

Czy FED ponownie wstrząśnie kursem złotego?

W tym tygodniu

- **Najważniejszymi wydarzeniami tego tygodnia będą publikacje krajowych danych o październikowej inflacji (w czwartek) i wzroście PKB w III kw. (w piątek).** Oczekujemy, że roczna dynamika cen spadła do -0,4% r/r wobec -0,3% we wrześniu. W kierunku pogłębienia deflacji oddziaływał spadek inflacji bazowej (0,4% r/r wobec 0,7% we wrześniu). Prognozujemy, że wstępny odczyt PKB wskaże na spowolnienie wzrostu gospodarczego w III kw. (2,7% r/r wobec 3,3% w II kw.). Niższy wzrost gospodarczy był efektem zmniejszenia wkładu zapasów oraz niższej dynamiki inwestycji. W przypadku realizacji naszej prognozy spadku inflacji oraz spowolnienia wzrostu gospodarczego, oczekiwania rynków na kolejne obniżki stóp procentowych przez RPP mogą się nasilić, co będzie oddziaływało w kierunku osłabienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji.
- **W piątek opublikowane zostaną wstępne odczyty PKB w najważniejszych gospodarkach Europy.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro w III kw. wzrosła do 0,1% z 0,0% w II kw. (0,7% r/r w II kw. i III kw.). W Niemczech tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło się najprawdopodobniej do -0,1% kw/kw z -0,2% II kw. co oznacza, że Niemcy znalazły się w technicznej recesji (spadek PKB w dwóch kolejnych kwartałach). Z kolei we Francji prognozujemy przyspieszenie wzrostu gospodarczego do 0,2% kw/kw w III kw. z 0,0% w II kw. W świetle październikowych wskaźników koniunktury oczekujemy, że ożywienie w obszarze wspólnej waluty będzie kontynuowane w IV kw. br. Publikacja danych o PKB w strefie euro nie będzie miała istotnego wpływu na złotego i rynek długu.
- **W tym tygodniu poznamy dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,1% m/m w październiku wobec spadku o 0,3% we wrześniu, co było wynikiem wyższej sprzedaży w branży motoryzacyjnej. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast spadek cen paliw. Po wyłączeniu sprzedaży w branży motoryzacyjnej jej dynamika wyniosła 0,0% m/m wobec -0,2% we wrześniu. Ponadto wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w listopadzie (86,5 pkt. wobec 86,9 pkt. w październiku). Umiarkowanie pozytywne odczyty z USA będą naszym zdaniem neutralne dla złotego i rynku długu.
- **W czwartek opublikowane zostaną liczne dane z Chin.** Oczekujemy, że dynamiki sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich nieznacznie obniżyły się w październiku. Jednocześnie uważamy, że ukształtują się one na niższym od oczekiwań rynkowych poziomie, co będzie lekko negatywne dla złotego.
- **W czwartek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego we wrześniu.** Oczekujemy zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących (do 400 mln EUR wobec 986 mln EUR w sierpniu), będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda obrotów towarowych. Oczekujemy, że dynamika eksportu wzrosła z -1,8% r/r w sierpniu do 4,4% we wrześniu, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z -1,1% r/r do 5,4%. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla złotego i rynku długu.

W zeszłym tygodniu

- **Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na 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 październikowa obniżka stóp procentowych oraz przejściowy charakter spowolnienia gospodarczego ograniczają ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie

(MAKROpuls z 05.11.2014). Rada nie wykluczyła dalszych obniżek stóp procentowych w sytuacji gdy napływające informacje będą wskazywały na zwiększenie się ryzyka pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego. Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu opublikowane zostały także wyniki listopadowej projekcji inflacji. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami przewidywane w listopadowej projekcji zarówno tempo wzrostu gospodarczego, jak i ścieżka oczekiwanej inflacji w latach 2014-2016 zostały istotnie zrewidowane w dół wobec scenariusza przedstawionego w projekcji lipcowej. W listopadowej projekcji roczne tempo wzrostu cen nie osiąga celu inflacyjnego RPP (2,5%) w horyzoncie prognozy, a w 2016 r. będzie kształtowało się blisko dolnej granicy odchyień (1,5%). Uważamy, że Rada utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych do końca 2015 r.

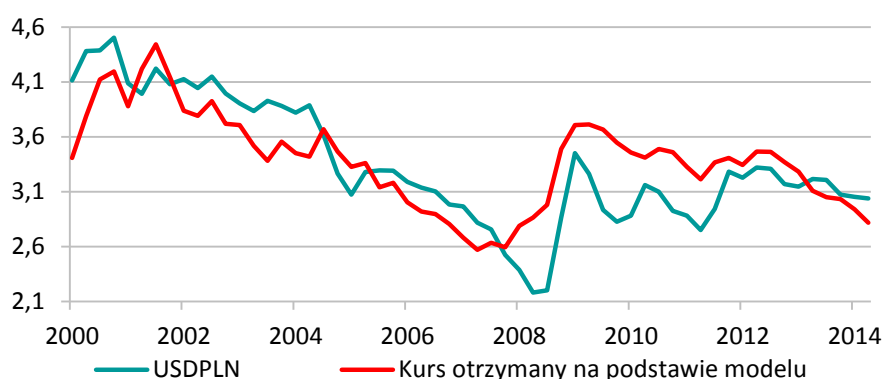
- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w październiku o 214 tys. wobec 256 tys. we wrześniu (rewizja w górę z 248 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w turystyce i rekreacji (+52,0 tys.), oświacie i służbie zdrowia (+41,0 tys.) oraz usługach biznesowych (+37,0 tys.). Jedynym działem, w którym zredukowano zatrudnienie były usługi informacyjne (-4,0 tys.). Stopa bezrobocia spadła w październiku do 5,8% wobec 5,9% we wrześniu, co przy jednoczesnym nieznacznym wzroście współczynnika aktywności zawodowej (62,8% wobec 62,7% we wrześniu), świadczy o poprawiającej się sytuacji na amerykańskim rynku pracy. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również indeksy ISM dla amerykańskiego przetwórstwa oraz usług. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w październiku do 59,0 pkt. wobec 56,6 pkt. we wrześniu. W kierunku poprawy wskaźnika oddziaływało zwiększenie wszystkich jego składowych. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost subindeksu nowych zamówień, który sygnalizuje trwałość poprawy koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Spadek odnotował natomiast indeks ISM w usługach, który wyniósł w październiku 57,1 pkt. wobec 58,6 pkt. we wrześniu. Optymistycznym sygnałem płynącym z danych o nastrojach w usługach jest szósty z rzędu wzrost składowej dotyczącej zatrudnienia, która ukształtowała się w październiku na najwyższym poziomie od sierpnia 2005 r. Dane z amerykańskiego rynku pracy, a także wyniki badań koniunktury w amerykańskim przetwórstwie oraz usługach stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w lipcu 2015 r. FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej.
- **Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) wzrósł w październiku do 51,2 pkt. wobec 49,0 pkt. we wrześniu.** Przekroczył on tym samym granicę 50 pkt., oddzielającą wzrost od spadku aktywności, poniżej której znajdował się od lipca br. Czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia wskaźnika był wzrost składowej dla bieżącej produkcji do 52,0 pkt. wobec 48,6 pkt. we wrześniu. Struktura indeksu wskazuje na wzrost popytu krajowego przy stabilizacji zamówień zagranicznych. Październikowy odczyt indeksu PMI w polskim przetwórstwie stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w IV kw. (2,2% r/r wobec 2,7% w III kw.)
- **W ubiegłym tygodniu odbyły się częściowe wybory do Senatu USA, w których Amerykanie wybierali 36 senatorów.** Zgodnie ze wstępnymi wynikami wybory wygrali Republikanie, co daje im przynajmniej 52 na 100 miejsc w Senacie. Oznacza to, że Demokraci utracili większość w Senacie, co może ograniczyć inicjatywę ustawodawczą prezydentowi B. Obamie w ostatnich dwóch latach jego kadencji. Choć wynik wyborów był zgodny z przeprowadzanymi wcześniej sondażami, inwestorzy zareagowali na niego zwiększonym popytem na dolara, co przyczyniło się do jego umocnienia względem euro (kurs EURUSD spadł o ok. 0,7%).
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, na ubiegłotygodniowym posiedzeniu EBC pozostawił główną stopę procentową na niezmiennym poziomie (0,05%).** Mimo, że EBC nie wprowadził żadnych zmian w polityce monetarnej, w istotny sposób zmodyfikował on swój komunikat po posiedzeniu. Wprowadzona została deklaracja, że suma bilansowa banku centralnego do czerwca 2016 r. zostanie zwiększona do rozmiarów z początku 2012 r. Potwierdzona została również determinacja EBC do podjęcia wszelkich możliwych kroków, łącznie z kolejnymi

niestandardowymi narzędziami polityki monetarnej (są one obecnie przygotowywane), w celu przeciwdziałania utrzymywaniu się niskiej inflacji. Jednocześnie prezes EBC M. Draghi zasygnalizował, iż w grudniu zostaną zrewidowane w dół prognozy EBC (inflacji i PKB). Na uwagę zasługuje również informacja, iż wszystkie zmiany w komunikacji EBC zostały wprowadzone jednomyślnie, co rozwiewa ostatnie pogłoski o rozłamie w Radzie Prezesów EBC. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą wprowadzenie programu luzowania ilościowego polegającego na skupie obligacji rządowych jest bardzo mało prawdopodobne. Uważamy natomiast, że EBC złagodzi w grudniu warunki programu TLTRO, a w I kw. 2015 r. ogłosi skup obligacji korporacyjnych. Gołębia retoryka EBC spowodowała osłabienie euro wobec dolara o ok. 0,9%.

- ▬ **Produkcja przemysłowa w Niemczech zwiększyła się we wrześniu o 1,4% m/m wobec spadku o 3,1% w sierpniu.** Do wzrostu produkcji w największym stopniu przyczyniła się wyższa produkcja dóbr kapitałowych (o 4,5% wobec spadku o 7,9% we wrześniu), co w dużej mierze wynikało jednak z efektu niskiej bazy sprzed miesiąca. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego saldo zwiększyło się we wrześniu do 18,5 mld EUR wobec 17,5 mld EUR w sierpniu. W kierunku poprawy salda bilansu handlowego oddziaływał szybszy wzrost eksportu (5,5% m/m we wrześniu wobec -5,8% w sierpniu) od importu (5,4% m/m wobec -1,3%). Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy wzrostu niemieckiego PKB (-0,1% kw/kw w III kw. wobec -0,2% w II kw.).
- ▬ **Nadwyżka w bilansie handlowym Chin wzrosła w październiku do 45,4 mld USD wobec 31 mld USD we wrześniu.** Jednocześnie dynamika eksportu zmniejszyła się do 11,6% r/r wobec 15,3% we wrześniu, z kolei dynamika importu spadła do 4,6% r/r z 7,0%. Struktura danych wskazuje, iż poprawa chińskiego bilansu handlowego wynikała przede wszystkim z wyższego salda obrotów z krajami Azji Południowo-Wschodniej oraz USA. Dane nt. handlu zagranicznego nie zmieniają naszej oceny, iż w III kw. br. Chiny osiągnęły dołek w aktywności gospodarczej, a w IV kw. wejdą w fazę ożywienia (prognozujemy wzrost PKB w IV kw. na poziomie 7,4%-7,5% r/r).

▬ Czy FED ponownie wstrząśnie kursem złotego?

Od wybuchu globalnego kryzysu finansowego kurs złotego i ceny polskich obligacji odznaczały się dużą wrażliwością na kształtowanie się polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej. Przykładowo, gdy w czerwcu ub. r. prezes FED B. Bernanke zakomunikował, że w horyzoncie kilku następnych miesięcy Rezerwa Federalna rozpocznie ograniczanie skali programu luzowania ilościowego (QE3) złoty osłabił się o ok. 2,5%, a rentowności polskich obligacji 10-letnich wzrosły prawie o 70 pb. Uważamy, że w związku z podjęciem decyzji o zakończeniu programu QE3 na posiedzeniu w październiku i dopuszczeniem przez Rezerwę Federalną możliwości podwyżek stóp procentowych dane dotyczące gospodarki USA będą miały coraz silniejszy wpływ na kształtowanie się cen polskich aktywów. Odczyty danych makroekonomicznych z USA znacząco odbiegające od oczekiwań rynkowych mogą przyczynić się do podwyższonej zmienności kursu złotego i cen obligacji.

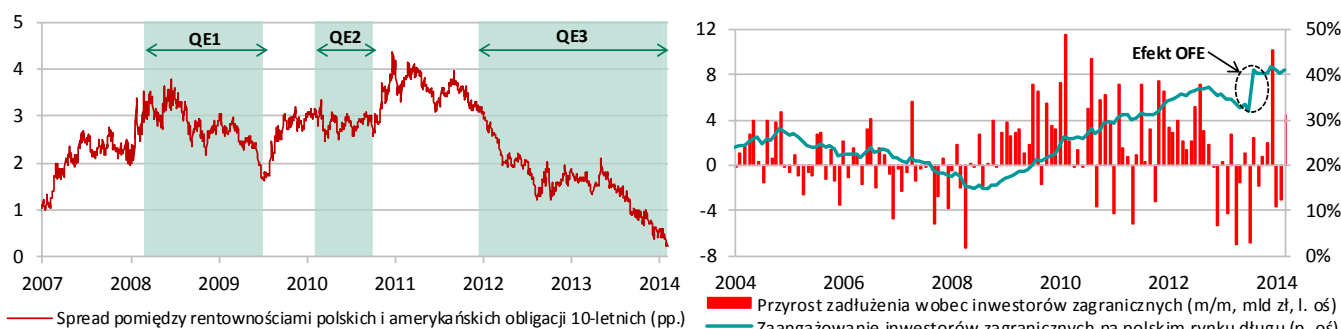


W celu przetestowania naszej hipotezy mówiącej o istotnym wpływie polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej na kurs złotego zbudowaliśmy model ekonometryczny objaśniający zmiany kursu USDPLN zarówno czynnikami krajowymi, jak i zagranicznymi. Zmiany kursu USDPLN w modelu objaśniane są przez komponent cykliczny PKB uzyskany za pomocą filtra Hodricka–Prescotta (reprezentujący krajową

lukę popytową), przeciętna wartość indeksu Dow Jones Industrial Average w danym kwartale oraz spread pomiędzy rentownościami benchmarkowych 10-letnich obligacji polskich oraz amerykańskich. Wszystkie zmienne w modelu są statystycznie istotne. Znaki stojące przy każdej ze zmiennych są zgodne z teorią ekonomii.

$$USDPLN_t = -0,16 * Luka_t - 5,44 * 10^{-5} * DowJones_t + 0,24 * Spread_t + 3,37$$

Współczynnik stojący przy komponencie cyklicznym (luce popytowej) jest ujemny. Wskazuje to, że rosnąca (bardziej dodatnia) luka popytowa wpływa na umocnienie krajowej waluty. Wynika to z tego, że wzrost (spadek) elementu cyklicznego PKB zwiększa (zmniejsza) prawdopodobieństwo zacieśniania (rozluźniania) polityki pieniężnej i aprecjacji (deprecjacji) waluty krajowej. Ujemna wartość współczynnika stojącego przy indeksie giełdowym oznacza, że jego wzrost powoduje aprecjację złotego względem dolara. Tę zależność należy interpretować następująco: poprawa nastrojów na rynkach (obrazowana wzrostem światowego indeksu giełdowego) oddziałuje w kierunku zmniejszenia awersji do ryzyka, w wyniku czego większym zainteresowaniem wśród inwestorów cieszą się waluty rynków wschodzących (w tym przypadku złoty). Dodatnia wartość współczynnika przy zmiennej reprezentującej różnicę pomiędzy rentownościami polskich i amerykańskich benchmarkowych 10-letnich obligacji oznacza, że przy wzroście spreadu pomiędzy rentownościami ww. aktywów, który należy interpretować jako wzrost awersji do ryzyka na rynkach finansowych, następuje odpływ kapitału z rynków wschodzących i osłabienie złotego. Oszacowany za pomocą modelu parametr stojący przy tej zmiennej wynosi 0,24, co należy interpretować następująco: przy pozostałych warunkach niezmiennych wzrost różnicy pomiędzy rentownościami obligacji polskich i amerykańskich o 100 pb powoduje zwiększenie się kursu USDPLN o 24 grosze.



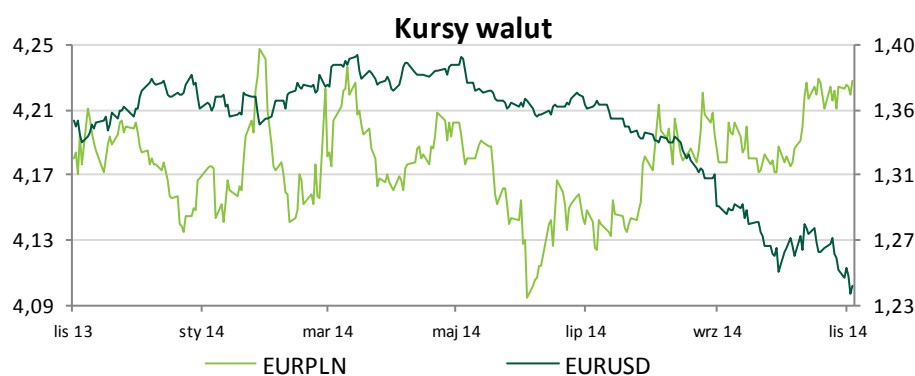
Źródło: Reuters, MF

W pierwszych miesiącach po zakończeniu przez FED pierwszego i drugiego programu luzowania ilościowego (QE1 i QE2) mieliśmy do czynienia z silnym wzrostem spreadu pomiędzy rentownościami obligacji polskich i amerykańskich. Po zakończeniu programu QE1 wzrósł on o ok. 130 pb, a w przypadku zakończenia programu QE2 o ok. 180 pb. Uważamy, że po zakończeniu programu QE3 możemy mieć do czynienia z ponownym wzrostem spreadu pomiędzy krajowymi i zagranicznymi rentownościami obligacji, co zgodnie z wynikami naszego modelu będzie miało negatywny wpływ na kurs złotego. Oczekujemy, że w przypadku zakończenia programu QE3 reakcja rynkowa może być silniejsza niż w przypadku poprzednich dwóch epizodów wychodzenia z programów luzowania ilościowego. Taką ocenę wspiera fakt, iż obecnie zaangażowanie inwestorów zagranicznych na polskim rynku długu jest wyraźnie wyższe niż w tamtych przypadkach. W ostatnich latach wzrastało ono stopniowo z ok. 15% w 2008 r. do 41% na koniec września br. W 2014 r. relacja ta wzrosła znacząco w wyniku umorzenia obligacji skarbowych znajdujących się dotychczas w posiadaniu Otwartych Funduszy Emerytalnych.

Na październikowym posiedzeniu FED zakończył program QE3 i dopuścił możliwość podwyżek stóp procentowych uzależniając moment rozpoczęcia zacieśniania polityki pieniężnej od tempa poprawy sytuacji gospodarczej. Oczekujemy, że FED rozpocznie cykl podwyżek stóp procentowych w lipcu 2015 r. Zgodnie z wynikami naszego modelu zacieśnienie polityki monetarnej w USA będzie oddziaływać w kierunku

osłabienia złotego. Wsparciem dla złotego w perspektywie najbliższych miesięcy będzie gołębia retoryka EBC, którego przedstawiciele będą rozważać kolejne działania wspierające wzrost gospodarczy w obszarze wspólnej waluty, w tym m. in. skup obligacji korporacyjnych. Na listopadowym posiedzeniu RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, zmniejszając jednocześnie oczekiwania na dalsze łagodzenie polityki monetarnej w Polsce, co będzie oddziaływać w kierunku lekkiego umocnienia złotego. Oczekujemy, że RPP nie zdecyduje się na kolejną obniżkę stóp procentowych i utrzyma je na niezmiennym poziomie do końca 2015 r. Jeśli jednak poprawa oceny dotyczącej koniunktury w strefie euro, w tym w szczególności gospodarce niemieckiej, okaże się nietrwąca, Rada może zdecydować się na kolejną obniżkę stóp o 25 pb w I kw. 2015 r. Biorąc pod uwagę oczekiwaną politykę monetarną FED, EBC i RPP, w krótkim okresie wpływ czynników kształtujących kurs EURPLN będzie się równoważył. W konsekwencji, oczekujemy stabilizacji kursu EURPLN do połowy 2015 r. na poziomie zbliżonym do 4,20.

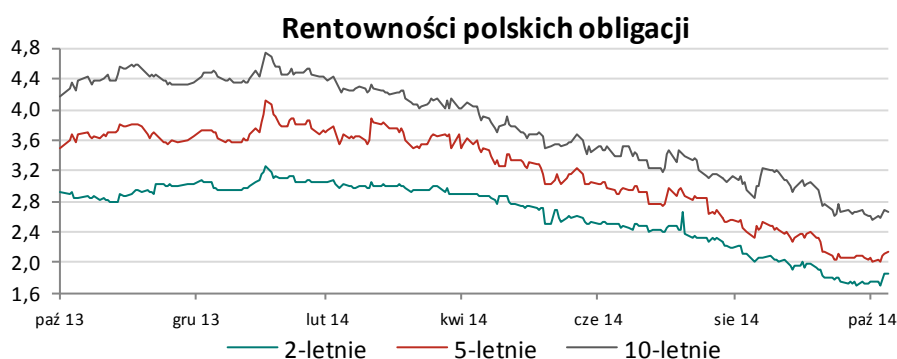
Dane z Chin mogą osłabić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2288 (osłabienie złotego o 0,1%). W poniedziałek rano złoty nieznacznie się umocnił w reakcji na wyraźne lepsze od oczekiwań dane nt. koniunktury w polskim przetwórstwie (PMI). We wtorek i środę polska waluta znajdowała się w łagodnym trendzie deprecjacyjnym, gdyż inwestorzy oczekiwali, że na śródowym

posiedzeniu RPP złagodzi politykę monetarną. Zaskakująca decyzja Rady o pozostawieniu stóp na niezmiennym poziomie przyczyniła się do przejściowego umocnienia złotego. W czwartek polska waluta zyskiwała na wartości, a jej aprecjacja została dodatkowo wzmocniona przez gołębie wypowiedzi prezesa EBC M. Draghiego na konferencji po posiedzeniu EBC. W piątek przez cały dzień złoty tracił na wartości, a słabsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy nie zdołały odwrócić tego trendu.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniami dla kształtowania się kursu złotego będą publikacje krajowych danych nt. inflacji oraz PKB. W przypadku realizacji naszej prognozy mogą one oddziaływać w kierunku nasilenia oczekiwań inwestorów na obniżki stóp procentowych w Polsce, a w konsekwencji osłabienia złotego. Negatywne dla kursu polskiej waluty mogą być natomiast dane z chińskiej gospodarki (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa oraz inwestycje w aglomeracjach miejskich), które w przypadku realizacji naszej prognozy okażą się niższe od oczekiwań rynku. Krajowe dane nt. bilansu płatniczego, wstępne odczyty PKB w najważniejszych gospodarkach strefy euro, a także dane z USA (sprzedaż detaliczna oraz indeks Uniwersytetu Michigan) nie powinny spotkać się ze znaczącą reakcją inwestorów.


Dane o inflacji i PKB w Polsce w centrum uwagi rynku


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu **1,847** (wzrost o 10pb), obligacji 5-letnich do poziomu **2,128** (wzrost o 12pb), a obligacji 10-letnich do poziomu **2,671** (wzrost o 11pb). W poniedziałek i wtorek mieliśmy do czynienia ze względną stabilizacją rentowności polskich obligacji gdyż inwestorzy oczekiwali na śródową

decyzję RPP. Brak decyzji Rady o łagodzeniu polityki monetarnej doprowadził do wyraźnego spadku cen polskiego długu na całej długości krzywej. W czwartek w kierunku spadku rentowności polskich obligacji oddziaływała gołębia retoryka prezesa EBC M. Draghiego na konferencji po posiedzeniu EBC. W czwartek miała również miejsce aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 10-, 11- i 14-letnich terminach zapadalności za 4,49 mld zł przy popycie równym 5,86 mld zł. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą dochodowości. W piątek rano ceny polskich obligacji dalej spadały, jednakże słabsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy przyczyniły się do odwrócenia tego trendu.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą krajowe dane nt. inflacji oraz PKB. Prognozujemy, że mogą one zwiększyć oczekiwania inwestorów na łagodzenie polityki monetarnej przez RPP, co będzie oddziaływać w kierunku wzrostu cen polskich obligacji. Istotne dla polskiego rynku długu mogą okazać się również liczne dane z chińskiej gospodarki (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa oraz inwestycje w aglomeracjach miejskich), które w przypadku realizacji naszej prognozy, mogą oddziaływać w kierunku wzrostu światowej awersji do ryzyka, a w konsekwencji spadku cen polskich obligacji. Krajowe dane nt. bilansu płatniczego, dane z USA (sprzedaż detaliczna oraz indeks Uniwersytetu Michigan) oraz wstępne odczyty PKB w najważniejszych gospodarkach strefy euro nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lis 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	2,00	2,00
Kurs EURPLN*	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,20
Kurs USDPLN*	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36
Kurs CHFPLN*	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,47
Inflacja CPI (r/r, %)	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	2,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	3,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,0	13,2	13,4	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,4	
Saldo ROB (mln EUR)	-92	-584	-652	-1100	-651	345	421	-237	-746	-681	-986	-400		
Eksport (r/r, % EUR)	4,3	3,0	11,6	8,4	7,3	9,5	4,1	9,2	5,2	6,2	-1,8	4,4		
Import (r/r, % EUR)	3,7	-1,7	0,7	5,8	6,9	4,1	8,0	10,8	5,9	4,8	-1,1	5,4		

* 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	2,7	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	6,5	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	1,1	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	2,20	2,20	2,20	2,20	2,28	2,71	2,20	2,28	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	2,00	2,00	
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	3,36	3,39	3,46	3,02	3,28	3,46	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 10.11.2014r.						
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	-1,8	-2,2	-2,0
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Październik	1,6	1,4	1,6
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Listopad	-13,7		-13,5
Środa 12.11.2014r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	-1,8	0,7	0,7
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Wrzesień	0,7		0,4
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Wrzesień	-0,7		-0,2
Czwartek 13.11.2014r.						
6:30	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	11,6	11,4	11,6
6:30	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	8,0	7,9	8,0
6:30	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Październik	16,1	15,9	15,9
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Wrzesień	-986	-400	-644
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Październik	-0,3	-0,4	-0,4
Piątek 14.11.2014r.						
8:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	-0,2	-0,1	0,1
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,0	0,1	0,1
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Październik	0,4	0,4	0,4
14:00	Polska	PKB (% r/r)	III kw.	3,3	2,7	2,8
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	7,8	7,8	7,8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	-0,3	0,1	0,2
15:55	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	86,9	86,5	87,5
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Wrzesień	0,2	0,2	0,3

* 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.