

Jak długo potrwa spadek cen paliw?

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Ostatnie wypowiedzi niektórych członków Rady wskazują, że są oni zwolennikami kontynuowania formuły wait-and-see w polityce pieniężnej. Rynek kontraktów terminowych FRA wycenia obecnie obniżki stóp o łącznej skali 50 pb w horyzoncie pół roku. Dlatego utrzymanie status quo w polityce pieniężnej na najbliższym posiedzeniu będzie naszym zdaniem oddziaływało w kierunku lekkiego umocnienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **W czwartek uwaga rynków zwrócona będzie na publikację danych o grudniowej inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen spadła do -0,9% wobec -0,6% w listopadzie ub. r. W kierunku zmniejszenia wskaźnika inflacji oddziaływały silniejsze niż przed miesiącem spadki cen paliw i żywności, częściowo rekompensowane przez wzrost inflacji bazowej (0,5% r/r wobec 0,4% w listopadzie ub. r.). Oczekiwany przez nas zgodny z konsensusem odczyt inflacji będzie neutralny dla rynków.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa wzrosła w grudniu ub. r. o 0,1% m/m wobec 1,3% w listopadzie. Przewidujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się o 0,1% m/m w grudniu ub. r. wobec wzrostu o 0,7% w listopadzie, co było wynikiem niższej dynamiki sprzedaży w branży motoryzacyjnej i spadku cen paliw. Po wyłączeniu sprzedaży w branży motoryzacyjnej jej dynamika zmniejszyła się z 0,5% m/m w listopadzie do 0,1% w grudniu. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik Philadelphia FED spadł w styczniu br. do 22,0 pkt. wobec 24,3 pkt. w grudniu ub. r., z kolei NY Empire State wzrósł do 3,0 pkt. z -3,6 pkt. w grudniu ub. r. Ponadto wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w styczniu (93,0 pkt. wobec 93,6 pkt. w grudniu ub. r.). Oczekujemy, że sumaryczny wpływ tych publikacji na kurs złotego i ceny polskiego długu będzie pozytywny.
- **W środę poznamy dane o listopadowej produkcji przemysłowej w strefie euro, która w naszej ocenie obniżyła się o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,1% w październiku ub. r.** Głównym źródłem spadku jej dynamiki były Niemcy (-0,1% m/m wobec 0,6% w październiku ub. r.). Słaby środowowy odczyt produkcji będzie naszym zdaniem neutralny dla rynków.
- **We wtorek opublikowane zostaną dane nt. chińskiego bilansu handlu zagranicznego.** Oczekujemy, że jego saldo zmniejszyło się z 54,5 mld USD w listopadzie ub. r. do 53,4 mld USD w grudniu. Zmniejszenie nadwyżki bilansu handlowego miało miejsce mimo przywrócenie dynamiki eksportu (9,8% r/r wobec 4,7% w listopadzie) i jednocześnie silnym zwiększeniu dynamiki importu (4,1% wobec -6,7% w listopadzie). Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w Chinach nieznacznie zwiększyło się do 7,4% r/r w IV kw. ub. r. wobec 7,3% w III kw.
- **We wtorek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w listopadzie ub. r.** Oczekujemy zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących (do 314 mln EUR wobec 435 mln EUR w październiku ub. r.), będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda transferów z Unią Europejską. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z 3,2% r/r w październiku do 3,6% w listopadzie, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z 3,4% r/r do 4,9%. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla złotego i rynku długu.

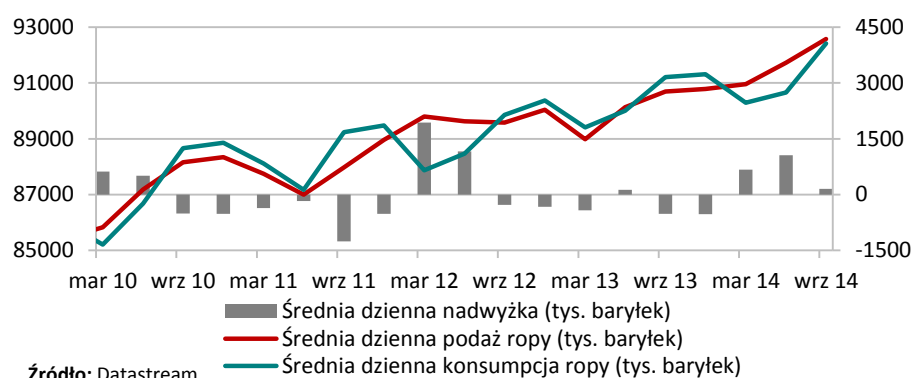
W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro obniżyła się w grudniu 2014 r. do -0,2% r/r wobec 0,3% w listopadzie.** Tym samym roczne tempo wzrostu cen w grudniu było po raz pierwszy ujemne od października 2009 r. W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu cen w największym stopniu oddziaływał silniejszy spadek cen energii (obniżył on inflację o 0,4 pp.) oraz spadek cen żywności. Prognozujemy, że spadek cen w ujęciu rocznym utrzyma się do III kw. br. Deflacja w strefie euro stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym na styczniowym posiedzeniu prezes EBC M. Draghi zapowie rozpoczęcie skupu obligacji rządowych i korporacyjnych w nieodległej perspektywie.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały Minutes z grudniowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ich treść potwierdziła zależność polityki monetarnej FED od napływających danych makroekonomicznych. W zapisie dyskusji znalazła się również informacja, iż Rezerwa Federalna w swoim nastawieniu uwzględniła mający miejsce w ostatnich miesiącach ub. r. silny spadek cen ropy. Zdaniem FED wypadkowa jego wpływu na amerykańską gospodarkę jest pozytywna (pobudzenie wzrostu gospodarczego przy tylko przejściowym negatywnym wpływie na inflację). Ze względu na przejściowy charakter jej wpływu na tempo wzrostu cen, obniżka cen ropy nie zmienia istotnie nastawienia FOMC. Kontynuacja spadku cen ropy (od grudniowego posiedzenia ceny ropy na światowych rynkach obniżyły się o ok. 12\$/baryłkę, spadek o 20%) może jednak oddziaływać w kierunku nasilenia oczekiwań rynku na późniejszy moment podwyżek stóp procentowych. W zapisie dyskusji znalazła się również informacja, że zdaniem członków FED umocnienie dolara ma ograniczony negatywny wpływ na gospodarkę. Sygnalizuje to zmianę ich nastawienia na bardziej jastrzębie, bowiem podczas październikowego posiedzenia, aprecjacja dolara budziła znacznie większy niepokój wśród członków FOMC. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej nie wcześniej niż w III kw. br.
- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w grudniu ub. r. o 252 tys. wobec 353 tys. w listopadzie (rewizja w górę z 321 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+52,0 tys.), budownictwie (+48,0 tys.) oraz oświacie i służbie zdrowia (+48,0 tys.). Duży wzrost zatrudnienia w połączeniu ze spadkiem współczynnika aktywności zawodowej (o 0,2pp. do 62,7%) spowodowały zmniejszenie stopy bezrobocia do 5,6% wobec 5,8% w listopadzie. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks ISM poza przetwórstwem, który obniżył się w grudniu do 56,2 pkt. wobec 59,3 pkt. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą zannualizowane tempo wzrostu PKB w USA wyniosło w IV kw. ub. r. 2,5% wobec 5,0% w III kw.
- **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków RPP.** A. Bratkowski odwołując się do listopadowych krajowych danych o produkcji przemysłowej wyraził swoje obawy o trwałość ożywienia gospodarczego w Polsce. Jednocześnie podtrzymał wielokrotnie wyrażaną wcześniej opinię, że widzi miejsce dla obniżek stóp procentowych przez RPP o 100 pb. Odmiennie zdanie przedstawiła A. Zielińska-Głębocka, według której formuła „wait and see” w polityce monetarnej może zostać utrzymana przez RPP również w styczniu i prawdopodobnie też w lutym. Jej zdaniem fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki są bardzo dobre, a decydująca dla przyszłych decyzji RPP będzie sytuacja gospodarcza w strefie euro. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi członków Rady nie zmieniają naszego scenariusza zakładającego utrzymanie stopy referencyjnej przez RPP na obecnym poziomie (2,00%) w 2015 r.
- **Produkcja przemysłowa w Niemczech zmniejszyła się w listopadzie 2014 r. o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,6% w październiku.** W kierunku spadku wskaźnika oddziaływała niższa produkcja w przemyśle energetycznym i budownictwie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego nadwyżka zmniejszyła się w listopadzie 2014 r. do 17,7 mld EUR wobec 20,8 mld w październiku. Dynamika eksportu

obniżyła się z -0,5% r/r w październiku do -2,1% w listopadzie, podczas gdy dynamika importu wzrosła z -3,3% do 1,7%. Prognozujemy, że tempo wzrostu niemieckiego PKB w IV kw. 2014 r. nie zmieniło się w stosunku do III kw. i wyniosło 0,1% kw/kw.

Jak długo potrwa spadek cen paliw?

Zgodnie z danymi firmy E-petrol, pomiędzy lipcem a grudniem 2014 r. cena benzyny E95 obniżyła się o 13,2%, a oleju napędowego o 11,5%. Celem poniższej analizy jest wyjaśnienie przyczyn odnotowanego w ostatnim półroczu spadku cen paliw oraz ustalenie czy ma on trwały charakter.

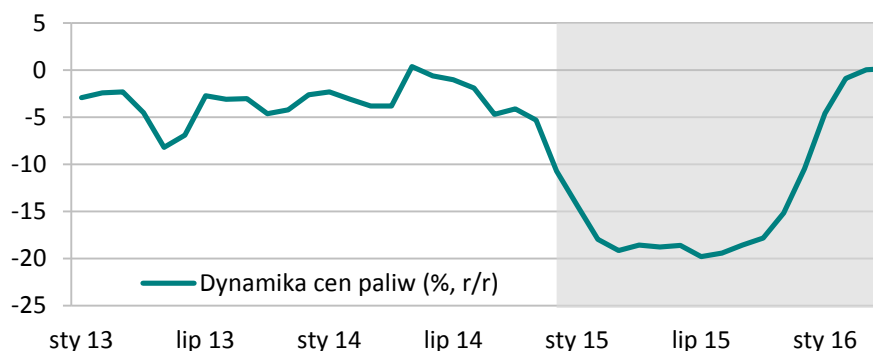


Źródło: Datastream

Po osiągniętym minimum cen ropy w czasie globalnego kryzysu finansowego (ok. 35\$/baryłkę), od 2009 r. mieliśmy do czynienia ze wzrostem cen ropy na światowych rynkach. Wynikał on ze zwiększonego popytu na ten surowiec, w szczególności ze strony Chin, przy podaży ograniczanej przez niestabilność polityczną wśród jego znaczących producentów (Irak,

Libia, Syria, Iran). Wyższe ceny ropy sprawiły, że w Stanach Zjednoczonych od 2011 r. opłacalne stało się wydobywanie ropy naftowej z łupków na masową skalę. Większa podaż ropy naftowej ze strony USA, a także relatywna stabilizacja sytuacji na Bliskim Wschodzie w ostatnim roku, w połączeniu ze spowolnieniem gospodarczym w Chinach doprowadziły do sytuacji, w której od początku zeszłego roku światowa podaż ropy zaczęła przewyższać popyt (przez pierwsze trzy kwartały 2014 r. średnio o ok. 1%). Od połowy czerwca 2014 r. odnotowano silny spadek cen ropy naftowej na światowych rynkach (cena ropy Brent spadła pomiędzy czerwcem 2014 r. a styczniem br. o ok. 57%), który był rezultatem wyżej wymienionej nadpodaży i nasilających się oczekiwań rynku na jej dalsze istotne zwiększenie w wyniku spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego.

Spadek cen ropy stał się głównym tematem spotkania krajów OPEC odpowiadających za ponad 40% światowej produkcji ropy, które odbyło się pod koniec listopada ub. r. Część producentów zrzeszonych w kartelu (m.in. Wenezuela, Iran) opowiadało się za wspólnym ograniczeniem produkcji, w celu zmniejszenia światowej podaży i zahamowania spadku cen ropy naftowej. Takiej propozycji sprzeciwiła się Arabia Saudyjska, będąca największym producentem ropy w OPEC (ok. 13% światowej produkcji). Naszym zdaniem miała ona ku temu dwa powody. Pierwszym z nich była obawa przez utratą udziału w rynku w sytuacji ograniczenia produkcji, przy jednocześnie rosnących mocach wytwórczych w USA w wyniku rewolucji łupkowej. Drugim powodem była próba osłabienia sektora łupkowego w USA. Średnia cena ropy za baryłkę, przy której wydobywanie ropy z łupków staje się nieopłacalne wynosi ok. 70\$ (cena ta różni się w zależności od złoża). Obecnie ceny ropy znajdują się istotnie poniżej tego poziomu, co oznacza, że wydobywanie ropy z łupków przy obecnych kosztach i cenie ropy w wielu przypadkach jest nieopłacalne. W przypadku Arabii Saudyjskiej niska cena ropy ma ograniczony wpływ na rentowność przemysłu wydobywczego, ponieważ koszty wydobywania w tym kraju ze względu na warunki geologiczne są najniższe na świecie (ok. 4-6\$/baryłkę). Zakładamy, że w najbliższym czasie USA nie ograniczy produkcji w istotny sposób (zahamowane zostaną nowe inwestycje, lecz bieżąca produkcja zostanie w krótkim okresie podtrzymana z akceptacją ponoszonych strat wynikających z nierentownej działalności), dlatego też nie oczekujemy znaczącego spadku podaży ropy w 2015 r. W konsekwencji oczekujemy, że przy założeniu prognozowanego przez nas spowolnienia wzrostu PKB w Chinach (7,1% w 2015 r. wobec 7,4% w 2014 r.) podaż ropy naftowej będzie nadal przewyższać zgłaszany na nią popyt. Będzie to sprzyjało utrzymywaniu niskich cen tego surowca w całym 2015 r.



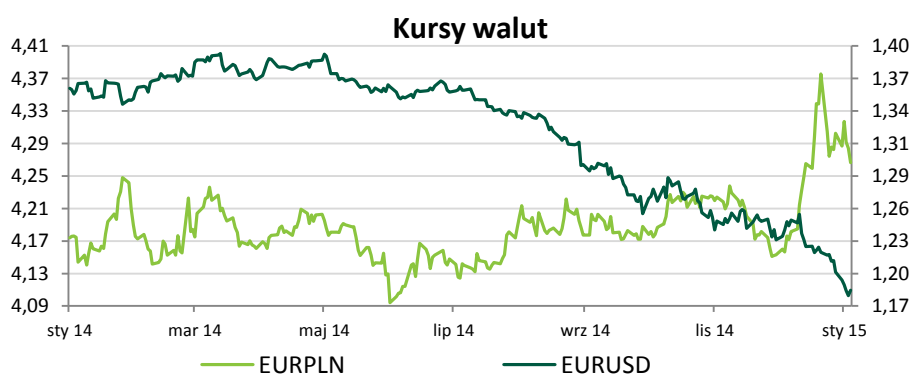
Źródło: GUS, Credit Agricole

50\$/baryłkę) w 2015 r., natomiast przyszły poziom kursu walutowego USD/PLN został przyjęty zgodnie z naszą prognozą kwartalną (por. tabela poniżej).

$$Paliwa MoM_t = 0,040 + 0,137 * Brent MoM_t + 0,187 * Brent MoM_{t-1} + 0,044 * Brent MoM_{t-2}$$

Na podstawie powyższego modelu prognozujemy, że miesięczne tempo spadku cen paliw będzie stopniowo obniżać się z ok. 5% w grudniu ub. r. do 0,3% w kwietniu br. Spadek cen paliw będzie ograniczany przez wprowadzoną na początku br. tzw. opłatę zapasową, która może podwyższyć ceny paliw o ok. 4-6 gr za litr. Dotychczas krajowi producenci paliw byli zobowiązani do utrzymywania rezerw, które zapewniają nieprzerwaną produkcję przez 76 dni. Od początku br. wystarczy, że będą posiadały rezerwę gwarantującą 68-dniową produkcję. W zamian muszą one jednak uiścić opłatę zapasową na rzecz Agencji Rezerw Materiałowych, która będzie magazynować dodatkowe zapasy surowca. Oczekujemy, że od kwietnia br. ceny paliw będą stabilne. W rezultacie roczna dynamika cen paliw obniży się z -10,7% w grudniu ub. r. do ok. -19% w okresie luty-październik br. W kolejnych miesiącach zacznie się ona ponownie zwiększać osiągając dodatnią wartość w marcu 2016 r. Oznacza to, że spadek cen paliw będzie oddziaływał w kierunku zmniejszenia rocznego wskaźnika inflacji o ok. 0,4-0,5 pp. pomiędzy grudniem ub.r. a lutym br. Tym samym, deflacja w Polsce może utrzymać się do III kw. br. Stanowi to zatem istotne ryzyko w dół dla naszej krótkoterminowej prognozy inflacji (por. tabela poniżej).

RPP oraz dane z USA pozytywne dla złotego

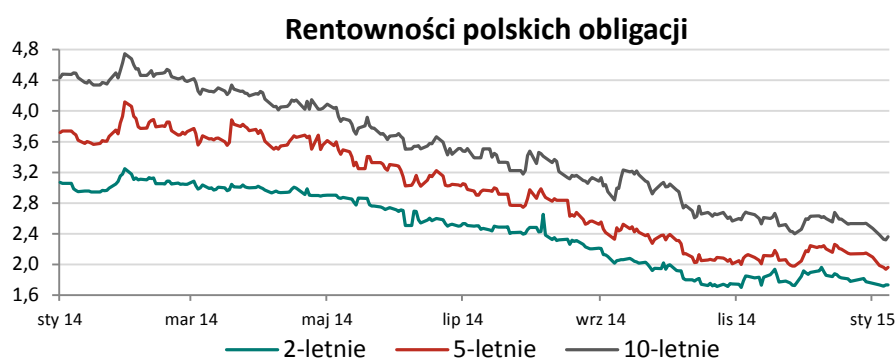


W ubiegłym tygodniu kurs EUR/PLN spadł do 4,2664 (umocnienie złotego o 0,8%). W poniedziałek i wtorek mieliśmy do czynienia z niską płynnością na rynku będącą efektem ograniczonej aktywności krajowych inwestorów ze względu na wtorkowe święto Trzech Króli. Wspomniana wyżej obniżona płynność była jedną z przyczyn

relatywnie silnego osłabienia złotego we wtorek, gdy kurs EUR/PLN przekroczył poziom 4,32, osiągając tym samym maksimum tygodniowe. W środę, wraz z powrotem krajowych inwestorów złoty zaczął zyskiwać na wartości. W kierunku jego aprecjacji oddziaływały dodatkowo czwartkowe, niższe od oczekiwań dane nt. inflacji w strefie euro, które nasiliły oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez EBC. Przez cały piątek polska waluta się umacniała, a lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy nie zdołały odwrócić tego trendu.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie środowe posiedzenie RPP. Oczekujemy, że Rada pozostawi stopy na niezmiennym poziomie, co będzie oddziaływać w kierunku lekkiego umocnienia złotego. W tym tygodniu poznamy również liczne dane z amerykańskiej gospodarki (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, indeks NY Empire State, Philadelphia FED oraz indeks Uniwersytetu Michigan), których sumaryczny wpływ na kurs złotego będzie w naszej ocenie pozytywny. Krajowe dane nt. inflacji oraz bilansu płatniczego, podobnie jak dane nt. produkcji w strefie euro i bilansu handlowego w Chinach nie spotkają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynku.

Decyzja RPP kluczowa dla rentowności obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,732 (spadek o 2pb), obligacji 5-letnich do poziomu 1,959 (spadek o 14pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,345 (spadek o 12pb). W poniedziałek rentowności polskich obligacji spadały, wspierane dodatkowo przez niższy od konsensusu rynkowego odczyt inflacji

w Niemczech, na którego podstawie można było wnioskować, że grudniowa deflacja w strefie euro może być również głębsza od oczekiwań. We wtorek z uwagi na święto Trzech Króli obroty na polskim rynku długu były wstrzymane. W środę ceny obligacji spadały, czemu sprzyjał m.in. wyższy od oczekiwań odczyt zatrudnienia w sektorze prywatnym w USA (raport ADP). W czwartek rentowności polskich obligacji obniżyły się. Czynnikiem wspierającym popyt na polski dług był niższy od oczekiwań odczyt inflacji w strefie euro, który nasilił oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez EBC. W piątek po lepszych od oczekiwań danych nt. zatrudnienia w USA rentowności wzrosły na całej krzywej dochodowości.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie środowe posiedzenie RPP. Uważamy, że RPP pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie, co będzie oddziaływało w kierunku lekkiego wzrostu rentowności polskich obligacji. Będzie on ograniczany jednak przez napływające przez cały tydzień słabe w naszej ocenie dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, indeks NY Empire State, Philadelphia FED oraz indeks Uniwersytetu Michigan). Dane nt. inflacji i bilansu płatniczego w Polsce, a także dane nt. bilansu handlowego w Chinach i produkcji przemysłowej w strefie euro będą naszym zdaniem neutralne dla cen polskiego długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	sty 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	2,00
Kurs EURPLN*	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,29
Kurs USDPLN*	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,64
Kurs CHFPLN*	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	3,57
Inflacja CPI (r/r, %)	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,5
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	5,3	5,3
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-1,9	-1,9
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	3,1	3,1
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,0	3,0
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,4	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,7	11,7
Saldo ROB (mIn EUR)	-652	-1100	-651	345	269	-161	-927	-811	-987	18	-435	-315	-315	-315
Eksport (r/r, % EUR)	11,6	8,4	7,3	9,5	5,1	10,4	5,7	6,7	-0,9	6,1	3,2	3,6	3,6	3,6
Import (r/r, % EUR)	0,7	5,8	6,9	4,1	8,9	11,8	7,5	7,2	0,1	6,1	3,4	4,9	4,9	4,9

* 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.)	1,4	1,5	1,8	2,4	0,6	1,4	1,6	2,4	1,9	1,6	0,8
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,9	-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	-1,3	-1,9	-1,9	-2,1	-2,0	-2,2	-1,9	-2,2	-2,5	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,0	11,5	11,7	12,1	10,9	10,5	10,8	11,7	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	-0,7	-0,4	-0,1	0,2	0,9	0,0	0,3	1,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,68	2,28	2,06	2,20	2,20	2,20	2,20	2,06	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	4,29	4,20	4,20	4,17	4,15	4,29	4,15	3,90	
USDPLN**	3,03	3,04	3,31	3,54	3,50	3,41	3,34	3,32	3,54	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**
Wtorek 13.01.2015r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Grudzień	54,5	53,4	49,9
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Listopad	-435	-315	-447
Środa 14.01.2015r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Styczeń	2,00	2,00	2,00
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	0,1	-0,1	0,0
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	8,4	8,6	8,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	0,7	-0,1	0,0
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Listopad	0,2	0,4	0,2
Czwartek 15.01.2015r.						
10:00	Niemcy	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	2014	1,1	1,5	1,4
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Grudzień	-0,6	-0,9	-0,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	294		
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	-3,6	3,0	5,0
16:00	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Styczeń	24,5	22,0	20,0
Piątek 16.01.2015r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	-0,2	-0,2	-0,2
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Grudzień	0,4	0,5	0,5
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Grudzień	-0,3	-0,4	-0,4
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Grudzień	0,1	0,1	0,1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	1,3	0,1	0,0
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Grudzień	80,1	80,0	80,0
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	93,6	93,0	94,1

* 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.