

## FED powoli zakręca kurek



### W najbliższych dwóch tygodniach

- **We wtorek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację danych o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie zwiększyły się o 3,5% m/m w listopadzie wobec spadku o 1,6% w październiku.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu zamówień była wyższa liczba zamówień w firmie Boeing. Ponadto, dane z rynku nieruchomości najprawdopodobniej wskażą na stabilizację sytuacji w listopadzie. Spodziewamy się, że sprzedaż nowych domów spadła do 415 tys. w listopadzie wobec 444 tys. w październiku (efekt wysokiej bazy – sprzedaż w październiku wzrosła o 25,4% m/m). Biorąc pod uwagę dużą liczbę dni wolnych w ciągu najbliższych dwóch tygodni, oddziałujących w kierunku ograniczenia obrotów na rynkach, opublikowane dane prawdopodobnie nie wywołają znaczącej reakcji rynku.
- **Zza oceanu napłyną również dane dot. nastrojów konsumentów i przedsiębiorców.** Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów – Conference Board (wzrost do 79,0 pkt. wobec 70,0 pkt.), podobnie jak finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (rewizja do 83,5 pkt. z 82,5 pkt.) będą odzwierciedlać poprawę nastrojów gospodarstw domowych w grudniu. Na polepszenie nastrojów konsumenckich wpłynęły m.in. porozumienie Demokratów i Republikanów dotyczące budżetu, spadek bezrobocia, wzrosty indeksów giełdowych oraz wyższe ceny mieszkań (wskazujące na lekką poprawę sytuacji na rynku nieruchomości). Z kolei indeks ISM dla przetwórstwa wzrośnie do 57,4 pkt. wobec 57,3 pkt. w listopadzie, na co wskazuje poprawa w regionalnych badaniach koniunktury. Publikacja danych może przyczynić się do umocnienia dolara i osłabienia złotego, jednakże reakcja rynków będzie naszym zadaniem ograniczona.
- **Dziś GUS opublikuje dane o sprzedaży detalicznej, która naszym zdaniem wzrosła w listopadzie o 2,7% r/r wobec 3,2% w październiku.** Badania koniunktury GUS wskazywały na lekką poprawę nastrojów w handlu detalicznym w listopadzie. Dodatkowym wsparciem dla nominalnej sprzedaży detalicznej był niższy spadek cen paliw w ujęciu rocznym. W kierunku zmniejszenia dynamiki sprzedaży detalicznej oddziaływała natomiast niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Naszym zdaniem dane będą neutralne dla złotego i rynku długu.
- **Drugiego stycznia poznamy grudniowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym (PMI) w Polsce.** Oczekujemy wzrostu indeksu do 55,1 pkt. wobec 54,4 w listopadzie, do czego przyczyniła się odnotowana w grudniu poprawa nastrojów w strefie euro i Niemczech (patrz poniżej). Odczyt zgodny z naszymi oczekiwaniami będzie wsparciem dla naszej prognozy, zakładającej przyśpieszenie wzrostu PKB w IV kw. do 2,4% r/r wobec 1,9% w III kw.
- **Przed końcem roku możliwa jest zwiększona sprzedaż euro przez Bank Gospodarstwa Krajowego, oddziałująca w kierunku umocnienia złotego i zmniejszenia relacji długu publicznego do PKB w 2013 r.** Zgodnie z ustawą o finansach publicznych zadłużenie zagraniczne Polski może być obliczane po kursie złotego na ostatni dzień roboczy roku, albo po średnim rocznym kursie wg fixingu NBP (20 grudnia średnie roczne kursy EURPLN i USDPLN wynosiły 4,1985 i 3,1643), przy czym dla obliczenia relacji długu do PKB jest stosowana niższa z tych wartości. Obecne kursy EURPLN i USDPLN są niższe od wartości średniorocznych. Sygnalizuje to istotne prawdopodobieństwo interwencji BGK pod koniec roku. Takie działanie na płytkim rynku może wywołać znaczące, ale przejściowe umocnienie złotego. Oznacza to istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy EURPLN na koniec grudnia br. (4,15 zł).
- **Obniżyliśmy naszą prognozę inflacji (przeciętny poziom inflacji w 2014 r. wyniesie 1,3% r/r) oraz przesunęliśmy w czasie oczekiwany przez nas moment rozpoczęcia zacieśniania polityki monetarnej przez RPP.** Pierwszym czynnikiem, który skłonił nas do rewizji oczekiwanej ścieżki stóp procentowych NBP były gołębie wypowiedzi niektórych członków Rady (wskazujące iż obecny poziom stóp procentowych może zostać utrzymany do IV kw. 2014 r.). W dodatku, po

niższym od oczekiwań odczucie listopadowej inflacji marcową projekcją NBP wskaże najprawdopodobniej, iż do końca 2014 r. inflacja CPI będzie kształtować się poniżej lub na poziomie zbliżonym do dolnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego RPP (2,5% +/- 1 pkt proc.). Kolejnym argumentem przemawiającym za późniejszym zacieśnianiem polityki pieniężnej jest także piątkowa nominacja J. Osiatyńskiego na członka RPP (charakteryzującego się gołębią nastawieniem), która sygnalizuje zwiększoną trudność osiągnięcia większości potrzebnej do przegłosowania wniosku o podwyżkę stóp procentowych. Biorąc pod uwagę powyższe argumenty prognozujemy, że w 2014 r. RPP dokona tylko jednej „wyprzedzającej” podwyżki stóp procentowych (o 25pb w listopadzie).

## W zeszłym tygodniu

- ✓ **Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia była decyzja FED o ograniczenia skali skupu aktywów z 85 mld USD do 75 mld USD miesięcznie (patrz poniżej).**
- ✓ **Finalne zannualizowane tempo wzrostu PKB w USA wyniosło w III kw. 4,1% (rewizja w górę z 3,6%) wobec 2,5% w II kw.** Podobnie jak w przypadku drugiego szacunku największy wkład do dynamiki PKB miały zapasy, choć ostatecznie okazał się on nieznacznie mniejszy (1,67 pp. po rewizji w dół z 1,68 pp.). Na uwagę zasługuje rewizja w górę wkładu konsumpcji prywatnej do PKB, która wyniosła 1,36 pp. wskazując na coraz silniejszy popyt wewnętrzny. W obliczu jej nadal umiarkowanej dynamiki, w IV kw. 2013 należy spodziewać się spowolnienia produkcji oraz redukcji zapasów. W połączeniu z efektem wysokiej bazy z III kw. oznacza to wysokie prawdopodobieństwo obniżenia tempa wzrostu gospodarczego 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.
- ✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy zestaw danych z amerykańskiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa wzrosła w listopadzie o 1,1% m/m wobec 0,1% w październiku (rewizja w górę z -0,1%), co jest najwyższą dynamiką od listopada 2012 r. W kierunku wzrostu poziomu produkcji w listopadzie oddziaływał efekt niskiej bazy w górnictwie związany zamknięciem platform wiertniczych z uwagi na październikowy huragan Karen. Listopadowy odczyt produkcji przemysłowej świadczy o coraz lepszej sytuacji w amerykańskim przetwórstwie. W ubiegłym tygodniu napłynęły także dane z rynku nieruchomości. Liczba rozpoczętych budów wyniosła w listopadzie o 1091 tys. wobec 889 tys. w październiku, co jest najwyższym poziomem od stycznia 1990 r. Opublikowany został również odczyt sprzedaży domów na rynku wtórnym, który wyniósł w listopadzie 4,9 mln wobec 5,12 mln, co był nieznacznie poniżej oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z USA stanowią wsparcie dla oczekiwań, zgodnie z którymi na kolejnych posiedzeniach FED dalej stopniowo redukuje skalę miesięcznego skupu aktywów.
- ✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane na temat koniunktury w strefie euro.** Indeks PMI dla przetwórstwa w obszarze wspólnej waluty wzrósł w grudniu do 52,7 pkt. wobec 51,6 pkt. w listopadzie, co jest jego najwyższą wartością od maja 2011 r. Złożyły się na to wyższe wartości składowych dot. bieżącego poziomu produkcji (54,7 pkt. wobec 53,1 pkt.), nowych zamówień (54,2 pkt. wobec 52,3 pkt.) oraz zatrudnienia (49,9 pkt. wobec 48,8 pkt.). Pomimo bardzo dobrych danych ze strefy euro niepokojącym pozostaje fakt silnych rozbieżności w przebiegu koniunktury w dwóch największych gospodarkach obszaru wspólnej waluty. Z jednej strony mamy do czynienia z coraz silniejszym ożywieniem w Niemczech (wzrost indeksu PMI dla przetwórstwa do 54,2 pkt. z 52,7 pkt. w listopadzie), potwierdzanym dodatkowo przez wysokie odczyty indeksów ZEW oraz Ifo. Z kolei słabnąca koniunktura we Francji (spadek indeksu PMI do 47,8 pkt. z 49,1 pkt. w listopadzie) sugeruje, iż druga największa gospodarka strefy euro może odnotować spadek PKB w IV kw. Niemniej jednak grudniowe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, iż w IV kw. tempo wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty zwiększy się do 0,2% kw/kw wobec 0,1% w III kw.

-  **Produkcja przemysłowa w Polsce wzrosła w listopadzie o 2,9% r/r wobec 4,4% w październiku.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji pomiędzy październikiem a listopadem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Dlatego też w naszej ocenie spadek ten ma charakter przejściowy i w najbliższych miesiącach należy spodziewać się stabilnego wzrostu produkcji, wynikającego z silnego popytu zewnętrznego na polskie towary i stopniowego ożywienia popytu krajowego (por. MAKROpuls z 18.12.2013). Dane o produkcji stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w IV kw. PKB wzrośnie o 2,4% r/r wobec 1,9% w III kw.
-  **Listopadowa nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w Polsce utrzymała się na poziomie odnotowanym w październiku i wyniosła 3,1% r/r.** Oczekujemy, że w grudniu roczna nominalna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw utrzyma się powyżej 3% (por. MAKROpuls z 17.12.2013). Z kolei dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w Polsce wyniosła 0,1% w listopadzie wobec -0,2% w październiku. Tym samym roczna dynamika zatrudnienia w listopadzie była dodatnia po raz pierwszy od czerwca 2012 r. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach utrzyma się umiarkowany wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, a czynnikiem wywierającym coraz silniejszy i pozytywny wpływ na jego poziom będzie ożywienie w inwestycjach przedsiębiorstw.

## **FED powoli zakręca kurek**

**W ubiegłym tygodniu członkowie FOMC podjęli decyzje o ograniczeniu skali programu skupu aktywów (QE3).** Decyzja ta nie była dużym zaskoczeniem (w ubiegłym tygodniu ocenialiśmy prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza na 30%), a redukcja okazała się niewielka (o 10 mld \$ do 75 mld \$), rozłożona równomiernie pomiędzy obligacje i papiery MBS. Zgodnie z treścią komunikatu po posiedzeniu, w ocenie członków FED poprawa sytuacji gospodarczej oraz polepszenie warunków na rynku pracy będą kontynuowane, co uzasadnia ograniczenie stopnia luzowania ilościowego. Ponadto FED zaznaczył, że w świetle obecnych informacji rynkowych, prawdopodobne jest dokonanie dalszych umiarkowanych redukcji programu QE3 na kolejnych posiedzeniach banku centralnego. Uważamy, że Rezerwa Federalna będzie w zależności od napływających danych makroekonomicznych stopniowo ograniczała skalę skupu aktywów o 10 mld \$ na kolejnych posiedzeniach, aż do całkowitego zakończenia programu pod koniec 2014 r.

Ograniczenie programu skupu aktywów nie jest jednak równoznaczne (jak już wielokrotnie informowano) z zaostrzeniem polityki monetarnej. FED podtrzymał opinię, że nawet po całkowitym zakończeniu programu QE3, poziom stóp procentowych nie zostanie podniesiony jeszcze przez dłuższy okres – przynajmniej tak długo, jak stopa bezrobocia utrzyma się powyżej poziomu 6,5%. FED dokonał jednak wzmocnienia zapowiedzi utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie (*forward guidance*). Zaznaczył on bowiem, iż biorąc pod uwagę obecną niską presję inflacyjną, warunki na rynkach finansowych oraz wskaźniki koniunktury na rynku pracy, wysoce prawdopodobne jest, że stopa funduszy federalnych nie zostanie podniesiona nawet po osiągnięciu przez stopę bezrobocia poziomu 6,5%, w szczególności jeżeli inflacja będzie utrzymywała się poniżej celu (2%).

Scenariusz późniejszego podwyższenia stóp procentowych wspierany jest także przez grudniową projekcję makroekonomiczną (brak w niej znaczących zmian w stosunku do wrześniowej – patrz poniżej). Zgodnie z oczekiwaniami członków FED stopa bezrobocia w IV kw. 2014 r. znajdzie się w przedziale 6,3-6,8%, a więc blisko docelowego poziomu stopy bezrobocia, warunkującego pierwszą podwyżkę stóp procentowych. Jednakże większość przedstawicieli Rezerwy Federalnej (12 z 17) uważa, że odpowiedni moment do zaostrzenia polityki pieniężnej to 2015 r., a trzech członków wskazała dopiero na 2016 r. Dodatkowo, mediana ich prognoz poziomu stopy procentowej na koniec 2015 r. jest równa 0,75% (w dół z 1,0% we wrześniowej projekcji). W związku z tym uważamy, że FOMC nie dokona podwyżki stóp procentowych przed IV kw. 2015 r.

*Prima facie* ubiegłotygodniowa decyzja FED oddziałuje w kierunku wzrostu rentowności amerykańskich obligacji, obniżając tym samym relatywną stopę zwrotu z inwestycji w polskie instrumenty dłużne. A zatem, decyzja FED powinna mieć niekorzystny wpływ na ceny polskich obligacji i kurs złotego. Niemniej jednak rynki nie zareagowały na nią znacząco. Takie zachowanie inwestorów można tłumaczyć na trzy sposoby. Po pierwsze, po serii pozytywnych danych z amerykańskiej gospodarki (w tym przede wszystkim po listopadowym odczycie zatrudnienia), rynki już częściowo zdyskontowały scenariusz ograniczenia skupu aktywów na grudniowym posiedzeniu. Po drugie, skala skupu aktywów została zredukowana w niewielkim stopniu, a jego dalsze ograniczenie będzie najprawdopodobniej również umiarkowane, co oznacza, że polityka pieniężna w USA przez długi okres pozostanie wciąż wysoce akomodacyjna (dodatkowo FED wzmacnił *forward guidance*). Po trzecie, w związku ze zbliżającym się końcem roku, inwestorzy niechętnie grają na spadek ceny aktywów, aby nie pogorszyć ich rocznego wyniku. Biorąc pod uwagę powyższe argumenty, w tym w szczególności odległą perspektywę pierwszej podwyżki stóp procentowych w USA, oczekujemy, że pomimo ograniczania skali luzowania ilościowego przez FED, kurs równowagi złotego będzie podlegał umiarkowanej aprecjacji w średnim okresie (w związku z ożywieniem popytu wewnętrznego), a kurs EURPLN spadnie do 4,00 na koniec 2014 r.

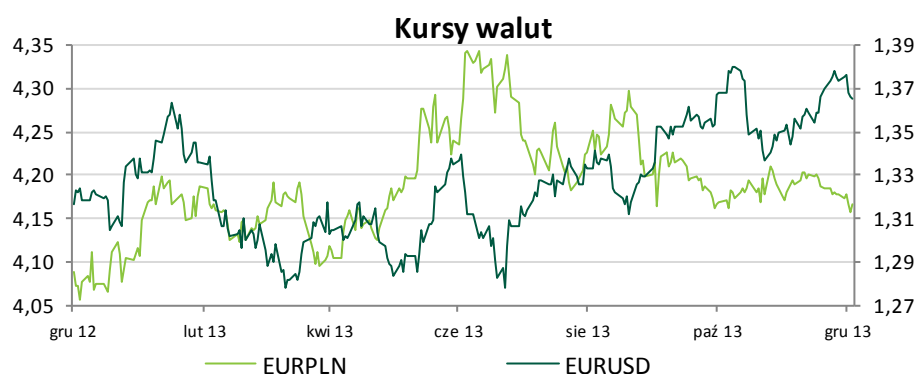
#### Grudniowe projekcje członków FED

Wskaźnik	Tendencja centralna				
	2013	2014	2015	2016	Długi okres
<b>Zmiana realnego PKB</b>					
Projekcja grudniowa	2,2 - 2,3	2,8 - 3,2	3,0 - 3,4	2,5 - 3,2	2,2 - 2,4
Projekcja wrześniowa	2,0 - 2,3	2,9 - 3,1	3,0 - 3,5	2,5 - 3,3	2,3 - 2,5
Prognoza Credit Agricole	2,3	2,7	2,9		
<b>Stopa bezrobocia - średnia z 4 kw.</b>					
Projekcja grudniowa	7,0 - 7,1	6,3 - 6,6	5,8 - 6,1	5,3 - 5,8	5,2 - 5,8
Projekcja wrześniowa	7,1 - 7,3	6,4 - 6,8	5,9 - 6,2	5,4 - 5,9	5,2 - 5,8
Prognoza Credit Agricole	7,1	6,8	6,2		
<b>Inflacja bazowa</b>					
Projekcja grudniowa	1,1 - 1,2	1,4 - 1,6	1,6 - 2,0	1,8 - 2,0	
Projekcja wrześniowa	1,2 - 1,3	1,5 - 1,7	1,7 - 2,0	1,9 - 2,0	

Źródło: Rezerwa Federalna, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank. Prognozy wzrostu realnego PKB oraz inflacji bazowej PCE dotyczą rocznej zmiany pomiędzy IV kw. roku poprzedniego i oznaczonego w projekcji. Prognozy stopy bezrobocia dotyczą przeciętnego poziomu stopy bezrobocia w IV kw.



### Istotne prawdopodobieństwo interwencji BGK



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł **4,1560 (umocnienie o 0,5%)**. Przez cały ubiegły tydzień kurs złotego kształtowany był przede wszystkim przez czynniki globalne. W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia z jego stabilizacją w oczekiwaniu na środowe posiedzenie FED. Decyzja Rezerwy Federalnej o ograniczeniu programu QE3 została już wcześniej zdyskontowana przez rynki i nie spowodowała osłabienia złotego, który nawet umocnił się

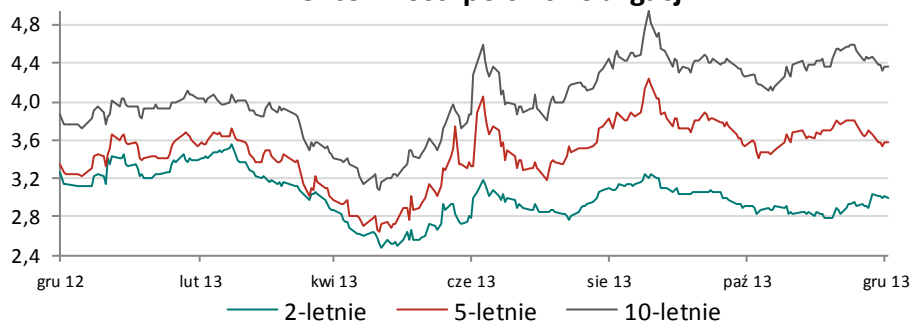
(wspierany przez pozytywny odczyt krajowej produkcji przemysłowej). W nocy z czwartku na piątek doszło do ponownej aprecjacji złotego, który umacniał się wraz z innymi walutami regionu. W piątek polska waluta pozostawała w lekkim trendzie aprecjacyjnym.

W ciągu najbliższych dwóch tygodni kurs złotego w dalszym ciągu kształtowany będzie przez nastroje na rynkach globalnych. Z uwagi na okres świąteczno-noworoczny oczekujemy, iż na rynkach będzie utrzymywała się niewielka płynność, a reakcja na publikowane dane nie będzie znacząca. W poniedziałek poznamy odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, który w naszej ocenie okaże się lepszy od konsensusu, co może przyczynić się do lekkiego osłabienia polskiej waluty. We wtorek opublikowane zostaną dane nt. zamówień na dobra trwałe w USA. Prognozujemy, że okażą się one lepsze od oczekiwań co będzie oddziaływać w kierunku deprecjacji złotego, jednak ich wpływ na kurs złotego będzie naszym zdaniem ograniczony przez słabsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku nieruchomości.

Naszym zdaniem istnieje istotne prawdopodobieństwo interwencji BGK na rynku walutowym w celu umocnienia złotego. Na płytkim rynku może ona doprowadzić do znaczącej, ale przejściowej aprecjacji złotego. W czwartek 2-go stycznia poznamy odczyt indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa, który w naszej ocenie przyczyni się do lekkiej aprecjacji złotego. Poźniejsza publikacja danych nt. koniunktury w amerykańskim przemyśle będzie najprawdopodobniej neutralna dla polskiej waluty.

## Stabilizacja na polskim rynku długu w czasie przerwy świątecznej

**Rentowności polskich obligacji**



**W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich spadły do poziomu 2,997 (spadek o 4pb), obligacji 5-letnich spadły do poziomu 3,592 (spadek o 7pb), a obligacji 10-letnich spadły do poziomu 4,329 (spadek o 14pb).** W ubiegłym tygodniu polski rynek długu podobnie jak rynek walutowy pozostawał pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych. W

pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia z lekkim spadkiem rentowności obligacji o średnim i długim terminie zapadalności. Środowa decyzja FED o ograniczeniu programu QE3 została już wcześniej zdyskontowana przez rynki i okazała się neutralna dla notowań polskich obligacji. W czwartek Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcję odkupu polskich obligacji, co przyczyniło się do podwyższonej zmienności na rynku. W piątek ceny długu ustabilizowały się.

W ciągu najbliższych dwóch tygodni rynek polskiego długu pozostanie pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych. Jednakże, z uwagi na święta Bożego Narodzenia i Nowy Rok oczekujemy, iż aktywność inwestorów na rynku długu będzie ograniczona. Dlatego też spodziewamy się stabilizacji rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej.

## 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	<b>4,15</b>
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	<b>3,14</b>
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	<b>3,37</b>
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	0,6	
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	1,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-0,6	-9,6	0,4	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,4	2,2	6,3	4,4	2,9	
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	-1,5	
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	<b>2,7</b>	
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	3,1	
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	<b>13,2</b>	
Saldo ROB (mIn 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	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	1,9	1,5	2,8	3,4	
Konsumpcja (% r/r)	0,0	0,2	1,0	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	1,2	<b>0,6</b>	2,0	2,5	
Inwestycje (% r/r)	-2,1	-3,2	0,6	<b>0,8</b>	<b>2,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	-1,7	-1,0	5,7	10,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	1,3	3,2	6,4	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>9,2</b>	<b>9,5</b>	<b>9,4</b>	3,9	<b>6,4</b>	<b>8,8</b>	<b>11,0</b>	
Import (ceny stałe, % r/r)	-1,6	-1,9	3,4	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	-0,7	-0,8	4,1	6,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,0	0,1	0,6	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	0,8	<b>0,3</b>	1,2	1,4
	Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,6	0,1	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	-0,3	-0,1	1,1	1,8
	Eksport netto (pp.)	1,3	2,5	1,4	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	2,0	1,7	1,5	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	<b>13,4</b>	<b>13,8</b>	<b>12,6</b>	<b>12,4</b>	<b>12,8</b>	13,4	<b>13,4</b>	<b>12,8</b>	<b>12,5</b>	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	2,6	3,3	4,0	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	3,7	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	
Inflacja CPI(%)*	1,3	0,5	1,1	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	3,7	<b>0,9</b>	1,3	2,6	
Wibor 3-miesięczny (%)**	3,39	2,73	2,67	<b>2,69</b>	<b>2,65</b>	<b>2,65</b>	<b>2,82</b>	<b>2,98</b>	4,11	<b>2,69</b>	<b>2,98</b>	<b>3,98</b>	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,25	2,75	2,50	2,50	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,75</b>	4,25	2,50	<b>2,75</b>	<b>3,75</b>	
EURPLN**	4,17	4,32	4,22	<b>4,15</b>	<b>4,13</b>	<b>4,05</b>	<b>4,05</b>	<b>4,00</b>	4,09	<b>4,15</b>	<b>4,00</b>	<b>3,85</b>	
USDPLN**	3,25	3,32	3,12	<b>3,14</b>	<b>3,11</b>	<b>3,12</b>	<b>3,14</b>	<b>3,13</b>	3,14	<b>3,14</b>	<b>3,13</b>	<b>3,16</b>	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu


\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

**Kalendarz**

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 23.12.2013r.</b>						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Listopad	13,0	13,2	13,2
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	3,2	2,7	3,1
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Listopad	0,3	0,4	0,5
15:55	USA	Indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	82,5		83,0
<b>Wtorek 24.12.2013r.</b>						
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Listopad	-1,6	3,5	1,7
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Grudzień	13,0		
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Listopad	444		445
<b>Czwartek 26.12.2013r.</b>						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	379		349
<b>Wtorek 31.12.2013r.</b>						
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Październik	0,9		0,8
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Grudzień	63,0		61,0
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	70,4	79,0	75,8
<b>Czwartek 02.01.2014r.</b>						
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	54,4	55,1	
9:53	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	54,2	54,2	54,2
9:58	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	52,7	52,7	52,7
14:58	USA	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	54,4		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	57,3	57,4	57,0
<b>Piątek 03.01.2014r.</b>						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Listopad	1,4	1,6	1,5
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	0,9		0,9

\* 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.