

## W tym tygodniu

- **We wtorek poznamy styczniowe wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro wzrósł do 54,7 pkt. w styczniu wobec 54,4 pkt. w grudniu ub. r. Zwiększenie wartości wskaźnika nastąpiło przy przyspieszeniu wzrostu aktywności gospodarczej w Niemczech oraz lekkim pogorszeniu koniunktury we Francji. W środę opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększy się do 111,4 pkt. w styczniu z 111,0 pkt. w grudniu. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W piątek opublikowane zostaną wstępne grudniowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zwiększyły się one o 7,0% m/m wobec spadku o 4,5% w listopadzie (m.in. efekt wyższych zamówień w firmie Boeing). W piątek zostanie opublikowany również wstępny szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się do 2,1% wobec 3,5% w III kw. ze względu na niższe wkłady eksportu netto i konsumpcji. W tym tygodniu poznamy również dane dotyczące rynku nieruchomości. Uważamy, że sprzedaż nowych domów wzrosła do 604 tys. w grudniu wobec 592 tys. w listopadzie, a sprzedaż domów na rynku wtórnym do 5,50 mln wobec 5,61 mln. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na stabilizację nastrojów konsumentów w styczniu (98,1 pkt. wobec 98,2 pkt. w grudniu). Uważamy, że publikacja danych o zamówieniach na środki trwałe będzie oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego i spadku cen polskich obligacji. Pozostałe dane z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu prezydent USA D. Trump wygłosił przemówienie inauguracyjne.** Podtrzymane zostały w nim obietnice z kampanii wyborczej, zgodnie z którymi administracja D. Trumpa prowadzić będzie protekcyjną politykę gospodarczą. W przemówieniu powtórzone zostały również zapowiedzi znaczącego zwiększenia inwestycji infrastrukturalnych. Wypowiedzi D. Trumpa były ogólne i nie dostarczyły żadnych nowych, konkretnych informacji nt. przyszłej polityki gospodarczej w USA. Oczekujemy, że zakres wprowadzonych przez nową administrację działań protekcyjnych będzie ograniczony, a głównym efektem realizacji programu gospodarczego D. Trumpa będzie ekspansja fiskalna (zwiększenie inwestycji publicznych lub (i) obniżki podatków). Spodziewane przez nas zmiany w polityce gospodarczej w USA, prowadzące do nadmiernego popytu w gospodarce, są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym FED w całym 2017 r. podniesie stopy procentowe łącznie o 50pb. Uważamy, że piątkowe przemówienie D. Trumpa było neutralne dla globalnych rynków finansowych.
- **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w grudniu o 2,3% r/r wobec wzrostu o 3,3% w listopadzie.** Uważamy, że w kilku branżach w ub. r. wzrost produkcji uległ przesunięciu z października na listopad w porównaniu do wzorca sezonowego z poprzednich lat. W efekcie odnotowano wyraźne zmniejszenie rocznej dynamiki produkcji w październiku oraz jej silniejszy od oczekiwań wzrost w listopadzie. Po ustąpieniu tego efektu, tempo wzrostu produkcji powróciło w grudniu do poziomu zgodnego z krótkookresowym trendem (por. MAKROpuls z 19.01.2017). W całym IV kw. produkcja przemysłowa w Polsce wzrosła o 1,4% r/r wobec 2,3% w III kw. Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w grudniu o 8,0% r/r wobec spadku o 12,8% w listopadzie. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-

montażowa wzrosła o 2,5% m/m. Zwiększenie rocznej dynamiki produkcji budowlano-montażowej w grudniu nastąpiło pomimo oddziaływania negatywnych efektów statystycznych, a tym samym jest ono kolejnym sygnałem trwałej poprawy koniunktury w tej branży. W całym IV kw. produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się o 13,2% r/r wobec spadku o 18,1% w III kw. Dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej za IV kw. stanowią istotne ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w IV kw. nastąpi spowolnienie wzrostu gospodarczego do 1,7% r/r z 2,5% w III kw.

- ✔ **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się w grudniu do 6,4% r/r wobec 6,6% w listopadzie.** Liczona w cenach stałych sprzedaż zwiększyła się w grudniu o 6,1% r/r wobec wzrostu o 7,4% w listopadzie. Głównym źródłem niższej realnej dynamiki sprzedaży detalicznej było zmniejszenie jej tempa wzrostu w kategorii "pozostałe" z -0,6% r/r w listopadzie do -8,4% w grudniu. W danych na uwagę zasługuje również dynamika cen produktów uwzględnionych w ramach sprzedaży detalicznej, która po raz pierwszy od marca 2013 r. osiągnęła dodatni poziom (por. MAKROpuls z 19.01.2017). W całym IV kw. realna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 6,0% r/r wobec wzrostu o 6,2% w III kw., co stanowi wsparcie dla naszej prognozy stabilizacji dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw. względem III kw. (3,9% r/r).
- ✔ **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie EBC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami utrzymane zostały na nim dotychczasowe parametry polityki monetarnej. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC M. Draghi utrzymał gołębią retorykę podkreślając, że grudniowy silny wzrost inflacji w strefie euro nie sygnalizuje znaczącego zwiększenia presji inflacyjnej, gdyż inflacja bazowa nadal znajduje się na niskim poziomie. W komunikacie po styczniowym posiedzeniu powtórzona została zapowiedź, że rozszerzony program skupu aktywów potrwa przynajmniej do grudnia 2017 r. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że EBC wydłuży program do marca 2018 r. a następnie będzie go stopniowo wygaszał, aż do jego zakończenia w grudniu 2018 r.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w grudniu do 0,8% m/m wobec -0,7% w listopadzie. W kierunku jej wzrostu oddziaływała wyższa dynamika produkcji we wszystkich jej działach (w przetwórstwie, górnictwie oraz dostarczaniu mediów). Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w grudniu do 75,5% wobec 74,9% w listopadzie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. liczby rozpoczętych budów (1210 tys. w grudniu wobec 1212 tys. w październiku) oraz pozwoleń na budowę (1226 tys. wobec 1102 tys.), które wskazały na kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. Opublikowane zostały także wyniki regionalnych badań koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks NY Empire State zmniejszył się w styczniu do 6,5 pkt. wobec 7,6 pkt. w grudniu, podczas gdy indeks Philadelphia FED wzrósł do 23,6 pkt. wobec 21,5 pkt. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. wyniesie 2,1% wobec 3,5% w III kw. (patrz powyżej).
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z Chin.** Tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się w IV kw. do 1,7% kw/kw wobec 1,8% w III kw. (6,8% r/r w IV kw. wobec 6,7% w III kw.). Na podobne jak przed miesiącem tempo wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce wskazały miesięczne grudniowe dane o produkcji przemysłowej (6,0% r/r w grudniu wobec 6,2% w listopadzie), sprzedaży detalicznej (10,9% wobec 10,8%) oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich (8,1% wobec 8,3%). W całym 2016 r. PKB w Chinach zwiększył się o 6,7% wobec wzrostu o 6,5% w 2015 r., co było zgodne z naszą prognozą. Jego tempo wzrostu było spójne z wyznaczonym przez chiński rząd celem dla dynamiki PKB na 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%”. Uważamy, że w 2017 r. tempo wzrostu gospodarczego w Chinach wyniesie 6,6%.
- ✔ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w styczniu do 16,6 pkt. wobec 13,8 pkt. w grudniu, kształtując się na najwyższym poziomie od czerwca 2016 r.** Zgodnie z komunikatem, w kierunku poprawy nastrojów oddziaływały opublikowane w styczniu lepsze od

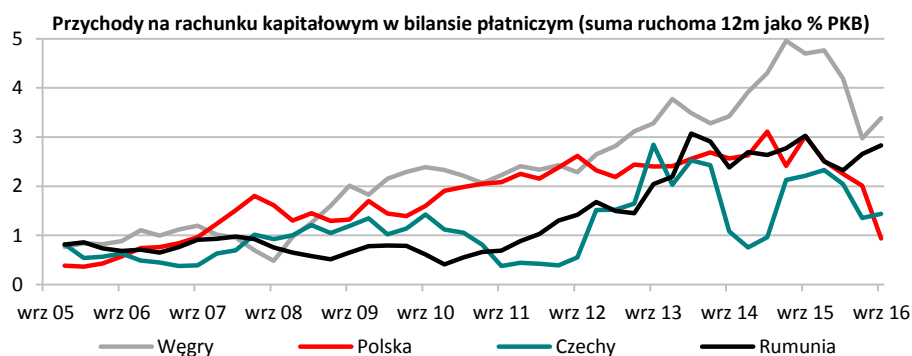
oczekiwań dane nt. PKB w Niemczech za 2016 r. oraz listopadowej produkcji przemysłowej w strefie euro. Prognozujemy, że w 2017 r. tempo wzrostu niemieckiego PKB wyniesie 1,5% wobec 1,9% w 2016 r.

**Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w grudniu do 2,7% r/r wobec 4,0% w listopadzie.** Naszym zdaniem jednym z głównych czynników oddziałujących w kierunku jej spadku były przesunięcia w wypłatach rocznych nagród w dziale "górnictwo i kopalnictwo węgla kamiennego", w tym w szczególności wypłata w ratach "barbórki" w Jastrzębskiej Spółce Węglowej (por. MAKROpuls z 18.01.2017). Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w grudniu o 3,1% r/r. W efekcie realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach spadło w IV kw. do 6,4% r/r wobec 8,6% r/r w III kw. Ubiegłotygodniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw potwierdzają, że rynek pracy w Polsce znajduje się w fazie silnego ożywienia. Jest to zgodne z naszym scenariuszem, w którym równowaga na rynku pracy zostanie osiągnięta na przełomie 2017 i 2018 r. (por. MAKROmapa z 12.12.2016).

## Ożywienie inwestycji w Polsce później niż w regionie

Od początku ub. r. obserwowano silny, pogłębiający się spadek inwestycji w Polsce. Najczęściej przytaczanym uzasadnieniem wyraźnego zmniejszenia dynamiki nakładów na środki trwałe jest niska absorpcja środków unijnych na początku nowej perspektywy finansowej 2014-2020. W celu weryfikacji tej tezy poniżej przeanalizowaliśmy kształtowanie się inwestycji w Polsce na tle innych, wybranych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii (dalej EŚW-4).

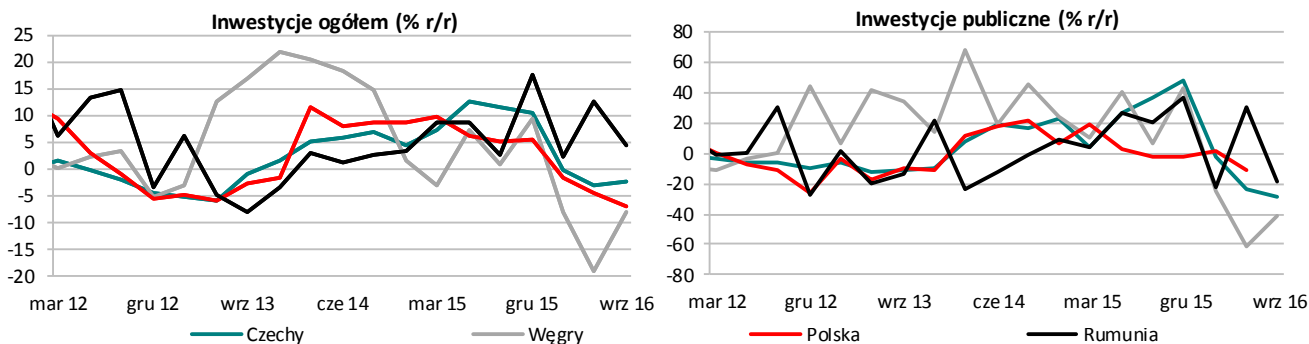
Zgodnie z pierwotnie obowiązującymi regulacjami Komisji Europejskiej, środki unijne z perspektywy 2007-2013 musiały zostać wykorzystane przed końcem 2015 r. Biorąc pod uwagę stopień alokacji funduszy na początku IV kw. 2015 r. istniało duże ryzyko, iż zgodnie z panującymi ograniczeniami czasowymi dostępna pula środków nie została w pełni wykorzystana i w efekcie zostałyby utracone. Dlatego pod koniec 2015 r. w porozumieniu z KE uzgodniony został pakiet rozwiązań zapewniających państwom członkowskim elastyczne zamykanie programów w 2016 r., gwarantujący optymalny poziom wykorzystania środków z perspektywy 2007-2013. Rozwiązanie to było szczególnie korzystne dla Rumunii. Na koniec grudnia 2015 r. wykorzystano ona tylko ok. 60% środków w ramach dostępnych programów operacyjnych, podczas gdy w przypadku Polski i Węgier stopień absorpcji wyniósł ok. 90%, a dla Czech 85%.



W celu oceny skali napływu środków unijnych do krajów EŚW-4 skorzystaliśmy z przychodów na rachunku kapitałowym w bilansie płatniczym. Pozycja ta obejmuje transfery kapitałowe o charakterze inwestycyjnym (dla krajów EŚW-4 jest to przede wszystkim napływ funduszy unijnych w ramach programów

strukturalnych). Od początku 2016 r. w przypadku Polski, Węgier i Czech odnotowano wyraźne zmniejszenie przychodów na rachunku kapitałowym w relacji do PKB (suma za ostatnie cztery kwartały), co sygnalizuje ograniczone wykorzystanie środków unijnych na początku nowej perspektywy. Natomiast w przypadku Rumunii, która w 2016 r. wciąż w dominującym stopniu

korzystała z funduszy w ramach poprzedniej perspektywy, nie zaobserwowano podobnego spadku. Co więcej, stopień absorpcji środków unijnych w ramach perspektywy 2007-2013 wyraźnie zwiększył się w Rumunii do ok. 75% na koniec III kw. ub. r.



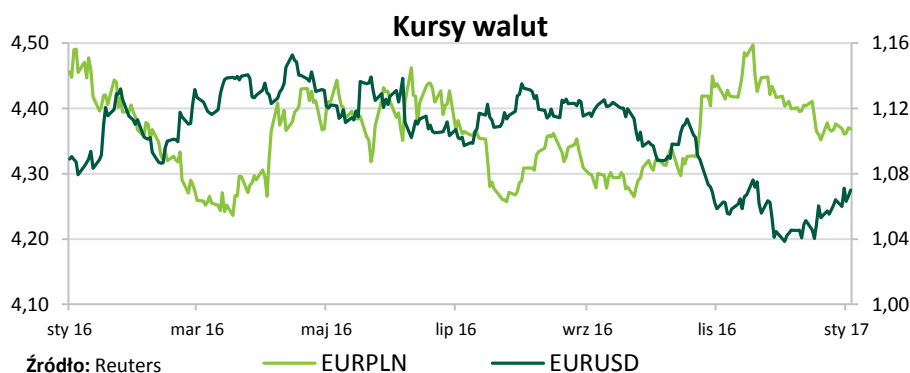
W przypadku Polski, Węgier i Czech odnotowano spadek inwestycji ogółem w ujęciu rocznym od początku ub. r., co było w dużym stopniu wynikiem zmniejszenia dynamiki nakładów na środki trwałe realizowanych przez sektor instytucji rządowych i samorządowych. Spójna czasowo tendencja do zmniejszenia inwestycji w trzech różnych krajach wskazuje, iż zjawisko to miało wspólną przyczynę w postaci zmniejszonego wykorzystania środków unijnych. Taką ocenę potwierdza przypadek Rumunii, która pozytywnie wyróżnia się na tle pozostałych trzech krajów. W jej przypadku tempo wzrostu inwestycji utrzymało się wyraźnie powyżej zera w okresie I-III kw. 2016 r. Ponadto, spadek dynamiki inwestycji został przerwany już w II kw. ub. r. W przypadku Polski dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku inwestycji publicznych w 2016 r. był cykl polityczny w samorządach. W 2016 r. samorzady podjęły decyzje o ograniczeniu nakładów w środki trwałe w celu uzyskania oszczędności. Uważamy, że zbliżające się wybory samorządowe w 2018 r. zmobilizują je do zwiększenia inwestycji w II poł. 2017 r. i całym 2018 r.

Należy zwrócić uwagę, że w przypadku Polski skala spadku inwestycji ogółem w I poł. ub. r. była podobna jak w przypadku Węgier i Czech. Z kolei w III kw. w przypadku Węgier i Czech uległa ona zmniejszeniu, podczas gdy w Polsce nastąpiło pogłębienie spadku nakładów na środki trwałe. Tendencja ta jest spójna z danymi o napływie środków unijnych na rachunku kapitałowym – w III kw. absorpcja funduszy uległa nasileniu w przypadku innych krajów regionu, podczas gdy w Polsce wykorzystanie środków wciąż pozostawało na obniżonym poziomie. Oznacza to, że w Polsce mieliśmy do czynienia z opóźnieniami we wdrażaniu funduszy w większości programów operacyjnych w porównaniu do Czech i Węgier. Problemy z uruchomieniem finansowania z UE wynikały m.in. z wymaganego przez Komisję Europejską wdrożenia dyrektyw unijnych oraz konieczności weryfikacji i aktualizacji sektorowych planów inwestycyjnych. Przyjęcie planów zharmonizowanych z prawem unijnym było warunkiem dla uruchomienia płatności w ramach nowej perspektywy finansowej. Ten problem był szczególnie widoczny w przypadku m.in. sektora kolejowego oraz wodno-kanalizacyjnego (por. MAKROmapa z 31.10.2016). Naszym zdaniem, opóźnienia ustawodawcze były częściowo spowodowane zmianami na scenie politycznej po wyborach parlamentarnych w październiku 2015 r.

Uważamy, że dotychczasowe utrudnienia w wykorzystaniu funduszy europejskich i przebiegu realizacji programów operacyjnych oraz ich negatywny wpływ na dynamikę inwestycji w okresie I-III kw. 2016 r. nie stanowią zagrożenia dla oczekiwanego przez nas ożywienia gospodarczego w br. Zgodnie z danymi NBP o bilansie płatniczym w listopadzie ub. r. odnotowano bowiem wyraźny wzrost napływu środków w ramach rachunku kapitałowego (942 mln EUR wobec 33 mln EUR w październiku). Dane te stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu dynamiki inwestycji ogółem do -5,4% r/r w IV kw. ub. r. z -7,7% w III kw. Uważamy, że w kolejnych miesiącach będziemy mieli do czynienia z coraz większą

absorbacją środków unijnych w ramach nowej perspektywy. W efekcie prognozujemy, że w I poł. br. tempo wzrostu inwestycji ogółem ukształtuje się powyżej zera (por. tabela kwartalna). W kierunku wzrostu dynamiki nakładów na środki trwałe będzie oddziaływała również wyższa aktywność inwestycyjna jednostek samorządów terytorialnych w II poł. br. i całym 2018 r. (patrz powyżej).

## Dane z USA mogą osłabić złotego

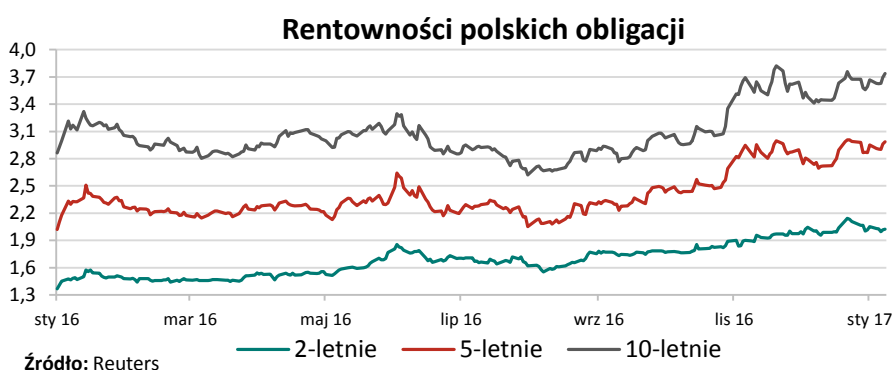


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3687 (umocnienie złotego o 0,2%).** W poniedziałek na otwarciu mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego, a w dalszej części dnia doszło do jego umocnienia. Aprecjacji złotego sprzyjały ogłoszone w piątek dwa tygodnie temu decyzje agencji ratingowych Fitch i Moody's o utrzymaniu

dotychczasowej oceny wiarygodności kredytowej Polski. We wtorek złoty nadal zyskiwał na wartości, co w znacznym stopniu wynikało z obniżenia globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlanej spadkiem indeksu VIX. W środę doszło do przejściowego osłabienia złotego. Z uwagi na brak ważnych wydarzeń oraz publikacji makroekonomicznych tego dnia, jego przejściowa deprecjacja miała najprawdopodobniej charakter transakcyjny. Wsparcie dla takiej ceny stanowi fakt, iż została ona odnotowana również w przypadku części innych walut rynków wschodzących. W czwartek, z uwagi na posiedzenie EBC, kurs złotego charakteryzował się podwyższoną zmiennością. W piątek kurs polskiej waluty był stabilny, a opublikowane z nocy z czwartku na piątek dane o PKB w Chinach miały ograniczony wpływ na rynek.

Piątkowe przemówienie inauguracyjne D. Trumpa (patrz wyżej) nie powinno mieć naszym zdaniem istotnego wpływ na kurs polskiej waluty. Istotne dla kursu złotego będą piątkowe, wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe w USA, które w przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu prognozy będą oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego. Sumaryczny wpływ pozostałych danych z USA (wstępny PKB w IV kw., sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) na kurs złotego będzie naszym zdaniem ograniczony. Uważamy, że neutralne dla polskiej waluty będą również dzisiejsze publikacje indeksów PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach oraz środowowy indeks Ifo dla Niemiec.

## Dane z USA w centrum uwagi polskiego rynku długu



**W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 2,025 (spadek o 3pb), obligacji 5-letnich zwiększyły się do poziomu 2,985 (wzrost o 4pb), a obligacji 10-letnich zwiększyły się do poziomu 3,739 (wzrost o 7pb).** W poniedziałek rentowności polskich obligacji

były niższe niż na piątkowym zamknięciu, co było związane z ogłoszonymi w piątek dwa tygodnie temu

decyzjami agencji ratingowych Fitch i Moody's o utrzymaniu dotychczasowej oceny wiarygodności kredytowej Polski. W dalszej części tygodnia utrzymywał się łagodny wzrost rentowności polskich obligacji widoczny szczególnie na środkowym odcinku i długim końcu krzywej w ślad za rynkami bazowymi (USA i Niemcy). W naszej ocenie było to związane z oczekiwaniami rynku na piątkowe inauguracyjne przemówienie prezydenta USA D. Trumpa.

Piątkowe przemówienie inauguracyjne D. Trumpa (patrz wyżej) nie powinno mieć w naszej ocenie istotnego wpływu na ceny polskich obligacji. W centrum uwagi polskiego rynku długu będą piątkowe, wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe w USA, które w przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu prognozy mogą być pozytywne dla rentowności polskich obligacji. Pozostałe dane z USA (wstępny PKB w IV kw., sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) nie będą miały naszym zdaniem znaczącego wpływ na polski rynek długu. Neutralne dla cen polskich obligacji będą również dzisiejsze publikacje indeksów PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach oraz środowowy indeks Ifo dla Niemiec.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17
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*	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	<b>4,37</b>
Kurs USDPLN*	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	<b>4,07</b>
Kurs CHFPLN*	3,91	3,98	4,00	3,87	3,97	3,96	4,04	4,02	3,97	3,93	3,96	4,13	4,11	<b>4,07</b>
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,7	1,4	6,8	0,7	5,9	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,3	2,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,7	3,0	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	9,7	10,2	10,2	9,9	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	<b>8,3</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	-846	679	-652	-217	691	1392	-723	-993	-739	-445	-531	-427		
Eksport (r/r, %, EUR)	10,8	-1,3	5,4	0,0	4,0	1,4	6,0	-5,2	9,2	2,7	-2,3	4,6		
Import (r/r, %, EUR)	4,4	0,3	7,4	0,9	0,0	2,5	0,8	-6,9	10,8	3,1	2,1	6,4		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2016				2017				2016	2017	2018	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,0	3,1	2,5	1,7	2,6	2,4	3,0	3,9	2,5	3,0	3,2	
Konsumpcja (% r/r)	3,2	3,3	3,9	3,9	3,6	3,6	2,9	2,8	3,6	3,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	-2,2	-5,0	-7,7	-5,4	-1,0	1,3	6,1	8,2	-5,3	4,8	10,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,7	11,4	6,8	4,5	6,7	9,1	11,8	11,7	7,3	9,9	7,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	10,0	7,8	5,4	8,0	10,7	13,0	13,1	7,9	11,2	9,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	2,3	1,9	2,3	2,1	1,7	1,4	2,1	1,9	1,7
	Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,9	-1,4	-1,5	-0,1	0,2	1,1	2,1	-1,0	0,9	1,8
	Eksport netto (pp.)	-0,7	1,0	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,6
Saldo obrotów bieżących***	-0,8	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-0,6	-1,0	-1,5	
Stopa bezrobocia (%)**	9,9	8,7	8,3	8,3	8,8	7,9	7,8	8,1	8,3	8,1	8,1	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,2	2,3	1,5	1,3	0,6	0,4	0,2	0,1	1,8	0,3	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,1	4,3	4,1	4,4	4,5	4,6	4,6	4,5	4,0	4,5	4,8	
Inflacja CPI (%)*	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	1,5	1,7	1,3	1,6	-0,6	1,5	2,3	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	1,71	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	2,23	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	
EURPLN**	4,24	4,38	4,29	4,40	4,35	4,33	4,23	4,18	4,40	4,18	4,07	
USDPLN**	3,73	3,94	3,82	4,18	4,10	4,12	4,03	3,87	4,18	3,87	3,51	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

**Kalendarz**

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Wtorek 24.01.2017r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	55,6	55,4	55,4
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Styczeń	53,7	53,9	53,9
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	54,9	55,2	54,8
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Styczeń	54,4	54,7	54,5
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	54,3		54,4
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Grudzień	5,61	5,50	5,54
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Styczeń	8,0		
<b>Środa 25.01.2017r.</b>						
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Grudzień</b>	<b>8,2</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Styczeń	111,0	111,4	111,2
<b>Czwartek 26.01.2017r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Minutes z posiedzenia RPP</b>	<b>Styczeń</b>			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	247		245
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Grudzień	592	604	584
<b>Piątek 27.01.2017r.</b>						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	4,8		4,9
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	3,5	2,1	2,2
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Grudzień	-4,5	7,0	2,6
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	98,1	98,1	98,1

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

\*\* Konsensus Reuters