

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem ścieżki inflacji i dynamiki PKB w najnowszej projekcji makroekonomicznej zostaną zrewidowane wyraźnie w dół w porównaniu do wrześniowej prognozy, co będzie odzwierciedleniem niższych cen ropy oraz spowolnienia wzrostu gospodarczego na rynkach wschodzących. W rezultacie najnowszy raport wskaże na brak osiągnięcia celu inflacyjnego w 2017 r. Naszym zdaniem będzie to silny argument dla EBC za dalszym złagodzeniem polityki pieniężnej na grudniowym posiedzeniu. Nasz scenariusz zakłada obniżenie stóp procentowych EBC o 10 pb (depozytowej z -0,20% do -0,30%, kredytu w banku centralnym z 0,30% do 0,20% i podstawowych operacji refinansujących z 0,05% do -0,05%) oraz wydłużenie horyzontu czasowego programu luzowania ilościowego o pół roku – „co najmniej do marca 2017 r.”. Prezes EBC, M. Draghi może zaznaczyć również, że w razie nasilenia ryzyka braku powrotu inflacji do celu w średnim okresie EBC jest gotowy do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, np. poprzez zwiększenie skali lub zmianę struktury obecnie realizowanego programu luzowania ilościowego. Oczekujemy mniejszej skali łagodzenia polityki pieniężnej na grudniowym posiedzeniu niż zakładają rynki. W przypadku realizacji naszego scenariusza, mniej gołębia od oczekiwań rynkowych reakcja EBC może oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego i spadku cen polskiego długu.
- **W piątek poznamy dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o 220 tys. osób w listopadzie wobec 271 tys. w październiku, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 5,0%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 190 tys. wobec 182 tys. w październiku). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury w przedsiębiorstwach w USA. Prognozujemy, że indeks ISM w przetwórstwie zwiększył się do 50,4 pkt. w listopadzie wobec 50,1 pkt. w październiku, co będzie spójne z umiarkowanie pozytywnymi sygnałami płynącymi z regionalnych wskaźników koniunktury. Publikacje dobrych danych z USA, stanowiące argument za podwyżką stóp procentowych na grudniowym posiedzeniu FOMC, będą naszym zdaniem lekko negatywne dla kursu złotego i cen długu. Uważamy, że wypowiedzi J. Yellen podczas jej wystąpienia przed Kongresem we wtorek i środę będą stanowić wsparcie dla naszego scenariusza stopniowego zaostrzenia polityki pieniężnej w USA, a tym samym mogą przyczynić się do wzmocnienia negatywnej reakcji cen polskich aktywów na publikacje wskaźników makroekonomicznych z USA.
- **W środę poznamy wstępny odczyt inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, iż dynamika cen zwiększyła się w listopadzie do 0,3% r/r wobec 0,1% r/r w październiku, co wynikało z wyższego tempa wzrostu cen paliw. Dziś poznamy również wstępny szacunek inflacji w Niemczech. Oczekujemy, że wzrosła ona do 0,3% r/r w listopadzie wobec 0,2% w październiku. Naszym zdaniem publikacja danych nie spotka się ze znaczącą reakcją rynków.
- **W piątek poznamy odczyty indeksów PMI dla chińskiego przetwórstwa.** Oczekujemy, że wskaźnik Caixin PMI zmniejszył się nieznacznie do 48,1 pkt. w listopadzie z 48,3 pkt. w październiku (efekt wysokiej bazy sprzed miesiąca), z kolei oficjalny indeks PMI wzrósł do 49,9 pkt. z 49,8 pkt. w październiku. Wyniki badań koniunktury potwierdzające utrzymujące się umiarkowane spowolnienie w chińskiej gospodarce będą w naszej ocenie neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że zostanie utrzymany na nim status quo w polityce monetarnej, a konferencja po posiedzeniu najprawdopodobniej nie dostarczy nowych informacji istotnie zmieniających perspektywy stóp procentowych. Tym samym jej wydzwięk nie powinien mieć istotnego wpływu na rynki.
- **Jutro opublikowane zostaną listopadowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Oczekujemy, że wskaźnik PMI wzrósł w listopadzie do 53,0 pkt. wobec

52,2 pkt. w październiku. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu wskaźnika była poprawa koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech. Nasza prognoza jest zbliżona do konsensusu rynkowego (52,8 pkt.), a tym samym jej realizacja powinna być neutralna dla rynków.

- **Dzisiaj opublikowany zostanie wstępny odczyt inflacji w Polsce.** Prognozujemy, że zwiększyła się ona w listopadzie do -0,3% r/r z -0,7% w październiku. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe dynamiki wszystkich jej trzech składowych (ceny żywności i paliw, inflacja bazowa). Dane będą w naszej ocenie neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Dzisiaj GUS opublikuje pełne dane o PKB w III kw.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego było zgodne ze wstępnym odczytem i wyniosło 3,4% r/r wobec 3,3% w II kw. Dane o PKB potwierdzą, że czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki PKB pomiędzy II i III kw. było ustąpienie efektu statystycznego związanego z wcześniejszą datą Świąt Wielkijnoy, który negatywnie wpłynął na tempo wzrostu PKB w II kw. Publikacja danych będzie miała naszym zdaniem ograniczony wpływ na rynki finansowe.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z komunikatem Ministerstwa Finansów opracuje ono w trybie pilnym nowelizację budżetu na 2015, która zostanie przedłożona Radzie Ministrów 1 grudnia 2015, a następnie trafi do Sejmu.** Swoje plany Ministerstwo uzasadnia niewystarczającymi wpływami z podatku VAT za 2015 r., które okazały się o 13,3 mld zł niższe od założeń. Mimo, iż pozostałe podatki przyniosły nieco więcej wpływów niż było to zakładane, 26 listopada ogólny ubytek w dochodach wynosił ok. 12 mld zł. Zgodnie z zapowiedzią Ministerstwa Finansów, zakładając oszczędności budżetowe na poziomie z lat ubiegłych, nowela zwiększy deficyt o ok. 3-4 mld zł, przy czym kwota ta zostanie doprecyzowana w oparciu o szczegółowe dane z resortów. W naszej ocenie celem nowelizacji budżetu na 2015 r. jest najprawdopodobniej wygładzenie ścieżki deficytu sektora finansów publicznych w latach 2015-2016 w sytuacji, w której przetarg na częstotliwość LTE zostanie ostatecznie rozstrzygnięty najprawdopodobniej w 2016 r. (suma ofert złożonych w październikowym przetargu wyniosła 9,23 mld zł). Jednocześnie poinformowano, że trwają prace nad budżetem na 2016, który zrealizuje program polityki prorodzinnej „500 plus”. Projekt zostanie złożony Radzie Ministrów w połowie grudnia. Zgodnie z wypowiedzią wicepremiera i ministra rozwoju M. Morawieckiego w TVP Info, w 2016 r. deficyt może wynieść nawet 3,3% PKB. Oznaczałoby to, że deficyt przekroczyłby próg 3,0% PKB i w rezultacie Polska ponownie mogłaby zostać objęta procedurą nadmiernego deficytu. Byłoby to negatywne dla ratingu Polski i oznaczałoby ryzyko wstrzymania wypłaty środków unijnych. Tym samym ubiegłotygodniowe wypowiedzi M. Morawieckiego są w naszej ocenie lekko negatywne dla cen polskich obligacji i złotego.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki i wyniki badań koniunktury.** Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zostało zrewidowane w górę do 2,1% wobec 1,5% w pierwszym szacunku. Wyższe tempo wzrostu wynikało z większych w stosunku do pierwszego odczytu wkładów zapasów (-0,59 pp. wobec -1,44 pp.) oraz inwestycji (0,54 pp. wobec 0,47 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływały niższe kontrybucje konsumpcji (2,05 wobec 2,19), eksportu netto (-0,22 pp. wobec -0,03 pp.) oraz wydatków rządowych (0,29 pp. wobec 0,30 pp.). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane z rynku nieruchomości. Sprzedaż domów na rynku wtórnym zmniejszyła się w październiku do 5,36 mln wobec 5,55 mln we wrześniu, a sprzedaż nowych domów wzrosła w październiku do 495 tys. wobec 447 tys. we wrześniu. Odczyty ukształtowały się tym samym na relatywnie wysokim w porównaniu do ostatnich kilku lat poziomie, co wskazuje na kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły

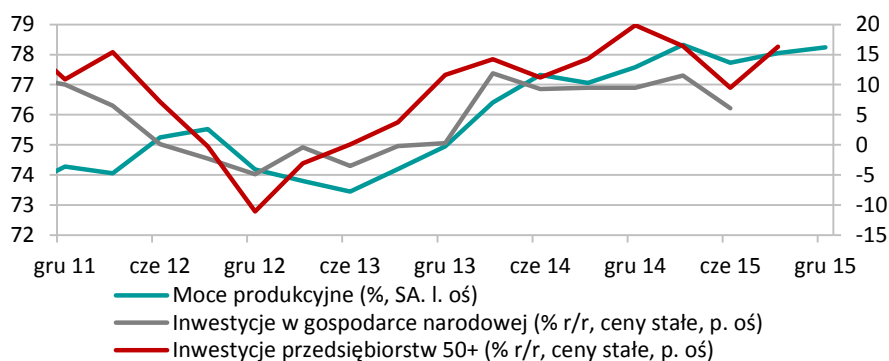
się w październiku o 3,0% m/m wobec spadku o -0,8% we wrześniu. Znaczny wzrost wskaźnika wynikał z silnego zwiększenia dynamiki zamówień w firmie Boeing. Po wyłączeniu zamówień na środki transportu, zamówienia zwiększyły się w październiku o 0,5% m/m wobec spadku o 0,1% we wrześniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks zaufania konsumentów Conference Board zmniejszył się w listopadzie do 90,4 pkt. wobec 99,1 pkt. w październiku. Silny spadek wskaźnika wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Na nieznaną poprawę nastrojów konsumenckich wskazał natomiast finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, który wyniósł w listopadzie 91,3 pkt. wobec 90,0 pkt. w październiku. Został on jednak zrewidowany w dół względem wstępnego szacunku (93,1 pkt.). Rewizja wynikała przede wszystkim z niższej składowej dla oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym FED rozpocznie w grudniu cykl zacieśniania polityki monetarnej.

- ✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne listopadowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zwiększył się w listopadzie do 54,4 pkt. wobec 53,9 pkt. w październiku. Wzrost indeksu wynikał z wyższej wartości wskaźnika w Niemczech (54,9 pkt. w październiku wobec 54,2 pkt. we wrześniu), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało pogorszenie koniunktury we Francji (51,3 pkt. wobec 52,6 pkt.). Na zwiększenie indeksu w Niemczech złożyły się wzrost aktywności w sektorze usług i obniżenie składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, podczas gdy pogorszenie koniunktury we Francji wynikało z niższych wartości indeksu zarówno dla aktywności w sektorze usług jak i bieżącej produkcji w przetwórstwie. Obniżenie aktywności w usługach we Francji w pewnym stopniu było związane z zamachami w Paryżu. Wyraźną poprawę koniunktury odnotowano w pozostałych krajach strefy euro uwzględnionych w badaniu. Składowa dla bieżącej produkcji ukształtowała się w tych krajach na drugim najwyższym poziomie od wybuchu światowego kryzysu finansowego, a składowa dla zatrudnienia wzrosła najsilniej od czerwca 2007 r. Listopadowe dane nt. koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro nie zmieni się w IV kw. w stosunku do III kw. i wyniesie 0,4%, a w całym 2015 r. PKB zwiększy się o 1,5% wobec wzrostu o 0,9% w 2014 r.
- ✓ **Zgodnie z finalnym szacunkiem niemiecki PKB zwiększył się w III kw. o 0,3% kw/kw wobec 0,4% w II kw.** Spadek kwartalnej dynamiki PKB wynikał z niższego wkładu eksportu netto (-0,4 pp. w III kw. wobec 0,6 pp. w II kw.), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe kontrybucje konsumpcji (0,6 pp. wobec 0,2 pp.) oraz zapasów (0,2 pp. wobec -0,3 pp.). Wkład inwestycji w III kw. nie zmienił się w stosunku do II kw. i wyniósł -0,1 pp. Prognozujemy, że w IV kw. kwartalna dynamika niemieckiego PKB zwiększy się do 0,5%, a w całym 2015 r. tempo wzrostu PKB nie zmieni się w stosunku do 2014 r. i wyniesie 1,6%.
- ✓ **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego zwiększył się w listopadzie do 109,0 pkt. wobec 108,2 pkt. w październiku.** Wzrost wskaźnika wynikał zarówno ze zwiększenia składowej dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawa koniunktury została odnotowana we wszystkich działach poza handlem detalicznym, w którym sytuacja uległa pogorszeniu. Struktura danych dotyczących koniunktury w Niemczech wskazuje jak na razie na ograniczony wpływ skandalu w firmie Volkswagen na aktywność gospodarczą.

Koniec boomu inwestycyjnego w przedsiębiorstwach jest już blisko

Zgodnie z danymi GUS w III kw. nastąpiło wyraźne przyspieszenie nominalnych inwestycji w przedsiębiorstwach zatrudniających co najmniej 50 osób (do 16,5% r/r z 9,6% w II kw.). Z uwagi na fakt, iż minionych latach dynamika inwestycji w dużych firmach była dobrym wyznacznikiem tempa wzrostu inwestycji przedsiębiorstw ogółem (współczynnik korelacji liniowej równy 83%) oczekujemy, że również one przyspieszyły w III kw.

Wzrost dynamiki nominalnych inwestycji przedsiębiorstw 50+ w III kw. miał szeroki zakres sektorowy. Wyższy wkład nakładów inwestycyjnych do dynamiki inwestycji odnotowano w usługach (3,4 pp. w III kw. wobec 0,1 pp. w II kw.), przetwórstwie (7,4 pp. wobec 5,4 pp.), budownictwie (2,1 pp. wobec 0,4 pp.) oraz w kategorii „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę” (głównie inwestycje w energetyce; 4,4 pp. wobec 3,1pp.). Spadek inwestycji pogłębił się natomiast w górnictwie (z -2,6% r/r w II kw. do -12,5% w III kw.), co skutkowało obniżeniem wkładu tej kategorii do dynamiki inwestycji przedsiębiorstw 50+ o 0,5 pp.



W naszej ocenie, w ostatnich kwartałach głównym bodźcem dla szybkiego wzrostu inwestycji był wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie przemysłowym, który w III kw. wyniósł 78,2% (dane odsezonowane). Wraz ze wzrostem stopnia wykorzystania mocy wytwórczych przedsiębiorstwa zamierzają zwiększać produkcję

Źródło: GUS, Credit Agricole

stają przed koniecznością zwiększania nakładów na środki trwałe. Na podstawie naszego kwartalnego modelu prognostycznego szacujemy, że przy wzroście stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych o 1 pp. następuje zwiększenie dynamiki inwestycji przedsiębiorstw o 0,86 pp. W IV kw. stopień wykorzystania mocy produkcyjnych wzrósł do 78,2%, kształtując się na drugim, po I kw. br., najwyższym poziomie w historii badań.

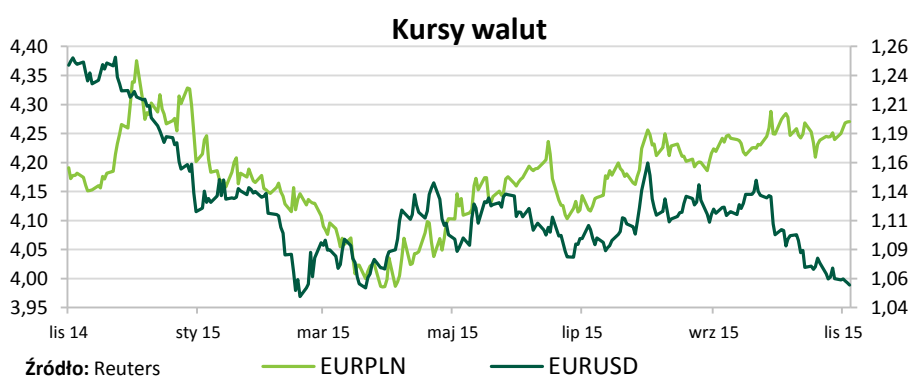
W naszej ocenie obecny cykl inwestycyjny przedsiębiorstw dobiega już końca. Firmy głównie dokończają rozpoczęte inwestycje mające na celu zwiększenie mocy produkcyjnych i już tylko w ograniczonym stopniu decydują się na rozpoczęcie nowych projektów. Uważamy, że wciąż wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych ulegnie zmniejszeniu w kolejnych kwartałach, co będzie efektem pełnego zakończenia przedsięwzięć inwestycyjnych. Na taką tendencję wskazują również październikowe badania koniunktury w przetwórstwie – PMI (por. MAKROmapa z 02.11.2015). Pomimo wyższego tempa wzrostu zamówień zaległości produkcyjne przedsiębiorstw spadły ósmy miesiąc z rzędu, w szybszym tempie niż we wrześniu. Systematycznie malejące opóźnienia w produkcji wskazują, iż firmy w coraz mniejszym stopniu zmagają się z problemem niewystarczających mocy produkcyjnych i nie muszą zwiększać istotnie zwiększać nakładów na środki trwałe. Wyhamowanie cyklu inwestycyjnego sygnalizują również badania koniunktury GUS, zgodnie z którymi przedsiębiorstwa w przetwórstwie planują zmniejszyć inwestycje o 2,8% w stosunku do poziomu z br. Firmy oceniają względną zmianę inwestycji w następnym roku najbardziej pesymistycznie od 2011 r.

Naszą ocenę wspierają również badania koniunktury przedsiębiorstw przeprowadzane przez NBP („Szybki monitoring”, październik br.). Prognozy respondentów dotyczące zmian wielkości nakładów planowanych w perspektywie kwartalnej uległy obniżeniu. Wskaźnik prognoz pozostał dodatni, ale jego

spadek sygnalizuje spowolnienie tempa wzrostu inwestycji w badanej próbie w IV kw. br. Ponadto w próbie pojawiła się przewaga liczebna inwestorów planujących dokonać znaczącej redukcji inwestycji. Spadek skłonności do podejmowania nowych inwestycji i obniżenie prognoz wielkości nakładów obserwowany jest we wszystkich grupach w klasyfikacji niezależnie od wielkości zatrudnienia, w tym także w podgrupie największych przedsiębiorstw (2000+ pracowników).

Zarysowane powyżej czynniki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego spowolnienie dynamiki inwestycji ogółem (w tym przedsiębiorstw) w IV kw. br. W 2016 r. dynamika nakładów na środki trwałe dalej obniży się ze względu na przewidywane przez nas zakończenie cyklu inwestycyjnego w przedsiębiorstwach, zmniejszoną absorpcję środków unijnych pomiędzy dwoma perspektywami finansowymi oddziałującą w kierunku spadku inwestycji publicznych oraz efekty wysokiej bazy z br. (szczególnie w energetyce). Naszą zrewidowaną prognozę kwartalną przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

Posiedzenie EBC i zatrudnienie poza rolnictwem w USA kluczowe dla złotego

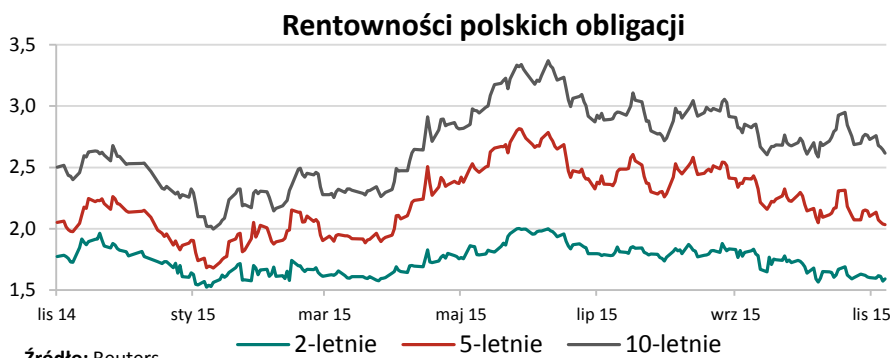


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2703 (osłabienie złotego o 0,7%). W poniedziałek złoty osłabiał się w reakcji na wyższe od oczekiwań indeksy PMI dla strefy euro. We wtorek zestrzelenie przez Turcję rosyjskiego bombowca doprowadziło do wzrostu awersji do ryzyka. W konsekwencji kurs złotego, podobnie jak kilka innych

walut rynków wschodzących znalazły się w trendzie deprecjacyjnym w ślad za turecką lirą, który utrzymał się do czwartku. W kierunku osłabienia złotego oddziaływał również wzrost ryzyka politycznego w Polsce, związany z nasilającym się sporem wokół wyboru członków Trybunału Konstytucyjnego. W środę miało miejsce przejściowe umocnienie złotego, do którego przyczyniły się gołębnie sygnały z EBC nt. dalszego łagodzenia polityki monetarnej. W piątek miała miejsce korekta związana głównie z powrotem części inwestorów z USA na rynek po czwartkowym Świącie Dziękczynienia w USA.

W tym tygodniu najważniejsze dla kształtowania kursu złotego będą czwartkowe posiedzenie EBC oraz piątkowa publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy. Choć oczekujemy, że EBC złagodzi politykę monetarną, w naszej ocenie skala jej rozluźnienia będzie mniejsza niż oczekuje tego rynek, co będzie oddziaływało w kierunku osłabienia złotego. Polska waluta może również tracić na wartości w reakcji na dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA, które w naszej ocenie potwierdzą, iż amerykański rynek pracy znajduje się w równowadze i będą stanowić wsparcie dla naszego scenariusza podwyżki stóp w grudniu przez FED. Dodatkowo negatywne dla złotego mogą być wtorkowe i środowe wystąpienia szefowej FED J. Yellen, które również mogą nasilić oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp FED na grudniowym posiedzeniu. Uważamy, że krajowe dane (finalny PKB, wstępna inflacja, PMI dla przetwórstwa), konferencja po posiedzeniu RPP oraz wyniki badań koniunktury w USA i w Chinach pozostaną w cieniu posiedzenia EBC i danych z amerykańskiego rynku pracy. Tym samym ich wpływ na kurs złotego będzie ograniczony.

Posiedzenie EBC oraz dane z USA w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,592 (spadek o 1pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,033 (spadek o 7pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,616 (spadek o 11pb). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia z łagodnym spadkiem rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej dochodowości.

W naszej ocenie wynikało to ze wzrostem oczekiwań rynku na łagodzenie polityki monetarnej przez EBC w tym tygodniu. Wsparcie dla takiej oceny stanowi podobny wzrost cen obligacji niemieckich.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą czwartkowe posiedzenie EBC oraz piątkowy odczyt zatrudnienia poza rolnictwem w USA. Choć oczekujemy, że EBC złagodzi politykę monetarną, naszym zdaniem skala tego łagodzenia będzie mniejsza niż oczekuje rynek, co może przyczynić się do lekkiego wzrostu rentowności polskich obligacji. W tym samym kierunku oddziaływać będą również dane z amerykańskiego rynku pracy potwierdzające, iż znajduje się on w równowadze. Zwiększą one zapewne oczekiwania inwestorów na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez FED na grudniowym posiedzeniu. Dodatkowo negatywne dla cen polskiego długu mogą być wtorkowe i środowe wystąpienia szefowej FED J. Yellen, które również mogą nasilić oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp FED na grudniowym posiedzeniu. Krajowe dane (finalny PKB, wstępna inflacja, PMI dla przetwórstwa) oraz konferencja po posiedzeniu RPP pozostaną w cieniu posiedzenia EBC i danych z rynku pracy w USA, dlatego ich wpływ na ceny polskich obligacji będzie ograniczony.

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	4,03
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	2,4	
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	-2,8	-2,3	
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	0,8	
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	3,3	
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	1,1	
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	9,6	
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.)	1,5	1,1	1,0	1,3	0,7	0,6	0,9	0,7	1,8	1,3	0,6
	Eksport netto (pp.)	0,9	0,2	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	4,26	4,25	4,20	4,15	4,10	4,29	4,26	4,10	
USDPLN**	3,80	3,76	3,80	4,08	4,09	4,04	3,95	3,87	3,54	4,08	3,87	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 30.11.2015r.						
10:00	Polska	PKB (% r/r)	III kw.	3,4	3,4	
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	0,2	0,3	0,3
14:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Listopad	-0,8	-0,3	-0,4
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Listopad	56,2		54,0
Wtorek 01.12.2015r.						
2:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Listopad	49,8	49,9	49,8
2:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	48,3	48,1	48,3
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	52,2	53,0	52,8
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	52,6	52,6	52,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	52,8	52,8	52,8
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Październik	10,8		10,8
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	52,6		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	50,1	50,4	50,4
Środa 02.12.2015r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Grudzień	1,50	1,50	1,50
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	0,1	0,3	0,3
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	-3,1		-3,2
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Listopad	182		190
Czwartek 03.12.2015r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Listopad	54,6	54,6	54,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Listopad	54,4	54,4	54,4
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	-0,1		0,2
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Grudzień	0,05	-0,05	0,05
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	-1,0	1,7	1,3
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Listopad	59,1	58,0	58,0
Piątek 04.12.2015r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	-1,7		1,0
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	5,0	5,0	5,0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Listopad	271	220	200

* 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