

## W tym tygodniu

- **Dziś poznamy krajowe dane o marcowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zwiększyła się do 8,3% r/r wobec 4,9% w lutym, do czego przyczynił się głównie statystyczny efekt związany z korzystną różnicą w liczbie dni roboczych. Oczekujemy, że nominalna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła w marcu do 1,6% r/r wobec -1,3% w lutym, co spowodowane było m.in. oddziaływaniem efektu statystycznego związanego z wcześniejszą datą Świąt Wielkanocnych. Oczekujemy, że sumaryczny wpływ tych publikacji będzie lekko pozytywny dla kursu złotego i negatywny dla rynku długu.
- **W czwartek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację wstępnych, kwietniowych wskaźników koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w kwietniu do 54,8 pkt. wobec 54,0 pkt. w marcu, potwierdzając szeroki zakres geograficzny i sektorowy ożywienia gospodarczego w obszarze wspólnej waluty. Poprawa koniunktury zostanie naszym zdaniem odnotowana zarówno we Francji jak i w Niemczech, jednocześnie w przetwórstwie i sektorze usług. Na poprawę nastrojów w Niemczech najprawdopodobniej wskażą również wtorkowy odczyt kwietniowego indeksu ZEW (wzrost do 55,5 pkt. wobec 54,8 pkt. w marcu) oraz piątkowa publikacja kwietniowego indeksu Ifo (wzrost do 108,7 pkt. z 107,9 pkt. w marcu). Publikacje wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach mogą być lekko negatywne dla złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z USA.** W piątek poznamy wstępny odczyt dynamiki zamówień na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie zwiększyły się w marcu o 0,6% m/m wobec spadku o 1,4% w lutym (ustąpienie efektu wysokiej bazy). W tym tygodniu napłyną również dane z rynku nieruchomości USA. Oczekujemy, że sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się w marcu do 5,01 mln wobec 4,88 mln w lutym, a sprzedaż nowych domów spadła z 539 tys. w lutym do 519 tys. w marcu. Oczekujemy, że publikacje danych z USA nie spotkają się ze znaczącą reakcją rynku.
- **W czwartek poznamy wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa.** W naszej ocenie zwiększył się on w kwietniu do 49,9 pkt. wobec 49,6 pkt. w marcu. W kierunku poprawy koniunktury oddziaływało naszym zdaniem rozluźnienie polityki pieniężnej przez Ludowy Bank Chin w I kw. Uważamy, że odczyt ten nie spotka się ze znaczącą reakcją rynków.

## W zeszłym tygodniu

- **PKB w Chinach wzrósł w I kw. o 7,0% r/r wobec 7,3% w IV kw. ub. r., co było jednocześnie jego najniższym rocznym tempem wzrostu od I kw. 2009 r.** Struktura wzrostu PKB nie jest jeszcze znana, jednak można wnioskować, że spowolnienie w Chinach miało szeroki zakres. Średnioterminowe perspektywy gospodarcze Chin oraz perspektywy polskiego eksportu do Chin zostały szczegółowo omówione poniżej.
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na kwietniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** Uzasadniając swoją decyzję Rada podkreśliła, że dokonane w marcu dostosowanie polityki pieniężnej przy utrzymującym się stabilnym wzroście gospodarczym, oczekiwanej poprawie koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. M. Belka na konferencji po posiedzeniu konsekwentnie uchylał się od komentowania odnotowanego w ostatnich tygodniach nasilenia tendencji do umocnienia kursu złotego. Stwierdził on również, że perspektywa podwyżki stóp jest obecnie daleka, z kolei uzasadnieniem dla rozważania powrotu do cyklu łagodzenia polityki pieniężnej mogłoby być jedynie znaczące osłabienie aktywności gospodarczej (por. MAKROpuls z 15.04.2015). Treść komunikatu po posiedzeniu RPP oraz wypowiedzi M. Belki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z

którym RPP utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie do listopada 2016 r.

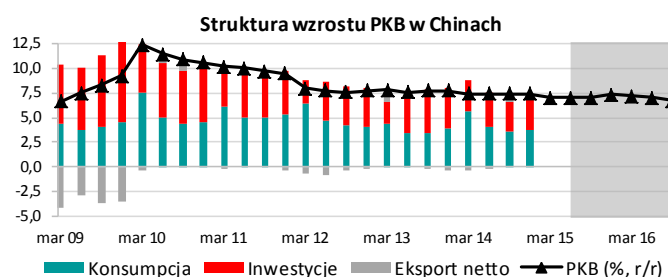
- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Na konferencji po posiedzeniu prezes EBC M. Draghi podtrzymał deklarację Rady Prezesów, iż Rozszerzony Program Skupu Aktywów będzie kontynuowany w skali 60 mld EUR miesięcznie do września 2016 r. i nie przewiduje on obecnie jego wcześniejszego zakończenia mimo poprawiających się warunków makroekonomicznych. M. Draghi odniósł się także do obaw uczestników rynku, iż zasób papierów wartościowych spełniających parametry programu jest niewystarczający mówiąc, że EBC jest elastyczny i ewentualne wystąpienie niedoborów może skutkować modyfikacją kryteriów programu. Ponadto M. Draghi potwierdził, że stopa depozytowa nie zostanie obniżona poniżej obecnego poziomu (-0,2%). Oczekujemy, że Rozszerzony Program Skupu Aktywów będzie w najbliższych kwartałach czynnikiem pobudzającym wzrost w strefie euro. W rezultacie prognozujemy, że PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększy się w br. o 1,6% wobec 0,9% w ub. r.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Sprzedaż detaliczna zwiększyła się w marcu o 0,9 m/m wobec spadku 0,5% w lutym. Po wyłączeniu sprzedaży samochodów zwiększyła się ona 0,4% m/m wobec stabilizacji w lutym. Wzrost miesięcznej dynamiki sprzedaży detalicznej był wynikiem wyższego tempa wzrostu sprzedaży w branży motoryzacyjnej oraz efektu wcześniejszych Świąt Wielkanocnych. Spadek odnotowała z kolei produkcja przemysłowa, która w ujęciu miesięcznym zmniejszyła się o 0,6% wobec wzrostu o 0,1% w lutym. W kierunku obniżenia dynamiki produkcji przemysłowej oddziaływał spadek tempa wzrostu produkcji w kategoriach „górnictwo” i „media”. Jednocześnie zmniejszeniu uległo wykorzystanie mocy wytwórczych w przemyśle, które wyniosło 78,4% wobec 79,0% w lutym. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba pozwoleń na budowę zmniejszyła się w marcu do 1039 tys. wobec 1102 tys. w lutym, podczas gdy liczba rozpoczętych budów wzrosła do 926 tys. wobec 908 tys. w lutym, wskazując na nierówne ożywienie na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także liczne wyniki badań koniunktury. Mieszane sygnały napłynęły z przetwórstwa, gdzie indeks NY Empire State zmniejszył się w kwietniu do -1,19 pkt. wobec 6,9 pkt w marcu, podczas gdy indeks Philadelphia FED wzrósł do 7,5 pkt. wobec 5,0 pkt. w marcu. Na poprawę koniunktury konsumenckiej wskazał natomiast indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się do 95,9 pkt. wobec 93,0 pkt. w marcu. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w I kw. br. do 1,2% wobec 2,4%.
- **Inflacja CPI w Polsce wzrosła w marcu do -1,5% r/r wobec -1,6% w lutym.** Do zwiększenia inflacji przyczynił się głównie odnotowany w marcu wzrost rocznej dynamiki cen paliw. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast spadek inflacji bazowej do 0,2% r/r wobec 0,4% w lutym, do którego w znacznym stopniu przyczyniło się obniżenie opłat za telewizję kablową i satelitarną (por. MAKROpuls z 15.04.2015). Naszym zdaniem odnotowane w marcu zwiększenie rocznego wskaźnika inflacji oznacza odwrócenie trendu spadkowego dla dynamiki cen obserwowanego od września 2013 r. Prognozujemy, że począwszy od II kw. br. roczny wskaźnik wzrostu cen będzie stopniowo wzrastać osiągając dodatni poziom (0,6% r/r) w IV kw., w kierunku czego oddziaływać będzie zwiększenie dynamiki cen żywności oraz paliw. Czynnikiem ryzyka w dół dla naszej krótkoterminowej prognozy inflacji jest obserwowane od początku br. umocnienie kursu złotego.
- **W lutym już drugi miesiąc z rzędu odnotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w Polsce, która wyniosła 116 mln EUR wobec 37 mln EUR w styczniu.** Przyczyną zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących była silna poprawa salda dochodów pierwotnych (o 613 mln wyższe niż w styczniu), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało pogorszenie sald dochodów wtórnych i obrotów towarowych (odpowiednio o 395 mln EUR i 154 mln EUR niższe niż w styczniu). Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się do 10,7% r/r wobec 5,2% w

styczniu, podczas gdy import zwiększył się do 3,7% r/r wobec -1,3% w styczniu. Oczekujemy, iż w najbliższych kwartałach prognozowane przez nas ożywienie gospodarcze w obszarze wspólnej waluty, w szczególności w Niemczech, będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia dynamiki polskiego eksportu. Lutowe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w I kw. br. nastąpi nieznaczna poprawa salda obrotów bieżących w relacji do PKB (skumulowana wartość za 4 kwartały).

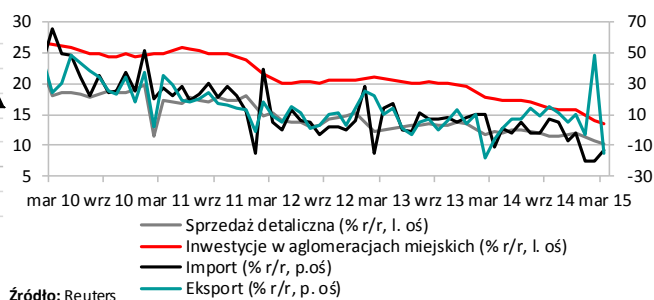
**Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wzrosła w marcu do 4,9% r/r wobec 3,2% w lutym.** Przyczyną znaczącego zwiększenia dynamiki płac były najprawdopodobniej większe niż przed rokiem wypłaty zmiennych składników wynagrodzenia w branżach należących do przetwórstwa przemysłowego i w dziale "górnictwo i kopalnictwo" (por. MAKROpuls z 17.04.2015). W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach wzrosły w marcu o 6,5% r/r (najszybciej od lipca 2008 r.) wobec 5,0% w lutym. Oczekujemy, że w kwietniu roczna nominalna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wyraźnie spowolni, do czego w znacznym stopniu przyczyni się wygaśnięcie wspomnianego wyżej efektu wypłat zmiennych składników wynagrodzenia. Jednocześnie dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 1,1% r/r w marcu wobec 1,2% w lutym. W efekcie średnia dynamika realnego funduszu płac w I kw. br. wzrosła do 6,3% r/r wobec 5,2% w IV kw. 2014 r. Dane stanowią zatem silne wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji wzrośnie z 3,0% r/r w IV kw. ub. r. do 3,6% w I kw. br.

## Miękkie lądowanie chińskiego smoka

Dane z realnej sfery gospodarki oraz wyniki badań koniunktury napływające w ciągu ostatnich miesięcy wskazywały na spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach. Istotną kwestią pozostaje odpowiedź na pytanie czy spowolnienie w Chinach będzie miało łagodny przebieg (tzw. „miękkie lądowanie”), czy też nastąpi gwałtowne załamanie wzrostu gospodarczego.



Źródło: Reuters, Credit Agricole



Źródło: Reuters

Dane o PKB za I kw. potwierdziły tendencje sygnalizowane przez indeksy koniunktury i wskazały na spowolnienie wzrostu gospodarczego do 7,0% r/r z 7,3% w IV kw. ub. r., co było jednocześnie najniższym rocznym tempem wzrostu od I kw. 2009 r. Struktura wzrostu PKB nie jest jeszcze znana, jednak można wnioskować, że spowolnienie w Chinach miało szeroki zakres. Przeciętna dynamika sprzedaży detalicznej w okresie styczeń-marzec obniżyła się do 10,5% r/r wobec 11,7% w IV kw. ub. r., a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich zmniejszyła się do 13,7% z 15,8%. Sygnalizuje to, że źródłem spowolnienia był zarówno wolniejszy wzrost inwestycji, jak i konsumpcji. Z kolei w I kw. nastąpił spadek nominalnej dynamiki importu (do -17,7% r/r z -1,5% w IV kw. ub. r.) i jednocześnie zwiększenie dynamiki eksportu do 10,0% r/r z 8,7%). Odczyty te sugerują, że w I kw. wkład eksportu netto był jedynym czynnikiem dynamizującym wzrost PKB.

Skala spowolnienia wzrostu gospodarczego jest jeszcze bardziej wyraźna w przypadku sezonowo wyrównanej kwartalnej dynamiki PKB – spadek do 1,3% wobec 1,5% w IV kw. Zakładając, że w kolejnych

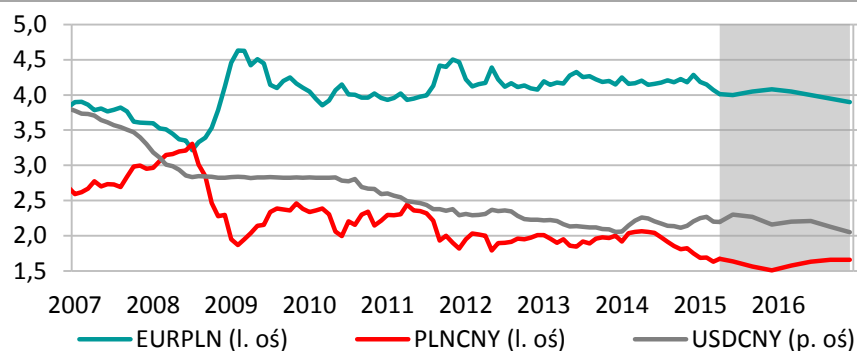
kwartałach br. tempo wzrostu gospodarczego utrzymałoby się na niezmiennym poziomie, PKB Chin w 2015 r. zwiększyłoby się o 5,3% wobec 7,4% w 2014 r. Oznacza to znaczące przestrzelenie w dół celu dla tempa wzrostu PKB ustalonego przez rząd (7,0%). Dlatego uważamy, że władze zdecydują się na jednoczesne rozluźnienie polityki fiskalnej i pieniężnej w celu niedopuszczenia do silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

W ubiegłym tygodniu premier Chin, Li Keqiang powiedział, że gospodarka znajduje się obecnie w trudnej sytuacji – „czasie przekształcenia” – gdy „tradycyjne silniki wzrostu” osłabły, a jednocześnie nowe źródła wzrostu nie generują jeszcze wystarczającego ożywienia. Ponadto zwrócił uwagę na rosnące nierównowagi pomiędzy tempem rozwoju w różnych regionach kraju. Premier dodał, że planuje zmniejszać te nierównowagi oraz oddziaływać w kierunku przyspieszenia wzrostu gospodarczego poprzez zastosowanie różnorodnych instrumentów polityki fiskalnej i gospodarczej. Wśród takich narzędzi wymienił on wsparcie nowoczesnych gałęzi przemysłu i usług poprzez ulgi podatkowe oraz zwiększenie elastyczności rynków (zmniejszenie regulacji). Dodatkowo planowane są również zwiększenie inwestycji publicznych oraz (bliżej niesprecyzowane) reformy w przemyśle. Oczekujemy, że rozluźnienie polityki fiskalnej spowoduje wzrost deficytu finansów publicznych w relacji do PKB z 3,1% w 2014 r. do 4,1% w 2015 r.

Naszym zdaniem wsparcie ze strony rządu nie ograniczy się jedynie do luzowania polityki fiskalnej. Ostatnie wypowiedzi Z. Xiaochuan, prezesa Ludowego Banku Chin (LBC) wskazują na zmianę nastawienia przedstawicieli banku centralnego na bardziej gołębie. W ostatnim czasie zaznaczył on, że LBC powinien uważnie obserwować ryzyko deflacji oraz dodał, że wciąż istnieje przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w Chinach. Uważamy, że odnotowany w I kw. ujemny deflator PKB wskazujący na nasilenie tendencji deflacyjnych oraz mające szeroki zakres spowolnienie wzrostu gospodarczego skłonią LBC do dalszego złagodzenia polityki pieniężnej w br. Nasz scenariusz bazowy zakłada dwie obniżki stopy rezerwy obowiązkowej po 50 pb w II kw. i III kw. oraz obniżkę benchmarkowych stóp procentowych (depozytowej i kredytowej) o 25 pb w II kw. Poprzez rozluźnienie polityki pieniężnej PBoC chce, w wyniku zwiększenia akcji kredytowej, pobudzić popyt krajowy (bez preferencji wybranych segmentów kredytu) przy jednoczesnej akceptacji negatywnych konsekwencji płynących z takiego działania (np. dalsze pompowanie bańki na rynku nieruchomości).

Jednoczesne rozluźnienie polityki fiskalnej i pieniężnej w najbliższych miesiącach przyczyni się naszym zdaniem do nieznacznego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach br. Prognozujemy, że w całym 2015 r. tempo wzrostu gospodarczego wyniesie średniorocznie 7,1%. Tym samym spowolnienie w Chinach będzie miało łagodny przebieg. Oczekujemy, że w 2016 r. nastąpi „miękkie lądowanie” gospodarki chińskiej – dynamika PKB zmniejszy się do 6,9% (por. wykres). Brak gwałtownego załamania wzrostu gospodarczego będzie miał pośrednio umiarkowany pozytywny wpływ na postępujące ożywienie w Polsce. Od dynamiki PKB w Chinach zależy bowiem sytuacja gospodarcza głównych partnerów handlowych Polski (w tym Niemiec). Jednocześnie uważamy, że głoszona w ciągu ostatnich kwartałów przez rząd planowana zmiana modelu gospodarczego w Chinach (odejście od inwestycji w kierunku konsumpcji jako głównego czynnika wzrostu) nie zakończy się powodzeniem. Uważamy, że w latach 2015-2016 struktura wzrostu PKB nie ulegnie wyraźnym zmianom.

### Miękkie lądowanie chińskiego smoka



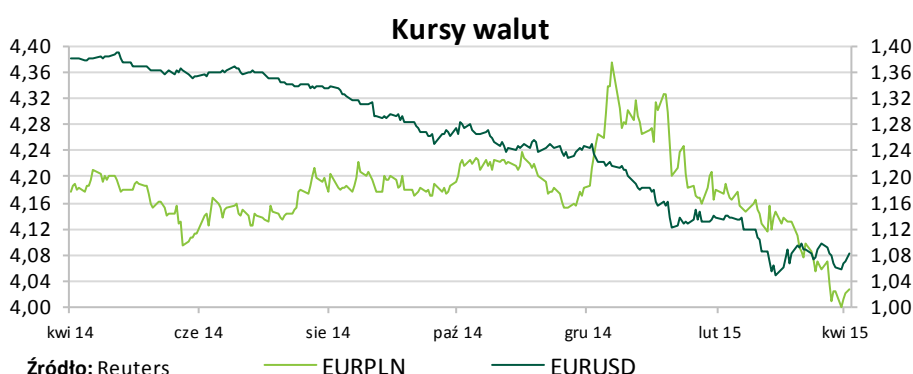
Źródło: Reuters

W ocenie wpływu warunków makroekonomicznych w Chinach na sytuację w Polsce trzeba uwzględnić kształtowanie się kursu złotego względem juana. Kurs PLNCNY jest wypadkową dwóch czynników: polityki kursowej LBC (mającej wpływ na kurs USDCNY) oraz kształtowania się kursu USDPLN. Oczekujemy, że ze względu na obserwowane lekkie

spowolnienie wzrostu gospodarczego i spodziewane łagodzenie polityki pieniężnej przez LBC kurs USDCNY wzrośnie z obecnego poziomu 6,20 do 6,30 na koniec czerwca br. i ustabilizuje się na takim poziomie do końca III kw. br. Następnie, zakładając stabilizację tempa wzrostu gospodarczego w Chinach oczekujemy lekkiego umocnienia juana z zasięgiem 6,05 za dolara na koniec 2016 r. Biorąc pod uwagę naszą prognozę kursu USDPLN (por. tabela kwartalna) prognozujemy umocnienie juana wobec złotego do końca br. (spadek kursu PLNCNY z obecnego poziomu 1,66 do 1,51 na koniec br.), a następnie ponowne jego osłabienie (kurs PLNCNY równy 1,66 na koniec 2016 r.), wynikające z silniejszej aprecjacji kursu złotego niż juana względem dolara.

Chiny są odbiorcą tylko 1,0% eksportu z Polski, więc „miękkie lądowanie” gospodarki chińskiej będzie miało ograniczony wpływ na tempo wzrostu PKB w Polsce. Spowolnienie w Chinach może jednak w różnym stopniu wpłynąć na sytuację przedsiębiorstw eksportujących swoje towary do Chin. Zarysowane przez nas powyżej zmiany w warunkach gospodarczych w Chinach będą miały lekko negatywny wpływ na sytuację polskich przedsiębiorstw produkujących na potrzeby chińskiego przemysłu. Będą one jednocześnie neutralne dla firm eksportujących towary konsumpcyjne i dobra pośrednie wykorzystywane przy ich produkcji. Jednocześnie oczekiwane przez nas lekkie umocnienie juana wobec złotego będzie zwiększało opłacalność polskiego eksportu w br., podczas gdy w 2016 r. wzrost kursu PLNCNY nieznacznie pogorszy jego konkurencyjność.

### Publikacja danych o marcowej produkcji może umocnić złotego



Źródło: Reuters

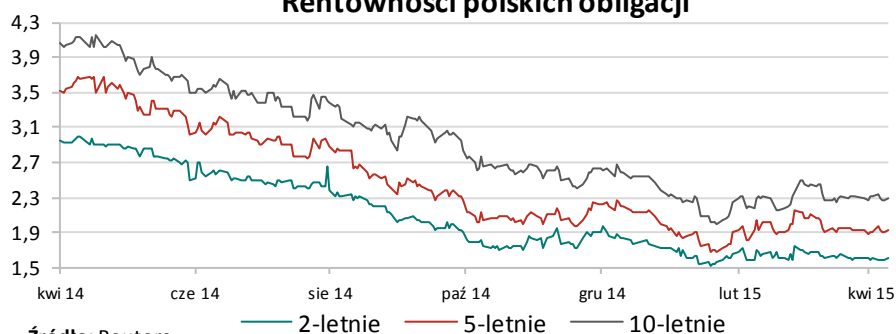
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,0255 (osłabienie złotego o 0,1%). W poniedziałek mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotego, a w kierunku jego aprecjacji oddziaływały lepsze od oczekiwań dane nt. bilansu płatniczego w Polsce. We wtorek rano kurs EURPLN spadł przejściowo poniżej poziomu 4,00, jednakże w dalszej części dnia znalazł się w łagodnym trendzie deprecyjnym, który

potrwał do końca tygodnia. W czwartek i piątek zmienność złotego znacząco wzrosła i naszym zdaniem nie była ona związana z wydarzeniami makroekonomicznymi. Uważamy, że wynikała ona z dostosowania struktury portfela przez inwestorów. Wsparcie dla naszej oceny stanowi fakt, iż podobna zmienność została odnotowana w przypadku innych kursów walut rynków wschodzących takich jak meksykańskie peso, turecka lira, południowoafrykański rand, koreański won, tajwański dolar oraz filipińskie peso.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla złotego będą publikacje kwietniowych wyników badań koniunktury dla najważniejszych europejskich gospodarek (PMI, ZEW, Ifo). Oczekujemy, że wskażą one na poprawę koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, dlatego ich sumaryczny wpływ może być lekko negatywny dla złotego. Z kolei lekko pozytywne dla złotego mogą być w naszej ocenie również dzisiejsze krajowe odczyty (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna). Dane z amerykańskiej gospodarki (zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów), a także wstępny indeks PMI dla chińskiego przetwórstwa nie wywołają naszym zdaniem znaczącej reakcji rynku.

## Dane o koniunkturze w polskim przetwórstwie kluczowe dla rynku długu

Rentowności polskich obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,602 (spadek o 1pb), obligacji 5-letnich wzrosły do poziomu 1,928 (wzrost o 1pb), a obligacji 10-letnich spadły do poziomu 2,296 (spadek o 2pb). Od poniedziałku do środy mieliśmy do czynienia ze spadkiem rentowności polskich obligacji w ślad za niemieckimi obligacjami,

widocznym przede wszystkim na środkowym odcinku i długim końcu krzywej. W czwartek rozpoczęła się nieznaczna korekta, która potrwiała do końca tygodnia. Krajowe odczyty (bilans płatniczy, inflacja, zatrudnienie i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw) nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą wyniki badań koniunktury w strefie euro oraz Niemczech (PMI, ZEW, Ifo). W przypadku realizacji naszej prognozy mogą oddziaływać one w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. Dzisiejsze krajowe dane (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna), dane z USA (zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów), a także wstępny indeks PMI dla chińskiego przetwórstwa będą w naszej ocenie neutralne dla polskich obligacji.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,18	4,15	4,07	<b>4,03</b>
Kurs USDPLN*	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,71	3,80	<b>3,77</b>
Kurs CHFPLN*	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	4,03	3,88	3,90	<b>3,88</b>
Inflacja CPI (r/r, %)	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	4,9	<b>8,3</b>	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,7	<b>-2,6</b>	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	<b>1,6</b>	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	<b>11,6</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	345	269	-161	-927	-729	-1063	12	-371	-181	-1414	37	116		
Eksport (r/r, %, EUR)	9,5	5,1	10,4	5,7	6,4	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	5,2	10,7		
Import (r/r, %, EUR)	4,1	8,9	11,8	7,5	7,7	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-1,3	3,7		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2014	2015	2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,9	3,2	3,5	3,8	3,2	3,4	3,1	3,1	3,4	3,4	3,2	
Konsumpcja (% r/r)	3,6	3,7	3,7	3,1	3,3	3,4	3,6	2,9	3,1	3,5	3,3	
Inwestycje (% r/r)	7,4	7,3	7,6	7,7	5,8	5,2	5,2	5,6	9,2	7,5	5,5	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,2	6,6	7,2	7,3	5,5	5,6	6,2	6,6	5,7	7,1	6,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	10,4	8,3	9,3	9,0	8,2	8,6	8,3	8,2	9,1	9,2	8,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,3	2,3	2,3	1,6	2,1	2,1	2,1	1,5	1,8	2,1	1,9
	Inwestycje (pp.)	1,0	1,3	1,4	2,1	0,8	0,9	1,0	1,6	1,7	1,5	1,1
	Eksport netto (pp.)	-1,4	-0,7	-0,9	-0,7	-1,2	-1,4	-0,9	-0,6	-1,4	-0,9	-1,0
Saldo obrotów bieżących***	-1,1	-1,1	-1,1	-1,5	-1,9	-2,2	-2,4	-2,4	-1,4	-1,5	-2,4	
Stopa bezrobocia (%)**	11,6	10,6	10,2	10,7	11,4	10,3	9,8	10,3	11,5	10,7	10,3	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,4	3,2	3,5	3,2	3,8	3,7	3,7	3,2	3,6	3,3	3,6	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,5	-0,2	0,6	1,6	1,4	1,3	1,3	0,0	-0,4	1,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,82	1,98	2,06	1,65	1,98	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	1,50	1,75	
EURPLN**	4,07	4,00	4,05	4,08	4,05	4,00	3,95	3,90	4,29	4,08	3,90	
USDPLN**	3,79	3,85	4,01	4,08	3,93	3,81	3,69	3,64	3,54	4,08	3,64	

\*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 20.04.2015r.</b>							
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Marzec	-2,7	-2,6	-2,5	
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Marzec	4,9	8,3	7,2	
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Marzec	-1,3	1,6	1,5	
<b>Wtorek 21.04.2015r.</b>							
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Kwiecień	54,8	55,5	55,5	
<b>Środa 22.04.2015r.</b>							
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Marzec	4,9	5,01	5,1	
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Kwiecień	-3,7		-3,0	
<b>Czwartek 23.04.2015r.</b>							
3:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	49,6	49,9		
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Kwiecień	52,8	53,6	53,0	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Kwiecień	54,2	54,8	54,5	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Kwiecień	52,2	53,0	52,6	
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Kwiecień	54,0	54,8	54,4	
14:00	Polska	<b>Minutes z posiedzenia RPP</b>	<b>Kwiecień</b>				
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	294			
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Marzec	539	519	518	
<b>Piątek 24.04.2015r.</b>							
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Kwiecień	107,9	108,7	108,4	
10:00	Polska	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Marzec</b>	<b>12,0</b>	<b>11,6</b>	<b>11,7</b>	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Marzec	-1,4	0,6	0,6	

\* 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