

## W tym tygodniu

- **W środę i czwartek prezes FED J. Yellen przedstawi półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** Naszym zdaniem będzie ono szczególnie ważne w świetle ostatniej podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, pogorszenia koniunktury w Chinach oraz spadku cen surowców. J. Yellen zaprezentuje ocenę Rezerwy Federalnej dotyczącą bieżącej sytuacji gospodarczej w USA i na świecie, a także perspektywy polityki monetarnej FED. Szczególnie interesujące w wystąpieniu J. Yellen będą jej odpowiedzi na pytania dotyczące oczekiwanego dalszego tempa zacieśniania polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną. Choć nie należy oczekiwać precyzyjnych odpowiedzi ze strony szefowej FED, jej wypowiedzi podobnie jak komunikat po styczniowym posiedzeniu FOMC będą miały najprawdopodobniej gołębi wydźwięk. Tym samym powinny być one pozytywne dla kursu złotego i cen polskich obligacji. Uważamy, że nastawienie J. Yellen podczas wystąpienia przed Kongresem znajdzie odzwierciedlenie w obniżeniu mediany oczekiwań członków FOMC dotyczących wysokości docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na koniec 2016 r. z [1,25%; 1,50%] do [1,00%; 1,25%] w marcowej projekcji. Będzie to spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym w 2016 r. zakładamy trzy podwyżki (pierwsza w czerwcu) docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o łącznej skali 75 pb.
- **W tym tygodniu poznamy dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,2% m/m w styczniu wobec spadku o 0,1% w grudniu ub. r., co było wynikiem wyższej dynamiki sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Po wyłączeniu sprzedaży w branży motoryzacyjnej jej dynamika zwiększyła się z -0,1% m/m w grudniu ub. r. do 0,1% w styczniu. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na stabilizację nastrojów gospodarstw domowych w lutym (92,0 pkt., brak zmian wobec stycznia). Publikacja danych z USA będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.
- **W piątek opublikowane zostaną wstępne odczyty PKB w najważniejszych gospodarkach Europy.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro wzrosła w IV kw. ub. do 0,4% z 0,3% w III kw. (1,6% r/r w III i IV kw.). W Niemczech tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. zwiększyło się najprawdopodobniej do 0,4% kw/kw z 0,3% w III kw. Z kolei we Francji prognozujemy spowolnienie wzrostu gospodarczego do 0,2% kw/kw w IV kw. z 0,3% w III kw. Publikacja danych o PKB w strefie euro nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego i polski rynek długu.
- **W piątek poznamy również wstępny odczyt PKB w Polsce w IV kw. 2015 r.** Prognozujemy, że tempo wzrostu PKB zwiększyło się do 3,9% r/r z 3,5% w III kw. ub. r. W kierunku przyspieszenia wzrostu PKB oddziaływały wyższe wkłady spożycia publicznego, inwestycji i zapasów. Publikacja danych o PKB nie powinna wywołać znaczącej reakcji rynków finansowych.
- **W piątek opublikowane zostaną dane o styczniowej inflacji w Polsce, która zmniejszyła się naszym zdaniem do -0,6% r/r wobec -0,5% w grudniu.** Do spadku wskaźnika inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen nośników energii (obniżka cen prądu i gazu). Oczekujemy, że publikacja odczytu inflacji, niższego od oczekiwań rynku (-0,5%) będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego i wzrostu cen polskiego długu.
- **W piątek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w grudniu ub. r.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do -34 mln EUR wobec +620 mln EUR w listopadzie ub. r., będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda na rachunku obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się z 12,6% r/r w listopadzie do 9,5% w grudniu, a tempo wzrostu importu spadło z 5,4% r/r do 4,2%. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym wskazujące na tylko nieznaczny i niższy od oczekiwań rynkowych (300 mln zł) deficyt w grudniu mogą oddziaływać w kierunku umocnienia złotego.

## W zeszłym tygodniu

- Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w styczniu o 151 tys. wobec 262 tys. w grudniu (rewizja w dół z 292 tys.), co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (190 tys.).** Niższy wzrost zatrudnienia wynikał w naszej ocenie z ustąpienia efektu wyjątkowo korzystnych warunków meteorologicznych, który podbił odczyt zatrudnienia w grudniu. W styczniu nastąpiło natomiast istotne pogorszenie warunków wraz z obfitymi opadami śniegu na znacznym obszarze kraju. Największy wzrost liczby etatów odnotowano w handlu detalicznym (+57,7 tys.), turystyce i rekreacji (+44,0 tys.) oraz przetwórstwie (+29,0 tys.). Z kolei zatrudnienie zostało zredukowane najsilniej w kategoriach transport i magazynowanie (-20,3 tys.), górnictwo i wycinka drzew (-7,0 tys.) oraz w sektorze rządowym (-7,0 tys.). Stopa bezrobocia obniżyła się w styczniu do 4,9% wobec 5,0% w grudniu, kształtując się na poziomie wskazywanym przez FOMC jako bezrobocie naturalne (por. MAKROmapa z 21.12.2015). Spadek stopy bezrobocia wynikał ze zwiększenia zasobu siły roboczej przy jednoczesnym spadku liczby osób bezrobotnych. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego zmniejszyła się w styczniu do 2,5% wobec 2,6% w grudniu. Oczekiwana przez nas dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy będzie oddziaływać w naszej ocenie w kierunku zwiększenia presji płacowej i powrotu inflacji do celu w średnim okresie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w USA. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w styczniu do 48,2 pkt. wobec 48,0 pkt. w grudniu. Jest to tym samym czwarty miesiąc z rzędu, w którym indeks ukształtował się poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe wartości 3 z 5 jego składowych (nowe zamówienia, bieżąca produkcja oraz czas dostaw). W przeciwnym kierunku oddziaływało zmniejszenie składowej dla zatrudnienia, która ukształtowała się na najniższym poziomie od czerwca 2009 r. Składowa dotycząca poziomu zapasów nie zmieniła się w stosunku do grudnia. Spadek odnotował natomiast indeks ISM poza przetwórstwem, który wyniósł 53,5 pkt. w styczniu wobec 55,8 pkt. w grudniu. W kierunku zmniejszenia wskaźnika oddziaływała niższa wartość 3 z 4 jego składowych (aktywności biznesowej, nowych zamówień oraz zatrudnienia). Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy tempa wzrostu PKB w USA, zgodnie z którą po sprowadzeniu do wymiaru rocznego zwiększy się ono w I kw. do 2,1% wobec 0,7% w IV kw.
- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy odczyt indeksu Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa.** Jego wartość zwiększyła się w styczniu do 48,4 pkt. wobec 48,2 pkt. w grudniu. Niemniej jednak jest to już 11 miesiąc z rzędu, kiedy wartość indeksu kształtuje się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Nieznaczny wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia składowej dla nowych zamówień i wydłużenia czasu dostaw. Na pogorszenie koniunktury zarówno w chińskim przetwórstwie jak i sektorze usług wskazały natomiast oficjalne indeksy PMI, które zmniejszyły się odpowiednio z 49,7 pkt. w grudniu do 49,4 pkt. w styczniu oraz z 54,4 pkt. w grudniu do 53,5 pkt. w styczniu. Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa odnotował w styczniu taką samą wartość jak średnia z IV kw. (48,4 pkt.), co stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB Chinach ustabilizowało się w I kw. na poziomie zbliżonym do tego z IV kw. ub. r. (6,8% r/r), a w całym 2016 r. PKB zwiększy się o 6,5% wobec 6,9% w 2015 r.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** RPP podtrzymała ocenę zawartą w komunikacie po styczniowym posiedzeniu, że stabilny wzrost gospodarczy, następujący w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy, będzie sprzyjać stopniowemu wzrostowi dynamiki cen. W lutowym komunikacie dodano informację, iż inflacja pozostanie ujemna w najbliższych miesiącach ze

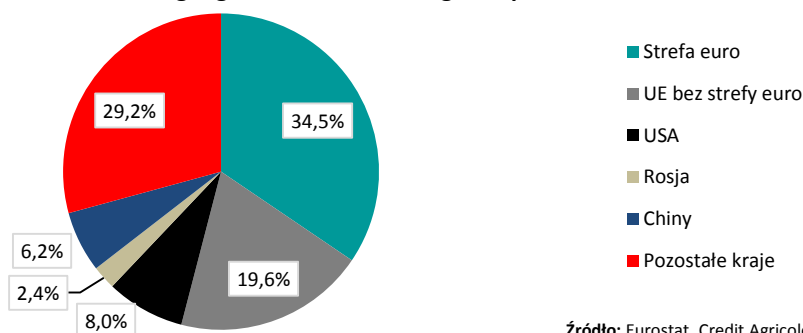
względu na bardzo niski poziom cen surowców na rynkach światowych. Niemniej jednak podkreślone zostało, że jak dotychczas utrzymująca się deflacja nie wywiera negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych (por. MAKROpuls z 3.02.2016). Na konferencji po posiedzeniu prezes NBP, M. Belka powiedział, że nie widzi obecnie zwiększających się perspektyw obniżki stóp procentowych. Jednocześnie zaznaczył on, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji i tempa wzrostu PKB będzie możliwa po zapoznaniu się z marcową projekcją inflacji. Oczekujemy, że stopniowy powrót globalnego apetytu na ryzyko i rozluźnienie polityki pieniężnej przez EBC w marcu br. przyczynią się do umocnienia kursu złotego stwarzającego przestrzeń do jednorazowej obniżki stóp przez RPP o 50 pb w lipcu br. Uważamy, że RPP podejmie taką decyzję w odpowiedzi na wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego w I kw., wydłużenie okresu oczekiwanej deflacji oraz niższy od oczekiwań wzrost dochodów budżetowych.

**Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa spadł w styczniu do 50,9 pkt. z 52,1 pkt. w grudniu ub. r.** Naszym zdaniem, istotnym źródłem zmniejszenia tempa wzrostu aktywności w przetwórstwie było zakończenie realizacji projektów współfinansowanych ze środków unijnych z perspektywy 2007-2013 z końcem ub. r. Naszą ocenę wpiera wyraźny spadek składowej dotyczącej bieżącej produkcji (z 53,1 pkt. w grudniu do 51,0 pkt. w styczniu). Jednocześnie subindeks dotyczący nowych zamówień ogółem odnotował spadek zarówno w grudniu ub. r., jak i styczniu br., przy jednoczesnym zwiększeniu się składowej dotyczącej zamówień zagranicznych, co wskazuje, że źródłem spowolnienia było zmniejszenie tempa wzrostu popytu krajowego. Styczeniowy odczyt indeksu PMI stanowi wsparcie dla naszej prognozy spadku dynamiki produkcji przemysłowej w styczniu br. (do 2,6% r/r z 6,7% w grudniu), jak również naszej zrewidowanej prognozy dynamiki PKB w I kw. br. 3,2% r/r wobec 3,9% w IV kw. ub. r.

## Niemiecki eksport stracił wiatr w żaglach

Niemcy są głównym partnerem handlowym Polski – trafia do nich ponad jedna czwarta polskiego eksportu. Tym samym sytuacja gospodarcza u naszego zachodniego sąsiada i zgłaszany przez niego popyt na polskie produkty jest ważną determinantą krajowej koniunktury. Jednocześnie tempo wzrostu PKB w Niemczech powiązane jest z globalnymi warunkami makroekonomicznymi. W kontekście pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, szczególnie w gospodarkach wschodzących, istnieje ryzyko w dół dla tempa wzrostu niemieckiego eksportu w kolejnych kwartałach. Poniżej przedstawiamy oczekiwane przez nas średniookresowe tendencje dla eksportu Niemiec, a w rezultacie również dla koniunktury krajowej.

Struktura geograficzna niemieckiego eksportu w 2014 r.

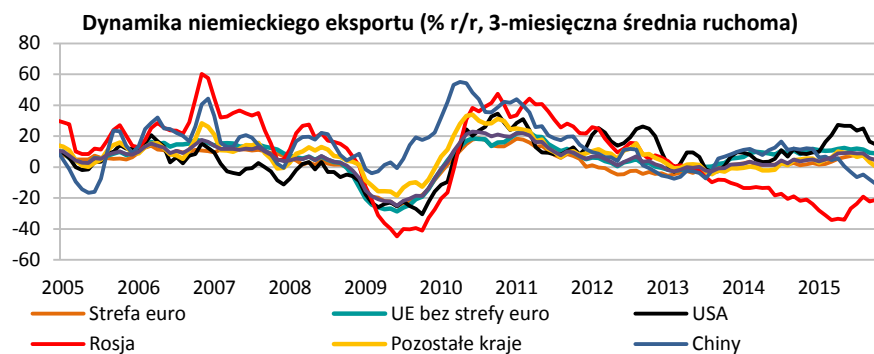


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

W 2014 r. jedna trzecia niemieckiego eksportu trafiła do strefy euro, a 20% eksportu do pozostałych krajów Unii Europejskiej. Innymi dużymi odbiorcami produktów z Niemiec były USA (8%), Chiny (6%) oraz Rosja (3%). Zgodnie z danymi Eurostatu roczna dynamika niemieckiego eksportu utrzymywała się w lekkim trendzie

wzrostowym od połowy 2013 r. do II kw. 2015 r. W drugiej połowie ub. r. roku tendencja ta uległa odwróceniu, a tempo wzrostu eksportu zaczęło stopniowo obniżać się do 4,9% r/r w okresie lipiec-listopad wobec 7,5% w I poł. r. Zakres spowolnienia jest szeroki, zarówno pod względem geograficznym, jak i produktowym. Słabnący eksport niemieckich produktów jest efektem nie tylko pogarszających się

warunków gospodarczych na rynkach wschodzących, ale jest również spowodowany ograniczeniem tempa wzrostu popytu ze strony USA i Unii Europejskiej, w tym strefy euro. Ponadto, w przypadku Chin i Rosji odnotowano nie tylko spowolnienie eksportu, ale spadek jego wartości w ujęciu rocznym, odpowiednio o 10,1% i 21,7% w okresie lipiec-październik ub. r., co było efektem zmniejszenia popytu w tych krajach (spadek dynamiki PKB) i jednoczesnego ograniczenia konkurencyjności cenowej niemieckiego eksportu (umocnienie kursu euro wobec juana i rubla). Eksport do pozostałych (poza USA, UE, Chinami i Rosją) partnerów handlowych Niemiec co prawda wzrósł w okresie lipiec-październik ub. r. o 1,5% r/r wobec 7,6% w I poł. ub. r., jednak w okresie październik-listopad spadł o 2,2% r/r. Biorąc pod uwagę szeroki zakres geograficzny spowolnienia niemieckiego eksportu uważamy, że Niemcy mają ograniczoną możliwość reorientacji geograficznej eksportu w celu minimalizacji negatywnego wpływu obserwowanego w ostatnich miesiącach spowolnienia na rynkach wschodzących.



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Dane o całkowitym eksporcie Niemiec za październik i listopad sygnalizują, że spowolnienie niemieckiego eksportu miało miejsce w całym IV kw. ub. r. (dane za grudzień zostaną opublikowane w tym tygodniu). Dodatkowo na podstawie wyników badań koniunktury w niemieckim przetwórstwie (PMI) można zakładać, że spadek dynamiki

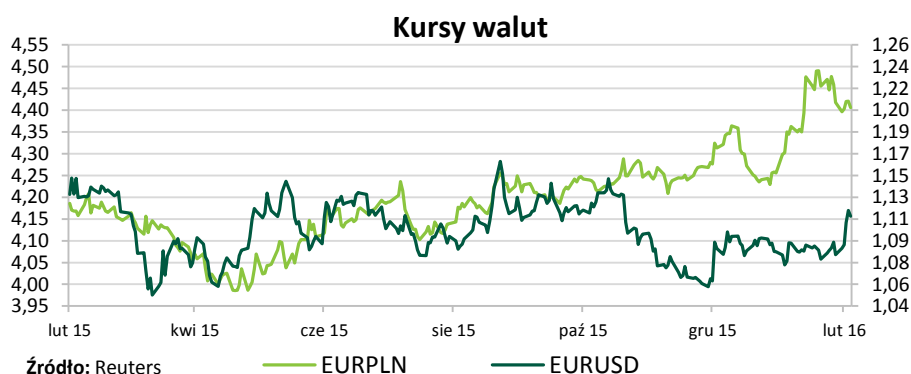
eksportu nastąpił również w I kw. br. Składowa dotycząca nowych zamówień eksportowych obniżyła się do 51,9 pkt. z 53,5 pkt. w grudniu ub. r., co jest jednocześnie jej najniższym poziomem od trzech miesięcy. Oczekujemy, że w I kw. będziemy mieli do czynienia ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego w strefie euro (do 1,5% r/r z 1,6% r/r w IV kw. ub. r.), jak również w gospodarkach wschodzących będącymi partnerami handlowymi Niemiec (m.in. Chiny, Turcja, Rosja). Czynnikiem ograniczającym skalę spowolnienia eksportu Niemiec w I kw. będzie natomiast przyspieszenie zannualizowanego wzrostu gospodarczego w USA (do 2,1% z 0,7% w IV kw.). Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki prognozujemy, że dynamika niemieckiego eksportu ogółem obniży się z 4,9% r/r w IV kw. ub. r. do 4,4% w I kw. br.

Począwszy od drugiego kwartału wpływ czynników negatywnie oddziałujących na niemiecki eksport będzie naszym zdaniem stopniowo wygaszał. Oczekiwane przez nas złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC na posiedzeniu w marcu br. powinno przyczynić się do osłabienia kursu euro, co poprawi konkurencyjność cenową niemieckiego eksportu. Efekt ten będzie dodatkowo wzmacniany przez kontynuację wzrostu cen ropy na światowym rynku, co będzie oddziaływało w kierunku umocnienia kursu rubla oraz kontynuacja normalizacji polityki pieniężnej przez FED w II poł. roku, która będzie wspierała spadek kursu EURUSD, poprawiając konkurencyjność cenową niemieckiego eksportu. Dodatkowo pomimo lekkiego obniżenia dynamiki PKB w Chinach w 2016 r., struktura wzrostu gospodarczego będzie stawać się coraz bardziej korzystna dla eksportu niemieckiego. Oczekujemy bowiem wzrostu kontrybucji konsumpcji prywatnej, co będzie oddziaływało w kierunku przyspieszenia chińskiego popytu krajowego. Dodatkowo uważamy, że w II poł. br. nastąpi nasilenie ożywienia w strefie euro. Podobnych tendencji spodziewamy się również w przypadku USA. Wzrost dynamiki niemieckiego eksportu może być jednak ograniczany przez tylko umiarkowaną skalę poprawy koniunktury w gospodarkach wschodzących.

Prognozujemy, że w II kw. br. dynamika niemieckiego eksportu spowolni do 3,7% r/r ze względu na oddziaływanie efektu wysokiej bazy sprzed roku. W drugiej poł. br. biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki tempo wzrostu niemieckiego eksportu zwiększy się do 4,6% r/r. Dynamiki niemieckiego

i polskiego eksportu cechuje wysoka korelacja (75%). Tym samym spowolnienie niemieckiego eksportu w I kw. br. jest spójne z prognozowanym przez nas spadkiem dynamiki polskiego eksportu z 4,1% r/r w IV kw. ub. r. do 3,1% w I kw. W pozostałych trzech kwartałach 2016 r. tempo wzrostu polskiego eksportu wzrośnie naszym zdaniem do średnio 4,2% r/r. Jednakże ze względu na utrzymywanie się dynamiki importu w br. na podobnym poziomie jak w 2015 r. wkład eksportu netto stanie się ujemny (-0,4 pkt. proc. w br. wobec +0,2 pkt. proc. w 2015 r.). W efekcie opisane powyżej tendencje w handlu zagranicznym stanowią wsparcie dla naszego scenariusza spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce do 2,9% r/r w 2016 r. wobec 3,6% w ub. r.

## Ryzyko podwyższonej zmienności kursu złotego w piątek



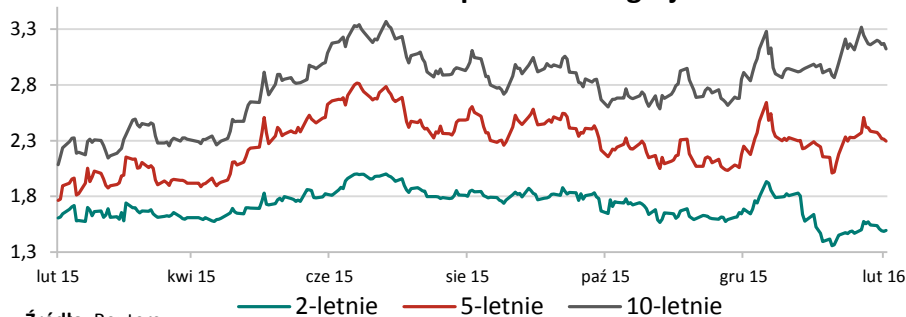
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4061 (umocnienie złotego o 0,3%). W poniedziałek rano złoty zyskiwał na wartości wraz z innymi walutami rynków wschodzących w kierunku czego oddziaływał nieznacznie wyższy od oczekiwań odczyt indeksu Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa. W dalszej części tygodnia złoty

znajdował się w łagodnym trendzie deprecjacyjnym związanym ze zwiększeniem światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej wzrostem indeksu VIX. W kierunku osłabienia złotego oddziaływał również środowisko nieznacznie wyższe od konsensusu rynkowego odczyt ADP w USA, który zasygnalizował, że piątkowe, oficjalne dane też mogą być wyższe od oczekiwań. Piątkowe mieszane dane z amerykańskiego rynku pracy miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty.

W tym tygodniu większość publikacji danych makroekonomicznych będzie miała miejsce w piątek dlatego oczekujemy w tym dniu podwyższonej zmienności złotego. W kierunku jego umocnienia oddziaływać będzie krajowy odczyt salda na rachunku obrotów bieżących, podczas gdy przeciwny wpływ będzie miał opublikowany w tym samym czasie wstępny odczyt inflacji w Polsce. Sumaryczny wpływ danych z USA (wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan oraz sprzedaż detaliczna) oraz szacunków PKB w strefie euro i Polsce na kurs polskiej waluty będzie naszym zdaniem neutralny. W środę i czwartek w kierunku umocnienia złotego mogą oddziaływać wypowiedzi szefowej FED J. Yellen przez Kongresem, które najprawdopodobniej zasygnalizują zmianę nastawiania Rezerwy Federalnej na bardziej gołębie. W tym tygodniu w Chinach trwają obchody Nowego Roku Księżycowego, co ograniczy aktywność chińskich inwestorów.

## Wystąpienie J. Yellen przed Kongresem pozytywne dla cen polskiego długu

Rentowności polskich obligacji



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,495 (spadek o 5pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,297 (spadek o 9pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,124 (spadek o 4pb). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia z łagodnym spadkiem rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej dochodowości.

Wynikał on z nieznacznego obniżenia ryzyka kredytowego w Polsce. Wsparcie dla takiej oceny stanowi spadek spreadu pomiędzy rentownościami 5-letnich polskich obligacji i stawką 5-letniej transakcji IRS w porównaniu do poziomów sprzed dwóch tygodni. Najważniejszym wydarzeniem na polskim rynku długu były czwartkowe aukcje długu (podstawowa i uzupełniająca), na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2- i 10-letnich terminach zapadalności za łącznie 9 mld zł przy popycie równym 14,8 mld zł. Aukcje przyczyniły się do nieznacznego wzrostu cen polskich obligacji widocznego szczególnie na długim końcu krzywej. Piątkowe mieszane dane z amerykańskiego rynku pracy doprowadziły do przejściowego wzrostu rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej dochodowości.

W pierwszej części tygodnia najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku długu będą środowe i czwartkowe wystąpienia szefowej FED J. Yellen przed Kongresem. Najprawdopodobniej zasygnalizują one zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej na bardziej gołębie, co będzie oddziaływać w kierunku spadku rentowności polskich obligacji. W piątek oczekujemy podwyższonej zmienności cen polskich obligacji z uwagi na bogaty kalendarz makroekonomiczny. W kierunku wzrostu rentowności oddziaływać będzie krajowy odczyt salda na rachunku obrotów bieżących, podczas gdy przeciwny wpływ będzie miał opublikowany w tym samym czasie wstępny odczyt inflacji w Polsce. Zagregowany wpływ szacunków PKB w strefie euro i Polsce oraz danych z USA (wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan oraz sprzedaż detaliczna) na ceny polskich obligacji będzie naszym zdaniem ograniczony.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,18	4,15	4,07	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	<b>4,40</b>
Kurs USDPLN*	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	<b>4,04</b>
Kurs CHFPLN*	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	3,98	<b>4,04</b>
Inflacja CPI (r/r, %)	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6	<b>-0,6</b>
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	<b>0,3</b>
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	2,6	<b>2,6</b>
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-0,7	<b>-0,7</b>
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	2,9	<b>2,9</b>
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	3,4	<b>3,4</b>
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6	<b>1,6</b>
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,9	11,9	11,5	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	<b>10,3</b>
Saldo ROB (mln EUR)	-228	93	1054	929	928	-963	-1110	-654	-768	-163	620	-34	-34	<b>-34</b>
Eksport (r/r, % EUR)	4,4	10,9	14,3	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	3,0	12,6	9,5	9,5	<b>9,5</b>
Import (r/r, % EUR)	-2,1	3,9	8,7	7,7	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	-2,9	5,4	4,2	4,2	<b>4,2</b>

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2015	2016	2017	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,7	3,3	3,5	3,9	3,2	2,9	2,9	2,5	3,6	2,9	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	4,7	4,1	3,7	3,1	3,9	2,8	
Inwestycje (% r/r)	11,5	6,1	4,6	4,8	3,1	3,3	2,8	2,5	6,1	2,8	6,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,4	4,8	3,9	4,1	3,1	4,4	4,3	3,9	5,3	3,9	4,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,8	4,5	3,1	4,8	3,9	5,9	5,1	4,5	4,8	4,9	4,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spżycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	1,8	1,6	1,9	2,8	2,5	1,9	1,8	2,3	1,6
	Inwestycje (pp.)	1,5	1,1	0,9	1,3	0,4	0,6	0,5	0,7	1,2	0,6	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,9	0,2	0,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,2	0,2	-0,4	-0,1
Saldo obrotów bieżących***	-1,3	-0,5	-0,5	-0,1	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-0,1	-1,0	-1,5	
Stopa bezrobocia (%)**	11,5	10,2	9,7	9,8	10,6	9,6	9,2	9,6	9,8	9,6	9,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,8	1,2	0,7	0,9	0,8	0,5	0,2	0,0	1,2	0,4	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	3,1	3,0	3,2	3,6	3,8	4,4	5,0	3,4	4,2	5,0	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,9	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	0,3	-0,9	-0,3	1,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,72	1,73	1,72	1,70	1,65	1,20	1,28	1,72	1,28	1,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,50	1,00	1,50	
EURPLN**	4,07	4,19	4,25	4,26	4,40	4,40	4,35	4,30	4,26	4,30	4,15	
USDPLN**	3,80	3,76	3,80	3,92	4,23	4,27	4,26	4,17	3,92	4,17	3,77	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA*	
				POPZEDNIA WARTOŚĆ	CA RYNEK**
<b>Poniedziałek 08.02.2016r.</b>					
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Luty	9,6	7,6
<b>Wtorek 09.02.2016r.</b>					
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	-0,3	0,4
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Grudzień	19,7	20,2
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Grudzień	-0,3	-0,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Grudzień	-1,0	-0,3
<b>Piątek 12.02.2016r.</b>					
8:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,3	0,4 0,3
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>PKB (% r/r)</b>	<b>IV kw.</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9 3,8</b>
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,3	0,4 0,3
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	IV kw.	1,6	1,6 1,5
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	-0,7	0,3
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)</b>	<b>Grudzień</b>	<b>620</b>	<b>-34 -300</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wstępna inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6 -0,5</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Podaż pieniądza M3 (% r/r)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>9,1</b>	<b>9,4 9,5</b>
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	-0,1	0,2 0,1
15:55	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	92,0	92,0 92,0
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Grudzień	-0,2	0,0 0,1

\* 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