

Powracają obawy o trwałość ożywienia w strefie euro






W tym tygodniu

- **W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem będzie zaplanowana na wtorek publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że w wyniku poprawy koniunktury w handlu detalicznym oraz przesunięcia zakupów odzieży zimowej z września na październik spowodowanego warunkami pogodowymi nominalna sprzedaż detaliczna wzrosła w październiku o 3,0% r/r wobec 1,6%. Wyższy od konsensusu (2,2%) odczyt dynamiki sprzedaży detalicznej może oddziaływać w kierunku osłabienia oczekiwań rynkowych na łagodzenie polityki pieniężnej przez RPP w najbliższych miesiącach. W efekcie, po publikacji danych może dojść do wzrostu rentowności polskich obligacji na krótkim końcu krzywej i umocnienia złotego.
- **We wtorek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację wstępnego odczytu inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, iż roczne tempo wzrostu cen nie zmieniło się w listopadzie w stosunku do października i wyniosło 0,3%. W czwartek poznamy również wstępny szacunek inflacji w Niemczech, która naszym zdaniem obniżyła się z 0,7% r/r w październiku do 0,6% w listopadzie. Odczyty zgodne z naszymi prognozami będą neutralne dla rynków.
- **W tym tygodniu napłyną również liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Oczekujemy, że sprzedaż nowych domów wzrosła o 1,2% m/m w październiku do 473 tys. W środę poznamy dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie spadły o 0,5% m/m w październiku wobec spadku o 1,1% we wrześniu. We wtorek poznamy także drugi szacunek amerykańskiego PKB w III kw. Prognozujemy, że zannualizowane tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w dół z 3,5% do 3,2%. Oczekujemy, że do zmniejszenia dynamiki PKB w porównaniu z pierwszym szacunkiem przyczynił się niższy wkład eksportu netto. Mieszane dane z USA nie wywołają naszym zdaniem znaczącej reakcji rynku.
- **Zza oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów.** Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów – Conference Board (prognozujemy wzrost do 95,0 pkt. z 94,5 pkt. w październiku), podobnie jak finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (oczekujemy rewizji w górę do 89,7 pkt. z 89,4 pkt.) będą odzwierciedlać poprawę nastrojów gospodarstw domowych w listopadzie. Na nastroje konsumenckie pozytywnie oddziaływały spadek cen paliw oraz poprawa sytuacji na giełdach. Naszym zdaniem reakcja rynków finansowych na te dane będzie ograniczona.
- **Na uwagę zasługuje również dzisiejsza publikacja indeksu Ifo, obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego.** Oczekujemy, że podobnie jak wskaźniki PMI, wartość indeksu obniży się z 103,2 pkt. do 102,2 pkt. w listopadzie, wskazując tym samym na pogorszenie koniunktury w niemieckiej gospodarce. W naszej ocenie publikacja indeksu nie wywoła znaczącej reakcji rynku.
- **W piątek GUS opublikuje pełne dane o PKB w III kw.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego zgodnie ze wstępnym odczytem wyniosło 3,3% r/r wobec 3,5% w I kw. Dane o PKB potwierdzą, że głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spowolnienia wzrostu w II kw. było obniżenie dynamiki wartości dodanej w trzech głównych sektorach gospodarki (przemysł, usługi, budownictwo).

W zeszłym tygodniu

- **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w październiku o 1,6% r/r wobec wzrostu o 4,2% we wrześniu.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji pomiędzy wrześniem a październikiem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost produkcji w

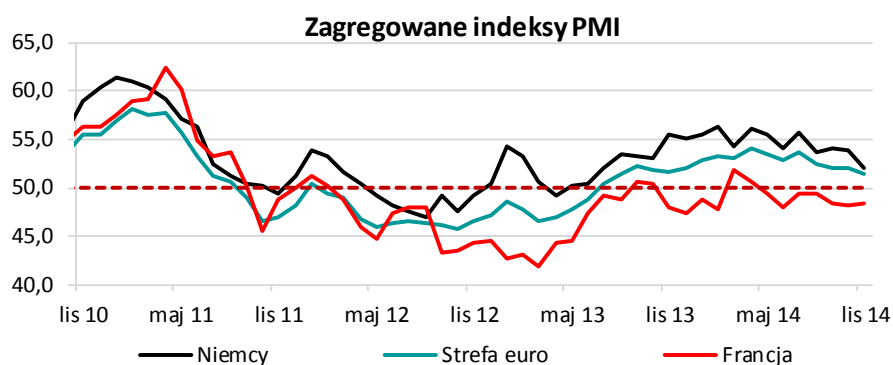
branżach ze znaczącym udziałem eksportu w przychodach ze sprzedaży, co wynikało najprawdopodobniej z wyższego popytu ze strony Niemiec (por. MAKROpuls z 20.11.2014). Dane o produkcji przemysłowej nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą RPP utrzyma stopę referencyjną na obecnym poziomie (2,00%) do końca 2015 r.

-  **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków Rady Polityki Pieniężnej.** Prezes NBP M. Belka powiedział, że Rada powinna prowadzić politykę skierowaną na wypełnianie celu inflacyjnego, dlatego wciąż widzi on pole dla łagodzenia polityki pieniężnej. Podobne stanowisko przedstawił J. Osiatyński mówiąc, że niezależnie od lepszych od oczekiwań danych nt. polskiego PKB nadal istnieje przestrzeń dla obniżki stóp procentowych, albowiem projekcja inflacji wskazuje, że do końca 2016 r. tempo wzrostu cen utrzyma się znacząco poniżej celu inflacyjnego NBP. Bardziej zachowawczo wypowiedziała się A. Zielińska-Głębocka, która w swojej wypowiedzi podkreśliła, że Rada nie może dopuścić do utrwalenia się trendu deflacyjnego w Polsce. Zaznaczyła jednocześnie, że RPP jest podzielona co do kształtu dalszej polityki monetarnej wskazując, iż w najbliższych miesiącach Rada przyjmie najprawdopodobniej strategię *wait-and-see*. Zapytana o to czy istnieje jeszcze miejsce dla dalszych obniżek stóp, Zielińska-Głębocka powstrzymała się od odpowiedzi. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również *Minutes* z listopadowego posiedzenia RPP. Zapis dyskusji potwierdza silne zróżnicowanie poglądów w Radzie. Znalazła się w nim informacja, że w przypadku silnego pogorszenia koniunktury w Polsce i na świecie, w szczególności w strefie euro, Rada nie wyklucza możliwości dalszego dostosowania polityki pieniężnej. W *Minutes* podano również informację, iż na posiedzeniu zgłoszono trzy wnioski o obniżki stóp procentowych (o 100 pb, 50 pb i 25 pb), lecz wszystkie zostały odrzucone.
-  **W zeszłym tygodniu poznaliśmy wstępne listopadowe odczyty wskaźników koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i usług) w obszarze wspólnej waluty zmniejszył się z 52,1 pkt. w październiku do 51,4 pkt. w listopadzie, co jest jego najniższym odczytem od lipca ub. r. Zmniejszenie wskaźnika wynikało ze spadku zagregowanego indeksu w Niemczech (52,1 pkt. w listopadzie wobec 53,9 pkt w październiku) podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał jego nieznaczny wzrost we Francji (48,4 pkt. wobec 48,2 pkt., patrz poniżej).
-  **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech wzrósł w listopadzie do 11,5 pkt. z -3,6 pkt. w październiku.** Tym samym odnotowano jego pierwszy wzrost od grudnia 2013 r. Indeks wskazuje zatem na symptomy ożywienia w niemieckiej gospodarce, jednak z uwagi na słabe odczyty listopadowych indeksów PMI trudno obecnie stwierdzić, czy wzrost indeksu ZEW ma charakter trwały.
-  **Wstępny indeks PMI w chińskim przetwórstwie spadł w listopadzie do 50,0 pkt. wobec 50,4 pkt. w październiku.** W kierunku obniżenia wskaźnika oddziaływało zmniejszenie 4 z 5 jego składowych. Na uwagę zasługuje obniżenie składowej dla bieżącego poziomu produkcji z 50,7 pkt. w październiku do 49,5 pkt. Tym samym pierwszy raz od maja br. ukształtowała się ona poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej spadek od wzrostu aktywności. Jedynym optymistycznym sygnałem płynącym z danych jest nieznaczny wzrost składowej dla nowych zamówień. W ubiegłym tygodniu Ludowy Bank Chin w reakcji na sygnały świadczące o pogłębiającym się spowolnieniu gospodarczym (niższe od oczekiwań dane z realnej sfery gospodarki oraz słabe wyniki badań koniunktury) oraz niską presję inflacyjną obniżył benchmarkowe stopy pożyczkowe o 40 pb. oraz benchmarkowe stopy depozytowe o 25 pb. Prognozujemy, że w IV kw. dynamika chińskiego PKB wzrośnie do 7,4 % r/r wobec 7,3% w III kw.
-  **W zeszłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa obniżyła się w październiku o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,8% we wrześniu. Jednocześnie zmniejszeniu uległo wykorzystanie mocy wytwórczych, które wyniosło w październiku 78,9% wobec 79,2% we wrześniu. W ubiegłym tygodniu opublikowano również dane nt. amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba pozwoleń na budowę wzrosła w

październiku do 1080 tys. wobec 1031 tys. we wrześniu, a sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się do 5,26 mln w październiku z 5,18 mln we wrześniu. Spadek odnotowała natomiast liczba rozpoczętych budów, która obniżyła się w październiku do 1009 tys. wobec 1038 tys. we wrześniu. Utrzymujące się wysokie na tle historycznym wartości odczytów stanowią potwierdzenie dla trwałości ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w gospodarce USA. Indeks NY Empire State wzrósł w listopadzie do 10,16 pkt. wobec 6,17 pkt. w październiku, z kolei indeks Philadelphia FED zwiększył się w listopadzie do 40,8 pkt. wobec 20,7 pkt. we wrześniu (najwyższy poziom od grudnia 1993 r.). Ubiegłotygodniowe odczyty z realnej sfery gospodarki USA oraz wyniki badań koniunktury nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą w IV kw. zannualizowane tempo wzrostu PKB w USA wyniesie 2,4% wobec 3,2% w III kw.

➤ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w Polsce wzrosła w październiku do 3,8% r/r wobec 3,4% we wrześniu.** Do przyspieszenia wzrostu płac w ujęciu rocznym przyczyniły się najprawdopodobniej przesunięcia wypłat premii i nagród w górnictwie i kopalnictwie. Roczna dynamika liczby osób pracujących pozostała w październiku na niezmiennym poziomie wynoszącym 0,8% r/r. W kierunku wzrostu zatrudnienia oddziaływało przede wszystkim uruchomienie centrów logistycznych przez firmę Amazon (por. MAKROpuls z 19.11.2014). Realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w październiku 5,3% r/r wobec 4,6% we wrześniu, co jest najsilniejszym wzrostem funduszu płac od maja br. Dane te stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji wzrośnie z 2,8% r/r III kw. do 3,0% w IV kw.

➤ Powracają obawy o trwałość ożywienia w strefie euro



Źródło: Markit

bieżącej produkcji w przetwórstwie (51,8 pkt. wobec 51,5 pkt.).

Zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i usług) w obszarze wspólnej waluty zmniejszył się z 52,1 pkt. w październiku do 51,4 pkt. w listopadzie, co jest jego najniższym odczytem od lipca ub. r. Na spadek indeksu złożyło się zmniejszenie wartości wskaźnika dotyczącego sektora usług (51,3 pkt. wobec 52,3 pkt. w październiku) oraz nieznaczny wzrost indeksu dotyczącego

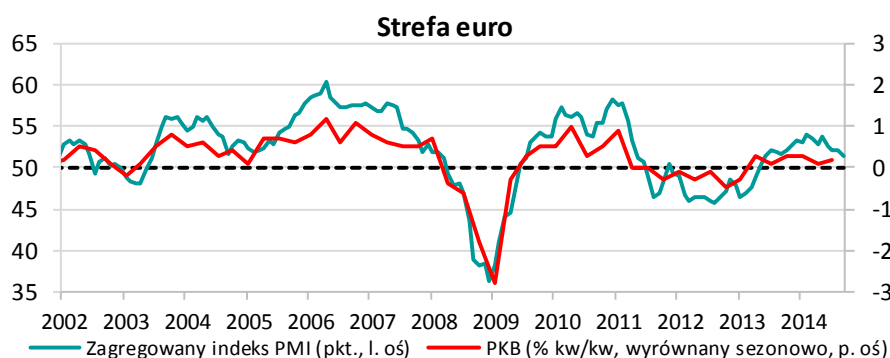
Dane wskazują, iż najważniejszym źródłem pogorszenia koniunktury w strefie euro była gospodarka niemiecka. Zagregowany indeks PMI spadł w niej do 52,1 pkt. w listopadzie wobec 53,9 pkt. w październiku. Złożyły się na to niższe wartości jego obydwu składowych; indeks bieżącej produkcji w przetwórstwie wyniósł 52,0 pkt. wobec 52,8 pkt. w październiku, z kolei indeks dla usług zmniejszył się do 52,1 pkt. wobec 54,4 pkt. w październiku, co jest jego najniższym poziomem od lipca 2013 r. Niższy poziom bieżącej produkcji w przetwórstwie wynikał z ograniczonego napływu nowych zamówień (spadek indeksu nowych zamówień do 47,8 w listopadzie wobec 49,8 pkt. w październiku), w tym zamówień eksportowych (48,3 pkt. wobec 50,9 pkt.). Ankietowani przedsiębiorcy wskazywali, iż w dużym stopniu spowodowany był on spadkiem popytu zarówno krajowego, jak i zagranicznego. Ograniczenie aktywności w niemieckim przetwórstwie znalazło odzwierciedlenie w spowolnieniu wzrostu zatrudnienia (składowa indeksu PMI dotycząca zatrudnienia zmniejszyła się w listopadzie do 50,5 pkt. wobec 52,1 pkt. w październiku). Dane o

niemieckim PMI wskazują zatem na wzrost ryzyka w dół dla prognozowanego przez nas przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Niemczech w IV kw. (patrz tabela).

PKB w cenach stałych, kw/kw %												
	2013				2014				2015			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Strefa euro	-0,3	0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Niemcy	-0,4	0,8	0,3	0,4	0,8	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6
Francja	0,0	0,7	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4

Źródło: Credit Agricole Corporate and Investment Bank

Kolejnym czynnikiem ryzyka dla trwałości ożywienia w strefie euro pozostaje sytuacja gospodarcza we Francji. Choć w listopadzie odnotowano wzrost zagregowanego indeksu PMI dla gospodarki francuskiej (48,4 pkt. w listopadzie wobec 48,2 pkt. w październiku), nadal znajduje się on poniżej poziomu 50 pkt., oddzielającego spadek od wzrostu aktywności gospodarczej. Wzrost ten wynikał jedynie ze zwiększenia wartości wskaźnika dotyczącego sektora usług (48,8 pkt. w listopadzie wobec 48,3 pkt. w październiku), podczas gdy wskaźnik bieżącej produkcji w przetwórstwie spadł z 48,0 pkt. w październiku do 46,5 pkt. w listopadzie. W ramach zagregowanego indeksu PMI na uwagę zasługuje także dalszy spadek składowej dotyczącej nowych zamówień (47,0 pkt. w listopadzie wobec 47,7 pkt. w październiku), wskazujący na wysokie ryzyko pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego w kolejnych miesiącach.



Źródło: Markit, Eurostat

Pesymistyczne dane napłynęły także z innych gospodarek strefy euro. Po wyłączeniu Niemiec i Francji, kraje obszaru wspólnej waluty odnotowały lekki spadek zagregowanego indeksu PMI. Na uwagę zasługuje także najniższa od listopada ub. r. wartość składowej dla nowych zamówień, która ze względu na swój charakter wyprzedzający wskazuje, iż pogorszenie

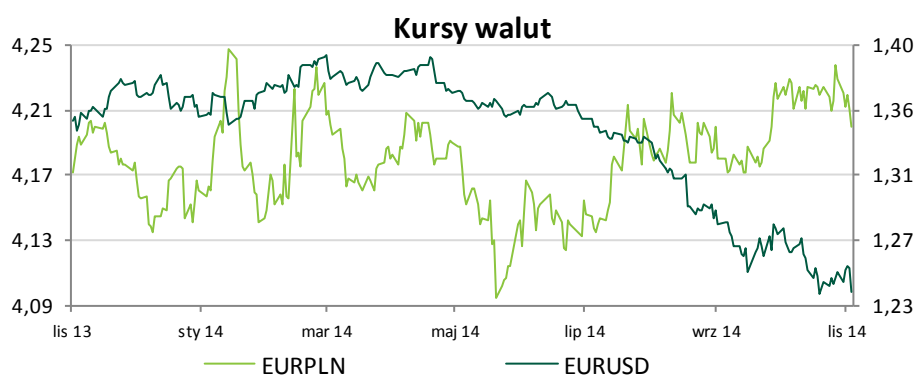
koniunktury w tych gospodarkach może być kontynuowane. Stanowi to ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w IV kw. wzrost PKB w obszarze wspólnej waluty będzie szybszy niż w III kw. (patrz tabela).

Dodatkowe ryzyko dla ożywienia w strefie euro stanowi również pogorszenie koniunktury w Chinach. Indeks PMI w chińskim przetwórstwie spadł do 50,0 pkt. w listopadzie wobec 50,4 pkt. w czerwcu, co jest jego najniższym poziomem od maja br. Analizując poszczególne składowe indeksu warto odnotować spadek subindeksu dotyczącego bieżącej produkcji poniżej granicy 50 pkt. Sygnalizuje to, iż w kolejnych miesiącach aktywność gospodarcza w Chinach może być dalej ograniczana, co będzie oddziaływało w kierunku wolniejszego wzrostu importu Chin z krajów rozwiniętych, w tym ze strefy euro.

Ubiegłotygodniowe dane o PMI zwiększają obawy o trwałość ożywienia w strefie euro, które wciąż pozostaje nierównomierne. Wolniejszy wzrost gospodarczy w obszarze wspólnej waluty stanowi wsparcie dla naszej prognozy przewidującej spowolnienie wzrostu w Polsce w IV kw. br. Jednocześnie sygnalizuje ono lekkie ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zakładającego utrzymanie stopy referencyjnej przez RPP na niezmiennym poziomie (2,00%) do końca 2015 r. pomimo pogłębienia deflacji w październiku (por. MAKROpuls z 13.11.2014). Gorsze wyniki badań koniunktury w strefie euro sygnalizują prawdopodobieństwo spadku grudniowego indeksu PMI w polskim przetwórstwie, który zgodnie z

wypowiedziami niektórych członków Rady będzie miał duże znaczenie przy podejmowaniu decyzji na najbliższym posiedzeniu RPP.

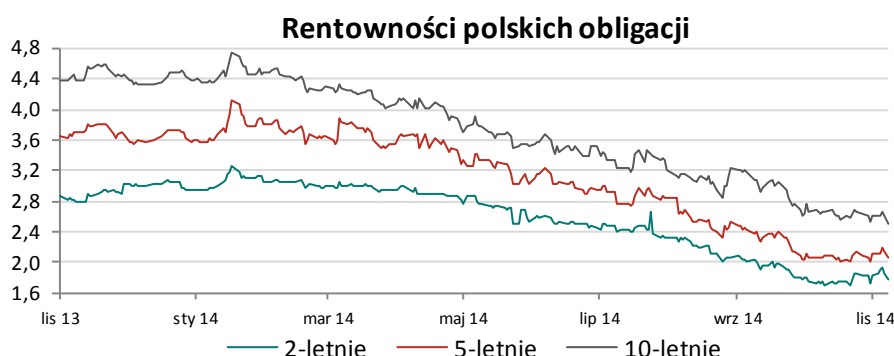
Dane o sprzedaży detalicznej w Polsce mogą umocnić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2006 (umocnienie złotego o 0,7%). W poniedziałek i we wtorek złoty znajdował się w łagodnym trendzie aprecjacyjnym, co spowodowane było istotnym spadkiem prawdopodobieństwa dalszych obniżek stóp procentowych przez RPP po piątkowej publikacji wyrażnie

lepszego od konsensusu danych nt. polskiego PKB. W środę polska waluta zaczęła tracić na wartości, gdyż rynek oczekiwał na publikację *Minutes* z październikowego posiedzenia FOMC. W zapisie dyskusji nie znalazły się żadne informacje sugerujące, iż FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej szybciej niż jest to obecnie oczekiwane przez inwestorów dlatego też publikacja ta nie wywołała znaczącej reakcji rynków. Bez istotnego wpływu na kurs złotego były również krajowe, śródkowe dane nt. zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Przez cały czwartek złoty się umacniał, a w kierunku jego aprecjacji oddziaływały słabsze od oczekiwań wstępne dane nt. PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach. Zgodne z konsensusem krajowe dane nt. produkcji przemysłowej nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku. W piątek złoty nadal zyskiwał na wartości, a jego aprecjacja została dodatkowo wzmocniona przez wypowiedź prezesa EBC M. Dragiego, w której zaszyfrował, iż EBC jest gotowy do szybkich, różnorodnych działań (zwiększenia skali, tempa skupu aktywów czy też objęcie nim innych rodzajów aktywów) w przypadku dalszego utrzymywania się niskiej inflacji. Jednocześnie w reakcji na tę wypowiedź kurs EURUSD spadł o 0,9%.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu polskiej waluty będzie wtorkowa publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce. W przypadku realizacji naszej prognozy, wyższej od konsensusu rynkowego, odczyt będzie oddziaływać w kierunku osłabienia oczekiwań rynkowych na łagodzenie polityki pieniężnej przez RPP w najbliższych miesiącach i w efekcie może doprowadzić do umocnienia złotego. We wtorek poznamy również wstępne dane nt. inflacji w strefie euro. W naszej ocenie będą one neutralne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu opublikowane zostaną liczne dane z amerykańskiej gospodarki (drugi szacunek PKB, zamówienia na dobra trwałe oraz sprzedaż nowych domów). W przypadku realizacji naszych prognoz nie oczekujemy znaczącej reakcji rynku. Dzisiaj poznamy odczyt indeksu Ifo. Prognozujemy, że podobnie jak ubiegłotygodniowe indeksy PMI, wskaże on na pogorszenie koniunktury w niemieckiej gospodarce. Tym samym najprawdopodobniej nie wniesie on nowych informacji dla rynku i nie będzie miał istotnego wpływu na kurs złotego. Piątkowe finalne dane nt. polskiego PKB, choć dostarczą informacji nt. jego struktury, będą w naszej ocenie neutralne dla złotego. W czwartek z uwagą na Święto Dziękczynienia w USA oczekujemy zmniejszonych obrotów na rynku.


Możliwy wzrost rentowności w reakcji na krajowe dane o sprzedaży


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,772 (spadek o 6pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,052 (spadek o 7pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,502 (spadek o 11pb). Od poniedziałku do środy mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej w wyniku osłabienia

oczekiwań inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez RPP. W środę spadek cen polskiego długu został dodatkowo pogłębiony gdyż rynek oczekiwał, że wieczorna publikacja *Minutes* z październikowego posiedzenia FOMC wskaże na zmianę nastawienia FED w polityce monetarnej na bardziej jastrzębie. Czwartkowe wstępne odczyty indeksów PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach doprowadziły natomiast do znacznego spadku rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej. Zgodne z konsensusem krajowe dane nt. produkcji przemysłowej nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku. W czwartek Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcję wymiany, na której odkupiło papiery zapadające w 2015 r. i sprzedało obligacje o 5-letnim terminie zapadalności. Z uwagi na wysoki popyt inwestorów, aukcja przyczyniła się do spadku rentowności na środkowym odcinku krzywej. W piątek mieliśmy do czynienia z silnym spadkiem rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej dochodowości, co związane było z bardzo gołąbią wypowiedzią prezesa EBC M. Draghiego. Stwierdził on, że iż EBC jest gotowy do szybkich, różnorodnych działań (zwiększenia skali, tempa skupu aktywów czy też objęcia nim innych rodzajów aktywów), w przypadku dalszego utrzymywania się niskiej inflacji.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą wtorkowe dane nt. październikowej sprzedaży detalicznej w Polsce. Odczyt zgodny z naszą prognozą może doprowadzić do dalszego osłabienia oczekiwań na obniżki stóp procentowych przez RPP, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. We wtorek opublikowane zostaną również wstępne dane nt. inflacji w strefie euro, jednakże w naszej ocenie nie wywołają one znaczącej reakcji rynku. Liczne dane z amerykańskiej gospodarki (drugi szacunek PKB, zamówienia na dobra trwałe oraz sprzedaż nowych domów), w przypadku odczytów zgodnych z naszymi prognozami będą miały ograniczony wpływ na ceny polskich obligacji. Dzisiaj opublikowane zostaną dane nt. indeksu Ifo. Uważamy, że jego spadek jest już zdyskontowany przez rynki dlatego też nie oczekujemy istotnej reakcji polskiego długu na ten odczyt. Oczekujemy, że piątkowe dane nt. PKB w Polsce nie będą miały istotnego wpływu na rynek obligacji. W czwartek, z uwagi na Święto Dziękczynienia w USA, spodziewamy się spadku obrotów na rynku obligacji mniejszej zmienności ich cen.

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	kw 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	-0,6	
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	1,6	
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	-1,2	
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	3,8	
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	-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	3,3	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	-1,3	-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 24.11.2014r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Listopad	103,2	102,2	103,0
Wtorek 25.11.2014r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,1	0,1	0,1
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	1,6	3,0	2,2
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Październik	11,5	11,4	11,4
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	III kw.	3,5	3,2	3,3
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Wrzesień	-0,1		0,1
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Listopad	20,0		16,0
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	94,5	95,0	96,0
Środa 26.11.2014r.						
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Październik	-1,1	-0,5	-0,7
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Październik	-0,2	0,3	0,3
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Listopad	66,2		63,0
15:55	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	89,4	89,7	89,5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Październik	467	473	470
Czwartek 27.11.2014r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	2,5	2,6	2,6
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Listopad	0,10		
Piątek 28.11.2014r.						
10:00	Polska	PKB (% r/r)	III kw.	3,5	3,3	3,3
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	0,4	0,3	0,3
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Październik	11,5		11,5

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters

Jakub BOROWSKI	Główny Ekonomista	tel.: 22 573 18 40	jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krystian JAWORSKI	Ekonomista	tel.: 22 573 18 41	krystian.jaworski@credit-agricole.pl
	Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny "MAKROMAPA" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau:		mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych komentarzy i opinii.