

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na czwartek publikacja krajowych danych o lipcowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji spadła do -1,3% w lipcu wobec 6,0% w czerwcu ze względu na oddziaływanie efektu niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz przesunięcia letniej przerwy urlopowej w fabrykach motoryzacyjnych. Wsparcie dla naszej niższej od konsensusu (+1,3%) prognozy stanowi również słaby lipcowy wskaźnik PMI (por. MAKROmapa z 01.08.2016). Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyło się naszym zdaniem do 5,3% r/r w lipcu wobec 4,6% w czerwcu (efekt wydatków realizowanych ze środków otrzymanych w ramach programu Rodzina 500+). Uważamy, że publikacja danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej może przyczynić się do podwyższonej zmienności kursu złotego i cen polskich obligacji. Dane te będą również istotne w kontekście oceny tempa wzrostu gospodarczego w III kw.
- **W środę opublikowane zostaną Minutes z lipcowego posiedzenia FOMC.** Uwaga rynków będzie zwrócona na szczegółowe informacje dotyczące oceny przez członków FED bilansu ryzyk dla sytuacji gospodarczej w USA, w tym wpływu wyniku referendum w sprawie Brexit. W komunikacie po lipcowym posiedzeniu zaznaczyli oni bowiem, że ich zdaniem krótkookresowe ryzyka dla wzrostu gospodarczego w USA zmniejszyły się. Uważamy, że publikacja Minutes może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy również istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Wczoraj opublikowany został wskaźnik NY Empire State, który zmniejszył się do -4,2 pkt. w sierpniu wobec 0,6 pkt. w lipcu. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w lipcu o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,6% w czerwcu, co było wynikiem niższej dynamiki produkcji w górnictwie. Oczekujemy, że trwałość ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą wzrosty liczby rozpoczętych budów domów (1187 tys. w lipcu wobec 1180 tys. w czerwcu) oraz pozwoleń na budowę (1159 tys. wobec 1153 tys.). W czwartek opublikowany zostanie również indeks Philadelphia FED. Rynek oczekuje, że jego wartość zwiększy się w sierpniu do 2,0 pkt. z -2,9 pkt. w lipcu. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **W środę opublikowane zostaną lipcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że tempo wzrostu zatrudnienia nie zmieniło się w porównaniu do czerwca i wyniosło 3,1% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia spadła w lipcu do 4,5% r/r wobec 5,3% w czerwcu (efekt wysokiej bazy sprzed roku). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw potwierdzi silne ożywienie na rynku pracy. Dane te będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rynku długu.

## W zeszłym tygodniu

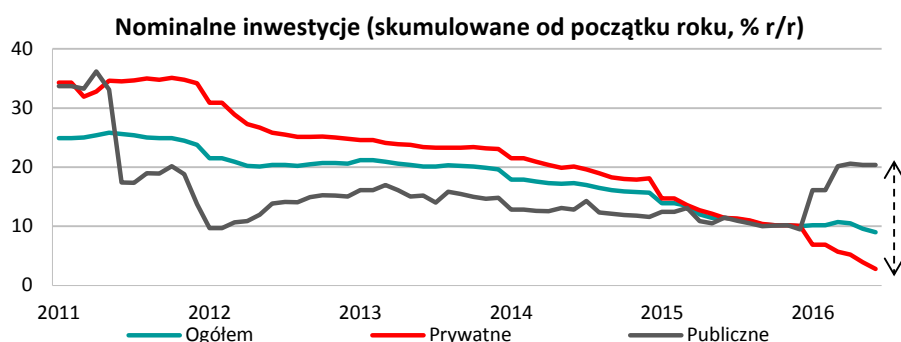
- **Tempo wzrostu polskiego PKB w II kw. wyniosło 3,1% r/r wobec 3,0% w I kw.** Oczyszczony z wpływu czynników sezonowych PKB wzrósł w II kw. o 0,9% kw/kw wobec spadku o 0,1% w I kw. Pełne dane o PKB zawierające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec sierpnia. Naszym zdaniem w II kw. miało miejsce wyraźne przyspieszenie wzrostu spożycia prywatnego, wspieranego przez wypłaty środków w ramach programu Rodzina 500+. Uważamy jednak, że program ten przyczynił się jednocześnie do znaczącego zwiększenia popytu na towary i usługi importowane, co oddziaływało w kierunku spadku wkładu eksportu netto i tym samym ograniczyło pozytywny wpływ tego programu na tempo wzrostu PKB. W naszej ocenie dynamika inwestycji ogółem utrzymała się w II kw. poniżej zera, czemu sprzyjało m.in. wciąż niskie wykorzystanie środków unijnych w ramach perspektywy finansowej 2014-2020

(por. MAKROpuls z 12.08.2016). Prognozujemy, że w całym 2016 r. polski PKB zwiększy się o 3,3% wobec wzrostu o 3,6% w 2015 r.

- ✔ **Inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w lipcu do -0,9% r/r wobec -0,8% w czerwcu.** Do pogłębienia deflacji przyczyniła się niższa dynamika cen paliw, która obniżyła inflację o 0,1 pkt. proc. Dodatkowo w kierunku zmniejszenia tempa wzrostu cen oddziaływała niższa inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się w lipcu do -0,4% r/r wobec -0,2% w czerwcu. Spadek inflacji bazowej w znacznym stopniu wynikał z efektu wysokiej bazy sprzed roku w kategoriach "zdrowie" oraz "łącność" (por. MAKROpuls z 12.08.2016). Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do listopada 2016 r. W efekcie oczekujemy, że w 2016 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie -0,6% r/r wobec -0,9% w 2015 r.
- ✔ **W czerwcu odnotowano deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących w wysokości 203 mln EUR wobec nadwyżki w wysokości 624 mln EUR w maju.** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald dochodów pierwotnych oraz usług (odpowiednio o 734 mln EUR i 224 mln EUR niższe niż w maju). W przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe salda dochodów wtórnych oraz obrotów towarowych (odpowiednio o 72 mln EUR i 59 mln EUR wyższe niż w maju). Dynamika eksportu zwiększyła się w czerwcu do 6,2% r/r wobec -0,7% w maju, a dynamika importu wzrosła do 2,4% r/r wobec 0,4%. Wyższe tempo wzrostu eksportu i importu wynikało w znacznym stopniu z efektu korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Uwzględniając wstępny szacunek polskiego PKB w II kw. relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zwiększyła się w II kw. do -0,3% wobec -0,4% w I kw. Tym samym czerwcowe dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą relacja ta w całym 2016 r. zmniejszy się do -1,4% wobec -0,2% w 2015 r.
- ✔ **Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w USA zmniejszyła się w lipcu do 0,0% m/m wobec 0,8% w czerwcu.** Po wyłączeniu sprzedaży samochodów sprzedaż detaliczna obniżyła się o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,9%. Spadek dynamiki sprzedaży detalicznej wynikał z jej niższego tempa wzrostu w większości kategorii. W ubiegłym tygodniu opublikowano również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się do 90,4 pkt. w sierpniu wobec 90,0 pkt. w lipcu. Wzrost indeksu wynikał z wyższej wartości składowej dla oczekiwań podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało obniżenie składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA zwiększy się w III kw. do 2,2% wobec 1,2% w II kw.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się w II kw. do 0,3% wobec 0,6% w I kw. (1,6% r/r w II kw. wobec 1,7% w I kw.). W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty oddziaływała niższa dynamika wzrostu m.in. w Niemczech (0,4% kw/kw w II kw. wobec 0,7% w I kw.), Francji (0,0% wobec 0,7%), Włoszech (0,0% wobec 0,3%) oraz Hiszpanii (0,7% wobec 0,8%). Pozytywny wpływ na tempo wzrostu PKB w strefie euro miały natomiast wyższe dynamiki PKB m.in. w Belgii (0,5% kw/kw w II kw. wobec 0,2% w I kw.) oraz Grecji (0,3% wobec -0,1%). Prognozujemy, że w 2016 r. PKB w strefie euro zwiększy się o 1,4% wobec 1,5% w 2015 r.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z chińskiej gospodarki.** Tempo wzrostu produkcji przemysłowej obniżyło się w lipcu do 6,0% r/r wobec 6,2% w czerwcu, sprzedaży detalicznej do 10,2% wobec 10,6%, a inwestycji w aglomeracjach miejskich do 8,1% wobec 9,0%. Mimo spadku dynamik dane wskazują na utrzymujące się relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego w Chinach (prognozujemy, że wyniesie ono 6,7% w br.) Jest to spójne z wyznaczonym przez chiński rząd celem dla dynamiki PKB na 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%” (patrz poniżej).

## Rządowe dokarmianie chińskiego smoka

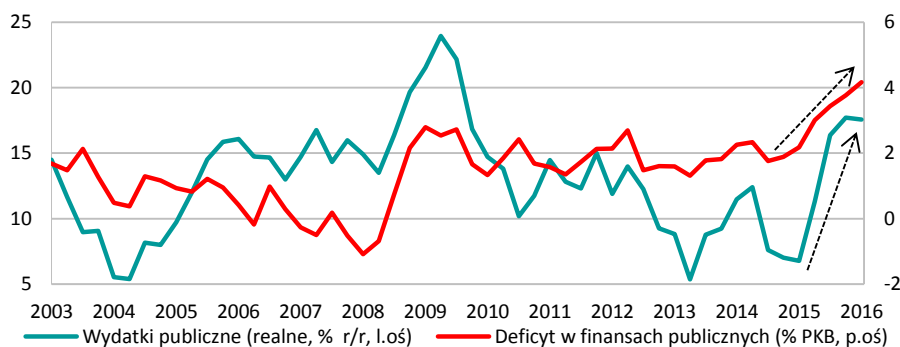
Biorąc pod uwagę dane z realnej sfery gospodarki i wyniki badań koniunktury, które napłynęły w ostatnim czasie z Chin można odnieść wrażenie, że sytuacja makroekonomiczna w tym kraju jest **relatywnie dobra**. Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa ukształtował się w lipcu powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności po raz pierwszy od lutego 2015 r. Lipcowe dane o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich również potwierdziły utrzymywanie się wciąż relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego (patrz powyżej). Dynamika PKB w Chinach w II kw. br. nie zmieniła się w porównaniu do I kw. i wyniosła 6,7% r/r a tym samym ukształtowała się ona powyżej naszej prognozy (6,5%) i konsensusu rynkowego (6,6%). Dostępne dane wskazują jednak, że wyższe od oczekiwań tempo wzrostu gospodarczego w II kw. zostało osiągnięte głównie dzięki interwencyjnej polityce rządu.



Źródło: Credit Agricole Corporate and Investment Bank

W porównaniu do I kw. Z kolei kontrybucja spożycia ogółem (publicznego oraz prywatnego) do wzrostu PKB wyniosła 4,2 pkt. proc. w II kw. i była wysoka na tle analogicznych wartości z ubiegłych lat. Oznacza to, że spożycie publiczne stanowiło znaczące wsparcie dla wzrostu gospodarczego w II kw. Dane o inwestycjach również jednoznacznie wskazują na rosnące interwencje rządu w ciągu kilku ostatnich miesięcy. Prywatne inwestycje wzrosły w II kw. tylko o 1,5% r/r w II kw. wobec 5,7% w I kw., a w czerwcu nie zmieniły się w ujęciu rocznym. Niska aktywność inwestycyjna prywatnych przedsiębiorstw została skompensowana przez firmy publiczne – w I poł. br. ich inwestycje rosły w tempie przekraczającym 20% r/r. W efekcie dynamika nakładów na środki trwałe ogółem zmniejszyła się w II kw. tylko nieznacznie – do 8,1% r/r z 10,7% w I kw.

Konsumpcja prywatna silnie spowolniła w II kw. do 6,0% r/r z 7,1% w I kw. Naszym zdaniem był to opóźniony w czasie wpływ oddziaływania negatywnego efektu majątkowego po załamaniu na chińskiej giełdzie w I kw. Wsparcie dla takiej oceny stanowi jednoczesna stabilizacja dynamiki dochodu rozporządzalnego w II kw. w



Źródło: Credit Agricole Corporate and Investment Bank

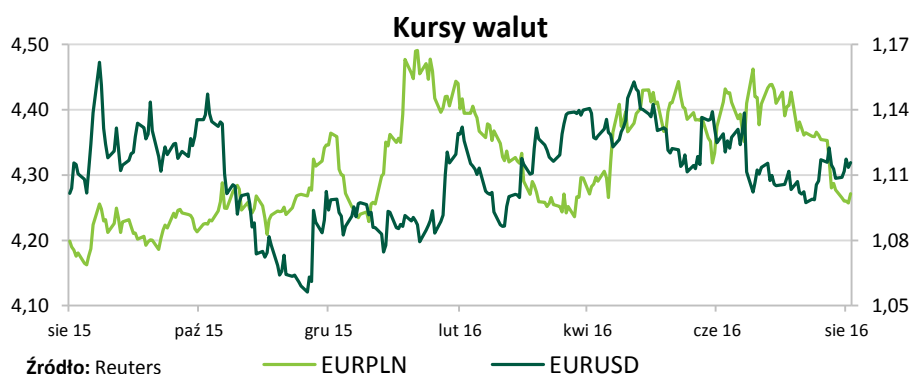
Przyspieszenie inwestycji i spożycia publicznego znalazło odzwierciedlenie w wyraźnym wzroście wydatków publicznych w I poł. br. Wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych zwiększyły się w cenach stałych (urealnione deflatorem PKB) o 17,6% r/r w II kw. wobec 17,7% w I kw. Tym samym w I poł. br. rosły one w najszybszym tempie w ciągu ostatnich 14 lat (z wyłączeniem początku globalnego kryzysu finansowego). Jednocześnie deficyt w finansach publicznych (za ostatnie 12 miesięcy) wzrósł w II kw. do 4,1% PKB – najwyższego poziomu w historii. Część projektów inwestycyjnych nie była finansowana przez środki publiczne. Władze zachęcały natomiast państwowe banki do udzielania kredytów prywatnym firmom w

celu finansowania inwestycji. Takie działania pozwoliły na ograniczenie deficytu w finansach publicznych, jednak wciąż oddziaływały one w kierunku wzrostu całkowitego zadłużenia państwa. W II kw. przyrost zadłużenia w sektorze niefinansowym stanowił 32,1% wytworzonego w tym okresie PKB. Analogiczny współczynnik był równy 38,1% w I poł. br. a jego skumulowana wartość za ostatnie cztery kwartały wyniosła 32,6% w II kw. Wskaźniki te kształtowały się na najwyższych poziomach od kryzysu finansowego, kiedy była prowadzona ekspansywna polityka fiskalna. W efekcie dług sektora niefinansowego w relacji do PKB wzrósł do poziomu 229,2% PKB na koniec II kw. – o 11,2 pkt. proc. w porównaniu do końca 2015 r.

Uzależnienie wzrostu PKB Chin w coraz większym stopniu od interwencji rządowych finansowanych zadłużeniem stanowi istotne zagrożenie dla stabilności systemu finansowego i perspektyw wzrostu gospodarczego w średnim i długim okresie. Pomimo tego w ostatnim czasie Prezydent Chin, J. Xi zaznaczył, że chciałby aby przedsiębiorstwa publiczne odgrywały coraz większą rolę w chińskim modelu wzrostu gospodarczego. Rząd jest świadomy, że bez wsparcia publicznego osiągnięcie ambitnych celów, zakładających tempo wzrostu PKB wyższe od potencjalnego, nie będzie możliwe. Tym samym uważamy, że w średnim okresie interwencje rządu w gospodarkę Chin nie zostaną istotnie ograniczone. Bezpośrednim skutkiem takiej polityki będzie utrzymywanie się wysokiego deficytu w finansach publicznych oraz dalsze narastanie długu publicznego, jak również wzrost zadłużenia całej gospodarki.

W ostatnich kwartałach uważaliśmy, że rosnące nierównowagi związane z narastającym zadłużeniem Chin mogą skłonić władze do rozpoczęcia zacieśniania polityki fiskalnej i akceptacji wolniejszego tempa wzrostu gospodarczego. Postawa prezentowana przez rząd w I poł. br. skłoniła nas do zmiany naszego scenariusza makroekonomicznego. Obecnie naszym bazowym scenariuszem jest kontynuacja zadłużania się podyktowana osiągnięciem celów dla wzrostu gospodarczego. Zgodnie z wcześniejszymi obietnicami rządu, PKB per capita ma zostać podwojony w latach 2010-2020, co implikuje cel dla dynamiki PKB w latach 2016-2020 na poziomie co najmniej 6,5%. Uważamy, że w latach 2016-2017 wzrost gospodarczy będzie utrzymywany powyżej granicy 6,5%, aby zbudować bufor na wypadek ewentualnego spowolnienia wywołanego szokami zewnętrznymi w latach 2018-2020. Jest to spójne z wyznaczonym przez chiński rząd celem dla dynamiki PKB na 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%”. W rezultacie zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę wzrostu gospodarczego w Chinach do 6,7% w 2016 (z 6,5%) i 6,6% w 2017 r. (z 6,5%).

## Publikacja *Minutes* FOMC może podwyższyć zmienność kursu polskiej waluty



W ubiegłym tygodniu kurs EUR/PLN spadł do 4,2715 (umocnienie złotego o 0,1%). W poniedziałek rano złoty tracił na wartości, co częściowo mogło wynikać z opublikowanych w piątek dwa tygodnie temu wyraźnie lepszych od konsensusu danych z amerykańskiego rynku pracy, które oddziaływały w kierunku wzrostu oczekiwań na

podwyżki stóp procentowych w USA. Po południu miała miejsce korekta, wspierana przez utrzymujące się dobre nastroje na krajowym rynku wynikające z przedstawionego dwa tygodnie temu nowego prezydenckiego projektu tzw. ustawy frankowej (por. MAKROmapa z 08.08.2016). Od wtorku do piątku, z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny, kurs złotego oraz innych walut regionu kształtowane były przez zmiany globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlanej indeksem VIX. W konsekwencji

oscylowały wokół łagodnego trendu aprecjacyjnego. W piątek złoty nieznacznie tracił na wartości w kierunku czego oddziaływały słabsze od oczekiwań dane nt. polskiego PKB.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą krajowe czwartkowe dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej, które w przypadku realizacji naszych prognoz mogą przyczynić się do podwyższonej zmienności złotego. Wzrostu zmienności kursu polskiej waluty oczekujemy również w środę z uwagi na publikację *Minutes* z lipcowego posiedzenia FOMC. Liczne dane z USA (liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, produkcja przemysłowa) podobnie jak krajowe dane nt. zatrudnienia i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw nie spotkają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynku.

## Krajowe dane o sprzedaży i produkcji w centrum uwagi polskiego rynku długu

**Rentowności polskich obligacji**



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zmniejszyły się do poziomu 1,621 (spadek o 10pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,053 (spadek o 19pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,621 (spadek o 15pb). W poniedziałek rentowności polskich obligacji nieznacznie rosły na całej długości krzywej dochodowości.

Częściowo mogło wynikać to z opublikowanych w piątek dwa tygodnie temu wyraźnie lepszych od konsensusu rynkowego danych z amerykańskiego rynku pracy, które oddziaływały w kierunku wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w USA. W dalszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze spadkiem rentowności polskich obligacji. Wzrostowi cen polskiego długu sprzyjał spadek premii za ryzyko w Polsce związany z przedstawionym dwa tygodnie temu nowym prezydenckim projektem tzw. ustawy frankowej (por. MAKROmapa z 08.08.2016). Wsparcie dla takiej oceny stanowi kontynuacja spadku spreadu pomiędzy rentownościami 5-letnich polskich obligacji i stawką 5-letniej transakcji IRS odzwierciedlający obniżenie ryzyka kredytowego w Polsce. W piątek dodatkowymi czynnikami oddziałującymi w kierunku wzrostu cen polskiego długu były słabszy od konsensusu rynkowego szacunek polskiego PKB oraz niższa od oczekiwań dynamika sprzedaży detalicznej w USA.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą czwartkowe dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w Polsce. W przypadku realizacji naszych prognoz mogą oddziaływać one w kierunku podwyższonej zmienności cen polskich obligacji. Do wzrostu zmienności na polskim rynku długu może przyczynić się również śródowa publikacja *Minutes* z lipcowego posiedzenia FOMC. Liczne dane z USA (liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, produkcja przemysłowa) a także krajowe dane nt. zatrudnienia i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw będą w naszej ocenie neutralne dla rentowności polskich obligacji.



## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

| Wskaźnik                     | lip 15 | sie 15 | wrz 15 | paź 15 | lis 15 | gru 15 | sty 16 | lut 16 | mar 16 | kwi 16 | maj 16 | cze 16 | lip 16 | sie 16 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa referencyjna NBP* (%)  | 1,50   | 1,50   | 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*                 | 4,14   | 4,23   | 4,25   | 4,25   | 4,27   | 4,26   | 4,42   | 4,35   | 4,24   | 4,37   | 4,38   | 4,38   | 4,35   | 4,30   |
| Kurs USDPLN*                 | 3,77   | 3,77   | 3,80   | 3,86   | 4,04   | 3,92   | 4,08   | 4,00   | 3,73   | 3,81   | 3,94   | 3,94   | 3,90   | 3,87   |
| Kurs CHFPLN*                 | 3,90   | 3,90   | 3,90   | 3,91   | 3,93   | 3,91   | 3,98   | 4,00   | 3,87   | 3,97   | 3,96   | 4,04   | 4,02   | 3,96   |
| Inflacja CPI (r/r, %)        | -0,7   | -0,6   | -0,8   | -0,7   | -0,6   | -0,5   | -0,9   | -0,8   | -0,9   | -1,1   | -0,9   | -0,8   | -0,9   | -0,9   |
| Inflacja bazowa (r/r, %)     | 0,4    | 0,3    | 0,2    | 0,3    | 0,2    | 0,2    | -0,1   | -0,1   | -0,2   | -0,4   | -0,4   | -0,2   | -0,4   | -0,4   |
| Produkcja przemysłu (r/r, %) | 3,8    | 5,3    | 4,0    | 2,4    | 7,8    | 6,7    | 1,4    | 6,8    | 0,7    | 5,9    | 3,2    | 6,0    | -1,3   | -1,3   |
| Inflacja PPI (r/r, %)        | -1,8   | -2,7   | -2,8   | -2,3   | -1,8   | -0,8   | -1,2   | -1,5   | -1,9   | -1,2   | -0,4   | -0,7   | -0,4   | -0,4   |
| Sprzedaż detaliczna (r/r, %) | 1,2    | -0,3   | 0,1    | 0,8    | 3,3    | 4,9    | 0,9    | 3,9    | 0,8    | 3,2    | 2,2    | 4,6    | 5,3    | 5,3    |
| Wynagrodzenie w SP (r/r, %)  | 3,3    | 3,4    | 4,1    | 3,3    | 4,0    | 3,1    | 4,0    | 3,9    | 3,3    | 4,6    | 4,1    | 5,3    | 4,5    | 4,5    |
| Zatrudnienie w SP (r/r, %)   | 0,9    | 1,0    | 1,0    | 1,1    | 1,2    | 1,4    | 2,3    | 2,5    | 2,7    | 2,8    | 2,8    | 3,1    | 3,1    | 3,1    |
| Stopa bezrobocia rej.* (%)   | 10,0   | 9,9    | 9,7    | 9,6    | 9,6    | 9,8    | 10,3   | 10,3   | 10,0   | 9,5    | 9,1    | 8,8    | 8,6    | 8,6    |
| Saldo ROB (mln EUR)          | -1174  | -574   | -608   | -305   | 405    | -573   | 771    | -529   | 54     | 563    | 624    | -203   | -203   | -203   |
| Eksport (r/r, % EUR)         | 5,2    | 8,1    | 3,0    | 4,5    | 12,6   | 11,5   | -0,9   | 5,9    | 0,8    | 4,8    | -0,7   | 6,4    | 6,4    | 6,4    |
| Import (r/r, % EUR)          | 7,3    | 6,7    | 5,2    | 0,2    | 6,7    | 3,8    | 0,6    | 7,7    | 1,1    | 0,3    | 0,4    | 2,4    | 2,4    | 2,4    |

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

| Wskaźnik                           | 2016                    |      |      |      | 2017 |      |      |      | 2015 | 2016 | 2017 |      |
|------------------------------------|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                    | Q1                      | Q2   | Q3   | Q4   | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   |      |      |      |      |
| PKB (% r/r)                        | 3,0                     | 3,1  | 3,7  | 3,4  | 3,9  | 3,5  | 3,4  | 3,7  | 3,6  | 3,3  | 3,6  |      |
| Konsumpcja (% r/r)                 | 3,2                     | 4,2  | 5,1  | 4,3  | 4,5  | 3,4  | 2,8  | 2,5  | 3,1  | 4,2  | 3,3  |      |
| Inwestycje (% r/r)                 | -1,8                    | -3,9 | 4,1  | 4,3  | 4,9  | 5,9  | 5,9  | 6,2  | 5,8  | 0,7  | 5,9  |      |
| Eksport (ceny stałe, % r/r)        | 6,9                     | 7,5  | 9,0  | 8,0  | 8,2  | 6,3  | 6,5  | 6,7  | 6,8  | 7,9  | 6,9  |      |
| Import (ceny stałe, % r/r)         | 9,3                     | 9,9  | 11,2 | 6,9  | 9,2  | 7,4  | 6,9  | 7,1  | 6,3  | 9,3  | 7,6  |      |
| Wkłady do wzrostu PKB              | Spożycie prywatne (pp.) | 2,0  | 2,5  | 3,1  | 2,1  | 2,9  | 2,0  | 1,7  | 1,2  | 1,8  | 2,4  | 1,9  |
|                                    | Inwestycje (pp.)        | -0,2 | -0,7 | 0,8  | 1,2  | 0,7  | 1,1  | 1,0  | 1,7  | 1,1  | 0,3  | 1,2  |
|                                    | Eksport netto (pp.)     | -0,9 | -0,9 | -0,9 | 0,7  | -0,2 | -0,5 | -0,2 | 0,0  | 0,3  | -0,5 | -0,2 |
| Saldo obrotów bieżących***         | -0,4                    | -0,3 | -1,0 | -1,4 | -1,8 | -2,2 | -2,1 | -2,0 | -0,2 | -1,4 | -2,0 |      |
| Stopa bezrobocia (%)**             | 10,0                    | 8,8  | 8,3  | 8,5  | 9,0  | 8,0  | 7,8  | 8,3  | 9,8  | 8,5  | 8,3  |      |
| Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r) | 2,2                     | 2,3  | 2,4  | 1,9  | 1,4  | 0,8  | 0,1  | 0,0  | 1,4  | 2,2  | 0,6  |      |
| Wynagrodzenia w GN (% r/r)         | 3,1                     | 4,3  | 5,0  | 5,5  | 5,1  | 5,2  | 5,0  | 5,2  | 3,3  | 4,5  | 5,1  |      |
| Inflacja CPI (%)*                  | -0,9                    | -0,9 | -0,8 | 0,1  | 1,6  | 1,7  | 1,5  | 1,6  | -0,9 | -0,6 | 1,6  |      |
| Wibor 3-miesięczny (%)**           | 1,67                    | 1,71 | 1,71 | 1,71 | 1,71 | 1,96 | 2,13 | 2,21 | 1,72 | 1,71 | 2,21 |      |
| Stopa referencyjna NBP (%)**       | 1,50                    | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,75 | 2,00 | 1,50 | 1,50 | 2,00 |      |
| EURPLN**                           | 4,24                    | 4,38 | 4,37 | 4,30 | 4,30 | 4,20 | 4,20 | 4,15 | 4,26 | 4,30 | 4,15 |      |
| USDPLN**                           | 3,73                    | 3,94 | 3,94 | 3,91 | 3,91 | 3,85 | 3,89 | 3,81 | 3,92 | 3,91 | 3,81 |      |

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

| GODZINA PUBLIKACJI               | KRAJ          | WSKAŹNIK  | OKRES         | POPZEDNIA WARTOŚĆ |             | PROGNOZA*   |         |
|----------------------------------|---------------|---|---------------|-------------------|-------------|-------------|---------|
|                                  |               |   |               | CA                | RYNEK**     | CA          | RYNEK** |
| <b>Poniedziałek 15.08.2016r.</b> |               |   |               |                   |             |             |         |
| 14:30                            | USA           | Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)           | Sierpień      | 0,6               | 0,5         | 2,5         |         |
| <b>Wtorek 16.08.2016r.</b>       |               |   |               |                   |             |             |         |
| 11:00                            | Niemcy        | Indeks ZEW (pkt.)                               | Sierpień      | -6,8              |             | 1,8         |         |
| <b>14:00</b>                     | <b>Polska</b> | <b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>                  | <b>Lipiec</b> | <b>-0,2</b>       | <b>-0,4</b> | <b>-0,3</b> |         |
| 14:30                            | USA           | Inflacja CPI (% m/m)                            | Lipiec        | 0,2               | 0,0         | 0,0         |         |
| 14:30                            | USA           | Inflacja bazowa CPI (% m/m)                     | Lipiec        | 0,2               | 0,1         | 0,2         |         |
| 14:30                            | USA           | Liczba rozpoczętych budów (tys.)                | Lipiec        | 1189              | 1187        | 1180        |         |
| 14:30                            | USA           | Nowe pozwolenia na budowę (tys.)                | Lipiec        | 1153              | 1159        | 1160        |         |
| 15:15                            | USA           | Produkcja przemysłowa (% m/m)                   | Lipiec        | 0,6               | 0,2         | 0,3         |         |
| 15:15                            | USA           | Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)            | Lipiec        | 75,4              | 75,5        | 75,6        |         |
| <b>Środa 17.08.2016r.</b>        |               |   |               |                   |             |             |         |
| <b>14:00</b>                     | <b>Polska</b> | <b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b> | <b>Lipiec</b> | <b>5,3</b>        | <b>4,5</b>  | <b>4,5</b>  |         |
| <b>14:00</b>                     | <b>Polska</b> | <b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>  | <b>Lipiec</b> | <b>3,1</b>        | <b>3,1</b>  | <b>3,2</b>  |         |
| 20:00                            | USA           | Minutes z posiedzenia FOMC                      | Lipiec        |                   |             |             |         |
| <b>Czwartek 18.08.2016r.</b>     |               |   |               |                   |             |             |         |
| 10:00                            | Strefa euro   | Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)     | Czerwiec      | 30,8              |             |             |         |
| 11:00                            | Strefa euro   | Inflacja HICP (% r/r)                           | Lipiec        | 0,2               | 0,2         | 0,2         |         |
| <b>14:00</b>                     | <b>Polska</b> | <b>Sprzedaż detaliczna (% r/r)</b>              | <b>Lipiec</b> | <b>4,6</b>        | <b>5,3</b>  | <b>4,2</b>  |         |
| <b>14:00</b>                     | <b>Polska</b> | <b>Inflacja PPI (% r/r)</b>                     | <b>Lipiec</b> | <b>-0,7</b>       | <b>-0,4</b> | <b>-0,4</b> |         |
| <b>14:00</b>                     | <b>Polska</b> | <b>Produkcja przemysłowa (% r/r)</b>            | <b>Lipiec</b> | <b>6,0</b>        | <b>-1,3</b> | <b>1,3</b>  |         |
| 14:30                            | USA           | Indeks Filadelfia Fed (pkt.)                    | Sierpień      | -2,9              |             | 2,0         |         |

\* 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