

## W tym tygodniu

- **W piątek w Paryżu miały miejsce ataki terrorystyczne, w których zginęło co najmniej 129 osób.** Do zorganizowania ataków przyznało się Państwo Islamskie. Nie oczekujemy znaczącego negatywnego wpływu zamachów w Paryżu na globalne nastroje, choć przez pewien czas awersja do ryzyka może być podwyższona, oddziałując w kierunku osłabienia kursu złotego. Naszym zdaniem istotny negatywny wpływ na rynki mogłoby mieć podjęcie przez kraje UE działań zmierzających do zawieszenia Układu z Schengen, które przyczyniłoby się zapewne do wystąpienia znaczących utrudnień w przepływie towarów i usług pomiędzy krajami UE i pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Unii Europejskiej. Dotychczasowe wypowiedzi przedstawicieli władz krajów członkowskich UE nie wskazują jednak na wysokie prawdopodobieństwo takiego scenariusza. Ataki w Paryżu mogą być również odczytane jako zapowiedź eskalacji konfliktu w Syrii, co – podobnie jak rosyjska interwencja w tym kraju – może spowodować wzrost cen ropy naftowej. Uważamy jednak, że do przy braku interwencji lądowej w Syrii wzrost ten będzie miał charakter przejściowy.
- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z październikowego posiedzenia FOMC.** Oczekujemy, że podobnie jak w komunikacie po posiedzeniu, w opisie dyskusji zawarte będą oceny członków FED wskazujące na osłabienie negatywnego wpływu spowolnienia w światowej gospodarce i zawirowań na rynkach finansowych na amerykańską gospodarkę (czynniki te stanowiły na posiedzeniu we wrześniu silny argument dla FED za wstrzymaniem się od podwyżki stóp procentowych). Treść *Minutes* najprawdopodobniej potwierdzi, że zdaniem członków FED rynek pracy w USA znajduje się już blisko równowagi i istnieje wysokie prawdopodobieństwo powrotu inflacji do celu w średnim okresie. Uważamy, że treść *Minutes* wskaże zatem na zmianę nastawienia FED na bardziej jastrzębie, co będzie stanowić wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej w USA w grudniu br. W efekcie publikacja *Minutes* może oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w październiku do 0,0% m/m wobec -0,2% we wrześniu, co było spójne ze stabilizacją zatrudnienia w przetwórstwie w październiku. W tym tygodniu opublikowane zostaną dane z rynku nieruchomości w USA. Oczekujemy, że liczba pozwoleń na budowę zwiększyła się w październiku do 1169 tys. wobec 1105 tys. we wrześniu, a liczba rozpoczętych budów domów spadła do 1146 tys. z 1206 tys. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że indeks NY Empire State zwiększył się w listopadzie do -9,3 pkt. z -11,4 pkt. w październiku, a wskaźnik Philadelphia FED wzrósł w listopadzie do -0,5 pkt. wobec -4,5 pkt. Uważamy, że odczyty danych z USA pozostaną w cieniu środowej publikacji *Minutes*, a tym samym ich wpływ będzie w naszej ocenie neutralny dla złotego i cen polskiego długu.
- **W środę poznamy październikowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w stosunku do września i wyniosła 1,0% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia, zmniejszyła się w październiku do 3,7% r/r wobec 4,1% we wrześniu, co było wynikiem przesunięć wypłat zmiennych składników wynagrodzenia w niektórych branżach przemysłu. 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 czwartek opublikowane zostaną krajowe dane o październikowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zmniejszyła się do 2,3% r/r w październiku wobec 4,1% we wrześniu, a nominalne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej wzrosło do 0,9% r/r wobec 0,1% we wrześniu. Głównym źródłem spadku dynamiki produkcji przemysłowej było oddziaływanie efektu statystycznego związanego z niekorzystną różnicą

liczby dni roboczych. Z kolei zwiększenie dynamiki sprzedaży detalicznej było częściowo efektem opóźnienia decyzji o zakupie odzieży z kolekcji jesienno-zimowej w związku w wyjątkowo ciepłym sierpniu i wrześniu. Uważamy, że zagregowany wpływ publikacji danych o produkcji i sprzedaży będzie neutralny dla złotego i krajowego rynku długu.

## W zeszłym tygodniu

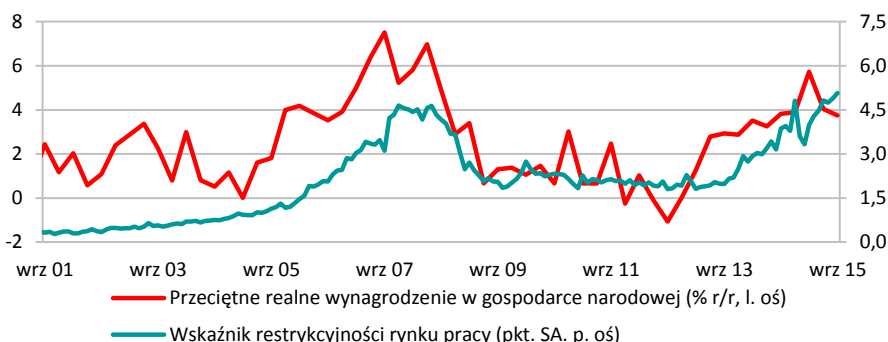
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się do 0,3% w III kw. wobec 0,4% w II kw. Do spadku tempa wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty przyczyniła się niższa dynamika wzrostu m.in. w Niemczech (0,3% kw/kw w III kw. wobec 0,4% w II kw.), Włoszech (0,2% wobec 0,3%), Hiszpanii (0,8% wobec 1,0%), Austrii (0,1% wobec 0,3%) oraz Grecji (-0,5% wobec 0,4%), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała jego wyższa dynamika we Francji (0,3% kw/kw w III kw. wobec 0,0% w II kw.). Prognozujemy, że w całym 2015 r. PKB w strefie euro zwiększy się o 1,5% wobec 0,9% w 2014 r.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane z amerykańskiej gospodarki.** Miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się w październiku do 0,1% wobec 0,0% we wrześniu. Wzrost wskaźnika wynikał z wyższych miesięcznych dynamik sprzedaży w większości jej kategorii. Po wyłączeniu sprzedaży samochodów miesięczne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej zwiększyło się do 0,2% wobec -0,4% w październiku. W ubiegłym tygodniu opublikowano także wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w listopadzie do 93,1 pkt. wobec 90,0 pkt. w październiku. Wzrost wskaźnika wynikał z wyższych składowych indeksu zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w grudniu FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej.
- **W czwartek odbyło się pierwsze posiedzenie Sejmu nowej kadencji.** Jednocześnie Prezydent A. Duda przyjął dymisję rządu E. Kopacz. W piątek prezydent nominował B. Szydło na premiera. Najpóźniej 14 dni po powołaniu rządu nowy premier wygłasza expose i składa wniosek o wotum zaufania. Jest ono udzielane przez Sejm bezwzględną większością głosów w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów. Ministrem rozwoju (ministerstwo, które zostanie utworzone z obecnego Ministerstwa Infrastruktury i Rozwoju, Gospodarki i likwidowanego Ministerstwa Skarbu Państwa) zostanie M. Morawiecki, a ministrem finansów P. Szałamacha. Naszym zdaniem nominacja M. Morawieckiego – byłego członka Rady Gospodarczej przy Premierze D. Tusku – sygnalizuje, że w rządzie Prawa i Sprawiedliwości może powstać silny ośrodek zorientowany na utrzymanie stabilnego długofalowego wzrostu gospodarczego. Jest to szczególnie ważne w kontekście ostatnich wypowiedzi kandydata na ministra finansów P. Szałamachy, który zadeklarował gotowość do zwiększenia deficytu sektora finansów publicznych i rezygnacji z osiągnięcia tzw. średnioterminowego celu budżetowego (strukturalnego deficytu sektora na poziomie 1% PKB) w 2019 r. Informacja o udziale M. Morawieckiego w rządzie B. Szydło została odebrana przez rynki jako spadek ryzyka politycznego i przyczyniła się do umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej dochodowości. W tym tygodniu najprawdopodobniej B. Szydło wygłosi swoje expose. Oczekujemy, że szeroki zakres składanych obietnic, stanowiący ryzyko dla stabilności finansów publicznych, znajdzie odzwierciedlenie w treści expose. Będzie to oddziaływać w kierunku ponownego wzrostu ryzyka politycznego, a w konsekwencji osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej.
- **Tempo wzrostu PKB Polsce w III kw. br. wyniosło 3,4% r/r wobec 3,3% w II kw.** Oczyszczone z wpływu czynników sezonowych tempo wzrostu PKB w III kw. przyspieszyło do 0,9% kw/kw wobec 0,8% w II kw. Naszym zdaniem, głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki PKB pomiędzy II i III kw. było ustąpienie efektu statystycznego związanego z wcześniejszą datą Świąt Wielkiejnocy, który negatywnie wpłynął na tempo wzrostu PKB w II kw.

br. Przewidywane przez nas w III kw. zmniejszenie wkładów inwestycji i konsumpcji prywatnej najprawdopodobniej zmaterializowało się w mniejszym stopniu niż oczekiwaliśmy (por. MAKROpuls z 13.11.2015). Pełne dane o PKB zawierające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec listopada.

- ▄ **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w październiku do -0,7% r/r wobec -0,8% we wrześniu.** Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen żywności oraz inflacji bazowej. W przeciwnym kierunku oddziaływała niższa dynamika cen paliw (por. MAKROpuls z 13.11.2015). Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do grudnia 2015 r. Wzrost wskaźnika inflacji będzie skutkiem zwiększenia dynamiki cen żywności oraz cen paliw, wynikającego w znacznym stopniu z efektów niskiej bazy z 2014 r.
- ▄ **Deficyt na rachunku obrotów bieżących w Polsce zwiększył się we wrześniu do 959 mln EUR wobec 930 mln EUR w sierpniu.** Pogorszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższego salda dochodów pierwotnych (o 584 mln EUR niższe niż w sierpniu). W przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe salda obrotów towarowych, usług oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 275 mln EUR, 135 mln EUR i 145 mln EUR wyższe niż w sierpniu). Dynamika eksportu spadła we wrześniu do 4,1% r/r wobec 8,7% w sierpniu, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się do 5,8% r/r we wrześniu wobec 7,5% w sierpniu. Na podstawie dzisiejszych danych szacujemy, że w III kw. relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB wyniosła -0,6%. Prognozujemy, że w całym 2015 r. relacja ta zmniejszy się do -0,7%.
- ▄ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z chińskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w październiku do 5,6% r/r wobec 5,7% we wrześniu, a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich obniżyła się do 10,2% wobec 10,3%. Z kolei tempo wzrostu sprzedaży detalicznej zwiększyło się do 11,0% w październiku wobec 10,9% we wrześniu. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu chińskiego PKB w IV kw. zmniejszy się do 6,8% wobec 6,9 w III kw., a w całym 2015 r. spadnie do 6,8% wobec 7,3% w 2014 r.

## ▄ Silne przyspieszenie płac wciąż mało prawdopodobne

**W III kw. nominalne wynagrodzenia w gospodarce narodowej wzrosły o 3,0% r/r wobec 3,1% w II kw. Na podstawie wyników badań koniunktury przedsiębiorstw i wskaźników makroekonomicznych przedstawiamy oczekiwany przez nas kierunek i skalę zmian dynamiki płac w gospodarce narodowej.**



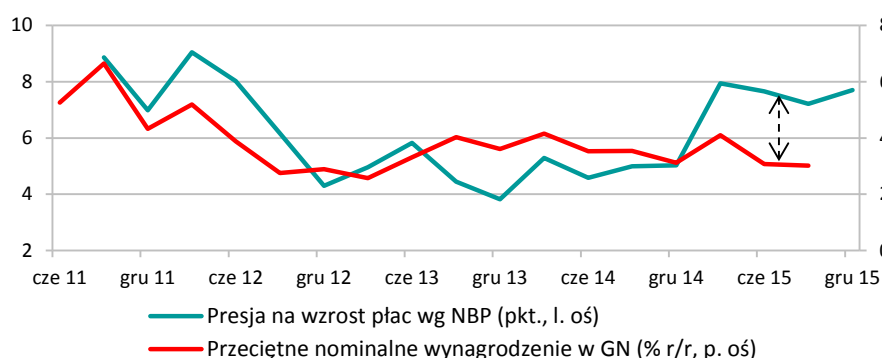
Spadek dynamiki wynagrodzeń w III kw. jest pewnym zaskoczeniem biorąc pod uwagę utrzymujący się w ostatnich miesiącach spadek stopy bezrobocia. Wyrównana sezonowo stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w październiku br. do poziomu najniższego od lutego 2009 r. Oceniając sytuację na rynku pracy jedynie na podstawie poziomu stopy bezrobocia można dojść do wniosku,

Źródło: GUS, Credit Agricole

że polska gospodarka znajduje się już blisko stanu równowagi, w którym obserwowana stopa bezrobocia jest równa tzw. stopie bezrobocia naturalnego. Sprzyja to wzmocnieniu pozycji przetargowej pracowników w negocjacjach płacowych i nasilaniu się presji płacowej. Inne wskaźniki koniunktury na rynku pracy również wskazują na bliskość stanu równowagi. Wskaźnik restrykcyjności na rynku pracy, definiowany jako iloraz liczby wszystkich ofert pracy w urzędach pracy na koniec danego miesiąca oraz

liczby zarejestrowanych bezrobotnych na koniec miesiąca osiągnął we wrześniu wartość 5,1, co było jego najwyższym poziomem w historii badań. Z kolei wskaźnik koniunktury reprezentujący poziom bariery dla rozwoju przedsiębiorstw w postaci niedoboru wykwalifikowanych pracowników w przemyśle, usługach i budownictwie kształtował się w październiku br. powyżej średniej wieloletniej.

Powyższe wskaźniki przedstawiają sytuację na rynku pracy w obecnej chwili i nie mają mocy predykcyjnej dotyczącej przyszłego poziomu wynagrodzeń. W celu przygotowania krótkoterminowej prognozy dynamiki wynagrodzeń posłużyliśmy się badaniem koniunktury przedsiębiorstw opracowanym przez NBP (*Szybki monitoring*). Jedno z pytań w ankiecie dotyczy presji płacowej wywieranej przez pracowników. Zgodnie z październikową edycją badania, w III kw. br. presja płacowa nieznacznie nasiliła się. Udział przedsiębiorstw informujących o zwiększeniu nacisków na podniesienie wynagrodzeń wzrósł o 0,5 pp. do 7,7%.



Źródło: GUS, NBP, Credit Agricole

Indeks presji na wzrost płac jest umiarkowanie silnie skorelowany (współczynnik korelacji równy 58%) z przyszłą (wyprzedzenie o jeden kw.) nominalną dynamiką wynagrodzeń w gospodarce narodowej. Oszacowana za pomocą modelu ekonometrycznego, na podstawie tego wskaźnika dynamika nominalnych płac w okresie II-III kw. br. kształtowała się na poziomie o ok. 1,1 pkt. proc. wyższym niż w

rzeczywistości. Oznacza to, że w ostatnich kwartałach wzrost wynagrodzeń w gospodarce narodowej był słabszy niż wynikałoby to z jego historycznej zależności od presji płacowej.

Ograniczony wzrost płac w ostatnich kwartałach można tłumaczyć oddziaływaniem kilku czynników. Uważamy, że po wprowadzonych w ub. r. przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej reformach urzędów pracy (polegających m.in. na profilowaniu osób bezrobotnych, utworzeniu Krajowego Funduszu Szkoleniowego oraz wynagradzanie urzędów pracy za wyniki) naturalna stopa bezrobocia obniżyła się a tym samym zmniejszyła się presja na wzrost płac. Ponadto, zgodnie z wynikami badań NBP (*Szybki Monitoring*) wolne zasoby pracy w gospodarce są większe niż sugerowałaby stopa bezrobocia. Wskazuje na to niższy niż preferowany przez pracowników czas pracy, a tym samym wyższy poziom indeksu niepełnego wykorzystania zasobu pracy niż indeksu bezrobocia. Indeks niepełnego wykorzystania zasobu pracy mierzy – podobnie jak stopa bezrobocia – wielkość wolnych zasobów pracy w relacji do aktywnych zawodowo, korygując ją dodatkowo o różnicę między czasem pracy preferowanym przez pracowników a czasem pracy faktycznie przez nich przepracowanym.

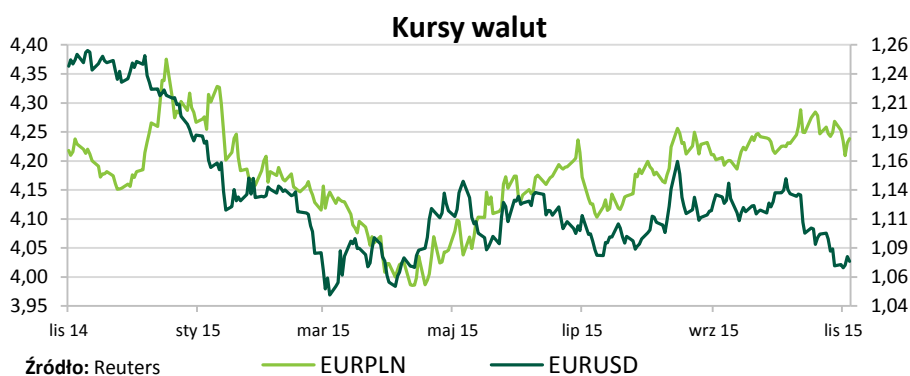
Przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń jest naszym zdaniem ograniczane również przez niski stopień uzwiązkowienia w zakładach pracy. W Polsce tylko 12% pracowników należy do związków zawodowych w porównaniu do 23% średnio w całej Unii Europejskiej. Ponadto, działalność związków zawodowych w Polsce skoncentrowana jest w przedsiębiorstwach niesprywatyzowanych lub komunalnych a także w dwóch sektorach (górnictwo oraz wytwarzanie energii i zaopatrywanie w media).

Pracodawcy (zwłaszcza duże międzynarodowe firmy) mogą być mało skłonni do przystawiania na żądania płacowe pracowników, ze względu na możliwość relokacji części produkcji do innych krajów, o niższych kosztach pracy (np. kraje azjatyckie). Wsparcie dla takich tendencji stanowi obecnie pogarszająca się koniunktura na rynkach wschodzących oraz niska inflacja (a nawet spadek cen) w przemyśle w tych krajach.

Kolejnym czynnikiem oddziałującym w kierunku ograniczenia tempa wzrostu płac będą migracje powrotne Polaków (w budownictwie i tych branżach w przemyśle i usługach, w których popyt na pracowników o wysokich kwalifikacjach jest relatywnie niski) oraz napływ imigrantów z Ukrainy. Zgodnie z danymi Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej w I poł. br. ponad 400 tys. pracodawców zgłosiło zamiar powierzenia pracy Ukraińcom, o ok. 30 tys. więcej niż w całym 2014 r.

Zakładamy, że powyższe czynniki będą ograniczały wzrost nominalnych płac w Polsce również w najbliższych kwartałach. Czynnikiem częściowo równoważącym ten wpływ będzie oczekiwany przez nas wzrost inflacji, oddziałujący w kierunku zmniejszenia realnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych. Będzie to dodatkowym czynnikiem zwiększającym presję płacową. Oczekujemy, że podwyżki nominalnych płac będą następowały jednak wolniej niż spadek siły nabywczej gospodarstw domowych spowodowany wzrostem cen. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą nominalne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce narodowej wzrośnie z 3,4% w 2015 r. do 4,8% r/r w 2016 r. i utrzyma się na poziomie zbliżonym do 5,0% w 2017 r.

## Minutes FOMC może osłabić złotego



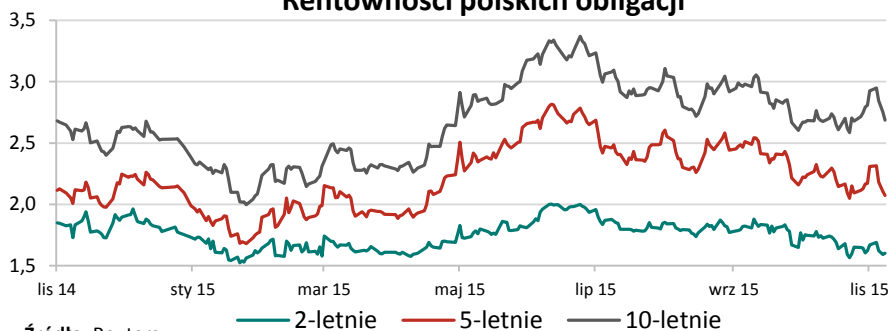
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2385 (umocnienie złotego o 0,7%).** W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotego. W naszej ocenie wynikało ono w znacznym stopniu ze spadku ryzyka politycznego w Polsce, głównie dzięki niższej niepewności po przedstawieniu przez B. Szydło proponowanego składu rządu (patrz

powyżej). W efekcie w środę kurs EURPLN znalazł się przejściowo poniżej poziomu 4,21. W czwartek miała miejsce korekta. Była ona w naszej ocenie związana z powrotem na rynek krajowych inwestorów po środowym Święcie Niepodległości. W piątek kurs EURPLN charakteryzował się podwyższoną zmiennością z uwagi na bogaty kalendarz makroekonomiczny. W pierwszej części dnia, mimo lepszych od oczekiwań danych nt. polskiego PKB, doszło do jego deprecjacji, podczas gdy po południu zaczęła lekko odrabiać straty.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla złotego będzie publikacja *Minutes* z październikowego posiedzenia FOMC. Oczekujemy, iż treść opisu dyskusji na posiedzeniu będzie stanowić wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w grudniu FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej. Tym samym publikacja *Minutes* będzie w naszej ocenie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Dane z USA (indeks NY Empire State, Philadelphia FED, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę) pozostaną w cieniu *Minutes* i ich wpływ na kurs złotego będzie naszym zdaniem ograniczony. Neutralne dla złotego będą najprawdopodobniej również krajowe dane (wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa). Jeśli expose B. Szydło będzie miało miejsce w tym tygodniu, treść zawartych w nim obietnic może przyczynić się do ponownego wzrostu ryzyka politycznego i osłabienia złotego.

## Minutes FOMC w centrum uwagi polskiego rynku długu

Rentowności polskich obligacji



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,601 (spadek o 7pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,071 (spadek o 24pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,687 (spadek o 24pb). Przez cały ubiegły tydzień rentowności polskich obligacji spadały na całej długości krzywej dochodowości. Uważamy, że

wynikało to ze spadku ryzyka politycznego w Polsce po przedstawieniu przez B. Szydło proponowanego składu rządu (patrz powyżej). Wsparcie dla takiej oceny stanowi obniżenie spreadu pomiędzy benchmarkowymi polskimi a niemieckimi i amerykańskimi obligacjami sygnalizujące spadek premii za ryzyko na polskim rynku długu. Na spadek ryzyka politycznego wskazuje również obserwowane w ubiegłym tygodniu obniżenie spreadu pomiędzy rentownościami polskich obligacji 5-letnich i stawką 5-letniej transakcji IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie publikacja *Minutes* z październikowego posiedzenia FOMC. Treść *Minutes* wskaże w naszej ocenie na wzrost prawdopodobieństwa rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez FED na grudniowym posiedzeniu. Liczne dane z USA (indeks NY Empire State, Philadelphia FED, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę), a także krajowe dane (wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa) nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Treść ewentualnego expose B. Szydło może przyczynić się do ponownego wzrostu ryzyka politycznego i zwiększenia rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,23	4,18	4,29	4,18	4,15	4,07	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,26
Kurs USDPLN*	3,37	3,36	3,54	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	3,91
Kurs CHFPLN*	3,50	3,48	3,56	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	3,91
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,1	2,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,9	-2,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,7	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,3	11,4	11,4	11,9	11,9	11,5	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,5	
Saldo ROB (mln EUR)	-319	114	-1011	-228	93	1054	1642	1124	-1602	-1212	-930	-959		
Eksport (r/r, % EUR)	4,3	3,8	9,8	4,4	10,9	14,3	8,5	7,8	10,4	3,5	8,7	4,1		
Import (r/r, % EUR)	7,0	6,5	13,1	-2,1	3,9	8,7	7,8	0,3	9,2	5,8	7,5	5,8		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2014	2015	2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,7	3,3	3,4	3,5	2,9	2,5	2,4	2,6	3,3	3,4	2,5	
Konsumpcja (% r/r)	3,1	3,0	3,1	3,3	2,7	3,4	2,6	3,1	2,6	3,1	2,9	
Inwestycje (% r/r)	11,4	6,4	5,5	4,9	3,4	3,3	3,1	2,5	9,8	6,4	3,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,0	5,2	5,7	6,7	3,8	5,3	5,5	4,6	6,4	6,4	4,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,0	5,4	5,8	5,4	6,1	5,2	4,4	5,3	10,0	5,6	5,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	1,7	1,7	1,7	2,1	1,5	1,6	1,5	1,8	1,7
	Inwestycje (pp.)	1,4	1,1	1,0	1,3	0,7	0,6	0,9	0,7	1,8	1,3	0,6
	Eksport netto (pp.)	1,1	0,0	0,1	0,7	-0,9	0,2	0,6	-0,3	-1,4	0,5	-0,3
Saldo obrotów bieżących***	-1,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,6	-1,0	-1,1	-1,3	-2,0	-0,7	-1,3	
Stopa bezrobocia (%)**	11,5	10,2	9,7	9,7	10,3	9,4	9,2	9,3	11,5	9,7	9,3	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	3,1	3,0	3,5	4,3	4,8	5,1	5,1	3,6	3,4	4,8	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,9	-0,7	-0,1	0,9	0,8	1,2	1,2	0,0	-0,8	1,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,72	1,73	1,60	1,20	1,20	1,20	1,28	2,06	1,60	1,28	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00	1,50	1,00	
EURPLN**	4,07	4,19	4,25	4,25	4,25	4,20	4,15	4,10	4,29	4,25	4,10	
USDPLN**	3,80	3,76	3,80	4,01	4,09	4,04	3,95	3,87	3,54	4,01	3,87	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

**Kalendarz**

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 16.11.2015r.</b>						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Październik	0,0		0,0
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	-11,4	-9,3	-6,0
<b>Wtorek 17.11.2015r.</b>						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Listopad	1,9		6,0
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m )	Październik	-0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Październik	0,2	0,2	0,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-0,2	0,0	0,1
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Październik	77,5	77,4	77,5
<b>Środa 18.11.2015r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Październik	1206	1146	1162
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Październik	1105	1169	1150
20:00	USA	<i>Minutes</i> z posiedzenia FOMC	Listopad			
<b>Czwartek 19.11.2015r.</b>						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Wrzesień	17,7		
<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>Sprzedaż detaliczna (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja PPI (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Produkcja przemysłowa (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>4,1</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Listopad	-4,5	-0,5	-0,5
<b>Piątek 20.11.2015r.</b>						
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	-7,7		-7,5

\* 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