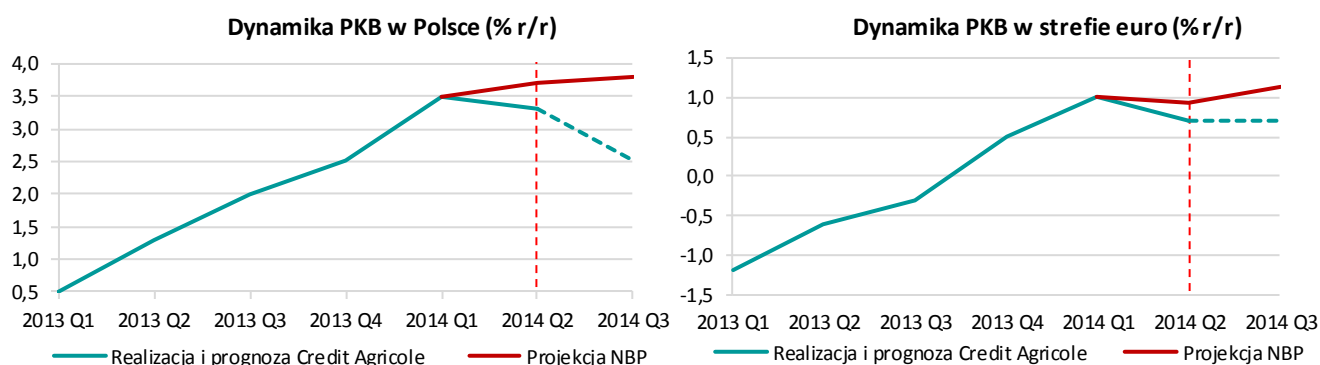
- **W czwartek opublikowane zostaną wrześniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że roczna dynamika zatrudnienia wyniosła 0,8% wobec 0,7% w sierpniu. Z kolei przeciętne wynagrodzenie wzrosło we wrześniu o 3,6% r/r wobec 3,5%. Dane zasygnalizują kontynuację trendu wzrostowego dla zatrudnienia. W kierunku nieznacznego przyspieszenia wzrostu płac oddziaływał efekt różnicy w liczbie dni roboczych. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w III kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **We wtorek poznamy również dane nt. polskiego bilansu płatniczego w sierpniu.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących (do 339 mln EUR wobec 173 mln EUR w lipcu), będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda obrotów towarowych. Oczekujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się z 6,4% r/r w lipcu do -0,6% w sierpniu, a tempo wzrostu importu spadło z 4,5% r/r do 0,1%. Naszym zdaniem dane o bilansie handlowym będą neutralne dla złotego i rynku długu.

W zeszłym tygodniu

- **Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 50 pb (stopa referencyjna wynosi 2,00%).** Równocześnie Rada obniżyła stopę lombardową o 100 pb (do 3,00%) i utrzymała stopę depozytową na niezmiennym poziomie (1,00%). Zgodnie z treścią komunikatu po posiedzeniu głównym uzasadnieniem dla relatywnie silnego złagodzenia polityki monetarnej były napływające dane, wskazujące na spowolnienie aktywności gospodarczej oraz wzrost ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Rada w komunikacie umieściła również sformułowanie, iż nie wyklucza dalszego dostosowania polityki monetarnej jeśli napływające dane, w tym listopadowa projekcja inflacji, potwierdzą istotne ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie (por. MAKROpuls z 08.10.2014). Biorąc pod uwagę treść komunikatu po posiedzeniu RPP oraz wypowiedzi M. Belki podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w IV kw. Rada zdecyduje się na obniżenie stóp procentowych łącznie o 75 pb. Uważamy, że kolejna redukcja stóp (o 25 pb) nastąpi w listopadzie (patrz poniżej). Podtrzymujemy scenariusz, zgodnie z którym po obniżeniu stóp procentowych o 75 pb w IV kw. Rada nie zmieni ich poziomu w całym 2015 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC.** W zapisie dyskusji znalazła się informacja, iż większość członków FED ocenia, że stopień wykorzystania zasobu siły roboczej na amerykańskim rynku pracy nadal pozostaje niewystarczający. Przedmiotem dyskusji było także umocnienie dolara względem walut największych partnerów handlowych USA. Członkowie FOMC obawiają się, że może mieć ono niekorzystny wpływ na amerykański eksport oraz tempo powrotu inflacji do celu (2,0%). W zapisie dyskusji znalazła się również informacja, że część członków FED czuje się niekomfortowo z obecną formułą *forward guidance* (zapowiedzią utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie przez dłuższy czas), szczególnie ze zdaniem, iż stopy pozostaną na niskim poziomie jeszcze przez długi czas po zakończeniu programu QE3. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym na najbliższym posiedzeniu FED wprowadzi zmiany w formule *forward guidance*, uzależniając moment rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej od szybkości powrotu gospodarki amerykańskiej do równowagi.
- **Produkcja przemysłowa w Niemczech obniżyła się we wrześniu o 4,0% m/m wobec wzrostu o 1,6% w sierpniu, co jest jej najsilniejszym miesięcznym spadkiem od stycznia 2009 r.** W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje największy od stycznia 2009 r. spadek produkcji dóbr kapitałowych, świadczący o słabnącym popycie inwestycyjnym w niemieckiej gospodarce. Dane nt. niemieckiej produkcji przemysłowej stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy wzrostu niemieckiego PKB (-0,1% kw/kw w III kw. wobec -0,2% w II kw.).

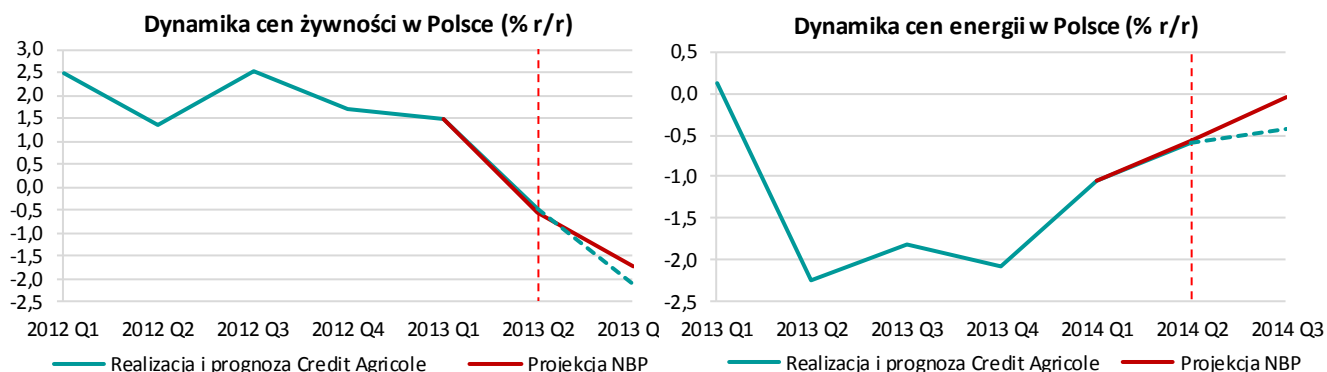
Listopadowa projekcja inflacji uzasadni kolejną obniżkę stóp procentowych

Na początku listopada opublikowana zostanie nowa projekcja inflacji NBP. Przedstawione w niej ścieżki dynamiki PKB oraz inflacji CPI w Polsce będą miały kluczowy wpływ na decyzję RPP dotyczącą stóp procentowych. Zgodnie z październikowym komunikatem po posiedzeniu RPP: „Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, potwierdzą istotne ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie”. W poniższym opracowaniu przedstawimy jak w porównaniu z poprzednią (lipcową) projekcją inflacji mogą zmienić się prognozy NBP i jak w związku z tym oceniamy perspektywy dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP.



Źródło: GUS, Eurostat, NBP, Credit Agricole Bank Polska SA; prognozy NBP zostały oszacowane na podstawie lipcowego Raportu o Inflacji

Zgodnie z danymi GUS dynamika PKB w II kw. br. okazała się nieznacznie niższa od prognoz NBP (3,3% r/r wobec 3,7% szacowanych w lipcowej projekcji NBP). W III kw. rozbieżność pomiędzy scenariuszem NBP, a rzeczywistą sytuacją gospodarczą najprawdopodobniej uległa dalszemu istotnemu zwiększeniu. Oczekujemy bowiem, że dynamika PKB w III kw. wyniosła 2,5% r/r wobec 3,7% w projekcji NBP (projekcja prezentuje dane wyrównane sezonowo). Punkt startowy projekcji (III kw. br.) ulegnie zatem znaczącemu obniżeniu (o ok. 1 pp.); oznacza to jednocześnie obniżenie oczekiwanej przez NBP ścieżki wzrostu PKB w horyzoncie czterech kwartałów. Ponadto, napływające dane makroekonomiczne oraz tendencje obserwowane w badaniach koniunktury sygnalizują, że zakładany w projekcji inflacji NBP wzrost gospodarczy za granicą zostanie również zrewidowany w dół. Lipcowa projekcja NBP zakładała bowiem tylko nieznaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro w II kw. br. (0,9% r/r wobec 1,0% w I kw.). W rzeczywistości w II kw. mieliśmy do czynienia z silniejszym spowolnieniem w obszarze wspólnej waluty (0,7% r/r). Ponadto, zagregowane indeksy koniunktury PMI wskazują na stabilizację dynamiki wzrostu gospodarczego w strefie euro w ujęciu rocznym na poziomie 0,7% w III kw. (wobec 1,1% oczekiwanych w lipcowej projekcji). W rezultacie uważamy, że oczekiwane przez NBP tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w latach 2014-2015 zostanie wyraźnie zrewidowane w dół w porównaniu do poziomu przedstawionego w lipcowej projekcji (3,6% r/r).



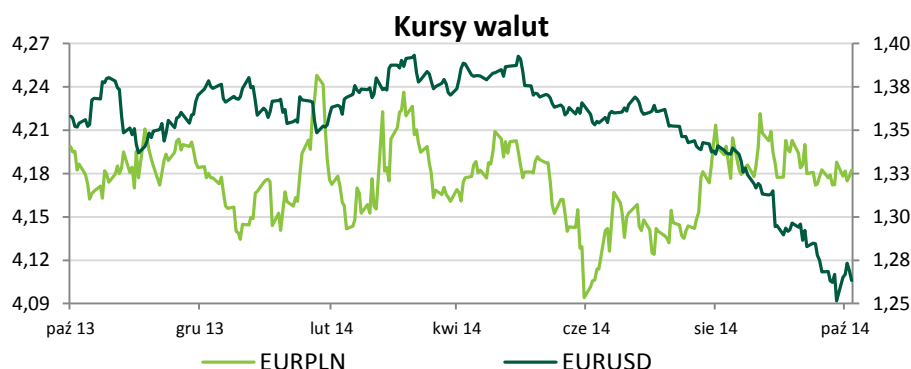
Źródło: GUS, NBP, Credit Agricole Bank Polska SA; prognozy NBP zostały oszacowane na podstawie lipcowego Raportu o Inflacji

Według lipcowej projekcji inflacji NBP tempo wzrostu cen CPI miało wynieść -0,2% w III kw. br. Rzeczywista inflacja w III kw. była najprawdopodobniej nieznacznie niższa od założeń projekcji (prognozujemy, że w tym okresie wyniosła ona -0,3%). Założona ścieżka inflacji bazowej okazała się spójna z rzeczywistymi danymi. Jednak odchylenie w dół od wartości z projekcji lipcowej nastąpiło w przypadku dynamiki cen energii oraz żywności (w przypadku każdej z nich o 0,4 pp. w III kw.). Ponadto lipcowa projekcja przewidywała tylko nieznaczny spadek indeksu surowców energetycznych w III kw. i jego umiarkowany wzrost w dalszym horyzoncie projekcji. Przeprowadzona przez nas analiza kształtowania się cen w kontraktach spot i terminowych oraz prognoz MFW cen węgla kamiennego, ropy naftowej Brent i gazu ziemnego (ich udział w indeksie wynosi odpowiednio 60%, 26% i 14%) na światowych giełdach wskazuje, że w III kw. indeks surowców energetycznych był znacząco niższy do przewidywanego w lipcowej projekcji, a w IV kw. br. jeszcze silniej odchylił się w dół od ścieżki założonej w projekcji i pozostanie poniżej niej również w kolejnych kwartałach. Na rewizję cen surowców energetycznych istotny wpływ mają niższe ceny ropy naftowej oraz węgla. Od połowy czerwca (a więc od momentu zamknięcia założeń do lipcowej projekcji NBP) cena ropy Brent obniżyła się o ok. 20%, a węgla o ok. 7%. Z kolei analiza kształtowania się cen większości składowych indeksu cen surowców rolnych w ostatnich miesiącach wskazuje, że w III i IV kw. indeks ten ukształtuje się również poniżej poziomu przewidywanego w lipcowej projekcji.

Oczekujemy, że ze względu na niższy punkt startowy oraz wysokie prawdopodobieństwo kształtowania się indeksów cen surowców energetycznych i rolnych na niższym poziomie, ścieżka inflacji CPI w listopadowej projekcji zostanie obniżona w porównaniu ze ścieżką przewidywaną w projekcji lipcowej. Dodatkowo w kierunku kształtowania się inflacji na niższym poziomie w horyzoncie prognozy będzie oddziaływało wolniejsze domykanie się luki popytowej (oddziałujące w kierunku zmniejszenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy i inflacji bazowej) na skutek niższej od zakładanej w lipcowej projekcji dynamiki PKB. Biorąc pod uwagę treść komunikatu po posiedzeniu RPP oraz wypowiedzi M. Belki na konferencji prasowej podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą Rada zdecyduje się na obniżenie stóp procentowych o 25 pb listopadzie (por. MAKROpuls z 08.10.2014). Projekcja inflacji wskazująca na wolniejszy powrót inflacji do celu oraz silne spowolnienie gospodarcze w latach 2014-2015 będzie decydującym argumentem przemawiającym za dalszym łagodzeniem polityki pieniężnej. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym po obniżeniu stóp procentowych o 75 pb w IV kw. Rada nie zmieni ich poziomu w całym 2015 r.

Rozkład czynników ryzyka dla prognozowanej przez nas ścieżki stóp jest jednak asymetryczny w dół, co jest związane głównie z pogarszającymi się perspektywami wzrostu gospodarczego w strefie euro i utrzymującym się konfliktem rosyjsko-ukraińskim. W naszej ocenie w ostatnich tygodniach prawdopodobieństwo powrotu recesji w strefie euro istotnie wzrosło. Zarówno treść komunikatu po posiedzeniu Rady, jak i ubiegłotygodniowe wypowiedzi M. Belki wskazują jednak, że RPP nie odnotowuje na razie istotnego wzrostu ryzyka recesji u głównych partnerów handlowych Polski. Mimo tego uważamy, że istnieje ok. 30-procentowe prawdopodobieństwo kontynuacji cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w I kw. 2015 r., skutkującego obniżką stopy referencyjnej do poziomu 1,25-1,50%.

Bogaty kalendarz makroekonomiczny może zwiększyć zmienność złotego

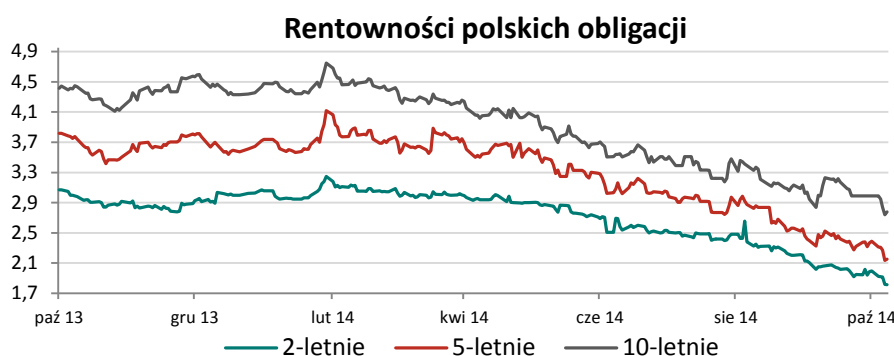


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN nie zmienił się i wyniósł 4,1869. W pierwszej części tygodnia, z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny mieliśmy do czynienia ze względną stabilizacją kursu EURPLN, który oscylował w okolicach poziomu 4,18. Środowa decyzja Rady o obniżce stóp procentowych przyczyniła się do przejściowego osłabienia złotego.

W środę wieczorem doszło do aprecjacji polskiej waluty w reakcji na mniej jastrzębi od oczekiwań wydzwięk *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC. W czwartek rano miała miejsce korekta, w wyniku której złoty od rana tracił na wartości, jednak w reakcji na słabe dane nt. niemieckiego eksportu doszło do silnego umocnienia polskiej waluty. W piątek złoty ponownie lekko tracił na wartości.

W tym tygodniu najważniejszymi wydarzeniami dla kształtowania się kursu złotego będą krajowe dane nt. inflacji oraz produkcji przemysłowej. W przypadku inflacji oczekujemy dalszego pogłębienia spadku rocznej dynamiki cen, co może oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Z kolei w przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu (2,5% r/r) prognozy produkcji przemysłowej może dojść do przejściowej aprecjacji polskiej waluty. Pozostałe krajowe dane (zatrudnienie i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw oraz bilans płatniczy) będą w naszej ocenie neutralne dla rynku. Ważne z punktu widzenia kształtowania się kursu złotego będą również liczne dane z USA (rynek nieruchomości, produkcja przemysłowa, indeks Uniwersytetu Michigan, Philadelphia FED, NY FED). W przypadku oczekiwanych przez nas dobrych danych z realnej sfery gospodarki prognozujemy, że będą one oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Ważnym odczytem będzie także indeks ZEW, który naszym zdaniem obniży się, co może oddziaływać w kierunku umocnienia złotego.

Dane o inflacji i produkcji przemysłowej w Polsce w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,800 (spadek o 20pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,139 (spadek o 25pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,769 (spadek o 28pb). Na początku tygodnia mieliśmy do czynienia ze stabilizacją cen polskiego długu, gdyż rynek oczekiwał na środową decyzję RPP

nt. wysokości stóp procentowych. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami decyzja Rady o silniejszym od oczekiwań rynkowych złagodzeniu polityki monetarnej przyczyniła się do spadku rentowności polskich obligacji o średnich i długich terminach zapadalności. Środowe *Minutes* z posiedzenia FOMC, które zmniejszyło oczekiwania inwestorów na szybsze rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki monetarnej, oraz czwartkowe słabe dane nt. niemieckiego eksportu oddziaływały w kierunku spadku rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej. W piątek mieliśmy do czynienia z lekką korektą, gdyż inwestorzy realizowali zyski.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą krajowe dane nt. inflacji oraz produkcji przemysłowej. Prognozujemy, że we wrześniu doszło do dalszego pogłębienia deflacji, co może oddziaływać w kierunku spadku rentowności polskich obligacji. Z kolei w przypadku realizacji naszej prognozy dot. produkcji przemysłowej, wyższej od konsensu rynkowego, oczekujemy lekkiego obniżenia cen polskiego długu. Pozostałe krajowe dane (zatrudnienie i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw oraz bilans płatniczy) nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. W tym tygodniu poznamy także liczne dane z amerykańskiej gospodarki. W przypadku realizacji naszej prognozy oczekujemy, że dobre odczyty z realnej sfery gospodarki będą oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. Wskaźniki koniunktury wskażą jednak naszym zdaniem na nieznaczne pogorszenie kondycji amerykańskiej gospodarki, co może oddziaływać w kierunku wzrostu cen polskiego długu. W tym tygodniu poznamy także odczyt indeksu ZEW, który z uwagi na swoją niską wartość może przyczynić się do spadku rentowności polskich obligacji.

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	2,00
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 średniokwartałna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 13.10.2014r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Wrzesień	49,8	44,9	41,0
Wtorek 14.10.2014r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	1,0	-1,2	-1,6
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Październik	6,9	-5,0	1,0
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	7,4	8,3	7,8
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Sierpień	-173	-339	-427
Środa 15.10.2014r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	-1,2	-1,6	-1,5
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Wrzesień	2,0	1,5	1,7
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Wrzesień	-0,3	-0,5	-0,4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Wrzesień	0,6	-0,3	-0,1
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	27,5	22,0	20,8
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Sierpień	0,4	0,4	0,4
Czwartek 16.10.2014r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	0,3	0,3	0,3
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Wrzesień	0,5	0,6	0,6
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	3,5	3,6	3,6
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	0,7	0,8	0,8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	287		290
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	-0,1	0,4	0,4
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Wrzesień	78,8	79,0	79,0
16:00	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Październik	22,5	21,0	19,9
Piątek 17.10.2014r.						
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	-1,5	-1,6	-1,5
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	-1,9	3,1	2,5
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Wrzesień	956	999	1010
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Wrzesień	1003	1027	1030
15:55	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	84,6	84,0	84,3

* 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.