

Cykl zapasów w punkcie zwrotnym

W tym tygodniu

- **Po intensywnym ubiegłym tygodniu, kalendarz na najbliższy tydzień jest dość ubogi w wydarzenia makroekonomiczne.** Istotne dla globalnych nastrojów dane napłyną z Chin. Oczekujemy, że zarówno sprzedaż detaliczna, jak i produkcja przemysłowa lekko spowolnią w ujęciu rocznym w listopadzie. Z kolei opublikowana dziś listopadowa inflacja CPI spadła do 3,0% r/r z 3,2% w październiku (niższa dynamika cen żywności), kształtując się poniżej celu inflacyjnego (3,5%). Dane z realnej sfery gospodarki będą bacznie obserwowane przez rynki, gdyż po spadku listopadowych wskaźników PMI w przetwórstwie i usługach nasiliły się obawy inwestorów o spowolnienie chińskiego wzrostu gospodarczego w ujęciu kw/kw w IV kw. (roczna dynamika PKB wzrosła jedynie ze względu na efekty bazy). Spowolnienie gospodarcze będzie kontynuowane również w przyszłym roku (efekt rozpoczęcia wprowadzania reform gospodarczych), zatem oczekujemy spadku dynamiki PKB w Chinach z 7,7% w 2013 r. do 7,2% w 2014 r.
- **W czwartek poznamy dane o październikowej produkcji przemysłowej strefie euro, która w naszej ocenie wzrosła o 0,5% m/m wobec spadku o 0,5% we wrześniu.** Głównym źródłem przyspieszenia w obszarze wspólnej waluty były Niemcy, które najprawdopodobniej odnotowały wzrost produkcji przemysłowej o 1,2% m/m wobec spadku o 0,9% we wrześniu. Dane o produkcji przemysłowej w połączeniu z listopadowymi wskaźnikami koniunktury – PMI (patrz poniżej) wskażą na przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro z 0,1% kw/kw do 0,2% w IV kw.
- **W czwartek opublikowane zostaną dane o listopadowej sprzedaży detalicznej w USA.** Oczekujemy wzrostu o 1,0% m/m wobec 0,4% w październiku. W kierunku wzrostu dynamiki sprzedaży detalicznej oddziaływała przede wszystkim wyższa sprzedaż w branży motoryzacyjnej związana z atrakcyjnymi promocjami w okresie Świąta Dziękczynienia. Z drugiej strony, nominalna dynamika sprzedaży ograniczana była przez spadek cen paliw. Odczyt zgodny z naszą prognozą, znacząco wyższą od konsensusu rynkowego (0,5%) może przyczynić się do osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **Oczekujemy, że inflacja CPI w Polsce (publikacja we piątek) wzrosła w listopadzie do 0,9% r/r wobec 0,8% październiku.** W kierunku zwiększenia tempa wzrostu cen w ujęciu rocznym oddziaływał przede wszystkim wzrost inflacji bazowej (z 1,4% r/r do 1,5%) oraz lekkie zwiększenie dynamiki cen paliw i energii. Z kolei dynamika cen żywności pozostała w listopadzie na niezmiennym poziomie. Naszym zdaniem dane o inflacji nie będą miały istotnego wpływu na perspektywy stóp procentowych NBP, kurs złotego i rynek długu.
- **W piątek poznamy również dane o polskim bilansie płatniczym w październiku.** Oczekujemy niższego deficytu na rachunku bieżącym (-652 mln EUR wobec -1024 mln EUR w październiku), na co złożyły się wyższe saldo transferów z Unią Europejską, spadek dynamiki importu do 2,2% r/r wobec 3,2% we wrześniu oraz oddziałujące w przeciwnym kierunku spowolnienie eksportu do 4,1% r/r z 8,1%. Naszym zdaniem odczyt będzie neutralny dla złotego i rynku długu.


W zeszłym tygodniu

- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w listopadzie o 203 tys. wobec wzrostu o 200 tys. w październiku, co było znacznie powyżej konsensusu rynkowego (180 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w sektorze oświaty i służbie zdrowia (+40 tys.), usługach biznesowych (+35 tys.) oraz transporcie i magazynowaniu (+30,5 tys.). Z kolei w branżach, w których zredukowano zatrudnienie znalazły się działalność finansowa (-3 tys.) oraz sektor zajmujący się rozpowszechnianiem i przetwarzaniem informacji (-1 tys.). W strukturze danych

na uwagę zasługuje także głębszy od oczekiwań spadek stopy bezrobocia z 7,3% w październiku do 7,0% w listopadzie, co przy jednoczesnym zwiększeniu liczby osób aktywnych zawodowo wskazuje na coraz lepszą sytuację na amerykańskim rynku pracy. Należy jednakże pamiętać, iż część spadku stopy bezrobocia można tłumaczyć powrotem pracowników rządowych z przymusowych urlopów związanych z *government shutdown*, gdyż w październikowym badaniu klasyfikowani byli oni jako bezrobotni. Niemniej jednak nie zmienia to pozytywnego wydźwięku danych nt. zatrudnienia, stanowiących wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą FED zdecyduje się na rozpoczęcie ograniczania programu QE3 w styczniu 2014 r.

- ✓ **Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) wzrósł w listopadzie do 54,4 pkt. wobec 53,4 pkt. w październiku.** W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje wzrost składowej dotyczącej nowych zamówień do poziomu najwyższego od stycznia 2011 r. Sygnalizuje to, iż ożywienie w polskim przetwórstwie ma charakter trwały (por. MAKROmapa 02.12.2013). Listopadowe dane o PMI stanowią silne wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w IV kw. roczna dynamika PKB zwiększy się do 2,4% wobec 1,9% w III kw.
- ✓ **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna wynosi 2,50%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada po raz kolejny przedstawiła stanowisko, zgodnie z którym w najbliższych kwartałach należy spodziewać się dalszej poprawy koniunktury w warunkach ograniczonej presji inflacyjnej. RPP podtrzymała również wprowadzoną we listopadzie zapowiedź utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie przynajmniej do połowy 2014 r. (por. MAKROpuls z 04.12.2013). Decyzja Rady jest zgodna z naszym scenariuszem zakładającym pierwszą podwyżkę stóp procentowych w lipcu 2014 r.
- ✓ **Finalny odczyt PKB w strefie euro wyniósł w III kw. 0,1% kw/kw wobec 0,3% w II kw.,** co było zgodne ze wstępnym szacunkiem. Największy dodatni wkład do dynamiki PKB pochodził ze wzrostu zapasów (+0,3 pp.) podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał eksport netto (-0,3 pp.). W strukturze PKB na szczególną uwagę zasługuje także wyhamowanie konsumpcji prywatnej, która spadła w III kw. do 0,1% kw/kw wobec 0,2% w II kw. Taka struktura danych o PKB sygnalizuje ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu PKB w IV kw. (0,2% kw/kw).
- ✓ **Zgodnie z oczekiwaniami EBC pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna wynosi 0,25%).** Na konferencji po posiedzeniu prezes EBC M. Draghi ponownie zasygnalizował, że inflacja jeszcze przez długi czas znajdować się będzie poniżej celu. Zaznaczył także, iż EBC na bieżąco analizuje sytuację i jest gotowy rozważyć wszystkie dostępne narzędzia w przypadku konieczności dalszego łagodzenia polityki monetarnej. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę najnowszą projekcję inflacji przygotowaną przez EBC, zgodnie z którą strefie euro nie grozi deflacja, prawdopodobieństwo dalszego znaczącego łagodzenia polityki monetarnej w strefie euro (np. poprzez wprowadzenie ujemnej stopy depozytowej) jest niskie.
- ✓ **Drugi szacunek zannualizowanego tempa wzrostu PKB w USA wyniósł w III kw. 3,6% (rewizja w górę z 2,8%) wobec 2,5% w II kw.** Podobnie jak w przypadku wstępnego szacunku największy wkład do dynamiki PKB miały zapasy, choć ostatecznie okazał się on jeszcze większy (1,68 pp. po rewizji wobec 0,8 pp.). W obliczu obniżenia dynamiki konsumpcji prywatnej, będącej na najniższym poziomie od IV kw. 2009 r., w IV kw. 2013 należy spodziewać się spadku produkcji oraz redukcji zapasów. W połączeniu z efektem wysokiej bazy z III kw. oznacza to wysokie prawdopodobieństwo obniżenia tempa wzrostu do 1,6% r/r w IV kw. Ponadto, silny wkład przyrostu zapasów w III kw. sygnalizuje, że przedsiębiorcy spodziewali się silniejszego wzrostu popytu na ich wyroby i to rozczarowanie może przyczynić się do obniżenia poziomu zapasów w kolejnych kwartałach.
- ✓ **Sprzedaż nowych domów w USA zwiększyła się w październiku do 444 tys. wobec 354 tys. we wrześniu,** co było największym wzrostem od ponad 33 lat. Dane wskazują, iż wyższe oprocentowanie kredytów hipotecznych w ostatnich miesiącach wywołane oczekiwaniami inwestorów na szybkie ograniczanie programu QE3 przez FED nie powstrzymało coraz

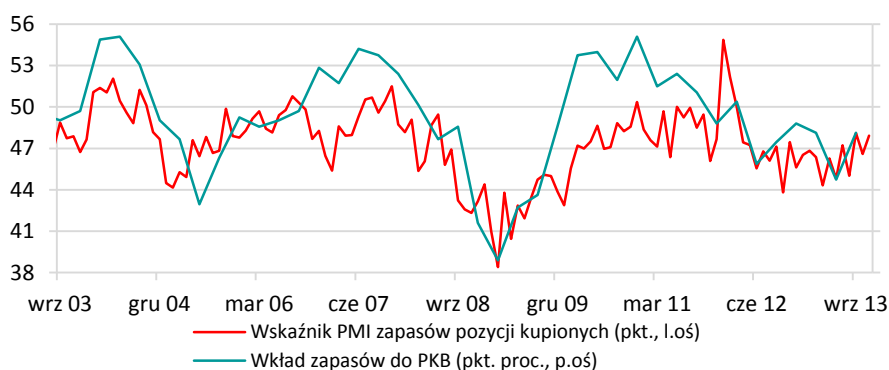
silniejszego ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości.

 **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wyniki badań koniunktury w USA.** Indeks ISM w przetwórstwie wzrósł w listopadzie do 57,3 pkt. wobec 56,4 pkt. w październiku, na co złożyły się wyższe poziomy subindeksów zatrudnienia oraz nowych zamówień. Z kolei, indeks ISM w usługach wyniósł w listopadzie 53,9 pkt. wobec 55,4 pkt. w październiku. Spadek wskaźnika wynikał przede wszystkim ze niższych wartości składowych dot. aktywności biznesowej oraz zatrudnienia. W ubiegłym tygodniu opublikowany został także wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, który wyniósł w grudniu 82,5 pkt. wobec 75,1 pkt. w listopadzie, co było znacznie powyżej oczekiwań rynków. Na jego wzrost złożyły się zarówno poprawa oceny bieżącej sytuacji gospodarczej jak i oczekiwania co do przyszłości. Dane nt. koniunktury w Stanach w swojej strukturze odzwierciedlają coraz lepszą sytuację na rynku pracy, co w najbliższym czasie powinno przełożyć się na wzrost konsumpcji prywatnej.

Przedsiębiorstwa zaczną zwiększać poziom zapasów w IV kw.

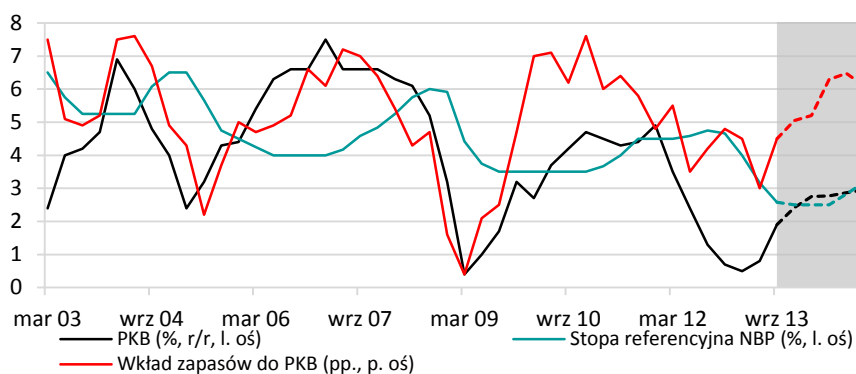
Zgodnie z danymi GUS w III kw. 2013 r. mieliśmy do czynienia z szóstym już z rzędu ujemnym wkładem zapasów do dynamiki PKB. Jednakże z uwagi na postępujące w Polsce ożywienie gospodarcze, teoria ekonomii podpowiada, iż w najbliższym czasie możemy spodziewać się punktu zwrotnego w cyklu zapasów. Powstaje zatem pytanie czym tak naprawdę są zapasy oraz jak zmienia się ich poziom w zależności od koniunktury.

Zapasy można podzielić ze względu na miejsce ich powstawania (zapasy producentów oraz zapasy w handlu) oraz stopień przetworzenia (surowce i materiały, produkcja w toku, wyroby gotowe). W przypadku tej drugiej klasyfikacji poziomy, na jakich utrzymywane są one w firmach zależą od cech charakterystycznych dla danego przedsiębiorstwa. Na ich podstawie ustalić można tzw. buforowy poziom zapasów niezbędny do zachowania ciągłości produkcji i sprzedaży. Pomimo istnienia takiego „optymalnego” poziomu, w danych historycznych wyraźnie rysuje się cykliczność zapasów. Zgodnie z teorią ekonomii istnieją dwie przyczyny ich spadku. Pierwszą z nich jest sytuacja charakterystyczna dla początkowej fazy ożywienia gospodarczego, kiedy to popyt zaspokajany jest nie tylko bieżącą produkcją ale również rezerwami nagromadzonymi w poprzednich okresach. Przedsiębiorstwa często nie są jeszcze przekonane czy poprawa koniunktury ma charakter trwały, dlatego nie decydują się na większe wykorzystanie mocy wytwórczych, co pozwala im upłynnić część zapasów. W drugim przypadku rezerwy spadają gdy firmy w szczytowej fazie cyklu koniunkturalnego nie są w stanie zaspokoić popytu bieżącym poziomem produkcji i w tym celu muszą wykorzystać zgromadzone wcześniej zapasy. Z kolei sytuacja, w której zapasy rosną występuje, gdy wielkość bieżącej produkcji przewyższa popyt. Jest to charakterystyczne dla pierwszej fazy spowolnienia, ponieważ firmy często nie są w stanie przewidzieć nagłego spadku zapotrzebowania na swoje produkty oraz na początku ożywienia, kiedy przedsiębiorstwom zdarza się przeszacować jego siłę i produkują zbyt dużo. Literatura przedmiotu wskazuje, iż ważnym determinantem poziomu zapasów jest także wysokość stopy procentowej. Należy bowiem pamiętać, iż utrzymywanie rezerw oznacza zamrożenie części kapitału, który mógłby zostać wykorzystany bardziej efektywnie. Dlatego też wraz ze wzrostem stopy procentowej zwiększa się koszt alternatywny utrzymywania rezerw. W tym przypadku jest to zależność antycykliczna, gdyż w okresach spowolnienia stopy procentowe zazwyczaj są niskie, co sprzyja gromadzeniu zapasów, a w fazie wzrostowej wysokie, sprzyjając ich redukcji.



3 Odwołując się do teorii ekonomii zaprezentowanej powyżej, przeprowadziliśmy analizę cyklu zapasów w Polsce. W pierwszym kroku badania przeanalizowaliśmy bieżące tendencje dotyczące kształtowania się poziomu zapasów w przedsiębiorstwach w IV kw. W tym celu posłużyliśmy się ankietami koniunktury przygotowywanymi przez NBP, GUS oraz Markit/HSBC.

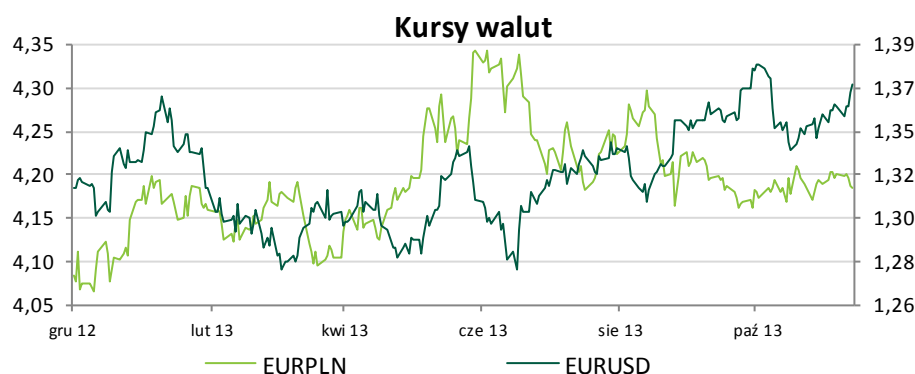
Historycznie, wkład zapasów do PKB wykazywał wysoką współzależność ze składową indeksem PMI dot. zapasów pozycji kupionych (wskaźnik korelacji liniowej równy 74,8%). Listopadowy raport PMI informował, że zapasy pozycji zakupionych zmniejszyły się dwudziesty miesiąc z rzędu w listopadzie. Jednak odnotowana wartość indeksu ukształtowała się powyżej średniej z badań długoterminowych, sygnalizując tym samym stosunkowo słabe tempo redukcji zapasów w IV kw. Ponadto, wskaźnik dotyczący bieżącego stanu zapasów wyrobów gotowych w przemyśle opracowywany przez GUS (korelacja równa 63,7%) obniżył się tylko nieznacznie w IV kw. (dane za październik i listopad) w stosunku do III kw. Dodatkowo, zgodnie z badaniem opracowywanym przez NBP („Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw”) w III kw. wzrósł odsetek firm oceniających poziom zapasów swoich towarów jako niewystarczający. W sektorze przemysłowym wskaźnik ten wzrósł do 6,6% wobec 5,9% w II kw., z kolei dla przedsiębiorstw handlowych zwiększył się on z 4,8% do 7,3% w III kw., co było najwyższym poziomem w historii badań. Powyższe badania koniunktury wskazują na zmniejszenie tempa redukcji zapasów w sektorze przemysłowym oraz handlu w IV kw. br., co sygnalizuje prawdopodobny wzrost wkładu zapasów do rocznego tempa wzrostu PKB w IV kw. (mniejszy spadek zapasów w ujęciu kw/kw lub nawet ich wzrost).



3 W drugim kroku analizy korzystając ze znanych w teorii ekonomii zależności determinujących poziom zapasów w gospodarce zbudowaliśmy model ekonometryczny objaśniający zmiany poziomu zapasów w gospodarce. Wkład zapasów do rocznej dynamiki PKB uzależniliśmy od rocznego tempa wzrostu gospodarczego (opóźnionego o 1 kwartał) oraz stop referencyjnej NBP (opóźnionej o 1 kwartał). Model

dobrze objaśnia zmiany wkładu zapasów (współczynnik determinacji $R^2=73\%$). Zgodnie z uzyskanymi na podstawie modelu wynikami, zwiększenie dynamiki PKB powoduje zwiększenie wkładu zapasów do PKB, a wyższy poziom stóp procentowych skutkuje jego zmniejszeniem. Następnie, korzystając ze zbudowanego modelu dokonaliśmy prognozy wkładu zapasów do PKB w okresie IV kw. 2013 r. – IV kw. 2014. Oczekiwane ścieżki stopy procentowej NBP oraz tempa wzrostu gospodarczego przyjęliśmy zgodnie z naszą kwartalną prognozą makroekonomiczną (por. tabela poniżej). Zakładany przez nas stopniowy wzrost dynamiki PKB będzie oddziaływał w kierunku wzrostu wkładu zapasów (już w IV kw. będzie on nieznacznie dodatni i wyniesie 0,05 pp.). Z dalszym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego i utrzymaniem się stóp procentowych NBP na stałym poziomie, wkład zapasów ulegnie stopniowemu zwiększeniu do 0,2 pp., 1,3 pp. i 1,5 pp., odpowiednio w pierwszych trzech kwartałach 2014 r. W związku z oczekiwanym przez nas zacieśnianiem polityki pieniężnej w III kw. 2014 r., wkład zapasów do PKB w IV kw. ulegnie zmniejszeniu do 1,1 pp. A zatem IV kw. br. będzie punktem zwrotnym cyklu zapasów, a oczekiwane zwiększanie poziomu zapasów przez przedsiębiorstwa w kolejnych kwartałach wywoła również jednoczesny wzrost rocznej dynamiki produkcji przemysłowej.

Kurs złotego zdominowany przez dane zza oceanu

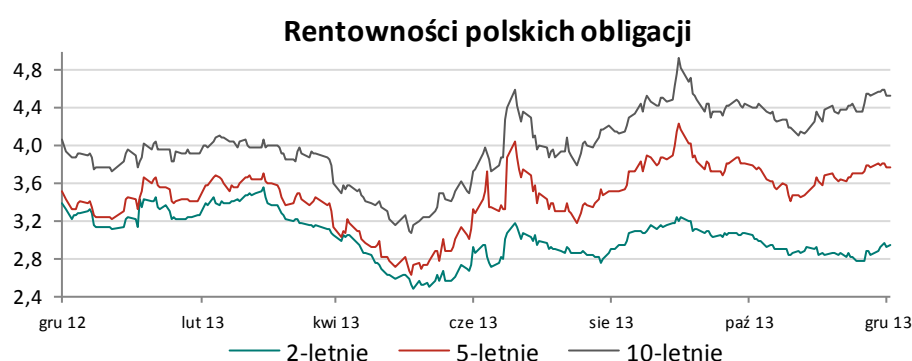


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1842 (umocnienie o 0,4%). W ubiegłym tygodniu złoty pozostawał głównie pod wpływem czynników globalnych. W poniedziałek polska waluta umacniała się, lecz po południu nastąpiło odwrócenie trendu spowodowane publikacją dobrych danych nt. koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. We

wtorek, z uwagi na brak ważnych danych, na rynku utrzymywała się niewielka płynność, a złoty zdominowany był przez nastroje globalne. W środę nastąpiła stabilizacja kursu polskiej waluty przerwana jedynie przez publikację danych z amerykańskiego rynku pracy (raport ADP), który chwilowo podwyższył jego zmienność. W czwartek po południu rozpoczął się trend aprecjacyjny złotego wzmacniany przez publikację gołębih danych o strukturze amerykańskiego PKB.

W tym tygodniu z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny złoty kształtowany będzie głównie przez nastroje na rynkach globalnych. Ubiegłotygodniowe dane o zatrudnieniu nasiliły oczekiwania rynków na szybsze rozpoczęcie ograniczania programu QE3 przez FED, co może znaleźć odzwierciedlenie w osłabieniu złotego w tym tygodniu. W czwartek poznamy dane na temat amerykańskiej sprzedaży detalicznej, która w naszej ocenie okaże się lepsza od konsensusu rynkowego, oddziałujące w kierunku osłabienia polskiej waluty. W piątek napłynie komplet danych z polskiej gospodarki, jednakże naszym zdaniem będą one neutralne dla kursu EURPLN.

Stabilizacja na rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 2,914 (wzrost o 7pb), obligacji 5-letnich nie zmieniły się i wyniosły 3,77, a obligacji 10-letnich wzrosły do poziomu 4,535 (wzrost o 1pb). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności na całej długości krzywej, szczególnie na jej krótkim

końcu. Spowodowane było napływem dobrych danych z USA (koniunktura w przemyśle, rynek nieruchomości, rynek pracy), które zwiększyły obawy inwestorów, iż FED w najbliższym czasie zdecyduje się na ograniczenie skali skupu aktywów. W piątek nastąpiło jednak gwałtowne odwrócenie trendu i umocnienie polskiego długu, pomimo dobrego odczytu zatrudnienia w USA (rynk prawdopodobnie zdyskontowały scenariusz poprawy na rynku pracy po publikacji raportu ADP).

W tym tygodniu z uwagi na ubogi kalendarz na rynku długu zapanuje względna stabilizacja. Podobnie jak w przypadku złotego najważniejsze dane napłyną pod koniec tygodnia. kiedy to poznamy dane nt. sprzedaży

detalicznej w USA, która w naszej ocenie może spowodować lekką przecenę polskich obligacji. Odczyt polskiej inflacji oraz bilans płatniczy pozostaną neutralne dla długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	lis 12	gru 12	sty 13	lut 13	mar 13	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13
Stopa referencyjna NBP* (%)	4,50	4,25	4,00	3,75	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Kurs EURPLN*	4,10	4,07	4,20	4,14	4,17	4,16	4,28	4,32	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15
Kurs USDPLN*	3,16	3,08	3,09	3,17	3,25	3,16	3,28	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,14
Kurs CHFPLN*	3,40	3,37	3,39	3,39	3,43	3,40	3,44	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,37
Inflacja CPI (r/r, %)	2,8	2,4	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,7	1,4	1,4	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-0,8	-10,5	0,4	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,4	2,2	6,3	4,4	1,6	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,1	-1,1	-1,2	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,3	-1,3	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,4	-2,5	3,1	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	2,7	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,7	2,4	0,4	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	2,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,3	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	12,9	13,4	14,2	14,4	14,3	14,0	13,6	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	
Saldo ROB (mIn EUR)	-1315	-1705	-1375	-668	-272	436	-204	133	-497	-785	-1024	-652		
Eksport (r/r, % EUR)	11,2	-1,1	7,6	5,4	0,2	12,7	2,1	7,1	6,5	2,8	8,1	4,1		
Import (r/r, % EUR)	6,6	-0,9	2,0	-5,3	-0,1	3,7	-4,6	-0,8	1,8	-0,1	3,2	2,2		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym													
Wskaźnik	2013				2014				2012	2013	2014	2015	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4					
PKB (% r/r)	0,5	0,8	1,9	2,4	2,7	2,8	2,9	2,9	1,9	1,5	2,8	3,4	
Konsumpcja (% r/r)	0,0	0,2	1,0	1,2	1,6	1,8	1,9	2,2	1,2	0,6	1,9	2,5	
Inwestycje (% r/r)	-2,1	-3,2	0,6	0,8	2,9	6,0	6,8	7,0	-1,6	-1,0	5,7	10,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	1,3	3,2	6,4	9,1	9,2	11,2	11,5	11,4	3,1	6,4	10,8	12,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	-1,6	-1,9	3,4	3,5	3,6	4,2	4,3	4,4	-2,7	-0,8	4,1	6,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,0	0,1	0,6	0,6	1,0	1,1	1,1	1,1	0,8	0,3	1,1	1,4
	Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,6	0,1	0,2	0,3	1,0	1,1	1,7	-0,3	-0,1	1,1	1,8
	Eksport netto (pp.)	1,3	2,5	1,4	2,0	1,9	1,6	1,4	1,3	2,0	1,8	1,6	1,4
Saldo obrotów bieżących***	-3,1	-2,3	-2,0	-1,5	-1,4	-2,1	-2,3	-2,3	-3,4	-1,5	-2,3	-3,1	
Stopa bezrobocia (%)**	14,3	13,2	13,0	13,4	13,8	12,6	12,4	12,8	13,4	13,4	12,8	12,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	2,6	3,3	4,0	3,6	3,6	3,6	3,9	3,8	3,7	3,4	3,7	4,2	
Inflacja CPI(%)*	1,3	0,5	1,1	1,0	1,4	1,6	1,5	1,5	3,7	1,0	1,5	2,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	3,39	2,73	2,67	2,65	2,65	2,98	3,32	3,48	4,11	2,65	3,48	4,40	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	3,00	3,25	4,25	2,50	3,25	4,25	
EURPLN**	4,17	4,32	4,22	4,15	4,13	4,05	4,05	4,00	4,09	4,15	4,00	3,85	
USDPLN**	3,25	3,32	3,12	3,14	3,15	3,12	3,14	3,13	3,14	3,14	3,13	3,21	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 09.12.2013r.						
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-1,5	-1,5	-1,4
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	3,2	3,2	3,2
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Październik	18,8		18,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Grudzień	9,3	10,0	10,4
12:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-0,9	1,2	0,8
Wtorek 10.12.2013r.						
6:30	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	13,3	13,2	13,3
6:30	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	10,3	10,2	10,1
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Październik	0,4		0,3
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Październik	0,6		0,4
Czwartek 12.12.2013r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-0,5	0,5	0,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	298		315
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	0,4	1,0	0,6
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Październik	0,6		0,3
Piątek 13.12.2013r.						
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	III kw.	-1,0		
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Październik	-1024	-652	-452
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Listopad	5,9	6,9	6,4
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	0,8	0,9	0,9
14:30	USA	Inflacja PPI (% m/m)	Listopad	-0,2	0,1	0,0

* 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.