

## Dalsza poprawa koniunktury w polskim przetwórstwie

### W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zdecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Ostatnie wypowiedzi niektórych członków Rady wskazują, że są oni zwolennikami kontynuowania formuły *wait-and-see* w polityce pieniężnej. Nie wykluczamy jednak, że w środę RPP zdecyduje się obniżyć stopy procentowe o 25 pb. Prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza szacujemy na 25%. Rynek kontraktów terminowych FRA wycenia obecnie obniżki stóp o łącznej skali prawie 50 pb w horyzoncie pół roku. Dlatego utrzymanie status quo w polityce pieniężnej na najbliższym posiedzeniu będzie naszym zdaniem oddziaływało w kierunku umocnienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **Oczekujemy, że w czwartek EBC utrzyma status quo w polityce monetarnej, pozostawiając główną stopę procentową na poziomie 0,05%.** Uważamy również, że EBC na razie nie zastosuje nowych, niekonwencjonalnych narzędzi w polityce monetarnej poza tymi, które już zostały ogłoszone (program TLTRO oraz skup instrumentów ABS). Niemniej jednak najprawdopodobniej gołębi wydźwięk komunikatu oraz wypowiedzi M. Draghiego na konferencji po posiedzeniu zasygnalizują rosnące prawdopodobieństwo rozszerzenia programu skupu aktywów (np. poprzez włączenie do niego obligacji korporacyjnych) na początku przyszłego roku. W konsekwencji może to oddziaływać w kierunku osłabienia euro, umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.
- **W piątek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o 245 tys. osób w listopadzie wobec 214 tys. w październiku, przy spadku stopy bezrobocia z 5,8% do 5,7%. Wskaźniki koniunktury w przemyśle oraz badania nastrojów konsumenckich sygnalizowały w ostatnim czasie relatywnie wysokie tempo tworzenia nowych etatów. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 228 tys. wobec 230 tys. w październiku). Dziś opublikowany zostanie również indeks ISM w przetwórstwie. Oczekujemy jego spadku do 57,8 pkt. w listopadzie wobec 59,0 pkt. w październiku. W przypadku, realizacji naszej wyższej od konsensusu (228 tys.) prognozy wzrostu zatrudnienia, oczekiwania rynków na wcześniejsze podwyżki stóp procentowych przez FED mogą nasilić się, co byłoby negatywne dla kursu złotego i cen polskiego długu.
- **Dziś poznaliśmy listopadowy odczyt oficjalnego indeksu PMI w chińskim przetwórstwie przemysłowym, który obniżył się do 50,3 pkt. wobec 50,8 pkt. w październiku.** Z kolei opublikowany dziś finalny odczyt indeksu HSBC PMI wyniósł 50,0 pkt. w listopadzie wobec 50,4 pkt. w październiku. Listopadowe wyniki badań koniunktury nie zmieniają naszej oceny, iż w III kw. br. Chiny osiągnęły dołek w aktywności gospodarczej, a w IV kw. wejdą w fazę ożywienia wspieraną przez łagodną politykę pieniężną Ludowego Banku Chin (por. MAKROmapa z 24.11.2014). Prognozujemy wzrost PKB w IV kw. na poziomie 7,4% r/r wobec 7,3% w III kw.
- **Dziś opublikowano również dane dotyczące koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym w listopadzie.** Wskaźnik PMI wzrósł do 53,2 pkt. wobec 51,2 pkt. w październiku, co było powyżej naszej prognozy (51,2 pkt.) zgodnej z konsensem rynkowym (patrz niżej). Listopadowy odczyt indeksu PMI stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie do końca 2015 r. Tym samym dzisiejsza publikacja listopadowego indeksu PMI jest lekko pozytywna dla złotego i negatywna dla rynku długu.

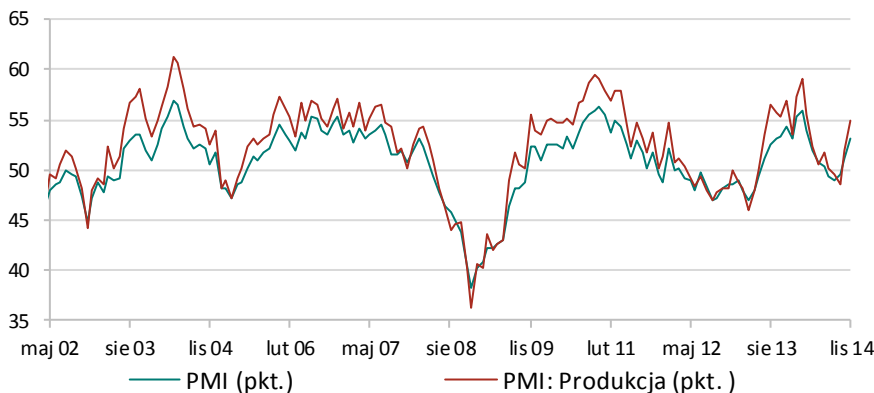
**W zeszłym tygodniu**

- **Tempo wzrostu polskiego PKB w III kw. br. wyniosło 3,3% r/r wobec 3,5% w II kw.** Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w III kw. był popyt krajowy (konsumpcja i akumulacja), którego wkład do rocznej dynamiki PKB wyniósł 4,9 pp. wobec 5,4 pkt. pp. w II kw. W strukturze PKB na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się szybki wzrost inwestycji, których dynamika zwiększyła się do 9,9% r/r w III kw. z 8,7% w II kw. Naszym zdaniem wzrost inwestycji w znacznym stopniu wynikał z wyższych inwestycji przedsiębiorstw. Do zwiększenia dynamiki PKB w III kw. przyczynił się również mniej ujemny wkład eksportu netto (-1,6 pp. wobec -1,9 pp. w II kw.). Jedynym czynnikiem spowalniającym wzrost gospodarczy w III kw. (o 1,0 pp.) były zapasy (por. MAKROpuls z 28.11.2014). Oczekujemy, że w IV kw. br. i I kw. 2015 r. wzrost gospodarczy ulegnie dalszemu przejściowemu spowolnieniu do poniżej 3% r/r w związku z pogorszeniem koniunktury w Niemczech i efektami wysokiej ubiegłorocznej bazy. Prognozujemy, że w kolejnych kwartałach 2015 r., wraz z oczekiwaną poprawą sytuacji gospodarczej u głównych partnerów handlowych Polski, wygasaniem wpływu kryzysu ukraińskiego oraz ożywieniem w inwestycjach infrastrukturalnych tempo wzrostu gospodarczego zwiększy się do 3,3% w IV kw. 2015 r. Prognozy na 2015 r. opublikujemy w najbliższej MAKROmapie.
- **Dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce wyniosła 2,3% r/r w październiku wobec 1,6% we wrześniu.** Wzrost dynamiki sprzedaży nastąpił mimo efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki sprzedaży był jej silny wzrost w kategorii "włókno, odzież obuwie", będący efektem przełożenia przez część osób zakupów odzieży i obuwia z kolekcji zimowej z września na październik, z uwagi na wyjątkowo dobrą pogodę we wrześniu (por. MAKROpuls z 25.11.2014). Podtrzymujemy ocenę, zgodnie z którą w najbliższych miesiącach głównym czynnikiem wspierającym sprzedaż będzie oczekiwana przez nas dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy.
- **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków Rady Polityki Pieniężnej.** Według J. Winieckiego nie ma przestrzeni dla dalszych obniżek stóp procentowych. Podobnie wypowiedział się A. Rzońca mówiąc, że dalsze obniżenie stóp procentowych byłoby szkodliwe dla stabilności systemu finansowego i gospodarki. Jastrzębie stanowisko przedstawił również J. Hausner, który powiedział, że obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni, a Rada powinna przyjąć formułę *wait-and-see*. Zwolennikiem pozostawienia stóp procentowych na niezmiennym poziomie i monitorowania zmian sytuacji gospodarczej jest również E. Chojna-Duch, która powiedziała, że w warunkach wysokiej niepewności rozważna polityka pieniężna, a także przestrzeń dla ewentualnych dalszych obniżek stóp procentowych pozostają istotnymi wartościami dla polskiej gospodarki. Gołębi punkt widzenia zaprezentował prezes NBP M. Belka, którego zdaniem istnieje jeszcze przestrzeń dla dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, szczególnie z uwagi na utrzymującą się deflację. W jednej ze swoich wypowiedzi zwrócił również uwagę na niekorzystny wpływ ewentualnego umocnienia złotego względem euro na polską gospodarkę. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi członków RPP stanowią wsparcie dla naszej oceny, zgodnie z którą Rada utrzyma stopę referencyjną na niezmiennym poziomie (2,00%) do końca 2015 r.
- **W zeszłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zgodnie z drugim szacunkiem zaanualizowane tempo wzrostu PKB w III kw. zostało zrewidowane w górę do 3,9% wobec 3,5% w pierwszym szacunku. Do zwiększenia dynamiki PKB w porównaniu z pierwszym szacunkiem w największym stopniu przyczynił się mniej ujemny wkład zapasów (-0,12 pp. wobec -0,57 pp.). Większa kontrybucja do wzrostu w stosunku do pierwszego odczytu została odnotowana również w przypadku konsumpcji prywatnej (1,51 pp. wobec 1,22 pp.) oraz inwestycji (0,97 pp. wobec 0,74 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływały natomiast

niższy wkład eksportu netto (0,78 pp. wobec 1,32 pp.) oraz wydatków rządowych (0,76 pp. wobec 0,83 pp.). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły się w październiku o 0,4% m/m wobec -0,9% we wrześniu. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje odnotowany w drugim miesiącu z rządu spadek zamówień na dobra kapitałowe, sugerujący spowolnienie aktywności inwestycyjnej w IV kw. Nieznaczny wzrost odnotowała natomiast sprzedaż nowych domów, która wyniosła w październiku 458 tys. wobec 455 tys. we wrześniu, świadcząc o utrzymującej się dobrej sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Wskaźnik zaufania konsumentów – Conference Board zmniejszył się w listopadzie do 88,7 pkt. wobec 94,1 pkt. w październiku. Spadek indeksu wynikał zarówno z pogorszenia oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań co do jej przyszłego kształtowania. Na poprawę nastrojów konsumenckich wskazał natomiast finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w listopadzie do 88,8 pkt. wobec 86,9 pkt. w październiku. 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%.

- **Według wstępnego odczytu, inflacja HICP w strefie euro zmniejszyła się do 0,3% r/r w listopadzie wobec 0,4% r/r w październiku.** Spadek tempa wzrostu cen w znacznym stopniu wynikał z obniżenia dynamiki cen energii (-2,5% r/r w listopadzie wobec -2,0% w październiku). Niższy odczyt inflacji, choć zgodny z oczekiwaniami rynkowymi, może oddziaływać w kierunku wzrostu oczekiwań inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez EBC na posiedzeniu w tym tygodniu.
- **Finalny odczyt PKB w Niemczech wyniósł 0,1% kw/kw w III kw. wobec -0,1% w II kw.** Głównym źródłem wzrostu niemieckiej gospodarki była konsumpcja prywatna, której wkład do kwartalnego wzrostu PKB wyniósł 0,4 pp. wobec 0,1 pp. w II kw. Do zwiększenia dynamiki PKB przyczynił się również wyższy wkład eksportu netto (0,2 pp. wobec 0,1 pp. w II kw.) oraz inwestycji (-0,2 pp. wobec -0,4 pp. w II kw.). W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast niższy wkład zapasów (-0,5 pp. wobec 0,1 pp. w II kw.). Struktura danych stanowi wsparcie dla naszej oceny, zgodnie z którą w IV kw. 2014 r. i w 2015 r. konsumpcja prywatna, wspierana przez relatywnie silny wzrost płac, będzie głównym motorem niemieckiego wzrostu gospodarczego. Prognozujemy, że w IV kw. wzrost PKB w Niemczech wyniesie 0,3% kw/kw.
- **Indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego zwiększył się w listopadzie do 104,7 pkt. wobec 103,2 pkt. w październiku, co jest jego pierwszym wzrostem od 6 miesięcy.** Wyższa wartość wskaźnika wynikała zarówno z lepszej oceny bieżącej sytuacji jak i bardziej optymistycznych oczekiwań przedsiębiorców co do przyszłości. W ujęciu sektorowym poprawa koniunktury nastąpiła we wszystkich badanych działach (handel hurtowy, handel detaliczny, przetwórstwo, budownictwo). Listopadowy wzrost indeksu Ifo wskazuje na symptomy ożywienia w niemieckiej gospodarce, jednak z uwagi na słabe odczyty listopadowych indeksów PMI trudno obecnie stwierdzić, czy ma ono charakter trwały.

## Dalsza poprawa koniunktury w polskim przetwórstwie



Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) wzrósł w listopadzie do 53,3 pkt. wobec 51,2 pkt. w październiku, co było powyżej naszej prognozy zgodnej z konsensusem rynkowym (51,2 pkt.).

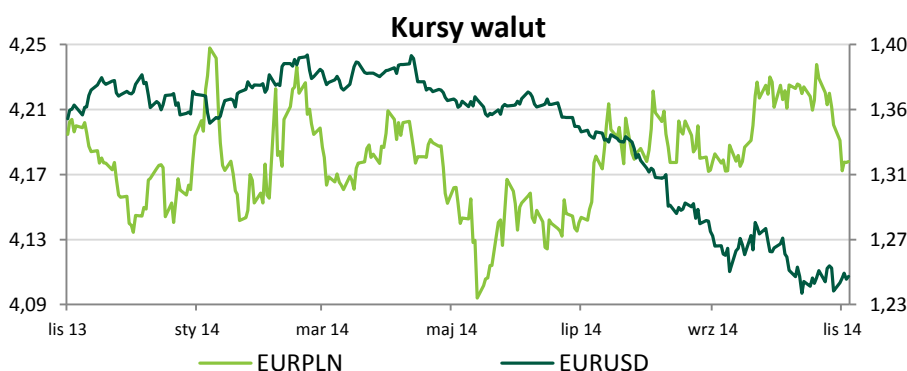
W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost subindeksu bieżącej

Źródło: Markit

produkcji do 55,0 pkt. (najwyższy poziom od marca 2014 r.) wobec 52,0 pkt. w październiku. Wyraźne zwiększenie produkcji było efektem wzrostu zarówno zamówień krajowych, jak i zamówień składanych zza granicy. Naszym zdaniem szczególnie istotny dla trwałości ożywienia w przetwórstwie jest silny wzrost zamówień eksportowych, który odnotowano po raz pierwszy od lutego br. Ankietowane firmy wskazywały na rosnący popyt ze strony nowych rynków, w tym w szczególności krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Wskazuje to, że polskim firmom udaje się zwiększać sprzedaż na rynki krajów UE mimo spadku zamówień w niemieckim przetwórstwie (w listopadzie zamówienia eksportowe spadły po raz pierwszy od lipca, a zamówienia ogółem odnotowały najsilniejszy spadek od grudnia 2012 r.). Dane o wzroście zamówień eksportowych wskazują również na wygaśnięcie negatywnego wpływu kryzysu ukraińskiego na polski eksport. Pozytywną informacją jest także pozostająca na wysokim poziomie składowa dotycząca zatrudnienia, której poziom (ok. 52 pkt.) świadczy o utrzymującym się wzroście popytu na pracę w polskim przetwórstwie.

Dzisiejsze dane o PMI nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym w IV kw. wzrost gospodarczy w Polsce ulegnie dalszemu spowolnieniu do poniżej 3% r/r, do czego przyczynią się przede wszystkim efekty wysokiej ubiegłorocznej bazy. Naszym zdaniem spowolnienie to będzie miało charakter przejściowy, a lokalne minimum dla dynamiki PKB wystąpi w I kw. 2015 r. Scenariusz umiarkowanego spowolnienia gospodarczego w Polsce jest zgodny z listopadową projekcją inflacji NBP, a dla niektórych członków RPP dopuszczających dotychczas dalsze łagodzenie polityki pieniężnej dzisiejsze dane będą ważnym argumentem przemawiającym na rzecz utrzymania status quo w polityce monetarnej. Dane o listopadowym PMI stanowią zatem wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego stabilizację stóp procentowych NBP do końca 2015 r. W konsekwencji, listopadowy odczyt PMI jest lekko pozytywny dla złotego i negatywny dla rynku długu.

## Kurs złotego pod wpływem decyzji EBC i RPP

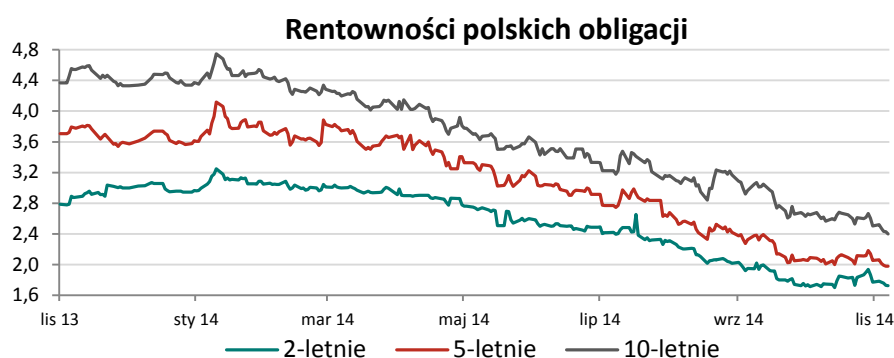


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1816 (umocnienie złotego o 0,5%). W poniedziałek z uwagi na relatywnie ubogi kalendarz makroekonomiczny kurs EURPLN był stabilny i kształtował się w okolicach poziomu 4,19. We wtorek mieliśmy do czynienia z silną aprecjacją złotego wobec euro (o 0,5%), w kierunku której

oddziaływał wzrost oczekiwań inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez EBC oraz nieco lepsze od konsensusu dane nt. polskiej sprzedaży detalicznej. W rezultacie kurs EURPLN spadł do najniższego od prawie dwóch miesięcy poziomu. W dalszej części tygodnia kurs polskiej waluty był stabilny i kształtował się w okolicach poziomu 4,175. Stabilizacji kursu złotego sprzyjało czwartkowe Święto Dziękczynienia w USA. Piątkowe dane nt. polskiego PKB nie spotkały się ze znaczącą reakcją złotego, który lekko tracił na wartości w ślad za innymi walutami regionu.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie czwartkowe posiedzenie EBC. Choć prognozujemy, że EBC zachowa status quo w polityce monetarnej, gołębia retoryka na konferencji po posiedzeniu może oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. Równie ważne dla kursu polskiej waluty będzie środowe posiedzenie RPP. Choć oczekujemy, że Rada pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie, ewentualne jastrzębie wypowiedzi członków RPP na konferencji po posiedzeniu mogą przyczynić się do aprecjacji złotego. Istotna dla kursu polskiej waluty będzie również piątkowa publikacja danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA. W przypadku realizacji naszej wyższej od oczekiwań rynkowych prognozy, odczyt może oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Dane nt. koniunktury w USA będą w naszej ocenie neutralne dla kursu polskiej waluty.

## Decyzje RPP i EBC w centrum uwagi polskiego rynku długu



**W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,725 (spadek o 5pb), obligacji 5-letnich do poziomu 1,977 (spadek o 8pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,399 (spadek o 10pb). W poniedziałek mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej, w kierunku którego oddziaływał**

wyższy od oczekiwań odczyt indeksu Ifo, zmniejszający obawy inwestorów o wzrost gospodarczy w Niemczech. We wtorek i środę ceny polskiego długu zaczęły rosnąć, co związane było z nasilającymi się oczekiwaniami rynków na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez EBC, po gołębich wypowiedziach kilku jego przedstawicieli. Środowe krajowe dane nt. sprzedaży detalicznej w Polsce były neutralne dla rentowności polskich obligacji. W czwartek ceny polskiego długu były stabilne, co spowodowane było w znacznym stopniu przez niższe obroty na rynku ze względu na Święto Dziękczynienia w USA. Piątkowe dane o polskim PKB, w szczególności informacja o jego strukturze zmniejszyła oczekiwania rynków na łagodzenie polityki monetarnej przez RPP, co oddziaływało w kierunku łagodnego wzrostu rentowności polskich obligacji widocznego w szczególności na krótkim końcu krzywej.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie środowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że Rada pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie, co może oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. Istotne dla rynku długu będzie również czwartkowe posiedzenie EBC. Mimo, że nie przewidujemy zmian w polityce monetarnej banku centralnego, oczekiwana przez nas gołębia retoryka M. Draghiego na konferencji po posiedzeniu może oddziaływać w kierunku spadku rentowności polskich obligacji. Ważne dla polskiego rynku długu mogą być również piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy (zatrudnienie poza rolnictwem). W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu prognozy mogą one oddziaływać w kierunku lekkiego wzrostu rentowności polskich obligacji. Odczyty indeksów ISM w amerykańskim przetwórstwie oraz usługach będą naszym zdaniem neutralne dla polskiego rynku długu.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	gru 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	2,00	2,00	<b>2,00</b>
Kurs EURPLN*	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	<b>4,18</b>
Kurs USDPLN*	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,35	<b>3,35</b>
Kurs CHFPLN*	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	<b>3,48</b>
Inflacja CPI (r/r, %)	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	<b>-0,6</b>	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	<b>0,2</b>	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,6	<b>1,6</b>	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,2	<b>-1,2</b>	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	<b>0,9</b>	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	<b>3,8</b>	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	<b>0,8</b>	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,2	13,4	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	<b>11,3</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	-584	-652	-1100	-651	345	421	-237	-746	-681	-887	-235	<b>-795</b>		
Eksport (r/r, % EUR)	3,0	11,6	8,4	7,3	9,5	4,1	9,2	5,2	6,2	-1,8	5,5	<b>4,4</b>		
Import (r/r, % EUR)	-1,7	0,7	5,8	6,9	4,1	8,0	10,8	5,9	4,8	-1,1	5,8	<b>3,3</b>		

\* 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	<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)	2,9	3,0	3,2	<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)	11,2	8,7	9,9	<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)	7,1	4,8	3,8	<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)	7,3	9,4	7,3	<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	2,0	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	1,8	0,7	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>
	Inwestycje (pp.)	1,2	1,4	1,8	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	2,1	0,2	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
	Eksport netto (pp.)	0,5	-1,6	-1,6	<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***	-1,1	-1,2	-1,2	<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	11,5	<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	3,5	<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	-0,3	<b>-0,4</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	2,28	<b>2,11</b>	<b>2,20</b>	<b>2,20</b>	<b>2,20</b>	<b>2,20</b>	2,71	<b>2,11</b>	<b>2,20</b>	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	<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	4,18	<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	3,31	<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 01.12.2014r.</b>						
2:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	50,0	50,0	50
<b>9:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)</b>	<b>Listopad</b>	<b>51,2</b>	<b>51,2</b>	<b>51,2</b>
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	50,0	50,0	50,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	50,4	50,4	50,4
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	59,0	57,8	58,0
16:00	USA	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	59,0		58,0
<b>Wtorek 02.12.2014r.</b>						
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	-1,4		-1,3
<b>Środa 03.12.2014r.</b>						
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Grudzień</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Listopad	51,3	51,3	51,3
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	-1,3		0,5
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Listopad	230		228
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Listopad	57,1	56,5	57,5
<b>Czwartek 04.12.2014r.</b>						
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Grudzień	0,5	0,5	0,5
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Grudzień	0,05	0,05	0,05
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	313		290
<b>Piątek 05.12.2014r.</b>						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	0,8		0,5
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	III kw.	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	5,8	5,7	5,8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Listopad	214	245	232
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	-0,6	-0,3	0,1

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

\*\* Konsensus Reuters

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

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