Silna przecena na rynkach wschodzących

W tym tygodniu

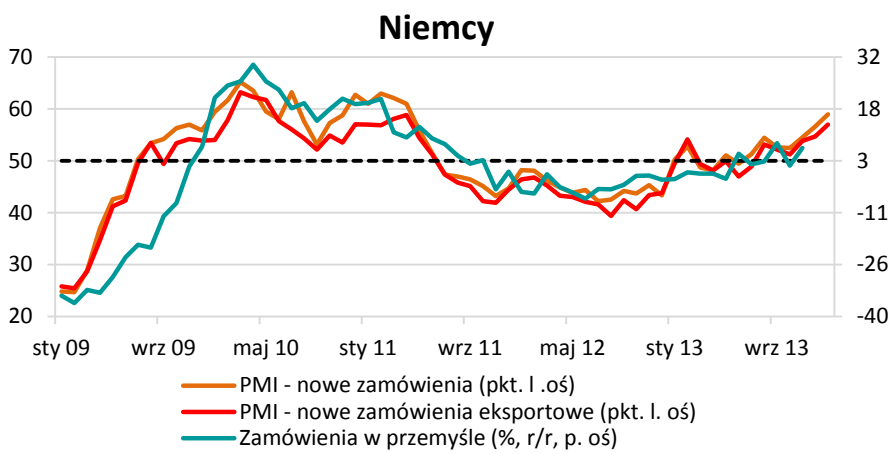
- **Za granicą najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że członkowie FED podejmą decyzję o dalszym ograniczeniu skali programu QE3 (o 10 mld USD do 65 mld USD) i podtrzymają zapowiedź utrzymania stóp procentowych na niezmienionym poziomie przynajmniej tak długo jak stopa bezrobocia będzie utrzymywała się powyżej 6,5% (*forward guidance*). Uważamy, że Rezerwa Federalna będzie w zależności od napływających danych makroekonomicznych stopniowo ograniczała skalę skupu aktywów o 10 mld USD na kolejnych posiedzeniach, aż do całkowitego zakończenia programu pod koniec 2014 r. Wsparciem dla takiego scenariusza są m.in. zmiany w składzie osobowym FOMC – z początkiem 2014 r. grupę głosujących członków FOMC zasilą dwie osoby o silnie jastrzębich poglądach (Ch. Plosser i R. Fisher). Decyzja FED zgodna z naszymi oczekiwaniami może przyczynić się do lekkiego osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **W czwartek zostanie opublikowany pierwszy szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. ub. r.** Oczekujemy, że zannualizowane tempo wzrostu gospodarczego spowolniło do 3,6% wobec 4,1% w III kw. Na spadek dynamiki PKB złożyły się spadek tempa wzrostu inwestycji sektora nieruchomości i spożycia publicznego oraz oddziałujące w przeciwnym kierunku ożywienie konsumpcji prywatnej i wyższy wkład eksportu netto. Odczyt zgodny z naszą prognozą, wyższą od konsensusu rynkowego (3,2%) może przyczynić się do lekkiego osłabienia złotego.
- **We wtorek uwaga rynków będzie zwrócona na publikacje danych o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie zwiększyły się o 3,5% m/m w grudniu wobec 3,4% w listopadzie.** 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 grudniu. Spodziewamy się, że sprzedaż nowych domów spadła do 450 tys. w grudniu wobec 464 tys. w listopadzie (efekt niekorzystnych warunków meteorologicznych). Dane wskażą na postępującą poprawę sytuacji gospodarczej w USA.
- **Zza oceanu napłyną również dane dot. nastrojów konsumentów.** Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów – Conference Board (spadek do 77,5 pkt. wobec 78,1 pkt. – korekta po zeszłomiesięcznym silnym wzroście), podobnie jak finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (rewizja do 80,5 pkt. z 80,4 pkt.) będą odzwierciedlać stabilizację nastojów gospodarstw domowych w styczniu. Na nastroje konsumenckie w negatywnie oddziaływała większa zmienność na rynkach finansowych oraz niski odczyt zatrudnienia. Naszym zdaniem reakcja rynków finansowych na te dane będzie ograniczona.
- **W piątek poznamy wstępny styczniowy odczyt inflacji w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się do 0,9% z 0,8% w grudniu, na co wpłynął wzrost inflacji bazowej (do 0,9% z 0,7%) oraz efekt niskiej bazy. Oczekujemy, że w I kw. inflacja będzie kształtować się w przedziale 0,8-1,0%, wskazując na ustąpienie presji na spadek tempa wzrostu cen w obszarze wspólnej waluty.
- **Dziś poznamy odczyt indeksu IFO, obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego.** Oczekujemy, że wskaźnik wzrośnie do z 109,5 pkt. 110,2 pkt. w styczniu, wskazując na dalszą poprawę koniunktury w niemieckiej gospodarce, a tym samym publikacja danych może przyczynić się do lekkiego osłabienia złotego.
- **W czwartek GUS opublikuje szacunek PKB za 2013 r.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 1,5% r/r wobec 1,9% w 2012 r. Odczyt zgodny z naszą prognozą oznaczałby, że roczna dynamika PKB w IV kw. ub. r. wzrosła do 2,4% z 1,9% w III kw. Tym samym dane będą kolejnym sygnałem potwierdzającym ożywienie w Polsce.

W zeszłym tygodniu

- **Kwartalna dynamika PKB w Chinach w IV kw. ub. r. zmniejszyła się do 1,8% z 2,2% w III kw. (7,7% r/r wobec 7,8% w III kw.).** Lekkie spowolnienie w gospodarce zostało potwierdzone także przez grudniowe dane na temat produkcji przemysłowej (spadek z 10% r/r do 9,7%), sprzedaży detalicznej (spadek z 13,7% r/r do 13,6%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (spadek z 19,9% do 19,6%). O pogorszeniu koniunktury świadczy także niższa wartość indeksu PMI w przetwórstwie (49,6 pkt. w styczniu wobec 50,5 pkt. w grudniu). Oczekujemy, iż w najbliższych kwartałach chińska gospodarka będzie dalej wyhamowywać w związku z rozpoczęciem wprowadzania rządowych reform gospodarczych. Przewidują one m.in. odejście od inwestycji jako głównego źródła wzrostu gospodarczego w kierunku wyższej konsumpcji i podniesienia standardu życia ludności. Oczekujemy, że w całym 2014 r. tempo wzrostu PKB spowolni do 7,2% wobec 7,7% w 2013 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały styczniowe wskaźniki koniunktury (PMI) w najważniejszych gospodarkach Europy.** Indeks PMI Composite wzrósł w styczniu do poziomu 53,2 pkt. wobec 52,1 pkt. w grudniu. Złożyły się na to wzrosty indeksów we Niemczech i Francji, gdzie wyniosły one odpowiednio 55,9 pkt. (wobec 55,0 pkt. w grudniu) oraz 48,5 pkt. (47,3 pkt.). Wyższe wartości wskaźników sygnalizują lekką poprawę nastrojów zarówno w przetwórstwie, jak i w sektorze usług w najważniejszych gospodarkach strefy euro.
- **Liczba sprzedanych domów na rynku wtórnym wzrosła w grudniu do 4,87 mln wobec 4,82 mln w listopadzie (po rewizji w dół z 4,90 mln)**. W najbliższych miesiącach podstawowym czynnikiem ograniczającym skalę ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości będzie wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych w wyniku dalszego ograniczania skali programu QE3 przez FED.
- **W ubiegłym tygodniu głos zabrało trzech członków Rady Polityki Pieniężnej.** A. Bratkowski powiedział, że najbardziej prawdopodobnym terminem podwyżki stóp jest IV kw. 2014 r. Zaznaczył jednakże, iż w przypadku szybszego od zakładanego wzrostu gospodarczego, zacieśnianie polityki monetarnej może rozpocząć się już w III kw. br. Z kolei E. Chojna-Duch wyraziła przekonanie, że nie należy śpieszyć się z podwyżkami stóp procentowych, ponieważ mogłoby to doprowadzić do wzrostu dysparytetu stóp między Polską a innymi krajami Europy i w konsekwencji umocnienia złotego. Dodatkowo ewentualne przedłużenie zapowiedzi utrzymywania stóp procentowych na niezmienionym poziomie (*forward guidance*) uzależniła od wyników marcowej projekcji inflacji. Dodatkowo, A. Glapiński uważa, że dobrym momentem do podwyżki stóp będzie początek 2015 r. W świetle powyższych wypowiedzi członków RPP podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający pierwszą "wyprzedzającą" podwyżkę stóp procentowych (o 25pb) w listopadzie br.
- **Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w grudniu o 0,3% r/r wobec 0,1% w listopadzie, natomiast przeciętne wynagrodzenie wzrosło o 2,7% r/r wobec 3,1%.** Grudniowe dane o wynagrodzeniach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw potwierdzają, że rynek pracy w Polsce znajduje się w początkowej fazie ożywienia, charakteryzującej się umiarkowanym wzrostem zatrudnienia w warunkach braku presji płacowej (por. MAKROpuls z 20.01.2014).
- **Produkcja przemysłowa wzrosła w grudniu o 6,6% r/r wobec 2,9% w listopadzie.** Czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji pomiędzy listopadem a grudniem była różnica w liczbie dni roboczych, utrzymujący się silny popyt zewnętrzny na polskie produkty oraz efekt niskiej bazy sprzed roku (por. MAKROpuls z 21.01.2014). Produkcja przemysłowa wzrosła w IV kw. ub. r. o 4,6% r/r wobec 5,0% w III kw., a produkcja budowlano-montażowa pozostała na niezmienionym poziomie wobec spadku o 7,1% w III kw. Tym samym dane o produkcji stanowią wsparcie dla naszej prognozy wzrostu PKB w IV kw. (2,4% r/r wobec 1,9% w III kw.).

- **Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących wzrosła w grudniu o 5,8% r/r wobec 3,8% w listopadzie.** W IV kw. 2013 r. dynamika sprzedaży detalicznej w cenach stałych wyniosła 4,2% r/r wobec 3,9% w III kw. potwierdzając tym samym stopniowy wzrost znaczenia popytu krajowego jako czynnika wzrostu gospodarczego (por. MAKROpuls z 24.01.2014). Jednak przyspieszenie wzrostu sprzedaży w IV kw. było nieznaczne, co stanowi silne wsparcie dla naszej prognozy dynamiki konsumpcji w IV kw. (1,3% r/r wobec 1,0% w III kw.).
- **Pod koniec ubiegłego tygodnia mieliśmy do czynienia z silną wyprzedażą walut rynków wschodzących** wynikającą m.in. z pogorszenia nastrojów inwestorów w reakcji na słabsze dane z chińskiej gospodarki. Zaobserwowany wzrost zmienności stanowi znaczące ryzyko w górę dla naszej prognozy EURPLN na koniec stycznia, ale nie zmienia w sposób istotny średnioterminowej ścieżki EURPLN (4,00 na koniec 2014 r. i kontynuacja aprecjacji w 2015 r., patrz poniżej).

Geograficzna reorientacja eksportu dobiega końca



Globalny kryzys finansowy przyczynił się do długotrwałego spowolnienia wzrostu gospodarczego w krajach strefy euro. Choć po głębokim spadku aktywności gospodarczej w strefie euro w latach 2008-2009 nastąpił jej silny wzrost, ożywienie koniunktury miało charakter przejściowy, a czynnikiem wydłużającym okres spowolnienia wzrostu gospodarczego był wybuch kryzysu zadłużenia w strefie euro. W konsekwencji, w III kwartale 2013 r., a więc po ponad czterech latach od rozpoczęcia kryzysu, poziom aktywności mierzony produktem krajowym brutto w strefie euro nie przekroczył wielkości odnotowanej w III kw. 2008 r. Długotrwały spadek aktywności gospodarczej w strefie euro oddziaływał w kierunku reorientacji geograficznej strumieni handlu zagranicznego w Polsce – eksporterzy poszukiwali innych rynków zbytu o lepszych niż strefa euro perspektywach.

W latach 2009-2012 odnotowano stopniowe zmniejszenie udziału strefy euro w całości eksportu Polski (z 56,6% do 51,8%) na rzecz m.in krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W analizowanym okresie wzrósł on w przypadku Czech, Węgier i Rumunii łącznie o 0,3 pp., Rosji o 1,7 pp. i Ukrainy o 0,4 pp. Taka geograficzna reorientacja eksportu była zgodna z teorią handlu międzynarodowego (modelem grawitacyjnym), zgodnie z którą głównymi czynnikami oddziałującymi na wielkość bilateralnej wymiany handlowej są dystans i PKB gospodarek uczestniczących w wymianie.

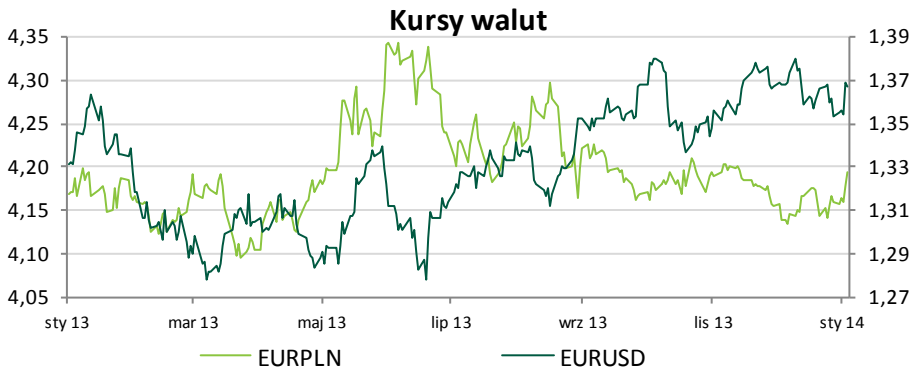
Proces reorientacji eksportu był jeszcze bardziej wyraźny w I-III kw. 2013 r., szczególnie w przypadku Rosji i Ukrainy. W pierwszych 9 miesiącach ub. r. eksport z Polski do Ukrainy wzrastał przeciętnie o 8,3% r/r, a do Rosji o 8,7%. Ostatnie dostępne dane wskazują jednak na odwrócenie wyżej opisanej tendencji. W październiku i listopadzie ub. r. roczna dynamika eksportu do Ukrainy i Rosji ukształtowała się na wyraźnie ujemnym poziomie (odpowiednio -5,5% i -6,6%). Z kolei udział eksportu do strefy euro wzrósł z 49,9% w III kw. do 50,3% w październiku.

Naszym zdaniem można wskazać na dwie przyczyny wygasania procesu reorientacji eksportu w IV kw. ub. r. Po pierwsze, nastąpiła poprawa perspektyw gospodarczych w strefie euro – zarówno wskaźniki koniunktury, jak i dane z realnej sery gospodarki potwierdzają trwałość ożywienia w obszarze wspólnej waluty. Pozycję lidera obejmują Niemcy (potwierdziły to zeszłotygodniowe odczyty wskaźników PMI przetwórstwie), główny partner handlowy Polski, co pozytywnie wpływa na wzrost eksportu Polski. Po drugie, nastąpiło zmniejszenie popytu ze strony Ukrainy i Rosji – roczna dynamika PKB na Ukrainie zmniejszyła się z -1,1% w I kw. 2013 r. do -1,3% w III kw., a w Rosji z 2,1% do 0,6%. Napięcia polityczne stanowią źródło dodatkowych obaw o perspektywy gospodarcze na Ukrainie.

Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach udział eksportu do strefy euro (w tym przede wszystkim Niemiec) ulegnie dalszemu zwiększeniu. Zgodnie z wynikami styczniowego badania koniunktury w niemieckim przetwórstwie, najbardziej wyprzedzające subindeksy sygnalizują przyśpieszenie wzrostu gospodarczego (składowe dla nowych zamówień ogółem i nowych zamówień eksportowych wzrosły do najwyższych poziomów od kwietnia 2011 r.). Kontynuacja ożywienia w niemieckiej gospodarce będzie oddziaływała w kierunku zwiększenia polskiego eksportu, a tym samym przyśpieszenia wzrostu gospodarczego. Taki trend potwierdzają opublikowane w ubiegłym tygodniu badania koniunktury NBP (*Szybki monitoring*), zgodnie z którymi przedsiębiorcy oczekują przyśpieszenia dynamiki eksportu w I kw.

Przedstawione wyżej tendencje stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego przyśpieszenie polskiego eksportu z 6,4% r/r w III kw. ub. r. do 7,1% w IV kw. i 7,2% w I kw. 2014 r. Wyższy wkład eksportu netto wraz ze stopniowym odbudowywaniem się popytu krajowego będzie oddziaływał w kierunku wzrostu rocznej dynamiki PKB z 1,9% r/r w III kw. ub. r. do 2,4% w IV kw. i 2,7% w I kw. 2014 r.

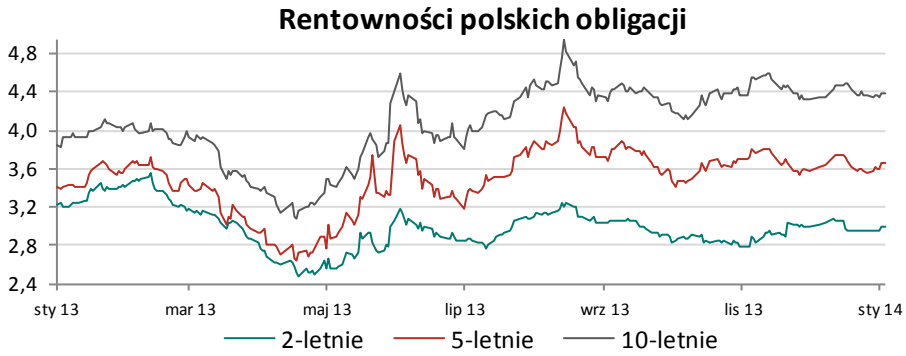
Silna przecena na rynkach wschodzących



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1940 (osłabienie o 0,8%). Złoty uległ silnemu osłabieniu wraz z innymi walutami rynków wschodzących. Było ono wywołane przede wszystkim niższym od oczekiwań odczytem chińskiego PMI w przetwórstwie, sygnalizującym silniejsze niż oczekiwano spowolnienie wzrostu gospodarczego w Państwie Środka. Wyprzedaż aktywów na rynkach wschodzących wzmogła dewaluacja argentyńskiego peso oraz interwencja walutowa banku centralnego w Turcji przeciwko osłabieniu liry, która zakończyła się niepowodzeniem. Na szczególną uwagę zasługują jednak przejściowe zmiany jakie zaszły w obszarze współzmienności kursów walutowych. Od maja 2013 r. kursy walut rynków wschodzących były silnie skorelowane z rentownościami amerykańskich obligacji oraz perspektywami polityki monetarnej FED. Zależność ta obecnie chwilowo zanikła, a kursy walut rynków wschodzących zaczęły reagować na dane krajowe (w tym przypadku dane o PMI w Chinach). Nie mniej jednak oczekujemy, iż w najbliższych miesiącach, po ustąpieniu wpływu wymienionych wyżej czynników, polityka monetarna FED ponownie będzie wywierać dominujący wpływ na waluty i dług na rynkach wchodzących. Różnice w kształtowaniu się kursów pomiędzy poszczególnymi gospodarkami wschodzącymi będą wówczas w znacznym stopniu uzależnione od zapotrzebowania na zewnętrzne finansowanie (jest ono tym większe, im niższe jest saldo obrotów bieżących i im wyższe jest krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne). W tym zakresie Polska pozytywnie wyróżnia się spośród innych gospodarek wschodzących, dlatego też spodziewamy się większej stabilności złotego na tle innych walut. W związku z powyższym, podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kurs EURPLN na koniec 2014 r. wyniesie 4,00.

W tym tygodniu, z uwagi na fakt, iż w najbliższym czasie uwaga inwestorów koncentrować będzie się na rynkach wschodzących, oczekujemy, iż dane z USA i strefy euro będą miały mniejsze znaczenie dla notowań polskiej waluty. Nie mniej jednak we worek poznamy odczyt zamówień na dobra trwałe w USA, który może lekko osłabić złotego. W środę FED najprawdopodobniej podejmie decyzję o ograniczeniu skali programu QE3, co oddziaływać będzie w kierunku lekkiej deprecjacji złotego i innych walut rynków wschodzących. Podobnie w czwartek napłyną dane nt. PKB w Polsce oraz USA. Dane krajowe powinny być neutralne dla złotego, a nieco wyższy od oczekiwań wzrost amerykańskiej gospodarki może przyczynić się do lekkiego osłabienia polskiej waluty. W piątek najważniejszym wydarzeniem będzie wstępny odczyt styczniowej inflacji w strefie euro, który w naszej ocenie oddziaływać będzie w kierunku deprecjacji złotego.

Dane z amerykańskiej gospodarki mogą osłabić polski dług



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 2,995 (wzrost o 5pb), obligacji 5-letnich do poziomu 3,669 (wzrost o 11pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 4,396 (wzrost o 3pb). Na polskim rynku długu, podobnie jak na innych rynkach wschodzących, pod koniec ubiegłego tygodnia doszło do wyprzedaży aktywów a w rezultacie wzrostu rentowności. Podobnie jak w przypadku rynku walutowego oczekujemy, że wzrost wrażliwości krajowego rynku długu na dane napływające z rynków wschodzących ma charakter przejściowy. Ponadto, z uwagi na wspomniane wyżej relatywnie niskie – w relacji do rezerw walutowych banku centralnego – zapotrzebowanie Polski na zewnętrzne finansowanie, silny odpływ kapitału z polskiego rynku długu i związany z tym znaczący wzrost rentowności polskich obligacji jest mało prawdopodobny.

W tym tygodniu, z uwagi na pogorszenie nastrojów na rynkach wschodzących, liczne dane i wydarzenia z amerykańskiej gospodarki mogą mieć ograniczony wpływ na polski dług. Wydarzeniem o potencjalnie istotnym wpływie na rentowności polskich obligacji będzie środowe posiedzenie FOMC. W naszej ocenie Rezerwa Federalna zdecyduje o kolejnej redukcji programu QE3 o 10 mld USD, co oddziaływać będzie w kierunku wzrostu rentowności obligacji gospodarek wschodzących, w tym Polski. Oczekiwany przez nas lepszy od oczekiwań odczyt amerykańskiego PKB może dodatkowo osłabić popyt na polski dług. Czwartkowy odczyt rocznej dynamiki polskiego PKB w 2013 r. powinien być neutralny dla rynku długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	sty 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	2,50
Kurs EURPLN*	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	**4,14**
Kurs USDPLN*	3,08	3,09	3,17	3,25	3,16	3,28	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	**3,05**
Kurs CHFPLN*	3,37	3,39	3,39	3,43	3,40	3,44	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	**3,37**
Inflacja CPI (r/r, %)	2,4	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,4	1,4	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-9,6	0,4	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,4	2,2	6,3	4,4	3,0	6,6	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,1	-1,2	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,3	-1,5	-0,9	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-2,5	3,1	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,4	0,4	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,4	14,2	14,4	14,3	14,0	13,6	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	
Saldo ROB (mln EUR)	-1705	-1375	-668	-272	569	-176	100	-661	-533	-877	-213	-984		
Eksport (r/r, %, EUR)	-1,1	6,4	4,3	-1,2	11,0	0,3	5,4	6,6	1,9	8,1	0,7	1,2		
Import (r/r, %, EUR)	-0,9	1,1	-6,2	-1,3	1,6	-6,1	-1,9	2,8	-0,9	3,2	2,8	-0,8		

* 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	**1,3**	**1,7**	**1,9**	**2,0**	**2,3**	1,2	**0,6**	**2,0**	**2,5**
Inwestycje (%, r/r)		-2,1	-3,2	0,6	**0,8**	**2,9**	**6,0**	**6,8**	**7,0**	-1,7	**-1,0**	**5,7**	**10,0**
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		1,3	3,2	6,4	**7,1**	**7,2**	**9,2**	**9,5**	**9,4**	3,9	**4,5**	**8,8**	**11,0**
Import (ceny stałe, %, r/r)		-1,6	-1,9	3,4	**3,5**	**3,6**	**4,2**	**4,3**	**4,4**	-0,7	**0,9**	**4,1**	**6,5**
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,0	0,1	0,6	**0,7**	**1,1**	**1,2**	**1,2**	**1,2**	0,8	**0,3**	**1,2**	**1,4**
	Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,6	0,1	**0,2**	**0,3**	**1,0**	**1,2**	**1,8**	-0,3	**-0,1**	**1,1**	**1,8**
	Eksport netto (pp.)	1,3	2,5	1,4	**1,6**	**1,8**	**1,6**	**1,4**	**1,3**	2,0	**1,7**	**1,5**	**1,4**
Saldo obrotów bieżących***		-3,1	-2,3	-1,9	**-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	0,7	**1,1**	**1,3**	**1,2**	**1,6**	3,7	0,9	**1,3**	**2,6**
Wibor 3-miesięczny (%)**		3,39	2,73	2,67	2,71	**2,70**	**2,70**	**2,87**	**3,03**	4,11	2,71	**3,03**	**4,03**
Stopa referencyjna NBP (%)**		3,25	2,75	2,50	2,50	**2,50**	**2,50**	**2,50**	**2,75**	4,25	2,50	**2,75**	**3,75**
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	3,02	**3,11**	**3,12**	**3,14**	**3,13**	3,02	3,02	**3,13**	**3,16**

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 27.01.2014r.				
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Styczeń	109,5	110,2	110,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Grudzień	464	450	457
		Wtorek 28.01.2014r.				
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Grudzień	3,4	3,5	1,8
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Listopad	1,0		0,8
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Styczeń	13,0		12,0
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Styczeń	78,1	77,5	78,1
		Środa 29.01.2014r.				
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	1,5	1,7	1,7
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Styczeń	0,25	0,25	0,25
		Czwartek 30.01.2014r.				
2:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	49,6	49,6	
10:00	**Polska**	**Roczny PKB (% r/r)**	**2013**	**2,0**	**1,5**	**1,5**
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Styczeń	0,30		0,35
14:30	USA	PKB (% r/r)	IV kw.	4,1	3,6	3,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	326		330
		Piątek 31.01.2014r.				
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	0,8	0,9	0,9
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Grudzień	12,1	12,1	12,1
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Grudzień	0,5	0,3	0,2
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Styczeń	59,1		59,0
15:55	USA	Indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	80,4	80,5	81,0

* 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.