

## Prognozy na lata 2014-2016

### W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na czwartek uruchomienie przez EBC drugiej transzy programu TLTRO.** Prognozujemy, że banki pożyczą od EBC ok. 220 mld EUR (rynek oczekuje kwoty 145 mld EUR). Oznacza to, że w połączeniu z pożyczkami zaciągniętymi podczas pierwszej, wrześniowej transzy (82,6 mld) w przypadku realizacji naszej prognozy banki wykorzystają łącznie 300 mld z 400 mld oferowanego przez EBC finansowania. Zainteresowanie banków niskoprocentowanymi pożyczkami będzie uważnie obserwowane przez inwestorów. Oczekiwany przez nas wysoki popyt ze strony sektora bankowego na dodatkową płynność może zostać przez nich zinterpretowany jako spadek prawdopodobieństwa zastosowania przez EBC kolejnych niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej. Tym samym byłoby to negatywne dla złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu napłynie dużo danych z Chin.** Dziś opublikowany został odczyt nt. salda chińskiego bilansu handlu zagranicznego, które zwiększyło się z 45,4 mld USD w październiku do 54,5 mld USD w listopadzie. Zwiększenie nadwyżki bilansu handlowego miało miejsce mimo zmniejszenia dynamiki eksportu (4,7% r/r wobec 11,6% w październiku) gdyż jednocześnie silny spadek odnotowała dynamika importu (-6,7% r/r wobec 4,6% w październiku). W piątek opublikowane zostaną kolejne dane. Oczekujemy, że dynamiki sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich nieznacznie obniżyły się w listopadzie. Jednocześnie uważamy, że ukształtują się one na zbliżonym do oczekiwań rynkowych poziomie, co będzie neutralne dla złotego i rynku długu. Podtrzymujemy prognozę, że tempo wzrostu gospodarczego w Chinach wzrośnie do 7,4% r/r w IV kw. br. wobec 7,3% w III kw.
- **W tym tygodniu poznamy dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,4% m/m w listopadzie wobec 0,3% w październiku, co było wynikiem wyższej sprzedaży w branży motoryzacyjnej. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast spadek cen paliw. Po wyłączeniu sprzedaży w branży motoryzacyjnej jej dynamika nie zmieniła się w listopadzie i wyniosła 0,2% m/m. Ponadto wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na nieznaczną poprawę nastrojów gospodarstw domowych w grudniu (89,4 pkt. wobec 88,8 pkt. w listopadzie). Umiarkowanie pozytywne odczyty z USA będą naszym zdaniem neutralne dla złotego i rynku długu.
- **W piątek poznamy dane o październikowej produkcji przemysłowej w strefie euro, która w naszej ocenie wzrosła o 0,1% m/m wobec 0,6% we wrześniu.** Źródłem spadku jej dynamiki były Niemcy (0,2% m/m wobec 1,1% we wrześniu), podczas gdy najprawdopodobniej szybszy wzrost produkcji we Francji, Hiszpanii i Włoszech oddziaływał w przeciwnym kierunku. Dane nt. produkcji przemysłowej w strefie euro oraz wyniki listopadowych badań koniunktury (PMI) stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty (0,2% kw/kw w IV kw. wobec takiego samego poziomu w III kw.). Słaby piątkowy odczyt produkcji będzie naszym zdaniem neutralny dla rynków.
- **Zrewidowaliśmy naszą prognozę tempa wzrostu PKB na lata 2014-2016.** Oczekujemy, że w 2014 r. średniorocznie wyniesie ono 3,3% r/r (2,8% przed rewizją), w 2015 r. będzie równe 3,1% (poprzednio 2,9%), a w 2016 r. osiągnie poziom 3,5% (patrz poniżej).

### W zeszłym tygodniu

- **Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe niezmiennym poziomie (stopa referencyjna wynosi 2,00%).** Zgodnie z treścią komunikatu po posiedzeniu, głównym uzasadnieniem dla utrzymania status quo w polityce pieniężnej była ocena wskazująca, że dokonane w październiku dostosowanie polityki pieniężnej oraz przejściowy charakter

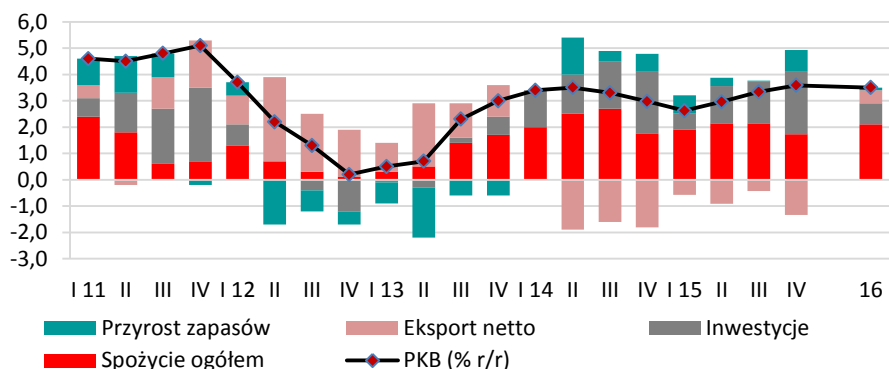
spowolnienia gospodarczego ograniczają ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Rada nie wykluczyła dalszych obniżek stóp procentowych w sytuacji, gdy napływające informacje będą wskazywały na zwiększenie się ryzyka pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego. Na konferencji po posiedzeniu Prezes NBP M. Belka podkreślił że RPP realizuje strategię celu inflacyjnego w sposób elastyczny, co uzasadnia brak „gorączkowej” reakcji na przejściowo niską inflację. Naszym zdaniem wypowiedź ta potwierdza, iż znaczenie długotrwale niskiej inflacji jako czynnika wpływającego na decyzje Rady dotyczące stóp procentowych zmalało na rzecz większej roli wzrostu gospodarczego w procesie decyzyjnym (por. MAKROpuls z 03.12.2014). Treść komunikatu po posiedzeniu oraz wypowiedzi prezesa NBP na konferencji prasowej akcentujące poprawę perspektyw gospodarczych stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Rada utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych do lipca 2016 r.

- **Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) wzrósł w listopadzie do 53,3 pkt. wobec 51,2 pkt. w październiku.** W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost subindeksu bieżącej produkcji do 55,0 pkt. (najwyższy poziom od marca 2014 r.) wobec 52,0 pkt. w październiku. Warto odnotowania jest również zwiększenie składowych dla zamówień krajowych oraz zamówień zagranicznych. Sugeruje to, że poprawa koniunktury w polskim przetwórstwie utrzyma się w najbliższych miesiącach (por. MAKROmapa z 01.12.2014). Dane o PMI nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym w IV kw. wzrost gospodarczy w Polsce ulegnie dalszemu spowolnieniu do 3,0% r/r.
- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w listopadzie o 321 tys. wobec 243 tys. w październiku (rewizja w górę z 214 tys.), co było znacznie powyżej oczekiwań rynku (232 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+86,0 tys.), handlu detalicznym (+50,2 tys.) oraz oświacie i służbie zdrowia (+38,0 tys.). Stopa bezrobocia nie zmieniła się w stosunku do października i wyniosła 5,8%, co wynikało ze zwiększenia zasobu siły roboczej (osoby dotychczas nieaktywne zawodowo weszły na rynek pracy). Pomimo wzrostu zasobu siły roboczej współczynnik aktywności zawodowej nie zmienił się i wyniósł 62,8%, co spowodowane było zwiększeniem się liczby osób w wieku produkcyjnym. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa obniżył się w listopadzie do 58,7 pkt. wobec 59,0 pkt. w październiku. Spadek wskaźnika wynikał ze zmniejszenia jego składowych dla zapasów, zatrudnienia oraz bieżącej produkcji. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost składowych dotyczących nowych zamówień oraz czasu dostaw. Wzrost odnotował natomiast indeks ISM poza przetwórstwem, który wyniósł w listopadzie 59,3 pkt. wobec 57,1 pkt. w październiku. Jedyną składową oddziałującą w kierunku obniżenia wskaźnika była składowa dla zatrudnienia, która zmniejszyła się po raz pierwszy od kwietnia 2014 r. Dane nt. amerykańskiego rynku pracy oraz wyniki badań koniunktury stanowią wsparcie dla naszej oceny, zgodnie z którą FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w lipcu 2015 r.
- **EBC utrzymał główną stopę procentową na niezmiennym poziomie (0,05%) i nie wprowadził zmian w polityce monetarnej.** W komunikacie po posiedzeniu wzmocniony został przekaz *forward guidance*. Obecnie EBC „zamierza” zwiększyć swoją sumę bilansową do 3 bln EUR (pod koniec listopada wynosiła ona 2,054 bln EUR) w celu pobudzenia inflacji (w poprzednim komunikacie EBC jedynie „oczekiwał”, że zostanie ona zwiększona). Zmiana w *forward guidance* nie została wprowadzona jednomyślnie, co sugeruje różnice zdań w Radzie Prezesów EBC dotyczące dalszego kierunku polityki monetarnej. W komunikacie znalazła się informacja, że ewentualne pogorszenie perspektyw gospodarczych oraz niewystarczająca skuteczność dotychczas wykorzystywanych narzędzi polityki monetarnej może skłonić EBC do zwiększenia skali, tempa oraz zakresu stosowanych instrumentów na początku przyszłego roku. Brak bezpośredniej zapowiedzi rozpoczęcia skupu obligacji rządowych przez EBC rozczarował inwestorów, którzy oczekiwali zdecydowanie bardziej gołębiego przekazu. W rezultacie kurs EURUSD wzrósł o ok. 1,1%. W komunikacie przedstawione zostały również najnowsze prognozy

EBC. Obecnie EBC oczekuje, że wzrost PKB wyniesie 1,0% r/r w 2015 r. (we wrześniowej prognozie 1,3%) i 1,5% (1,9%) w 2016 r. W przypadku inflacji EBC prognozuje, że wyniesie ona 0,7% r/r (1,1%) w 2015 r. i 1,3% (1,4%) w 2016 r. Obie projekcje nie uwzględniają jednak ostatniego gwałtownego spadku cen ropy (*cut-off date* dla prognozy to 13 listopada), który z jednej strony spowoduje spadek inflacji (M. Draghi uważa, że może on obniżyć roczny wskaźnik inflacji o 0,4 pp. w 2015 r. i 0,1 pp. w 2016 r.), a z drugiej strony stanowić będzie pozytywny szok podaży oddziałujący w kierunku przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

**Zgodnie z finalnym szacunkiem wzrost PKB w strefie euro wyniósł 0,2% kw/kw w III kw. wobec 0,1% w II kw.** Do zwiększenia dynamiki PKB w stosunku do II kw. przyczyniły się wyższe wkłady konsumpcji prywatnej (0,3 pp. w III kw. wobec 0,2 pp. w II kw.), zapasów (0,0 pp. wobec -0,1 pp.) oraz inwestycji (-0,1 pp. wobec -0,2 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast niższy wkład eksportu netto (-0,2 pp. wobec 0,1 pp.). Prognozujemy, że w IV kw. wzrost PKB w strefie euro wyniesie 0,2% kw/kw.

### Prognozy na lata 2014-2016



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 lata 2014-2016 (por. tabela na str. 6). Oczekujemy, że w 2014 r. średniorocznie wyniesie ono 3,3% r/r (2,8% przed rewizją), w 2015 r.

będzie równe 3,1% (poprzednio 2,9%), a w 2016 r. osiągnie 3,5%. Podwyższenie oczekiwanego przez nas tempa wzrostu gospodarczego jest efektem przesunięcia w górę punktu startowego prognozy, zmiany metodologii obowiązującej w obliczeniach rachunków narodowych przez GUS, nieznacznie korzystniejszych perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro w br. oraz silnego spadku cen ropy na rynkach światowych, pozytywnie wpływającego na globalną i krajową aktywność gospodarczą.

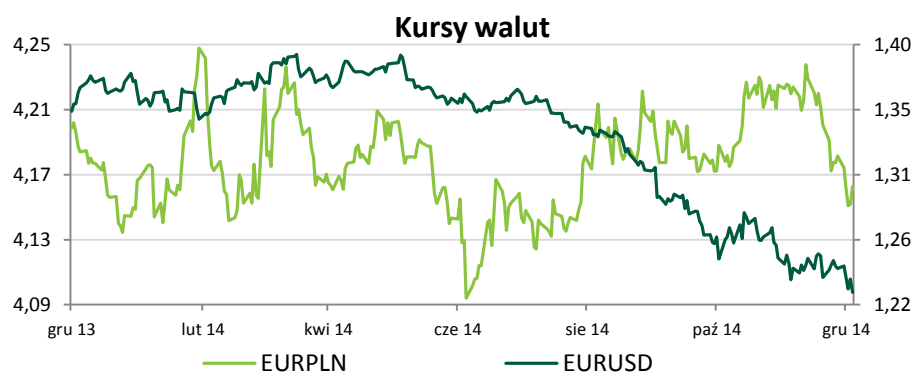
Uważamy, że roczne tempo wzrostu PKB zmniejszyło się w IV kw. br. do 3,0% z 3,3% w III kw., co było w efektem spadku wkładu eksportu netto i konsumpcji prywatnej.. Oczekujemy, że I kw. 2015 r. roczna dynamika PKB ukształtuje się na poziomie 2,6%, co będzie jednocześnie dołkiem spowolnienia gospodarczego w Polsce. W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego w I kw. będzie oddziaływał przede wszystkim spadek dynamiki inwestycji (efekt wysokiej bazy sprzed roku) oraz najprawdopodobniej mniej korzystne warunki meteorologiczne (w zeszłym roku mieliśmy do czynienia z wyjątkowo łagodną zimą) ograniczające aktywność budownictwa. W kolejnych kwartałach, wraz z oczekiwaną przez nas poprawą sytuacji gospodarczej w strefie euro (prognozujemy, że dynamika PKB w strefie euro wzrośnie do 1,0% w 2015 r. wobec 0,9% w br.) oraz ożywieniem w inwestycjach infrastrukturalnych tempo wzrostu gospodarczego zwiększy się do 3,6% w IV kw. 2015 r. Istotnym czynnikiem ryzyka dla ścieżki dynamiki PKB pozostaje dalszy rozwój wydarzeń na Ukrainie i sytuacji w strefie euro. W przypadku eskalacji konfliktu rosyjsko-ukraińskiego lub pogorszenia perspektyw gospodarczych w obszarze wspólnej waluty, wzrost PKB w Polsce zostanie ograniczony. W 2016 r. oczekujemy kontynuacji ożywienia gospodarczego wspieranego przez coraz wyższy wkład eksportu netto. Jednocześnie wzrost gospodarczy będzie ograniczany przez spadek dynamiki inwestycji publicznych (przerwa w efektywnym wykorzystywaniu środków unijnych pomiędzy dwoma perspektywami – 2007-2013 i 2014-2020).

Oczekujemy, że w 2015 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie 0,3% r/r wobec 0,0% w 2014 r. Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do II kw. 2015 r. Niskie tempo wzrostu cen w I poł. 2015 r. będzie efektem wprowadzonego przez Rosję w ub. r. embarga na eksport żywności, niższego popytu krajowego oddziałującego w kierunku wolniejszego wzrostu inflacji bazowej oraz niskich cen ropy na światowych rynkach. 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 zwiększy się do 1,0% w IV kw. 2015 r. W 2016 r. tendencja wzrostu inflacji będzie kontynuowana, wspierana przez krajowe ożywienie gospodarcze, w wyniku czego średnioroczne tempo wzrostu cen wyniesie 1,5%.

Pomimo spowolnienia gospodarczego na przełomie 2014 i 2015 r. uważamy, że poprawa na rynku pracy będzie dalej postępować. Oczekujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego ukształtuje się na poziomie 11,6% na koniec br., obniży się do 10,8% w 2015 r. i 10,2% w 2016 r. Do spadku bezrobocia przyczynią się zarówno oczekiwany w okresie prognozy dalszy wzrost inwestycji, jak i strukturalne zmiany na rynku pracy wynikające z wprowadzonych przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej reform urzędów pracy. Pomimo stopniowej poprawy na rynku pracy, presja na wzrost płac w warunkach niskiej inflacji pozostanie ograniczona. Oczekujemy, że tempo wzrostu płac w 2015 r. wyniesie 3,4% r/r wobec 3,6% w 2014 r. W konsekwencji, oczekujemy stabilizacji dynamiki konsumpcji prywatnej w całym horyzoncie prognozy na poziomie zbliżonym do 3%.

Biorąc pod uwagę ostatnie wypowiedzi niektórych członków RPP, prognozowane przez nas nieznaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego oraz mająca przejściowy charakter deflacja skłonią RPP do utrzymania status quo w polityce pieniężnej w 2015 r. Oczekujemy, że pierwsza podwyżka stóp przez RPP nastąpi w lipcu 2016 r. Brak zmian w krajowej polityce pieniężnej przy jednoczesnym łagodnym nastawieniu EBC będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku umocnienia złotego w krótkim okresie. Prognozowane przez nas spowolnienie gospodarcze w Polsce w IV kw. br. i I kw. 2015 r., a także przybliżający się moment pierwszej podwyżki stóp procentowych przez FED będą równoważyć wpływ polityki EBC na kurs złotego. W związku z tym prognozujemy, 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, do czego przyczyni się głównie poprawa krajowej koniunktury. Prognozowane przez nas zacieśnienie polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną w II poł. 2015 r. będzie czynnikiem ograniczającym aprecjację złotego w średnim okresie. W 2016 r. oczekujemy jego dalszego umiarkowanego umocnienia z zasięgiem 3,90 za euro na koniec roku.

## Lekko negatywny tydzień dla złotego



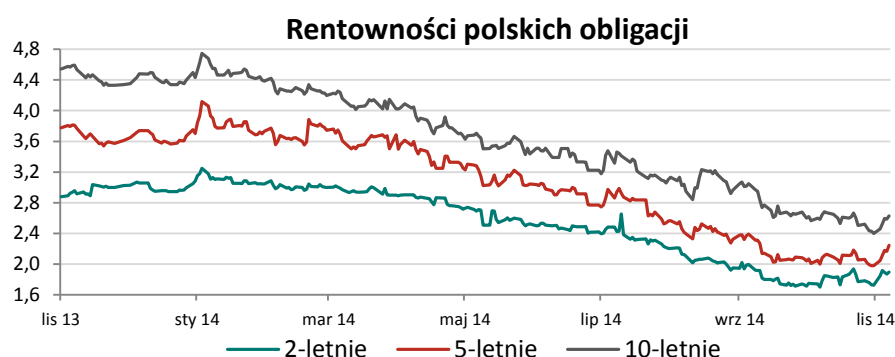
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1630 (umocnienie złotego o 0,4%).** Od poniedziałku do środy złoty zyskiwał na wartości. Jego aprecjacja została dodatkowo wzmocniona przez relatywnie jastrzębi komunikat po posiedzeniu RPP, który zmniejszył oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej w Polsce. W rezultacie w środę po konferencji po

posiedzeniu Rady kurs EURPLN spadł poniżej granicy 4,15, czyli najniższego poziomu od lipca br. W czwartek doszło do silnej, przejściowej deprecjacji złotego w reakcji na komunikat oraz wypowiedzi M. Dragiego po posiedzeniu EBC. Wbrew oczekiwaniom inwestorów M. Draghi nie zapowiedział uruchomienia programu skupu obligacji rządowych (patrz powyżej), co doprowadziło do umocnienia euro

względem dolara (wzrost kursu EURUSD o ok. 1,1%). W piątek złoty tracił na wartości, a jego deprecjacja została dodatkowo pogłębiona przez znacząco lepsze od konsensusu dane nt. zatrudnienia w USA.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie uruchomienie drugiej transzy programu TLRO. Oczekujemy, że banki pożyczą 220 mld EUR (konsensus rynkowy wynosi 145 mld EUR). W przypadku realizacji naszej prognozy, wyraźnie wyższej od oczekiwań rynku, oczekujemy nieznacznego osłabienia złotego. Wyższy popyt na finansowanie może osłabić bowiem oczekiwania rynku na dalsze łagodzenia polityki monetarnej przez EBC. Dane z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż detaliczna, indeks Uniwersytetu Michigan), dane z Chin oraz odczyt produkcji przemysłowej w strefie euro nie spotykają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynku

## Druga transza TLRO w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu **1,895** (wzrost o 19pb), obligacji 5-letnich do poziomu **2,246** (wzrost o 27pb), a obligacji 10-letnich do poziomu **2,627** (wzrost o 23pb). Liczne czynniki sygnalizujące spadek prawdopodobieństwa dalszych obniżek stóp procentowych w Polsce (lepszy od oczekiwań odczyt

indeksu PMI w polskim przetwórstwie, relatywnie jastrzębi komunikat po środowym posiedzeniu RPP) oddziaływały w pierwszej części tygodnia w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej. Czwartkowe posiedzenie EBC przyczyniło się do wzrostu zmienności cen na polskim rynku długu. Choć wbrew oczekiwaniom inwestorów w komunikacie po posiedzeniu nie znalazła się zapowiedź uruchomienia programu skupu obligacji rządowych, znaczna rewizja prognoz inflacji i PKB (patrz powyżej), zdołała zahamować spadki cen polskich obligacji. W czwartek miała miejsce również aukcja zamiany, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2015 r. i sprzedało obligacje o 5-, 10- i 11-letnich terminach zapadalności. Aukcja nie wpłynęła znacząco na ceny polskich obligacji. Piątkowe wyraźnie lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy spowodowały wzrost rentowności polskiego długu na całej długości krzywej.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie uruchomienie drugiej transzy programu TLRO w czwartek. W przypadku realizacji prognozowanego przez nas wysokiego popytu na finansowanie skuteczność programu TLRO może wzrosnąć w percepcji uczestników rynku, co będzie naszym zdaniem oddziaływać w kierunku dalszego wzrostu rentowności polskich obligacji. Dane z USA i Chin oraz piątkowy odczyt produkcji przemysłowej w strefie euro będą w naszej ocenie neutralne dla rynku.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 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	2,00	2,00	2,00
Kurs EURPLN*	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,17
Kurs USDPLN*	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,36
Kurs CHFPLN*	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,46
Inflacja CPI (r/r, %)	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,2	0,2
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,6	1,6	1,6
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,2	-1,2	-1,2
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	0,9	0,9
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	3,8	3,8
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,2	13,4	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,3	11,3
Saldo ROB (mln EUR)	-584	-652	-1100	-651	345	421	-237	-746	-681	-887	-235	-795	-795	-795
Eksport (r/r, % EUR)	3,0	11,6	8,4	7,3	9,5	4,1	9,2	5,2	6,2	-1,8	5,5	4,4	4,4	4,4
Import (r/r, % EUR)	-1,7	0,7	5,8	6,9	4,1	8,0	10,8	5,9	4,8	-1,1	5,8	3,3	3,3	3,3

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2014				2015				2014	2015	2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,4	3,5	3,3	3,0	2,6	3,0	3,3	3,6	3,3	3,1	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	2,9	3,0	3,2	3,3	2,9	3,5	3,6	3,3	3,1	3,3	3,5	
Inwestycje (% r/r)	11,2	8,7	9,9	9,0	4,8	8,1	8,5	8,5	9,5	7,9	4,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,1	4,8	3,8	3,6	2,5	3,6	6,1	6,5	4,8	4,7	7,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	7,3	9,4	7,3	8,1	3,8	5,8	7,3	9,6	8,0	6,7	6,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,8	2,0	1,7	1,9	2,1	2,1	1,7	1,8	2,0	2,1
	Inwestycje (pp.)	1,2	1,4	1,8	2,4	0,6	1,4	1,6	2,4	1,9	1,6	0,8
	Eksport netto (pp.)	0,5	-1,6	-1,6	-1,8	-0,6	-0,9	-0,4	-1,3	-1,4	-0,8	0,5
Saldo obrotów bieżących***	-1,1	-1,2	-1,2	-1,9	-1,9	-2,1	-2,0	-2,2	-1,9	-2,2	-2,5	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,0	11,5	11,6	12,1	10,9	10,5	10,8	11,6	10,8	10,2	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,2	3,5	3,5	3,3	3,3	3,3	3,5	3,4	3,6	3,4	3,7	
Inflacja CPI (%)*	0,6	0,3	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	0,3	1,0	0,0	0,3	1,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,68	2,28	2,11	2,20	2,20	2,20	2,20	2,11	2,20	2,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	
EURPLN**	4,17	4,16	4,18	4,17	4,20	4,20	4,17	4,15	4,17	4,15	3,90	
USDPLN**	3,03	3,04	3,31	3,36	3,50	3,41	3,34	3,32	3,36	3,32	3,25	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu


\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 08.12.2014r.</b>							
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Listopad	45,4	37,0	43,5	
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	1,4	-0,2	0,3	
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Grudzień	-11,9		-10,5	
<b>Wtorek 09.12.2014r.</b>							
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Październik	18,5		18,5	
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Październik	0,3		0,2	
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Październik	0,2		0,1	
<b>Środa 10.12.2014r.</b>							
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-2,2		-2,4	
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	1,6	1,5	1,6	
<b>Czwartek 11.12.2014r.</b>							
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	IV kw.	0,25	0,25	0,25	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	297		296	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	0,3	0,4	0,4	
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Październik	0,3		0,2	
<b>Piątek 12.12.2014r.</b>							
6:30	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	11,5	11,4	11,5	
6:30	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	7,7	7,5	7,5	
6:30	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Listopad	15,9	15,8	15,7	
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	III kw.	0,4			
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	0,6	0,1	0,2	
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Podaż pieniądza M3 (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>7,7</b>	<b>8,6</b>	<b>8,0</b>	
15:55	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	88,8	89,4	89,5	

\* 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.