

## W tym tygodniu

- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się w marcu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,1% w lutym ze względu na niższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. W czwartek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zmniejszyła się w kwietniu do 96,3 pkt. wobec 96,9 pkt. w lutym. Zagregowany wpływ publikacji danych z USA może być lekko pozytywny dla złotego i cen polskiego długu.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Rynek oczekuje, że jego wartość zwiększy się do 13,3 pkt. w kwietniu wobec 12,8 pkt. w marcu.
- **W czwartek poznamy dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że jego saldo zmniejszyło się w marcu do 1,0 mld USD wobec 44,6 mld USD w lutym. Prognozujemy, że dynamika eksportu odnotowała w marcu wzrost do 8,1% r/r wobec -1,3% w lutym, podczas gdy dynamika importu zmniejszyła się do 12,1% z 38,1%. Publikacja danych z Chin będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków.
- **We wtorek opublikowane zostaną finalne dane o marcowej inflacji w Polsce.** Widzimy lekkie ryzyko w górę w stosunku dla wstępnego szacunku (2,0% r/r wobec 2,3% w lutym). Naszym zdaniem do spadku inflacji w marcu przyczyniła się głównie niższa dynamika cen paliw oraz żywności. W przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa inflacja bazowa. Publikacja danych nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynków.
- **W czwartek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lutym.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do -103 mln EUR wobec 2457 mln EUR w styczniu, co będzie wynikiem głównie ze zmniejszenia salda transferów z UE. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się w lutym do 5,4% r/r wobec 13,8% w styczniu, a dynamika importu spadła do 6,9% r/r wobec 16,0%. W kierunku zmniejszenia dynamik eksportu i importu oddziaływał efekt niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Nasza prognoza salda bilansu płatniczego jest niższa od konsensusu rynkowego (57 mln EUR), a jej materializacja będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w marcu o 98 tys. wobec wzrostu o 219 tys. w lutym (rewizja w dół z 235 tys.), co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (180 tys.). Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+56,0 tys.), podczas gdy do ich najsilniejszego spadku doszło w handlu detalicznym (-29,7 tys.). Stopa bezrobocia zmniejszyła się w lutym do 4,5% wobec 4,7% w styczniu, kształtując się poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,7%, por. MAKROmapa z 20.03.2017). Współczynnik aktywności zawodowej nie zmienił się w marcu w porównaniu do lutego i wyniósł 63,0%. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego w marcu zmniejszyła się do 2,7% wobec 2,8% w lutym. Oczekujemy, że kontynuacja poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy w kolejnych miesiącach będzie oddziaływała w kierunku wzrostu rocznej dynamiki wynagrodzeń. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w marcu do 57,2 pkt. wobec 57,7 pkt. w lutym. Spadek indeksu wynikał z niższych wartości 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zapasów). Przeciwny efekt miał wzrost składowych dla zatrudnienia oraz czasu dostaw. Spadek odnotował również indeks ISM poza przetwórstwem, który zmniejszył się w marcu do 55,2 pkt. wobec 57,6 pkt. w lutym. W kierunku obniżenia indeksu oddziaływały niższe wartości 3 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej, nowych

zamówień oraz zatrudnienia). Przeciwny efekt miała wyższa wartość składowej dla czasu dostaw. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA w I kw. br. zmniejszy się do 1,3% wobec 2,1% w IV kw. ub.r.

✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały Minutes z marcowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z treścią *Minutes* członkowie FOMC zakładają, że – jeśli sytuacja gospodarcza w USA będzie kształtować się zgodnie z ich oczekiwaniami - do końca roku nastąpią jeszcze dwie podwyżki stóp procentowych FED. Jednocześnie wypowiedzi prezesów FED W. Dudleya oraz P. Harkera po marcowym posiedzeniu wskazują, że członkowie FOMC preferują łagodne tempo normalizacji polityki monetarnej, co w naszej ocenie wskazuje na niskie prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w maju. W treści *Minutes* znalazł się również zapis dyskusji nt. przyszłej polityki zarządzania aktywami FED. Członkowie FOMC oczekują, że przed końcem roku rozpocznie się ich ograniczanie w wyniku stopniowego zapadania części aktywów znajdujących się w bilansie i zaprzestania reinwestowania uzyskanych w ten sposób środków. Treść *Minutes* nie zmienia naszego scenariusza, zgodnie z którym do końca br. FED podniesie stopy procentowe o 25pb (we wrześniu). Nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się przyszłej ścieżki stóp procentowych FED kształtują się poniżej oczekiwań rynkowych i ścieżki przedstawionej w marcowej projekcji makroekonomicznej członków FOMC (por. MAKROmapa z 20.03.2017).

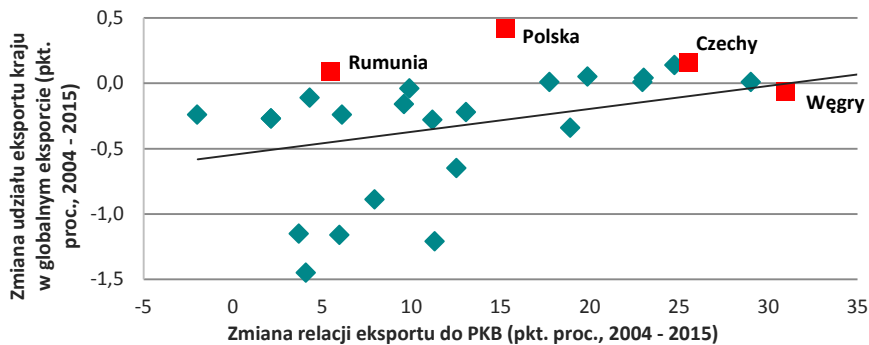
✓ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w marcu do 53,5 pkt. z 54,2 pkt. w lutym.** W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zapasów). Przeciwny efekt miał wyższy wkład składowej dla czasu dostaw (por. MAKROmapa z 03.04.2017). W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje utrzymywanie się wciąż relatywnie silnego tempa wzrostu nowych zamówień (w tym zamówień eksportowych), bieżącej produkcji i zatrudnienia. Zbliżona do siebie wartość składowych dla nowych zamówień ogółem i nowych zamówień eksportowych sygnalizuje, że obecnie wsparciem dla wzrostu aktywności w polskim przetwórstwie jest zarówno popyt krajowy jak i zagraniczny. W całym I kw. indeks PMI zwiększył się do 54,2 pkt. wobec 52,1 pkt. w IV kw. 2016 r. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą roczna dynamika polskiego PKB w I kw. zwiększy się do 3,6% wobec 2,7% w IV kw. 2016 r.

✓ **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** RPP podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Podobnie jak w marcu Rada zaznaczyła w komunikacie, iż ze względu na wygasanie efektów wyższych cen surowców na rynkach światowych, przy jedynie stopniowym zwiększaniu się wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury, ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes NBP A. Głapiński podtrzymał swoje stanowisko sprzed miesiąca, zgodnie z którym stopy procentowe zostaną prawdopodobnie utrzymane na niezmiennym poziomie do końca 2018 r. Prezes NBP zaznaczył również, że obserwowane w ostatnich tygodniach umocnienie złotego oddziałuje antyinflacyjnie (por. MAKROpuls z 05.04.2017). Wypowiedzi A. Głapińskiego stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w listopadzie 2018 r., podnosząc stopy procentowe o 25 pb.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z niemieckiej gospodarki.** Nadwyżka handlu zagranicznego zwiększyła się w lutym do 21,0 mld EUR wobec 18,9 mld EUR w styczniu. Jednocześnie dynamika eksportu zmniejszyła się do 0,8% m/m w lutym wobec 2,4% w styczniu, a dynamika importu spadła do -1,6% m/m wobec 2,8%. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane o zamówieniach w przemyśle, które zwiększyły się o 3,4% m/m w lutym wobec spadku o 6,8% w styczniu. Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w lutym nie

zmieniła się w porównaniu do stycznia i wyniosła 2,2%. Na jej stabilizację złożył się spadek miesięcznej dynamiki produkcji w przetwórstwie oraz jej wzrost w budownictwie i energetyce. Ubiegłotygodniowe dane z niemieckiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech zwiększy się w I kw. br. do 0,5% wobec 0,4% w IV kw. 2016 r.

## Dobre perspektywy polskiego eksportu

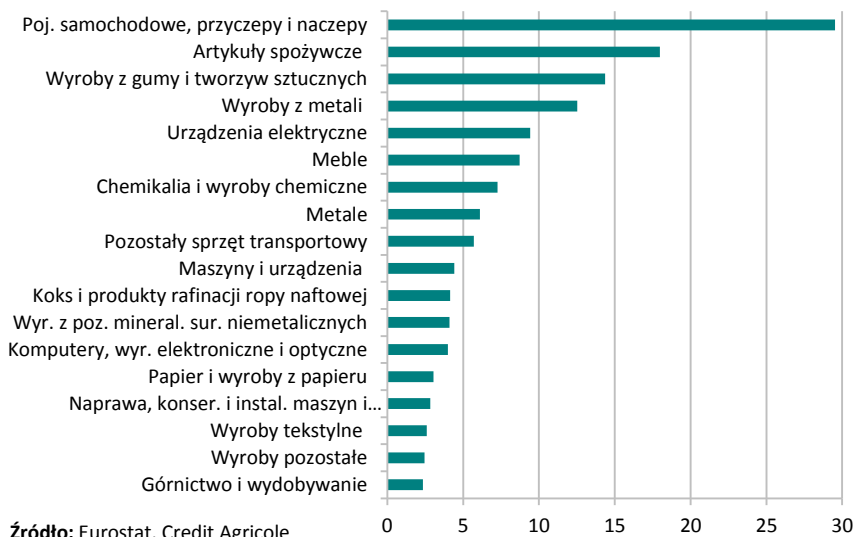


Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole, z wyłączeniem Luksemburga

**ewoluował model rozwoju polskiego eksportu oraz prezentujemy krótko- i średnioterminową prognozę eksportu z Polski do UE.**

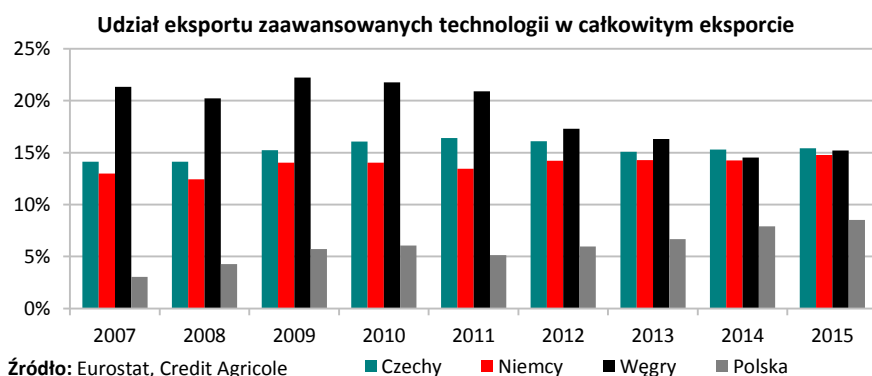
Zgodnie z danymi Banku Światowego, odnotowany w latach 2004-2015 wzrost udziału eksportu towarów i usług w globalnym eksporcie był w Polsce najwyższy na tle krajów Unii Europejskiej (UE). Poniżej przedstawiamy, które branże w największym stopniu przyczyniły się do sukcesu Polski na arenie międzynarodowej, w jaki sposób w ostatnich latach

### Wzrost sprzedaży na eksport (2010-2015, mld PLN)



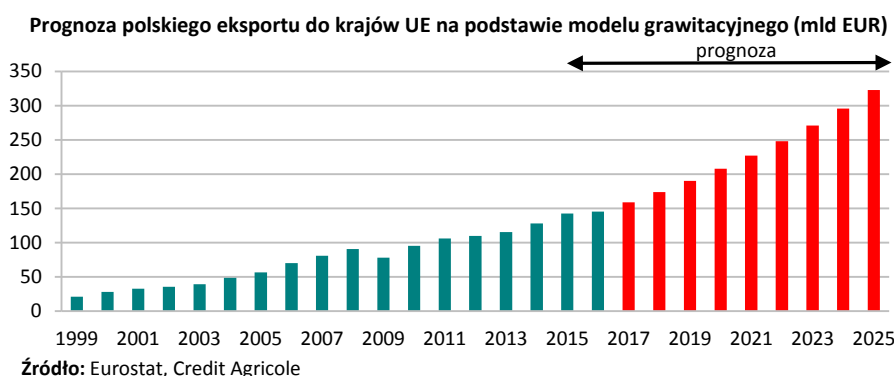
Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Ze względu na brak porównywalnych danych (uaktualnienie klasyfikacji działalności gospodarczej z NACE 1.1 do NACE 2 w statystykach GUS) nie jest możliwa branżowa analiza wzrostu eksportu w pełnym okresie od momentu wejścia Polski do UE. W rezultacie analizujemy krótszy okres – od 2010 r. Największy wzrost sprzedaży na eksport w latach 2010-2015 zaobserwowano w Polsce w branżach przetwórstwa zajmujących się produkcją: „pojazdów samochodowych, przyczep i naczep” (29,5 mld zł), „artykułów spożywczych” (18,0 mld zł) oraz „wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych” (14,4 mld zł). W okresie 2010 r. - I poł. 2016 r. największy przyrost udziału eksportu w przychodach ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów wystąpił w kategoriach: „komputery, wyroby elektroniczne i optyczne” (21,1 pkt. proc.), „pozostała produkcja wyrobów” (18,1 pkt. proc.) oraz „wyroby tekstylne” (11,1 pkt. proc.). W I poł. 2016 r. najwyższy udział eksportu w przychodach ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów odnotowano w następujących branżach: „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” (78,1%), „pozostały sprzęt transportowy” (74,0%) oraz „komputery, wyroby elektroniczne i optyczne” (72,0%).



Jednym z czynników oddziałujących w kierunku szybkiego wzrostu polskiego eksportu od wejścia do UE były relatywnie niskie koszty pracy. Zgodnie z danymi Eurostatu, przeciętnie w latach 2004-2015 godzinowe koszty pracy w sektorze rynkowym wyniosły w Polsce 7,0 EUR i były niższe o 76,6% niż w Niemczech oraz o 69,4% niższe niż średnia dla krajów UE. Kształtowały się one również na niższym poziomie niż w krajach regionu – Węgrzech (o 7,1%) oraz Czechach (o 20,7%). W tym czasie dominującą część polskiego eksportu stanowiły towary stanowiące wsad do produkcji dóbr finalnych (tzw. dobra pośrednie). Od 2007 r. widoczna jest stopniowa zmiana modelu rozwoju eksportu w Polsce. Obserwowany jest spadek udziału dóbr pośrednich w całkowitym eksporcie na rzecz zwiększenia udziału eksportu zaawansowanych technologii. Do eksportu zaawansowanych technologii zaliczane są m.in. sprzęt komputerowy, wyroby elektroniczne, wyroby farmaceutyczne, urządzenia i maszyny, uzbrojenie, przyrządy naukowe, wyroby przemysłu lotniczego. Pomimo utrzymującej się tendencji wzrostowej, odsetek eksportu wysokich technologii w całkowitym eksporcie ukształtował się w Polsce w 2015 r. wciąż na prawie dwukrotnie niższym poziomie niż w Niemczech, Czechach i na Węgrzech (8,5% wobec 15%). Uważamy, że w kolejnych latach tendencja wzrostowa w tym segmencie zostanie utrzymana, co będzie oddziaływało w kierunku zwiększenia konkurencyjności polskiego eksportu i będzie sprzyjało dalszemu zwiększaniu się jego wartości i udziału w globalnym eksporcie.

W krótkim horyzoncie czasowym głównym czynnikiem determinującym tempo wzrostu polskiego eksportu jest popyt zagraniczny. Uważamy, że w kolejnych miesiącach będziemy mieli do czynienia z nasilającym się ożywieniem w globalnej wymianie handlowej. Wsparciem dla takiej oceny są wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. W marcu odnotowano bowiem wysokie składowe dla nowych zamówień w eksporcie w strefie euro (56,7 pkt., najwyżej od kwietnia 2011 r.), Niemczech (58,9 pkt., najwyżej od maja 2010 r.), USA (59,0 pkt., najwyżej od listopada 2013 r.). Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy zwiększenia tempa wzrostu eksportu w Polsce z 8,4% w 2016 r. do 10,9% w 2017 r.

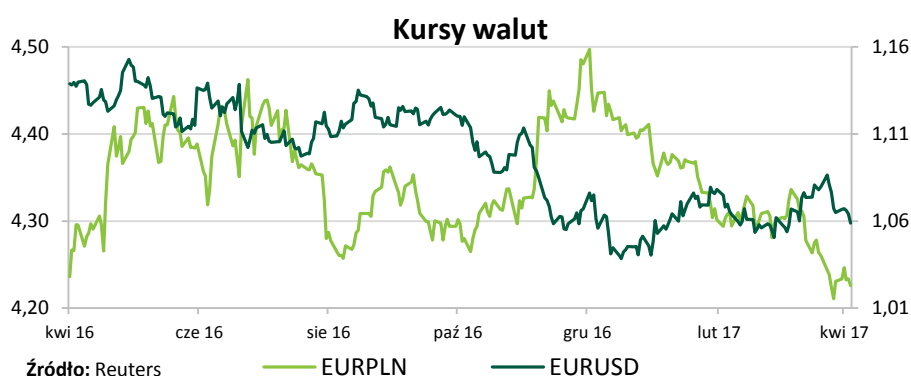


Jednym z narzędzi pozwalającym na oszacowanie potencjalnego poziomu eksportu w długim okresie jest tzw. model grawitacyjny. Inspiracją dla tej koncepcji było prawo powszechnego ciążenia Newtona, które mówi, że między dowolną parą ciał pojawia się siła przyciągająca, a jej wartość rośnie z iloczynem ich mas i maleje z kwadratem odległości. W modelu grawitacyjnym eksportu, wartość wymiany handlowej między dwoma krajami jest proporcjonalna do iloczynu dochodu narodowego tych krajów i odwrotnie proporcjonalna do dzielącej je odległości. W celu oszacowania potencjalnej wartości eksportu konieczne jest przyjęcie założeń dotyczących tempa wzrostu PKB w dwóch gospodarkach, między którymi dochodzi do wymiany handlowej. Na podstawie tendencji historycznych zakładamy, że przeciętne, roczne, nominalne tempo wzrostu PKB per capita w latach 2017-2025 wyniesie 6,0% w Polsce i 2,5% w UE. Za pomocą modelu grawitacyjnego prognozujemy, że polski eksport towarów do UE zwiększy się z 144,5

mld EUR w 2016 r. do 322 mld EUR w 2025 r. (łącznie wzrost o 122% oznaczający, że średnie tempo wzrostu eksportu w tym okresie wyniesie 9,3% r/r).

Nasza prognoza obarczona jest kilkoma czynnikami ryzyka. Po pierwsze, zakładamy, że przeciętne realne tempo wzrostu PKB w Polsce będzie w całym horyzoncie prognozy zbliżone do potencjału (3,0% rocznie). Tym samym, nasza prognoza nie przewiduje ewentualnego wystąpienia epizodów silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Drugim czynnikiem ryzyka są dalsze tendencje dezintegracyjne w Unii Europejskiej. Pomimo, iż Wielka Brytania jest drugim największym odbiorcą polskich produktów, uważamy, że Brexit nie będzie miał znaczącego negatywnego wpływu na międzynarodową wymianę handlową. Potencjalne wyjście innego, dużego kraju z UE (np. Francji) przyczyniłoby się naszym zdaniem do zmniejszenia tempa wzrostu polskiego eksportu w długim okresie. Trzecim czynnikiem ryzyka są tendencje protekcyjności obserwowane na świecie. Jeśli administracja D. Trumpa zdecydowałaby się na wprowadzenie narzędzi przyczyniających się do ograniczenia importu USA (np. wyższe cła), doszłoby do spowolnienia w handlu światowym i zmniejszenia dynamiki polskiego eksportu.

## Krajowe dane o bilansie płatniczym negatywne dla złotego

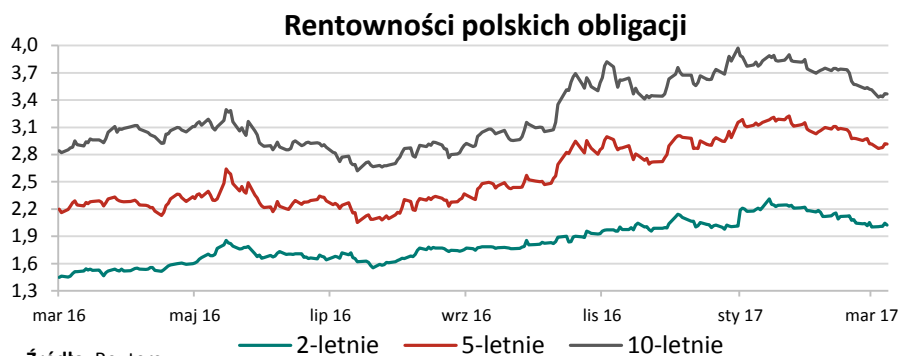


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2258 (umocnienie złotego o 0,1%).** W poniedziałek i we wtorek złoty oraz inne waluty rynków wschodzących traciły na wartości, czemu sprzyjała realizacja zysków przez część inwestorów po ich aprecjacji dwa tygodnie temu. W środę złoty odrabiał straty z pierwszej części tygodnia. Posiedzenie RPP oraz

konferencja po posiedzeniu były neutralne dla kursu polskiej waluty. Ograniczony wpływ na złotego miała również publikacja *Minutes* z marcowego posiedzenia FOMC. W czwartek po południu doszło do umocnienia złotego, czemu sprzyjała decyzja Narodowego Banku Czech o uwolnieniu kursu korony czeskiej. W piątek umocnienie złotego było kontynuowane, wspierane przez słabsze od oczekiwań dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą publikacje danych z USA (wstępny indeks Uniwersytetu Michigan oraz sprzedaż detaliczna). W przypadku realizacji naszych niższych od konsensusu rynkowego prognoz zagregowany wpływ danych może być lekko pozytywny dla złotego. Przeciwny efekt może mieć przewidziana na czwartek publikacja krajowych danych o bilansie płatniczym. Dane o inflacji w Polsce będą naszym zdaniem neutralne dla kursu złotego. Ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty będą miały naszym zdaniem również dane o bilansie płatniczym w Chinach.

## Sumaryczny wpływ danych z USA pozytywny dla cen polskiego długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 2,022 (wzrost o 2pb), obligacji 5-letnich nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 2,915, a obligacji 10-letnich obniżyły się do poziomu 3,466 (spadek o 4pb). W poniedziałek doszło do wzrostu cen polskiego długu, co częściowo

związane było z publikacją niższego od oczekiwań indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. Od wtorku do czwartku utrzymywał się wzrost rentowności polskich obligacji. W naszej ocenie związane było to z niższą aktywnością inwestorów zagranicznych oraz utrzymującym się wysokim ryzykiem politycznym w Europie z uwagi na zbliżające się wybory prezydenckie we Francji. W czwartek odbyła się aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 5-, 9-, i 10-letnich terminach zapadalności za 5,0 mld zł przy popycie równym 8,7 mld zł. Aukcja miała ograniczony wpływ na krzywą dochodowości. W piątek doszło do spadku rentowności polskich obligacji w reakcji na słabsze od oczekiwań dane nt. dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą dane z USA (wstępny indeks Uniwersytetu Michigan oraz sprzedaż detaliczna). Uważamy, że ich sumaryczny wpływ będzie lekko negatywny dla rentowności polskich obligacji. Krajowe dane o inflacji i bilansie płatniczym oraz pozostałe dane z zagranicy (bilans handlowy w Chinach) będą naszym zdaniem neutralne dla cen polskiego długu.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 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*	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,26
Kurs USDPLN*	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	4,01
Kurs CHFPLN*	3,87	3,97	3,96	4,04	4,02	3,97	3,93	3,96	4,13	4,11	4,04	4,05	3,96	3,99
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	0,7	5,9	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,2	2,2	9,1	1,2	7,1	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,4	4,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	4,3	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	9,9	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,2	
Saldo ROB (mln EUR)	-217	691	1392	-723	-993	-739	-445	-531	-188	-533	2457	-103		
Eksport (r/r, % EUR)	0,0	4,0	1,4	6,0	-5,2	9,2	2,7	-2,3	4,7	6,7	13,8	5,4		
Import (r/r, % EUR)	0,9	0,0	2,5	0,8	-6,9	10,8	3,1	2,1	6,2	9,0	16,0	6,9		

\* 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	2,7	3,6	3,7	3,8	4,1	2,8	3,8	3,4	
Konsumpcja (% r/r)	3,2	3,3	3,9	4,2	3,9	3,6	2,9	2,8	3,6	3,3	3,1	
Inwestycje (% r/r)	-2,2	-5,0	-7,7	-5,8	0,5	4,0	6,8	8,7	-5,5	5,9	10,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,7	11,4	6,8	8,6	9,2	9,8	12,1	12,5	8,4	10,9	7,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	10,0	7,8	8,5	9,0	10,7	12,7	13,1	8,7	11,4	7,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	2,3	2,1	2,5	2,1	1,7	1,4	2,1	1,9	1,8
	Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,9	-1,4	-1,6	0,1	0,7	1,2	2,2	-1,1	1,1	1,8
	Eksport netto (pp.)	-0,7	1,0	-0,3	0,3	0,5	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,6
Saldo obrotów bieżących***	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,3	-0,7	-1,2	
Stopa bezrobocia (%)**	9,9	8,7	8,3	8,3	8,2	7,2	7,0	7,3	8,3	7,3	7,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,2	2,3	1,5	1,5	1,1	0,8	0,5	0,2	1,9	0,7	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,1	4,3	4,1	3,7	4,1	4,4	4,6	4,8	3,8	4,5	4,8	
Inflacja CPI (%)*	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	2,0	2,0	1,7	1,7	-0,6	1,8	1,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	1,71	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,98	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	
EURPLN**	4,24	4,38	4,29	4,40	4,23	4,33	4,23	4,18	4,40	4,18	4,07	
USDPLN**	3,73	3,94	3,82	4,18	3,97	4,08	3,92	3,80	4,18	3,80	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>Poniedziałek 10.04.2017r.</b>						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Kwiecień	20,7		21,0
<b>Wtorek 11.04.2017r.</b>						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Kwiecień	12,8		14,0
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	0,9		0,0
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Luty</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>
<b>Środa 12.04.2017r.</b>						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Marzec	7,8	7,8	7,6
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Marzec	0,8	0,7	1,0
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Marzec</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
<b>Czwartek 13.04.2017r.</b>						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Marzec	-9,2	1,00	10,0
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)</b>	<b>Luty</b>	<b>2457</b>	<b>-103</b>	<b>57</b>
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	258		245
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Kwiecień	96,9	96,3	97,0
<b>Piątek 14.04.2017r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Podaż pieniądza M3 (% r/r)</b>	<b>Marzec</b>	<b>8,2</b>	<b>8,9</b>	<b>8,6</b>
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Marzec	0,1	-0,3	0,0
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Marzec	0,1	-0,1	0,0
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Marzec	0,2	0,2	0,2
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Luty	0,3	0,3	0,3

\* 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