

## Ożywienie na amerykańskim rynku pracy przybliży podwyżkę stóp w USA

### W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na czwartek publikacja krajowych danych o październikowej produkcji przemysłowej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej spadła do 2,0% r/r z 4,2% we wrześniu co spowodowane było efektem statystycznym w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Wsparcie dla naszego scenariusza mniejszego od oczekiwań rynkowych spowolnienia produkcji przemysłowej (1,6%) stanowi wyraźny wzrost wskaźnika koniunktury w przetwórstwie (PMI) w październiku. W przypadku realizacji naszej prognozy, oczekiwania rynków na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez RPP mogą się osłabić, co będzie oddziaływać w kierunku umocnienia złotego i spadku cen polskich obligacji.
- **We wtorek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację wstępnych listopadowych wskaźników koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że wstępny odczyt zagregowanego indeksu PMI w strefie euro zwiększył się w listopadzie do 52,3 pkt. wobec 52,1 pkt. w październiku, na co złożyła się lekka poprawa nastrojów w Niemczech i Francji. Na poprawę nastrojów w Niemczech wskaże również publikacja listopadowego indeksu ZEW (oczekujemy wzrostu do 5,0 pkt. z -3,6 pkt. w październiku). W naszej ocenie dane o wstępnych wskaźnikach PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach będą neutralne dla złotego i cen polskich obligacji.
- **W środę uwaga rynków będzie zwrócona na publikację *Minutes* z październikowego posiedzenia FOMC.** W opisie dyskusji najprawdopodobniej znajdą się informacje w jaki sposób ostatecznie dane makroekonomiczne, w szczególności te dotyczące rynku pracy wpływają na spodziewany przez członków FOMC moment podwyżki stóp procentowych. *Minutes* przedstawia również różnice zdań pomiędzy niektórymi członkami FOMC w odniesieniu do dalszego kształtowania się polityki pieniężnej. Oczekujemy jednak, że treść *Minutes* nie zmieni zasadniczo naszego scenariusza perspektyw polityki monetarnej w USA. Obecnie zakładamy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi nie wcześniej niż w lipcu 2015 r. (patrz poniżej). Publikacja może przyczynić się do przejściowej podwyższonej zmienności kursu złotego.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa nie zmieniła się w październiku, wobec wzrostu o 1,0% m/m we wrześniu. Ponadto dane wskażą na stabilizację sytuacji na rynku nieruchomości. Zaobserwujemy bowiem nieznaczny spadek liczby rozpoczętych budów domów do 1013 tys. z 1017 tys. we wrześniu oraz lekkie zmniejszenie liczby pozwoleń na budowę do 1027 tys. z 1031 tys. Oczekujemy również, że sprzedaż domów na rynku wtórnym zmniejszyła się w październiku o 0,2% do 5,16 mln. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że wskaźnik Philadelphia FED spadł w listopadzie do 19,5 pkt. wobec 20,7 pkt. w październiku, a indeks NY Empire State wzrósł do 11,0 pkt. z 6,17 pkt. w październiku. Umiarkowane odczyty z USA będą naszym zdaniem neutralne dla rynków.
- **W czwartek poznamy wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa, który w naszej ocenie zmniejszył się w listopadzie do 50,3 pkt. z 50,4 pkt. w październiku.** Spadek składowej dotyczącej nowych zamówień w październiku stanowi wsparcie dla naszej prognozy. Pogorszenie nastrojów przedsiębiorców w połączeniu z ubiegłotygodniowymi słabymi danymi z realnej sfery gospodarki (patrz poniżej) będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego.
- **W środę opublikowane zostaną październikowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że zarówno roczna dynamika zatrudnienia (0,8%), jak i tempo wzrostu przeciętnego wynagrodzenia (3,4%) nie zmieniły się w stosunku do września. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

**W zeszłym tygodniu**

- **Inflacja CPI w Polsce obniżyła się w październiku do -0,6% r/r wobec -0,3% we wrześniu.** Główną przyczyną pogłębienia deflacji w październiku był efekt wysokiej bazy w kategorii „łączność” związany z podwyżkami cen wprowadzonymi w październiku ub. r. przez operatorów sieci komórkowych. Efekt ten został wzmocniony przez odnotowany w październiku br. spadek opłat za usługi internetowe. Silne obniżenie dynamiki cen w kategorii „łączność” przyczyniło się również do znacznego spadku inflacji bazowej z wyłączeniem cen żywności i energii, która obniżyła się w październiku br. do 0,2% r/r wobec 0,7% r/r we wrześniu. Zgodnie z naszą krótkoterminową prognozą inflacja w Polsce osiągnęła minimum w październiku br., a w kolejnych miesiącach roczne tempo wzrostu cen będzie się stopniowo zwiększać osiągając dodatni poziom w marcu 2015 r. (por. MAKROpuls z 13.11.2014).
- **Tempo wzrostu polskiego PKB w III kw. br. wyniosło 3,3% r/r wobec 3,5% w II kw.** Naszym zdaniem obniżenie rocznej dynamiki PKB jest efektem spowolnienia aktywności w trzech głównych sektorach gospodarki (przemysł, usługi, budownictwo). Na uwagę zasługuje także zmiana metodologii obliczania PKB, która przyczyniła się do rewizji w górę (przeciętnie o 0,15 pp w 2013 r. i 0,1 pp w 2014 r.) dynamiki PKB w poprzednich kwartałach (por. MAKROpuls z 14.11.2014). Lepszy od oczekiwań odczyt PKB w III kw. stanowi silne wsparcie dla naszego scenariusza, zakładającego utrzymanie stopy referencyjnej przez RPP na niezmiennym poziomie (2,00%) do końca 2015 r. Skłania nas on jednak do rewizji prognozowanej przez nas ścieżki PKB, której dokonamy po zapoznaniu się ze strukturą danych za III kw.
- **W tym tygodniu wypowiedziało się kilku członków Rady Polityki Pieniężnej.** Jastrzębie stanowisko przedstawił A. Glapiński mówiąc, że stopy procentowe są na odpowiednim poziomie i nie ma potrzeby ich dalszej redukcji. Podobne zdanie wyraził A. Kaźmierczak, który stwierdził, że nie widzi żadnych oznak załamania wzrostu gospodarczego, które mogłyby uzasadnić dodatkowe łagodzenie polityki pieniężnej. Zachowawczo wypowiedziała się E. Chojna-Duch mówiąc, że Rada powinna w grudniu rozważyć kontynuację formuły *wait and see* i poczekać na kolejne informacje z gospodarki. Zbliżone zdanie przedstawiła A. Zielińska-Głębocka mówiąc, że Rada może teraz obserwować gospodarkę, a dla decyzji o wysokości stóp procentowych duże znaczenie będą miały odczyt grudniowego PMI w polskim przetwórstwie oraz dane ze strefy euro. Jej zdaniem prawdopodobieństwo obniżki stóp w grudniu wynosi 50%. Gołębie stanowisko przedstawił natomiast A. Bratkowski, który powiedział, że Rada ma miejsce do obniżki stóp o 100 pb, aby wspomóc ożywienie gospodarcze i zmniejszyć koszty zadłużenia rządu. Wypowiedzi członków Rady stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zakładającego utrzymanie stopy referencyjnej przez RPP na niezmiennym poziomie (2,00%) do końca 2015 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały dane o PKB w III kw. w najważniejszych europejskich gospodarkach.** PKB w strefie euro zwiększył się w III kw. o 0,2% kw/kw wobec 0,1% w II kw. Wyższe tempo wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty wynikało w znacznym stopniu z silniejszego od oczekiwań wzrostu w Niemczech (0,1% kw/kw w III kw. wobec -0,1% w II kw.) oraz we Francji (0,3% wobec -0,1%). Spowolnienie wzrostu odnotowano natomiast w Hiszpanii (0,5% wobec 0,6%) i Portugalii (0,2% wobec 0,3%). Na uwagę zasługuje sytuacja we Włoszech, które znalazły się w technicznej recesji odnotowując drugi kolejny kwartał spadku PKB (-0,1% wobec -0,2% w II kw.). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w strefie euro przyspieszy w IV kw. do 0,3% wobec 0,2% w III kw.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Sprzedaż detaliczna zwiększyła się w październiku o 0,3% m/m wobec -0,3% we wrześniu. Po wyłączeniu środków transportu wzrosła ona o 0,3% m/m wobec 0,0% we wrześniu. Dobre dane o sprzedaży sygnalizują coraz silniejszy popyt konsumpcyjny w amerykańskiej gospodarce. Wzrost odnotował również indeks Uniwersytetu Michigan, który

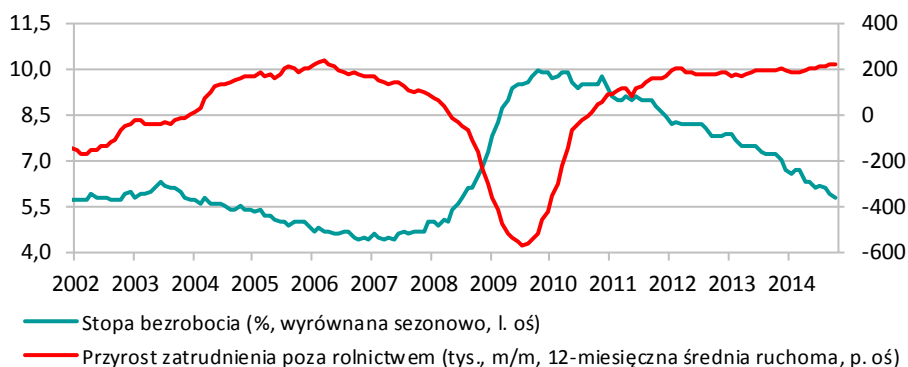
zwiększył się w listopadzie do 89,4 pkt. wobec 86,9 pkt., kształtując się tym samym na najwyższym poziomie od lipca 2007 r. W strukturze indeksu na uwagę zasługuje silny wzrost składowej dotyczącej oceny bieżącej sytuacji, która zwiększyła się do 103,0 pkt. wobec 98,3 pkt. w październiku, co w znacznym stopniu wynikało z postępującego ożywienia na rynku pracy oraz spadających cen paliw. Dobre dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w lipcu 2015 r. FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej.

➤ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z chińskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w październiku do 7,7% r/r wobec 8,0% we wrześniu, dynamika sprzedaży detalicznej spadła do 11,5% r/r wobec 11,6%, a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich obniżyła się do 15,9% r/r wobec 16,1%. Polityka gospodarcza prowadzona w ciągu ostatnich miesięcy przez chiński rząd (brak znaczących programów stymulujących wzrost) sugeruje, iż w większym stopniu stara się on obecnie utrzymywać spowolnienie gospodarcze pod kontrolą, niż mu zapobiegać. Potwierdza to ostatnia wypowiedź Przewodniczącego Chińskiej Republiki Ludowej Xi Jinpinga, który stwierdził, że przy bieżących warunkach tempo wzrostu PKB na poziomie 7,0% r/r jest odpowiednie dla chińskiej gospodarki. Prognozujemy, że w IV kw. tempo wzrostu PKB nie zmieni się w stosunku do III kw. i wyniesie 7,3% r/r.

➤ **We wrześniu deficyt na rachunku bieżącym w Polsce był mniejszy niż w sierpniu (-235 mln EUR wobec -887 mln EUR w sierpniu).** W kierunku zmniejszenia ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących oddziaływała przede wszystkim poprawa salda obrotów handlowych (o 683 mln EUR wyższe niż w sierpniu) i transferów bieżących (wyższe o 230 mln EUR). Dynamika eksportu wzrosła z -1,8% r/r w sierpniu do 5,5% we wrześniu, a dynamika importu zwiększyła się z -1,1% r/r do 5,8% we wrześniu. Oczekujemy, iż w najbliższych miesiącach prognozowane przez nas ożywienie gospodarcze w obszarze wspólnej waluty, w szczególności w Niemczech, będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia dynamiki polskiego eksportu, co przy utrzymującym się stosunkowo silnym krajowym popycie wewnętrznym przyczyni się do stabilizacji relacji deficytu w obrotach bieżących do PKB.

## ➤ Ożywienie na amerykańskim rynku pracy przybliży podwyżkę stóp w USA

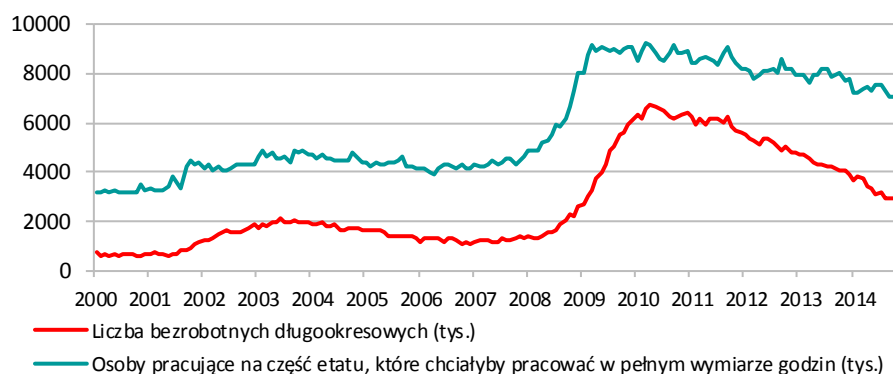
Sytuacja na amerykańskim rynku pracy jest jednym z najważniejszych czynników determinujących politykę monetarną w USA. Wynika to z wypełnianego przez Rezerwę Federalną mandatu, który obejmuje wspieranie „maksymalnego” zatrudnienia oraz zapewnianie stabilności cen. Dlatego też informacje dotyczące amerykańskiego rynku pracy, a w szczególności dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem, są dokładnie monitorowane przez inwestorów i mają istotny wpływ na kształtowanie się cen aktywów na międzynarodowych rynkach finansowych. W poniższej analizie przedstawiliśmy ocenę ekonomistów grupy Credit Agricole dotyczącą perspektyw amerykańskiego rynku pracy i ich konsekwencji dla polityki monetarnej FED, kształtowania się kursu EURUSD, a tym samym kursu EURPLN.



Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w październiku o 214 tys. wobec 256 tys. we wrześniu (rewizja w górę z 248 tys.). Choć przyrost zatrudnienia okazał się niższy niż ten odnotowany we wrześniu jest on zgodny ze swoją 12-miesięczną średnią ruchomą (wzrost o 220 tys.

Źródło: Bureau of Labour Statistics, Datastream

miesięcznie). W październiku zarejestrowano również spadek stopy bezrobocia, która obniżyła się do 5,8% wobec 5,9% we wrześniu, czyli do poziomu najniższego od lipca 2008 r. Jej zmniejszenie było efektem szybszego wzrostu zatrudnienia od wzrostu zasobu siły roboczej. Poprawa sytuacji na amerykańskim rynku pracy zachęciła część osób nieaktywnych zawodowo do powrotu na rynek, co doprowadziło do nieznacznego wzrostu współczynnika aktywności zawodowej (62,8% wobec 62,7% we wrześniu).



Uważamy, że październikowy przyrost zatrudnienia jest zgodny z oceną FED przedstawioną w komunikacie po ostatnim posiedzeniu FOMC. Znalazła się w nim informacja, iż sytuacja na rynku pracy „w dalszym ciągu się poprawia, przy wyraźnym wzroście zatrudnienia i niższej stopie bezrobocia”. FOMC usunęła w nim również zapis o „znacznym niewykorzystaniu zasobów siły roboczej” stwierdzając

Źródło: Bureau of Labour Statistics, Datastream

jednocześnie, że niewykorzystanie to się „stopniowo zmniejsza”. Należy jednak pamiętać, iż przy ocenie sytuacji na rynku pracy FED nie koncentruje się jedynie na stopie bezrobocia oraz wzroście zatrudnienia lecz bierze pod uwagę również inne miary opisujące stan rynku pracy. Wśród nich, z uwagi na swój nadal niski na tle historycznym poziom oraz istotny wpływ na wzrost płac, największe znaczenie naszym zdaniem mają dwa wskaźniki: liczba bezrobotnych długookresowych (bezrobotni przez co najmniej 27 tygodni) oraz liczba osób, które zatrudnione są na część etatu, a chciałyby pracować w pełnym wymiarze. Liczba bezrobotnych długookresowych wyniosła w październiku 2,95 mln. Choć nie zmieniła się ona istotnie w stosunku do września (spadek o zaledwie 38 tys. w październiku), w ujęciu rocznym obniżyła się aż o 1,13 mln. Bezrobocie długookresowe jest szczególnie ważne z uwagi na fakt, iż w październiku stanowiło ono aż 32% całkowitego bezrobocia. Natomiast liczba osób zatrudnionych na część etatu, która chciałaby pracować na pełny etat zmniejszyła się w październiku o 76 tys. do 7,03 mln, a w ujęciu rocznym spadła aż o 989 tys. Mimo zauważalnej poprawy obu wskaźników względem ubiegłego roku, nadal znajdują się one wyraźnie powyżej poziomów odnotowywanych przed wybuchem kryzysu finansowego (por. wykres).

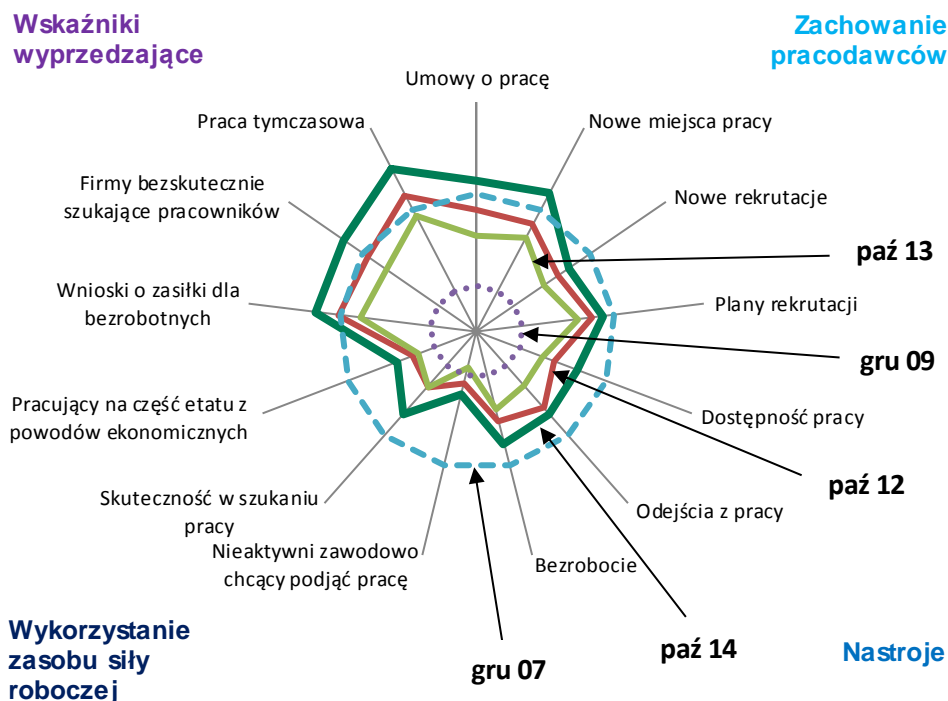
Utrzymujące się relatywnie wysokie bezrobocie długoterminowe (mające w znacznym stopniu charakter cykliczny) oraz duża liczba osób chcących zwiększyć wymiar etatu są czynnikami oddziałującymi w kierunku osłabienia presji pracowników na wzrost płac. Choć wzrost wynagrodzeń znajduje już odzwierciedlenie m.in. w indeksie kosztów zatrudnienia (ważony indeks wynagrodzeń i premii w gospodarce), którego roczna dynamika zwiększyła się 2,1% w II kw. do 2,3% w III kw., jest on wciąż na zbyt niskim poziomie (J. Yellen, prezes FED uważa, że aby inflacja osiągnęła cel inflacyjny roczna dynamika wzrostu płac powinna kształtować się w długim okresie na poziomie około 3-4%). Oznacza to, że tempo powrotu amerykańskiej gospodarki do równowagi makroekonomicznej, a więc i moment rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez FED, będą w znacznym stopniu zależeć od sytuacji na rynku pracy.

Perspektywy amerykańskiego rynku pracy można przedstawić przy wykorzystaniu wykresu radarowego. Został on zbudowany w oparciu o wskaźniki sytuacji na rynku pracy, które zostały podzielone na 4 grupy:

1. Wskaźniki wyprzedzające – [lewy górny róg] - sygnalizują one tendencje zmian na rynku pracy
2. Wykorzystanie zasobów pracy – [lewy dolny róg] - obrazują stopień w jakim wykorzystane są zasoby siły roboczej w gospodarce
3. Wskaźniki nastrojów – [prawy dolny róg] - opisują one nastroje pracodawców i pracowników dotyczące rynku pracy, ich planów na przyszłość (plany zatrudniania, zwalniania, podjęcia pracy, odejścia z pracy)

4. Wskaźniki zachowania pracodawców – [prawy górny róg] - przedstawiają one aktywność pracodawców w dziedzinie zatrudniania i tworzenia nowych miejsc pracy.

Na wykresie odrębnymi liniami została przedstawiona sytuacja na amerykańskim rynku pracy w różnych okresach. Wykres należy interpretować w następujący sposób: im wierzchołki rozpinające krzywą są położone dalej od środka wykresu tym lepsza jest sytuacja na rynku pracy w danej kategorii.



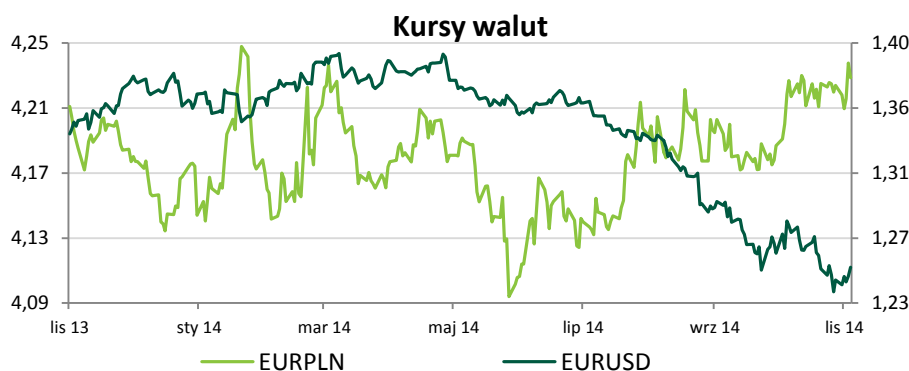
Źródło: Credit Agricole Corporate and Investment Bank

Wskaźniki dla amerykańskiego rynku pracy sygnalizują, iż nie powrócił on jeszcze do stanu sprzed wybuchu kryzysu finansowego. Najgorzej sytuacja wygląda w obszarze wykorzystania mocy wytwórczych, co jest też zgodne z oceną FED. Na szczególną uwagę zasługują jednak wyprzedzające wskaźniki rynku pracy, które sygnalizują jego ekspansję. Oznacza to, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy będzie się poprawiać, co jest zgodne z naszą prognozą stopy bezrobocia (5,5% na koniec 2015 r.) Oczekujemy, że FED rozpocznie w lipcu 2015 r. cykl zacieśniania polityki monetarnej. Zbliżająca się perspektywa podwyżek stóp procentowych w USA będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku odpływu kapitału z rynków wschodzących, w tym z Polski. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy braku wyraźnej aprecjacji złotego w horyzoncie najbliższego roku (patrz tabela).

W powyższej analizie wykorzystano opracowanie M. Carey`a, *US: Employment Conditions – Monthly Review and Policy Implications*, 13.11.2013, Credit Agricole Corporate and Investment Bank.



## Dane o krajowej produkcji przemysłowej w centrum uwagi rynku

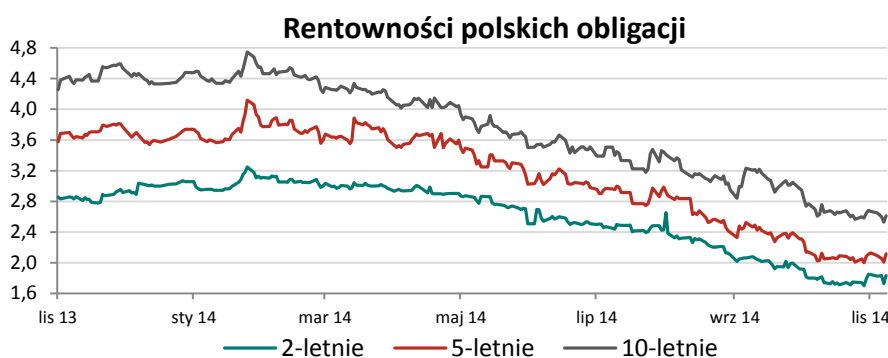


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2287 (osłabienie złotego o 0,1%). W poniedziałek złoty tracił na wartości w ślad za innymi walutami regionu. We wtorek i środę mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu EURPLN, który oscylował wokół poziomu 4,22. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami najważniejszymi wydarzeniami dla złotego były publikacje krajowych

danych nt. inflacji i PKB. Czwartkowy, wyraźnie niższy od konsensusu rynkowego, odczyt inflacji przyczynił się do osłabienia złotego. Z kolei piątkowe, lepsze od oczekiwań dane o PKB, znacznie obniżyły prawdopodobieństwo dalszego łagodzenia polityki monetarnej przez RPP, co doprowadziło do silnej aprecjacji polskiej waluty.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie czwartkowa publikacja danych o produkcji przemysłowej w Polsce. W przypadku realizacji naszej prognozy, wyższej od konsensusu rynkowego, oczekujemy umocnienia złotego. Istotny dla kursu polskiej waluty może być także czwartkowy odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa. W przypadku gdy wskaże on na pogorszenie koniunktury, może to spowodować osłabienie złotego. W środę opublikowane zostaną *Minutes* z październikowego posiedzenia FOMC, którą mogą w naszej ocenie podwyższyć zmienność na rynkach. Pozostałe dane (indeksy PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach, rynek nieruchomości, produkcja przemysłowa oraz wskaźniki koniunktury w USA, a także dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w polskim sektorze przedsiębiorstw) nie spotkają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynku.

## Mniejsze oczekiwania na obniżkę stóp przez RPP mogą osłabić polski dług



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,833 (spadek o 1 pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,118 (spadek o 1 pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,613 (spadek o 6 pb). W poniedziałek oraz środę (we wtorek obroty na polskim rynku długu były wstrzymane z uwagi na Święto

Niepodległości) rentowności polskich obligacji spadały, gdyż inwestorzy oczekiwali na czwartkowy odczyt inflacji w Polsce, który miał zasignalizować pogłębienie deflacji w październiku. Dynamika cen okazała się wyraźnie niższe od oczekiwań, co doprowadziło do wzrostu cen polskiego długu widocznego na całej długości krzywej. Piątkowy, znacznie lepszy od konsensusu odczyt polskiego PKB, złagodził oczekiwania inwestorów na dalsze obniżki stóp przez RPP, co doprowadziło do wyraźnego wzrostu rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą czwartkowe dane nt. produkcji przemysłowej w Polsce. W przypadku realizacji naszej, wyższej od konsensusu rynkowego prognozy, oczekujemy zmniejszenia oczekiwań inwestorów na obniżki stóp procentowych przez RPP, a w konsekwencji wzrostu

rentowności polskich obligacji, szczególnie na krótkim końcu krzywej. Podwyższoną zmienność na rynku polskiego długu może wywołać publikacja *Minutes* z październikowego posiedzenia FOMC. Pozostałe dane (indeksy PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach i Chinach, rynek nieruchomości, produkcja przemysłowa oraz wskaźniki koniunktury w USA, a także dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w polskim sektorze przedsiębiorstw) będą w naszej ocenie neutralne dla cen polskich obligacji.

## 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	<b>4,20</b>
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	<b>3,36</b>
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	<b>3,47</b>
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	-0,6	
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	0,2	
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	<b>2,0</b>	
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	<b>-1,5</b>	
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	<b>3,0</b>	
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	<b>3,4</b>	
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	<b>0,8</b>	
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	<b>11,4</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	-92	-584	-652	-1100	-651	345	421	-237	-746	-681	-887	-235		
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	5,5		
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	5,8		

\* 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	3,5	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	1,7	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	2,8	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	1,1	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	
Inwestycje (% r/r)	10,7	8,4	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>7,9</b>	0,9	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,6	5,9	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	5,0	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,9	9,8	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>5,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	1,8	<b>7,2</b>	<b>6,5</b>	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,7	1,7	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	0,7	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>
	Inwestycje (pp.)	1,2	1,4	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	0,2	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
	Eksport netto (pp.)	0,5	-1,6	<b>-1,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,7</b>	1,4	<b>-0,8</b>	<b>-0,6</b>
Saldo obrotów bieżących***	-1,2	-1,2	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>	-1,3	<b>-0,6</b>	<b>-1,9</b>	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,0	<b>11,5</b>	<b>12,2</b>	<b>12,7</b>	<b>11,5</b>	<b>11,1</b>	<b>11,6</b>	13,4	<b>12,2</b>	<b>11,6</b>	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,2	3,5	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	3,4	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	
Inflacja CPI (%)*	0,6	0,3	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	0,9	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,68	<b>2,28</b>	<b>2,20</b>	<b>2,20</b>	<b>2,20</b>	<b>2,20</b>	<b>2,28</b>	2,71	<b>2,20</b>	<b>2,28</b>	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	<b>2,50</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	2,50	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	
EURPLN**	4,17	4,16	<b>4,18</b>	<b>4,20</b>	<b>4,20</b>	<b>4,20</b>	<b>4,17</b>	<b>4,15</b>	4,15	<b>4,20</b>	<b>4,15</b>	
USDPLN**	3,03	3,04	<b>3,31</b>	<b>3,28</b>	<b>3,28</b>	<b>3,36</b>	<b>3,39</b>	<b>3,46</b>	3,02	<b>3,28</b>	<b>3,46</b>	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu


\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 17.11.2014r.</b>						
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	6,2	11,0	11,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	1,0	0,0	0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Październik	79,3	79,2	79,3
<b>Wtorek 18.11.2014r.</b>						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Listopad	-3,6	5,0	0,5
<b>Środa 19.11.2014r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Październik	1017	1013	1025
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Październik	1031	1027	1040
20:00	USA	<i>Minutes</i> z posiedzenia FOMC	Listopad			
<b>Czwartek 20.11.2014r.</b>						
2:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	50,4	50,3	
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	51,4	51,7	51,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Listopad	52,3	52,4	52,4
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	50,6	50,9	50,8
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b><i>Minutes</i> z posiedzenia RPP</b>	<b>Listopad</b>			
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja PPI (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Produkcja przemysłowa (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>4,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Październik	0,1	0,0	-0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Październik	0,1	0,1	0,1
16:00	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Listopad	20,7	19,5	18,5
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Październik	5,2	5,16	5,2
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	-11,1		-10,7

\* 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.