

Czy to już koniec „dopalacza kredytowego” ?

W tym tygodniu

- **Za granicą najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Uważamy, że FED utrzyma status quo w polityce monetarnej (opublikowana zostanie również prognoza makroekonomiczna, która nie ulegnie istotnym zmianom w stosunku do wrześniowej). Napływające ostatnio dane wskazują na poprawę warunków makroekonomicznych, jednakże członkowie FED prawdopodobnie będą czekać na kolejne sygnały potwierdzające trwałość poprawy sytuacji gospodarczej. Oczekujemy, że Rezerwa Federalna rozpocznie ograniczanie programu QE3 dopiero w styczniu 2014 r., aczkolwiek nie wykluczamy, że taka decyzja zostanie podjęta już na śródowym posiedzeniu. (prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza oceniamy na 30%). Decyzja o kontynuowaniu łagodnej polityki pieniężnej przez FED będzie oddziaływać w kierunku umocnienia złotego i obniżenia rentowności polskich obligacji.
- **Zza oceanu napłyną również istotne dane z realnej strefy gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa w USA wzrosła w ujęciu miesięcznym o 0,6% wobec 0,5% w październiku. Wsparciem dla naszej prognozy jest wzrost listopadowego indeksu ISM w przetwórstwie (i jego składowej dotyczącej bieżącej produkcji) oraz silny przyrost zatrudnienia w przetwórstwie (27 tys. m/m). Ponadto dane przedstawią umiarkowanie pozytywną sytuację na rynku nieruchomości – z jednej strony zaobserwujemy wzrost liczby rozpoczętych budów domów w listopadzie (jednocześnie zostaną opublikowane zaległe dane za wrzesień i październik), a z drugiej strony najprawdopodobniej spadnie liczba sprzedanych domów (z 5,12 mln do 5,03 mln w listopadzie). Wskaźniki nastrojów w przemyśle również wskażą na mieszany obraz koniunktury – oczekujemy, że wskaźnik Philadelphia FED obniży się do 5,0 pkt. wobec 6,5 pkt. w listopadzie, a indeks NY Empire State wzrośnie do 0,0 pkt. z -2,21 pkt. w listopadzie. Mieszany wydzźwięk danych może przyczynić się do podwyższonej zmienności na rynkach finansowych przed śródowym posiedzeniem FOMC. Oczekujemy, że ze względu na posiedzenie FED, piątkowa publikacja finalnego odczytu zannualizowanego PKB w III kw. (oczekujemy rewizji w górę do 3,8% r/r wobec 3,6% w II kw.) nie będzie miała istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **W poniedziałek uwaga rynków będzie skupiona na publikacji listopadowych wskaźników koniunktury w najważniejszych gospodarkach Europy.** Wskaźniki PMI wskazały na pogorszenie nastrojów zarówno w przetwórstwie, jak i sektorze usług we Francji. Z kolei w Niemczech nastąpiła poprawa koniunktury w przetwórstwie przy lekkim pogorszeniu w sektorze usług. Tym samym, wstępny indeks PMI Composite w strefie euro wzrósł do 52,1 pkt. wobec 51,7 pkt. w listopadzie. W tym tygodniu opublikowane zostaną również wskaźniki obrazujące nastroje w Niemczech (ZEW i IFO), które również odnotują lekkie wzrosty. W sumie, wyprzedzające wskaźniki koniunktury ponownie zasygnalizują, że ożywienie w strefie euro ma charakter trwały (w IV kw. oczekujemy wzrostu PKB o 0,2% kw/kw wobec 0,1% w III kw.). Tym samym publikacja indeksów PMI i wskaźników koniunktury w Niemczech może przyczynić się do lekkiego umocnienia euro.
- **We wtorek zostaną opublikowane dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w listopadzie.** Prognozujemy, że zatrudnienie wzrosło o 0,1% r/r wobec spadku 0,2% w październiku. Z kolei przeciętne wynagrodzenie wzrosło w listopadzie o 2,9% r/r wobec 3,1%. Dane wskażą zatem na rozpoczęcie trendu wzrostowego dla rocznej dynamiki zatrudnienia. Z kolei spadek dynamiki wynagrodzeń będzie częściowo wynikał z efektu statystycznego wynikającego z niekorzystnej różnicy dni roboczych. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

- **W środę poznamy dane o produkcji przemysłowej w Polsce w listopadzie.** Wskaźniki koniunktury (PMI) wskazywały na poprawę sytuacji w przetwórstwie. Tempo wzrostu produkcji w ujęciu rocznym było jednak ograniczane przez niekorzystną różnicę w liczbie dni roboczych. Tym samym prognozujemy, iż produkcja przemysłowa spowolniła do 1,6% r/r wobec 4,4% w październiku. Odczyt zgodny z naszą prognozą, równą oczekiwaniom rynkowym, powinien być neutralny dla kursu złotego i rynku długu.
- **W tym tygodniu prezydent ogłosi nominację nowego członka RPP (na miejsce Z. Gilowskiej).** Zgodnie z nieoficjalnymi informacjami uzyskanymi przez agencję Reuters będzie to J. Osiatyński, doradca prezydenta ds. ekonomicznych. Dotychczas charakteryzował się on gołębim nastawieniem, na co wskazuje również jego piątkowa wypowiedź (w jego ocenie inflacja jest obecnie na niebezpiecznie niskim poziomie i nic nie wskazuje, że może nastąpić zwiększenie presji inflacyjnej). Ewentualna nominacja dla J. Osiatyńskiego będzie sygnalizować zwiększoną trudność osiągnięcia większości potrzebnej do przegłosowania wniosku o podwyżkę stóp procentowych, stanowiąc tym samym ryzyko dla naszego scenariusza zakładającego rozpoczęcie zacieśniania polityki pieniężnej w lipcu 2014 r.

W zeszłym tygodniu

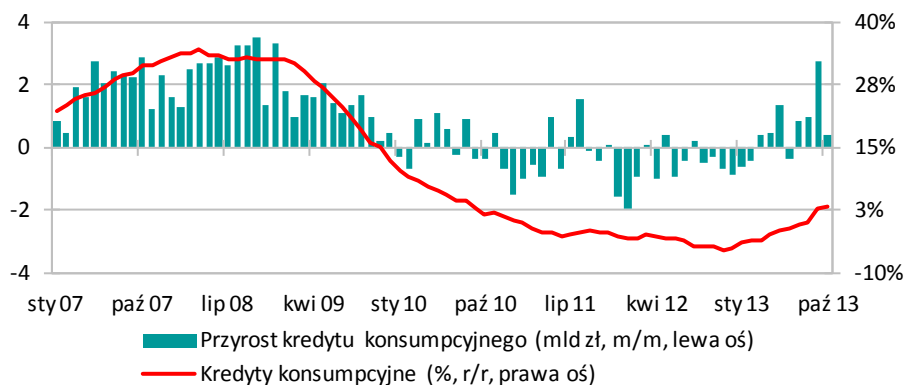
- **W czwartek Republikanie i Demokraci osiągnęli porozumienie na temat poziomu wydatków do 2015 r.** Porozumienie zwiększy finansowanie administracji rządowej umożliwiając jej w ten sposób swobodne wypełnianie swoich statutowych zadań. W zamian wprowadzone mają zostać reformy mające na celu stopniowe generowanie oszczędności w przyszłości, zamiast zastosowania obecnie znaczących cięć budżetowych. Porozumienie Demokratów i Republikanów nie podnosi limitu zadłużenia (nie rozwiązuje tym samym problemu ryzyka technicznej niewypłacalności Stanów Zjednoczonych), jednak sygnalizuje mniejsze ryzyko wystąpienia kolejnego *government shutdown* w styczniu 2014r.
- **Sprzedaż detaliczna w USA wzrosła w listopadzie 0,7% m/m wobec 0,6% w październiku (rewizja w górę z 0,4%),** co jest jej najwyższym wzrostem od lutego br. Wynikał on przede wszystkim z wyższej sprzedaży samochodów, która zrównoważyła spadek nominalnej sprzedaży paliw. W połączeniu z dobrymi danymi z amerykańskiego rynku pracy, listopadowe dane nt. sprzedaży detalicznej stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą FED zdecyduje się na ograniczenie skali skupu aktywów już w styczniu 2014 r.
- **Produkcja przemysłowa w strefie euro wyniosła październiku -1,1% m/m wobec -0,2% we wrześniu (rewizja w górę z -0,5%),** co jest najwyższym spadkiem od września 2012 r. Wynikał on przede wszystkim z niższej produkcji energii oraz dóbr trwałych. Dane te świadczą o słabości ożywienia w strefie euro i stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w IV kw. w obszarze wspólnej waluty wzrośnie o 0,2% kw/kw.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także zestaw danych z chińskiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa wzrosła w listopadzie o 10,0% r/r wobec 10,3% w październiku, co jest spójne z ostatnimi nieco słabszymi danymi o koniunkturze w chińskim przemyśle (PMI). Z kolei sprzedaż detaliczna wzrosła w listopadzie o 13,7% r/r wobec 13,3% w październiku sugerując silniejszy popyt wewnętrzny. W ubiegłym tygodniu opublikowano także dane nt. inwestycji w aglomeracjach miejskich, które wzrosły w listopadzie o 19,9% r/r wobec 20,1% w październiku. Powyższe dane wskazują, iż można oczekiwać lekkiego spowolnienia gospodarki chińskiej w IV kw. W naszej ocenie, z uwagi na rozpoczęcie wprowadzania reform gospodarczych będzie ono kontynuowane także w przyszłym roku, dlatego też oczekujemy spadku dynamiki PKB w Chinach z 7,7% w 2013 r. do 7,2% w 2014 r.
- **Inflacja CPI wyniosła w Polsce w listopadzie 0,6% r/r wobec 0,8% w październiku,** co było znacznie poniżej oczekiwań rynku zgodnych z naszą prognozą. Do jej spadku w największym stopniu przyczyniło się obniżenie cen w kategorii "łączność" związane z promocją na rynku telefonii komórkowej. W kierunku zmniejszenia rocznego wskaźnika inflacji oddziaływała

również niższa roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych. Odczyt listopadowej inflacji sygnalizuje znaczące ryzyko w dół dla naszej krótkoterminowej prognozy stóp procentowych NBP, zgodnie z którą Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na pierwszą podwyżkę stóp procentowych o 25 pb w lipcu 2014 r. (por. MAKROpuls z 13.12.2013).

➤ **Saldo rachunku bieżącego w październiku było ujemne i wyniosło -466 mln EUR wobec -1022 mln EUR we wrześniu.** Eksport wzrósł o 0,2% r/r wobec 8,1% we wrześniu, z kolei dynamika importu ukształtowała się na poziomie 2,4% (3,2%). Na niższy deficyt wpłynęły m. in. transfery z Unii Europejskiej. Dane nt. bilansu płatniczego stanowią ryzyko dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika eksportu wyniesie w IV kw. 9,1% r/r. Odczyt importu sugeruje jednak, iż nasz scenariusz, zgodnie z którym jego dynamika w całym IV kw. ukształtuje się na poziomie 3,5% r/r, jest bardzo prawdopodobny.

➤ Czy to koniec „dopalacza kredytowego” ?

Dane historyczne dla polskiej gospodarki jednoznacznie wskazują, iż we wzrostowych fazach cyklu koniunkturalnego występowało w niej często zjawisko tzw. „dopalacza kredytowego”, czyli silnego zwiększenia akcji kredytowej w segmencie kredytów konsumpcyjnych, dodatkowo pobudzającego spożycie indywidualne. Z taką sytuacją mieliśmy do czynienia w III kw. 2013 r. kiedy to wyraźnie wyższy wolumen udzielonych kredytów konsumpcyjnych zwiększył roczną dynamikę konsumpcji prywatnej aż o 0,8 pkt. proc. W związku z tym podjęliśmy próbę odpowiedzi na pytanie, jak długo będziemy mieć do czynienia ze zjawiskiem „dopalacza kredytowego” i jakie będą jego implikacje dla dynamiki konsumpcji prywatnej w latach 2014-2015.

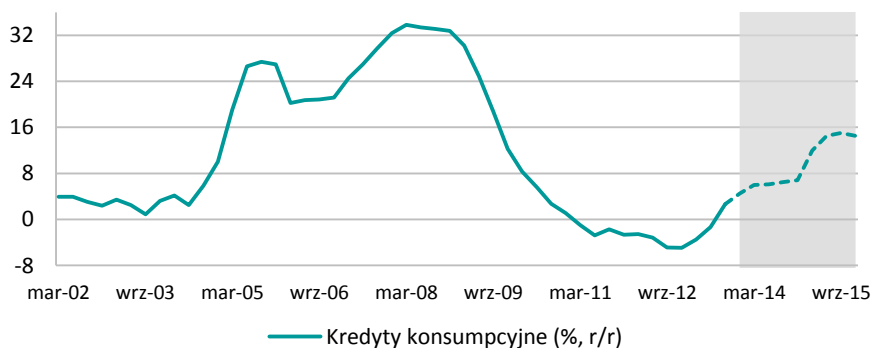


W pierwszym kroku badania przeanalizowaliśmy bieżące tendencje dotyczące kształtowania się wolumenu kredytów konsumpcyjnych w polskiej gospodarce w II poł. 2013 r. Ankiety przeprowadzone przez NBP wśród przewodniczących komitetów kredytowych nt. sytuacji na rynku kredytowym wskazują, że liczba banków, które odnotowały wzrost

popytu na kredyt konsumpcyjny w III kw. była o 32 pp. wyższa od liczby instytucji raportujących jego spadek. W ocenie ankietowanych rosnące zainteresowanie kredytami konsumpcyjnymi wynikało z łagodniejszych kryteriów oraz poprawy warunków na jakich są one udzielane. Jako powód takiego zjawiska wymieniali oni przede wszystkim zmiany w Rekomendacji T oraz wyższą presję konkurencyjną na rynku. Badania NBP sugerują, iż wzrost akcji kredytowej w segmencie kredytów konsumpcyjnych ma charakter trwały, gdyż liczba banków oczekujących wyższego popytu w IV kw. jest aż o 52 pkt. proc. wyższa od liczby instytucji spodziewających się jego spadku. Tendencje te znajdują odzwierciedlenie także w danych nt. kształtowania się wolumenu kredytów konsumpcyjnych. Zgodnie z danymi NBP we wrześniu br. odnotowano najwyższy jego przyrost w stosunku do poprzedniego miesiąca od grudnia 2008 r. Ponadto w ujęciu rocznym wzrost wolumenu kredytów konsumpcyjnych był najszybszy od sierpnia 2010 r.

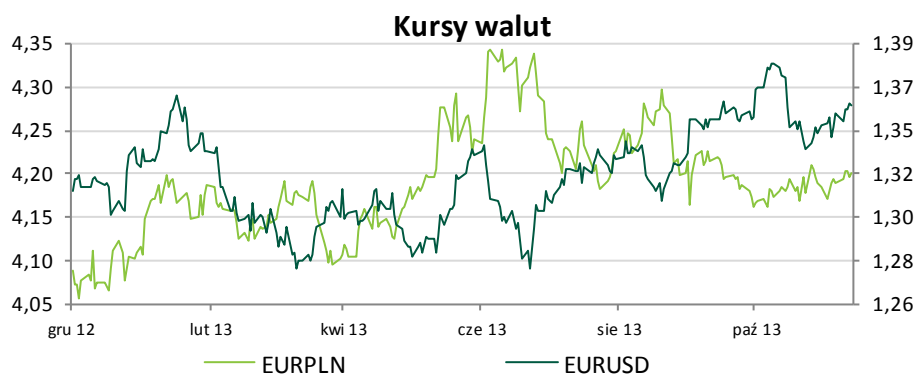
W drugim kroku analizy korzystając ze znanych w teorii ekonomii zależności determinujących wielkość wolumenu kredytów konsumpcyjnych zbudowaliśmy model ekonometryczny objaśniający jego zmiany w ujęciu rocznym. W tym celu wykorzystaliśmy poniższe zmienne objaśniające:

- ✓ **Roczna dynamika funduszu płac poza rolnictwem opóźniona o dwa kwartały.** Wzrost realnego funduszu płac (iloczynu przeciętnego wynagrodzenia i zatrudnienia wg BAEL, skorygowanego o tempo wzrostu cen) świadczy o poprawie sytuacji dochodowej gospodarstw domowych, co sprzyja zwiększeniu popytu na kredyt konsumpcyjny. Opóźnienie zmiennej o dwa kwartały wynika z faktu, iż gospodarstwa domowe muszą utwierdzić się w przekonaniu co do trwałości poprawy swojej sytuacji finansowej oraz dostosować się do nowych warunków (wygładzanie konsumpcji w czasie). Wzrost zmiennej o 1 pkt. proc. przy zachowaniu pozostałych składowych na niezmiennym poziomie skutkuje wzrostem dynamiki kredytów konsumpcyjnych w ujęciu rocznym o 2,1 pkt. proc.
- ✓ **Zmiana średniego poziomu stopy referencyjnej NBP w stosunku do poprzedniego kwartału.** Wzrost stopy procentowej przekłada się na wyższe oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych i w rezultacie ogranicza zdolność kredytową gospodarstw domowych. W modelu próbowaliśmy wykorzystać także realną stopę procentową deflowaną przy wykorzystaniu inflacji CPI, inflacji bazowej oraz oczekiwań inflacyjnych NBP, jednakże żadna z nich nie okazała się statystycznie istotna. Wzrost zmiennej o 1 pkt. proc. przy zachowaniu pozostałych składowych niezmiennych skutkuje spadkiem dynamiki kredytów konsumpcyjnych w ujęciu rocznym o 6,3 pkt. proc.
- ✓ **Zmienna opisująca zaostrzenie polityki kredytowej wynikające z wprowadzenia Rekomendacji T Komisji Nadzoru Finansowego, która zmniejszyła dostępność kredytów konsumpcyjnych.** Przyjmuje ona wartości ze zbioru {0; 0,33; 0,66; 1} w zależności od liczby miesięcy w kwartale, w których obowiązywała. W przypadku gdy zmienna przyjmowała wartość jeden przy zachowaniu pozostałych składowych niezmiennych skutkowało to spadkiem dynamiki kredytów konsumpcyjnych w ujęciu rocznym o 13,1 pkt. proc. W modelu próbowaliśmy uwzględnić także ostatnie zmiany w Rekomendacji T (skutkujące zwiększeniem dostępności kredytów konsumpcyjnych) dodając dodatkową zmienną binarną, jednakże okazała się ona statystycznie nieistotna.



Model bardzo dobrze objaśnia zmienność wolumenu kredytów konsumpcyjnych w ujęciu rocznym (współczynnik $R^2=92\%$). Na jego podstawie sporządziliśmy prognozę dynamiki kredytu konsumpcyjnego od IV kw. 2013 r. do IV kw. 2015 r.. Oczekiwane ścieżki stopy referencyjnej NBP oraz realnego funduszu płac poza rolnictwem przyjęliśmy zgodnie z

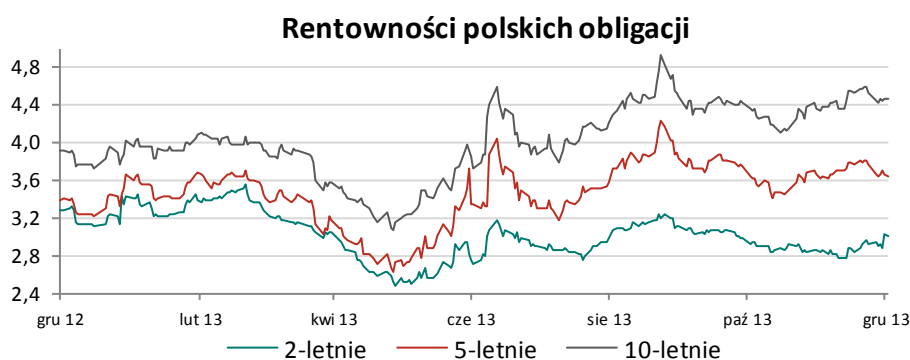
naszą kwartalną prognozą makroekonomiczną (por. tabela poniżej). W prognozie założyliśmy także brak bariery kapitałowej po stronie banków (banki będą miały wystarczający poziom kapitału by zaspokoić popyt na kredyty) oraz brak zmian w polityce makroostrożnościowej (KNF utrzyma wprowadzone zmiany do Rekomendacji T i nie wprowadzi nowych regulacji). Zgodnie z uzyskanymi wynikami do III kw. 2015 r. kontynuowany będzie trend wzrostowy dla dynamiki kredytów konsumpcyjnych (wspierany głównie przez wzrost realnego funduszu płac poza rolnictwem), kiedy to osiągnie on swoje maksimum lokalne na poziomie około 15% r/r. W kierunku jego ograniczenia oddziaływać będzie natomiast zacieśnianie polityki monetarnej przez RPP wraz z poprawiającą się koniunkturą gospodarczą i wzrostem presji inflacyjnej. W 2014 r. średnioroczne tempo wzrostu wolumenu kredytów konsumpcyjnych ukształtuje się na poziomie ok. 6% r/r, a w 2015 r. przyspieszy do ok. 14% r/r. Jednakże mimo tej prognozy, począwszy od IV kw. znaczenie „dopłacza kredytowego” jako czynnika dynamizującego konsumpcję prywatną, mierzone wkładem przyrostu kredytów do realnej dynamiki spożycia prywatnego w ujęciu rocznym, ulegnie obniżeniu. Zgodnie z naszą prognozą do 2015 roku wkład ten pozostanie lekko negatywny i zbliżony do zera, do czego przyczynią się niekorzystne efekty wysokiej bazy oraz stopniowe nasycenie rynku kredytów konsumpcyjnych.


Posiedzenie FOMC w centrum uwagi


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,1771 (umocnienie o 0,5%). W ubiegłym tygodniu z uwagi na brak ważnych danych makroekonomicznych kurs złotego kształtowany był przez nastroje na rynkach globalnych. W pierwszej części tygodnia wraz z innymi walutami rynków wschodzących pozostawał on w łagodnym trendzie aprecjacyjnym. W środę nastąpiła lekka deprecjacja

złotego, a w czwartek mieliśmy do czynienia z jego podwyższoną zmiennością związaną z publikacją danych nt. produkcji przemysłowej w strefie euro oraz sprzedaży detalicznej w USA. W piątek kurs złotego nie zareagował na krajowe odczyty inflacji oraz bilansu płatniczego i podążyła parą EURUSD.

W tym tygodniu kurs złotego będzie kształtowany przez liczne dane z rynków globalnych. W poniedziałek złoty nie zareagował na publikację indeksów PMI dla najważniejszych gospodarek Europy. W kierunku osłabienia złotego będą w przypadku realizacji naszej prognozy oddziaływać popołudniowe dane nt. produkcji przemysłowej w USA. We wtorek poznamy dane nt. zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Oczekujemy, iż będą one neutralne dla złotego. W środę spodziewamy się podwyższonej zmienności polskiej waluty z uwagi na wieczorne posiedzenie FED, która może zostać dodatkowo spotęgowana w momencie publikacji danych z amerykańskiego rynku nieruchomości. W związku z powyższym krajowe dane o produkcji będą najprawdopodobniej neutralne dla złotego. Zaplanowany na piątek finalny odczyt amerykańskiego PKB nie powinien mieć wpływu na polską walutę.


Podwyższona zmienność na polskim rynku długu


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 3,037 (wzrost o 12pb), obligacji 5-letnich spadły do poziomu 3,666 (spadek o 10pb), a obligacji 10-letnich spadły do poziomu 4,468 (spadek o 7pb). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze spadkiem rentowności na długim końcu krzywej. W środę nastąpiło odwrócenie trendu

dotychczas dodatkowo wzmocnione przez czwartkową publikację dobrych danych nt. sprzedaży detalicznej w USA. W piątek po znacznie niższym od oczekiwań odczycie inflacji CPI w Polsce, doszło do spadku rentowności zarówno na krótkim, jak i na długim końcu krzywej dochodowości.

W tym tygodniu polski rynek długu, podobnie jak złoty pozostawać będzie pod wpływem danych z rynków globalnych. W pierwszej części tygodnia spodziewamy się mniejszych obrotów, gdyż inwestorzy będą oczekiwać będą na śródową decyzję FED nt. ewentualnego ograniczenia skali skupu aktywów. Choć w naszej ocenie zostanie ona podjęta dopiero w styczniu 2014 r., można oczekiwać podwyższonej zmienności cen polskiego długu po publikacji komunikatu po posiedzeniu FOMC.

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 (mln EUR)	-1315	-1705	-1375	-668	-272	436	-204	133	-497	-785	-1024	-466		
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	0,2		
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	2,4		

* 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	0,6	1,4	1,6	1,5	1,5	3,7	0,9	1,5	2,6	
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 16.12.2013r.						
2:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	50,8	51,0	50,9
9:28	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	52,7	53,0	53,0
9:58	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Grudzień	51,2	51,5	51,5
9:58	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	51,6	52,0	51,9
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Listopad	1,4	1,0	1,4
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	-2,2	0,0	4,8
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	-0,1	0,6	0,5
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Listopad	78,1	78,5	78,4
14:58	USA	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	54,7		55,0
Wtorek 17.12.2013r.						
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	III kw.	1,1		
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Listopad	0,9		0,9
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Grudzień	54,6	57,0	55,0
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Listopad	3,1	2,9	2,9
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Listopad	-0,2	0,1	0,1
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Listopad	-0,1	0,0	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Listopad	0,1	0,1	0,1
Środa 18.12.2013r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Grudzień	109,3	109,5	109,5
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-1,3	-1,3	-1,2
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	4,4	1,6	1,6
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Listopad	1034	985	990
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Grudzień	0,25	0,25	0,25
Czwartek 19.12.2013r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Październik	13,7		
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Grudzień			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	368		334
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Listopad	5,1	5,03	5,0
16:00	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Grudzień	6,5	5,0	10,0
Piątek 20.12.2013r.						
14:30	USA	PKB (% y/y)	III kw.	3,6	3,8	3,6
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	-15,4		-15,0

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

** Konsensus Reuters

Jakub BOROWSKI	Główny Ekonomista	tel.: 22 573 18 40	jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krzysztof JAWORSKI	Ekonomista	tel.: 22 573 18 41	krzysztof.jaworski@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.