

## W tym tygodniu

- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w styczniu do 0,2% m/m wobec 0,9% w grudniu, co wynikało z niższej produkcji w górnictwie. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w styczniu o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,4% w grudniu ze względu na niższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Trwałość ożywienia na rynku nieruchomości w USA potwierdzą wysokie wartości liczby pozwoleń na budowę domów (1310 tys. w styczniu wobec 1300 tys. w grudniu) oraz liczby rozpoczętych budów domów (1230 tys. wobec 1192 tys.). Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Naszym zdaniem indeks Philadelphia FED wzrósł w lutym do 23,5 pkt. z 22,2 pkt. w styczniu, a wskaźnik NY Empire State najprawdopodobniej zwiększył się do 18,0 pkt. z 17,7 pkt. w styczniu. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (93,7 wobec 95,7 pkt. w styczniu) zasygnalizuje lekkie pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w lutym. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **W środę opublikowane zostaną kolejne szacunki PKB w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że podobnie jak w pierwszym szacunku, kwartalna dynamika PKB w strefie euro ukształtowała się w IV kw. ub. r. na poziomie 0,6% wobec 0,7% w III kw. W Niemczech tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. ub. r. najprawdopodobniej zwiększyło się do 0,9% kw/kw (najwyżej od I kw. 2017 r.) wobec 0,8% w III kw. Publikacja danych o PKB w strefie euro i Niemczech nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego i polski rynek długu.
- **We wtorek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w grudniu ub. r.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do 303 mln EUR wobec 233 mln EUR w listopadzie ub. r., będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda transferów z Unią Europejską. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się z 14,8% r/r w listopadzie do 5,7% w grudniu, a tempo wzrostu importu spadło z 15,9% r/r do 5,6%. Naszym zdaniem dane wskazujące na wyższe od oczekiwań rynkowych (-230 mln zł) saldo na rachunku obrotów bieżących w grudniu będą oddziaływać w kierunku umocnienia złotego.
- **W środę poznamy wstępny szacunek PKB w Polsce w IV kw. 2017 r.** Na podstawie opublikowanych dwa tygodnie temu przez GUS danych o PKB w całym 2017 r. (por. MAKROpuls z 30.01.2018) szacujemy, że tempo wzrostu PKB zwiększyło się do 5,1% r/r z 4,9% w III kw. ub. r. W kierunku przyspieszenia wzrostu PKB oddziaływały wyższe wkłady inwestycji oraz spożycia publicznego (por. MAKROpuls z 30.01.2018). Publikacja danych o PKB nie powinna wywołać znaczącej reakcji rynków. Dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy. Jednak jego materializacja nie powinna przyczynić się do istotnych zmian kursu złotego lub cen polskich obligacji.
- **W czwartek opublikowane zostaną dane o styczniowej inflacji w Polsce, która zmniejszyła się naszym zdaniem do 1,9% r/r wobec 2,1% w grudniu.** Do obniżenia wskaźnika inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen żywności. Realizacja prognozy będzie zgodna z naszym krótkookresowym scenariuszem inflacyjnym (por. tabela kwartalna). Dane o inflacji w Polsce będą neutralne dla rynków finansowych.
- **W piątek poznamy styczniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** GUS przeprowadzi coroczną rewizję liczby pracowników zatrudnionych w mikroprzedsiębiorstwach (firmy zatrudniające poniżej 10 osób), co zaowocuje znaczącym miesięcznym zwiększeniem liczby osób zatrudnionych w firmach zatrudniających co najmniej 10 osób. Skala rewizji będzie jednak najprawdopodobniej mniejsza niż w 2017 r. W efekcie prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 3,5% r/r z 4,6% w grudniu ub. r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się w styczniu do 6,2% r/r wobec 7,2% w grudniu, co było efektem m.in. mniejszej niż w 2016 r. podwyżki płacy minimalnej oraz ustąpienia efektu przesunięć wypłat premii w górnictwie. Publikacja danych o zatrudnieniu i

wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

## W zeszłym tygodniu

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą w horyzoncie projekcji inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego, a obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną (por. MAKROpuls z 07.02.2018). Podobnie jak przed miesiącem, w komunikacie znalazła się ocena, zgodnie z którą w nadchodzących kwartałach utrzyma się korzystna koniunktura w polskiej gospodarce, choć dynamika PKB będzie prawdopodobnie nieco niższa niż w II poł. 2017. Wskazuje to, że w najbliższych kwartałach Rada oczekuje lekkiego spowolnienia wzrostu PKB. Ponadto, z treści komunikatu wynika, iż Rada wiąże silne przyspieszenie wzrostu inwestycji w IV kw. 2017 r. głównie z ożywieniem inwestycji publicznych, co jest zgodne z naszą oceną. Na konferencji po posiedzeniu Rady prezes NBP A. Głapiński podtrzymał wyrażany w ostatnich miesiącach pogląd, zgodnie z którym stopy NBP powinny pozostać na obecnym poziomie do końca 2018 r. Prezes NBP doprecyzował swoją wypowiedź sprzed miesiąca, w której zasygnalizował, że okres stabilnych stóp procentowych "może się przedłużyć na 2019 r." podkreślając, że w jego ocenie stopy pozostaną stabilne dłużej "jeśli pozwolą fakty i okoliczności". Na szczególną uwagę zasługuje zmiana nastawienia obecnego na konferencji członka RPP Ł. Hardta na bardziej łagodne. Powiedział on, że wpływ wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację jest ograniczony, a prawdopodobieństwo stabilnych stóp NBP do końca br. jest obecnie wyższe niż kilka miesięcy temu. Wydzwięk konferencji po posiedzeniu stanowi wsparcie dla naszej prognozy stóp NBP, zgodnie z którą w warunkach umiarkowanej presji płacowej i oczekiwanego w IV kw. spadku inflacji do poziomu znacząco poniżej celu inflacyjnego RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie do połowy 2019 r. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza inflacyjnego i – pośrednio – prognozy stóp procentowych NBP jest odnotowany w ostatnich tygodniach znaczący wzrost cen ropy naftowej, sygnalizujący wzrost ryzyka wystąpienia wtórnych impulsów inflacyjnych związanych ze wzrostem cen nośników energii.
- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z niemieckiej gospodarki.** Nadwyżka w niemieckim bilansie handlowym zmniejszyła się w grudniu do 21,5 mld EUR wobec 22,3 mld EUR w listopadzie. Towarzyszył temu spadek miesięcznej dynamiki eksportu (0,4% w grudniu wobec 4,1% w listopadzie) oraz importu (1,4% wobec 2,2%). W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika obniżyła się w grudniu do -0,6% wobec 3,1% w listopadzie. Jej spadek wynikał z niższego tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie oraz budownictwie, podczas gdy przeciwny efekt miało jego przyspieszenie w energetyce. Wzrost odnotowała natomiast miesięczna dynamika nowych zamówień, która zwiększyła się w grudniu do 3,8% wobec -0,1% w listopadzie. Dane stanowią wsparcie dla naszego szacunku, zgodnie z którym niemiecki PKB zwiększył się w IV kw. o 0,9% kw/kw wobec wzrostu o 0,8% w III kw.
- Nadwyżka w chińskim bilansie handlowym zmniejszyła się w styczniu do 20,3 mld USD wobec 54,7 mld USD w grudniu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (54,1 mld EUR).** Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się w styczniu do 11,1% r/r wobec 10,9% w grudniu, podczas gdy dynamika importu wzrosła do 36,9% w styczniu wobec 4,5% w grudniu. W kierunku silnego wzrostu dynamiki importu oddziaływał efekt niskiej bazy sprzed roku związany z innym rozkładem święta Chińskiego Nowego Roku (w 2017 r. było ono w styczniu, podczas gdy w br. w lutym). Czynnikiem wspierającym wzrost dynamiki chińskiego importu było także

wyższe tempo wzrostu importu surowców częściowo związane z ich wyższymi cenami. Do danych nt. chińskiego handlu zagranicznego za pierwsze miesiące roku należy podchodzić z dużą ostrożnością z uwagi na liczne przejściowe efekty, które podwyższają ich zmienność.

**W ubiegłym tygodniu doszło do silnej korekty na amerykańskiej giełdzie, a w konsekwencji światowych giełdach.** Indeks S&P 500 obniżył się w ubiegłym tygodniu o 5,2% do najniższego poziomu od października ub. r. Do korekty doszło również na rynku ropy, której cena spadła o 6 USD za baryłkę do 62,56 USD (Brent). Korekta na rynku akcji oraz spadek cen ropy naftowej doprowadziły do nieznacznego obniżenia oczekiwań dotyczących tempa normalizacji polityki monetarnej w USA. W ubiegłym tygodniu nt. sytuacji na rynku akcji wypowiedziało się kilku członków FOMC. J. Bullard wyraził pogląd, zgodnie z którym ostatnia wyprzedaż nie była dla niego niespodzianką. Z kolei R. Kaplan dał do zrozumienia, że korekta była potrzebna i w jego ocenie nie ma ona implikacji dla gospodarki. Powyższe wypowiedzi wskazują, że ostatnia wyprzedaż na rynku akcji nie będzie najprawdopodobniej dla członków FED czynnikiem istotnie zmieniającym ich oczekiwania dotyczące kształtowania się ścieżki stóp procentowych w USA (łączna skala zacieśnienia polityki pieniężnej w br. równa 75pb wg grudniowej projekcji FOMC). W efekcie podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w 2018 r. FED dokona 3 podwyżek stóp procentowych po 25 pb. (w marcu, w czerwcu i we wrześniu).

## W 2017 r. uszczelnienie przyniosło 12,5 mld zł wpływów z VAT

Informacje Ministerstwa Finansów dotyczące szacunkowego wykonania budżetu państwa w 2017 r. wskazały na wyraźny wzrost dochodów z VAT – są one szacowane na 156,8 mld zł. W stosunku do dochodów w 2016 r. były one wyższe o 23,9% (czyli 30,2 mld zł). W porównaniu do ustawy budżetowej na 2017 r. dochody z VAT były wyższe o 13,3 mld zł, tj. o 9,3%. Dysponując większym zakresem danych zaktualizowaliśmy naszą czerwową analizę (por. MAKROMAPA z 26.06.2017), w której próbowaliśmy odpowiedzieć na pytanie w jakim stopniu wzrost dochodów z podatku od towarów i usług w ub. r. wynikał z uszczelnienia systemu podatkowego.

Poniżej stosujemy zbliżony schemat badania jak w naszej poprzedniej analizie. W celu oszacowania wpływu uszczelnienia systemu podatkowego na wysokość dochodów budżetu państwa z tytułu podatku VAT konieczne jest określenie bazy podatkowej, czyli dóbr i usług podlegających opodatkowaniu. Przyjęliśmy, że wysokość bazy podatkowej w uproszczeniu równa jest sumie konsumpcji prywatnej, spożycia publicznego, inwestycji publicznych oraz nakładów na środki trwałe gospodarstw domowych. Następnie oszacowaliśmy efektywną stawkę VAT, czyli odsetek bazy podatkowej jaka trafia do budżetu państwa. Z przeprowadzonej przez nas analizy wynika, że poza wahaniami sezonowymi ( $\pm 0,5$  pkt. proc. w zależności od kwartału) efektywna stawka VAT jest zmienną procykliczną, co oznacza, że rośnie wraz z dynamiką PKB i dochodami społeczeństwa, co może być naszym zdaniem związane ze zwiększaniem udziału wydatków na dobra luksusowe w koszyku gospodarstw domowych i mniejszym zakresem szarej strefy w górnej fazie cyklu koniunktury.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej zależności zbudowaliśmy model ekonometryczny, w którym efektywna stawka VAT została objaśniona przez nominalną dynamikę popytu krajowego, sezonowe zmienne zero-jedynkowe oraz dwie zmienne binarne reprezentujące wpływ działań rządu w latach 2016-2017 na wpływy z VAT. Pierwsza z nich przyjmuje wartość „1” w latach 2016-2017, a druga przyjmuje wartość „1” okresie I-III kw. 2017 r. Wśród działań rządu można wyróżnić operacje mające na celu zwiększenie ściągalskości podatku od towarów i usług (m.in. wprowadzenie tzw. Jednolitego Pliku Kontrolnego, wprowadzenie „pakietu przewozowego” i „pakietu alkoholowego” oraz uruchomienie Krajowej Administracji Skarbowej) jak również przesunięcia zwrotów podatku VAT (patrz poniżej). Na podstawie tego modelu jesteśmy w stanie zdekomponować różnicę pomiędzy wysokością dochodów VAT w okresie I-III kw. 2017 r. i I-III kw. 2016 r. (22,4 mld zł). W naszej analizie jesteśmy zmuszeni do

pominięcia informacji o dochodach z podatku od towarów i usług za IV kw. 2017 r., gdyż nie są jeszcze dostępne dane dotyczące rachunków narodowych pozwalające na wyznaczenie bazy podatkowej w tym okresie.

Baza podatkowa w okresie I-III kw. 2017 r. była większa o 6,0% niż w analogicznym okresie roku poprzedniego, co przy braku zmian efektywnej stawki podatkowej prowadziłoby do takiego samego względnego wzrostu dochodów z VAT (5,8 mld zł). Jednocześnie mieliśmy do czynienia z silnym przyspieszeniem wzrostu popytu krajowego w tym okresie (zmiana pozycji w cyklu gospodarczym), co zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego przyczyniło się do wzrostów dochodów VAT o 4,2 mld zł. Oznacza to, że dochody VAT w I-III kw. 2017 r. zwiększyły się o 10,0 mld zł tylko w wyniku ożywienia wzrostu gospodarczego.

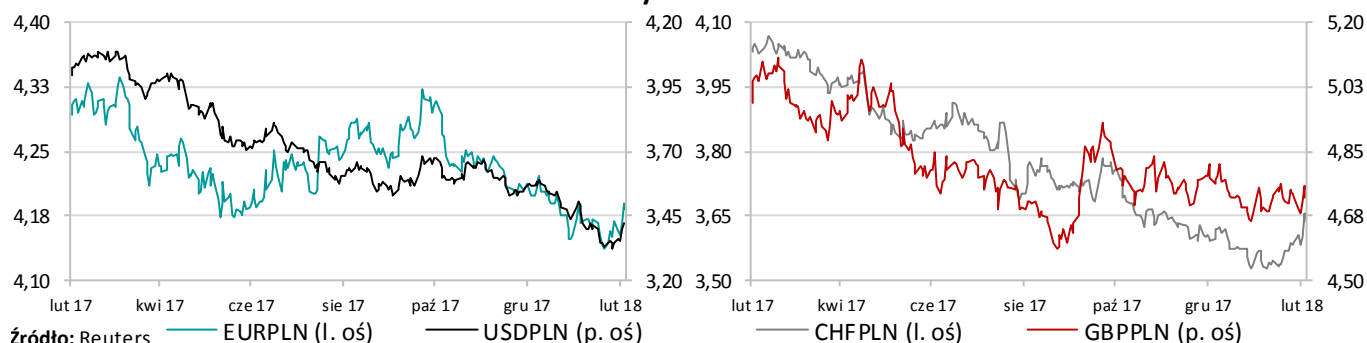
Efekty działań rządu (operacje uszczelniające system oraz przesunięcia zwrotów) na wpływy z podatku VAT w 2017 r. można oszacować na podstawie parametru stojącego przy zmiennej binarnej przyjmującej wartość „1” okresie I-III kw. 2017 r. Wskazuje on, że efektywna stawka podatkowa zwiększyła się w 2017 r. przeciętnie o 1,2 pkt. proc. w porównaniu 2016 r., co oznacza, że działania rządu oddziaływały w kierunku zwiększenia wpływów z podatku VAT o 14,4 mld zł w I-III kw. 2017 r. W celu wyodrębnienia wpływu samych efektów uszczelnienia systemu ten szacunek należy skorygować o wpływ przesunięć zwrotów podatku VAT w 2016 r. Zgodnie z odpowiedzią Ministerstwa Finansów na interpelację poselską, faktyczne zwroty podatku VAT w grudniu 2016 r. wyniosły 13,8 mld zł i były wyższe o ok. 5,0 mld zł niż w tym samym miesiącu lat 2014-2015. Był to efekt działania rządu polegającego na przesunięciu zwrotów VAT w celu wygładzenia ścieżki deficytu sektora finansów publicznych. Oznacza to, że dochody VAT w grudniu 2016 r. zostały zaniżone o ok. 5 mld zł, a te w 2017 r. zostały zawyżone o podobną kwotę w porównaniu do sytuacji, gdyby te przesunięcia nie występowały. Powyższe rozumowanie prowadzi do wniosku, że uszczelnienie systemu podatkowego w okresie I-III kw. 2017 r. wyniosło ok. 9,4 mld zł. Kierując się zależnościami sezonowymi, szacujemy, że w skali całego roku efekty te byłyby równe ok. 12,5 mld zł.

Powyższy wynik jest zbliżony do otrzymanego w czerwcowej analizie. Należy zwrócić uwagę, że nasz szacunek jest obciążony błędem ok.  $\pm$  4,5 mld zł, związanym z niepełnym dopasowaniem modelu do danych empirycznych. Oznacza to, że w scenariuszu optymistycznym uszczelnienie systemu podatkowego przyniosło w 2017 r. dodatkowe wpływy z podatku VAT na poziomie 17 mld zł (56,3% przyrostu wpływów z VAT). Z kolei minimalne efekty uszczelnienia szacować można na 8 mld zł (26,5%). Nasze szacunki mogą ulec zmianie po opublikowaniu danych dotyczących rachunków narodowych, pozwalających na wyznaczenie bazy podatkowej w IV kw. ub. r. Uzyskane wyniki są spójne z analizą opublikowaną w MAKROmapie 22.01.2018 r., zgodnie z którą w latach 2015-2018 strukturalne saldo sektora finansów publicznych w relacji do PKB nie ulegnie istotnym zmianom.



## Dane o polskim bilansie płatniczym pozytywne dla złotego

Kursy walutowe



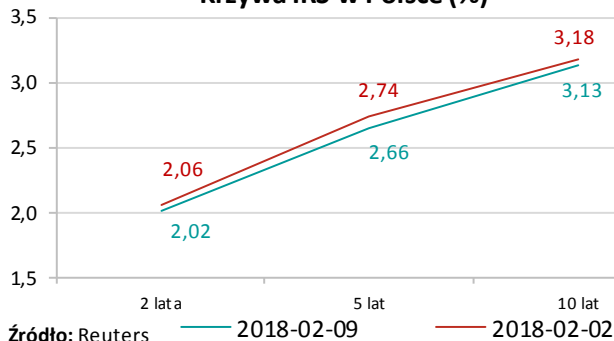
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1823 (osłabienie złotego o 0,3%). Złoty w pierwszej części tygodnia był relatywnie stabilny, mimo silnej korekty na światowych giełdach, która wywołała gwałtowny wzrost globalnej awersji do ryzyka. Indeks VIX stanowiący miarę awersji do ryzyka zwiększył się bowiem w ubiegłym tygodniu do najwyższego poziomu od sierpnia 2015 r. Niemniej jednak od czwartku złoty zaczął wyraźnie tracić na wartości na fali pogorszenia światowych nastrojów. W piątek jego deprecjacja była kontynuowana. Posiedzenie RPP miało ograniczony wpływ na rynek.

W ubiegłym tygodniu z uwagi na gwałtowny wzrost światowej awersji do ryzyka złoty najsilniej tracił względem dolara oraz franka szwajcarskiego, czyli walut które uważane za tzw. safe haven. Jednocześnie z tego samego powodu przez cały ubiegły tydzień obserwowane było umocnienie dolara względem euro. W efekcie, w piątek kurs EURUSD spadł do poziomu nieznacznie powyżej 1,22.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą krajowe dane o bilansie płatniczym. W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy będą one lekko pozytywne dla złotego. Pozostałe dane z polskiej gospodarki (wstępny szacunek PKB w IV kw., inflacja CPI, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) będą w naszej ocenie neutralne dla złotego. Ograniczony wpływ na rynek będą miały naszym zdaniem również wstępne dane o PKB w gospodarkach strefy euro, a także liczne dane z USA (inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę oraz indeksy NY Empire State i Philadelphia FED).

## Krajowe dane o inflacji w centrum uwagi polskiego rynku długu

Krzywa IRS w Polsce (%)



Spread pomiędzy obligacjami Polski i Niemiec (pp.)



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 2,015 (spadek o 4pb), 5-letnie do poziomu 2,66 (spadek o 8pb), a 10-letnie do poziomu 3,125 (spadek o 6pb). W poniedziałek doszło do

spadku stawek IRS na całej długości krzywej. Była to korekta po ich silnym wzroście dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 05.02.2018). Od wtorku do czwartku obserwowany był wzrost stawek IRS w ślad za niemieckim rynkiem długu. W piątek doszło do korekty wspieranej przez poprawę nastrojów na globalnych rynkach.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą krajowe dane o inflacji. W przypadku realizacji naszej zgodnej z konsensusem rynkowym prognozy dane te będą jednak neutralne dla stawek IRS. Ograniczony wpływ na rynek będą miały naszym zdaniem również pozostałe dane z polskiej gospodarki (wstępny szacunek PKB w IV kw., bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw). Uważamy, że liczne dane z USA (inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę oraz indeksy NY Empire State i Philadelphia FED), jak również wstępne dane o PKB w gospodarkach strefy euro, nie będą miały istotnego wpływu na stawki IRS.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18
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*	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,16
Kurs USDPLN*	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,38
Kurs CHFPLN*	4,04	4,05	3,96	3,90	3,84	3,86	3,72	3,72	3,77	3,65	3,59	3,57	3,59	3,58
Inflacja CPI (r/r, %)	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	9,1	1,1	11,0	-0,6	9,1	4,5	6,2	8,7	4,3	12,3	9,1	2,7	7,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	6,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	6,2	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	8,5	8,4	8,0	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	
Saldo ROB (mln EUR)	2548	-514	-405	350	-264	-892	-203	189	120	297	233	303		
Eksport (r/r, % EUR)	15,1	6,4	19,7	3,2	19,2	7,2	13,3	11,5	10,0	15,5	14,8		5,7	
Import (r/r, % EUR)	16,0	10,5	19,8	4,6	21,7	14,5	13,2	7,8	7,5	14,8	15,9		5,6	

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2017				2018				2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)	4,1	4,0	4,9	5,1	4,7	4,3	4,2	3,9	4,6	4,3	3,0
Konsumpcja (% r/r)	4,7	4,9	4,8	4,8	5,2	4,2	4,1	4,3	4,8	4,4	3,6
Inwestycje (% r/r)	-0,5	0,9	3,3	11,8	9,2	9,5	7,6	4,7	5,4	7,1	3,1
Eksport (ceny stałe, % r/r)	9,6	3,1	7,6	8,0	7,5	6,5	6,6	6,0	7,0	6,6	5,0
Import (ceny stałe, % r/r)	9,7	6,0	5,7	8,3	8,1	7,8	7,5	7,0	7,4	7,6	6,0
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,9	2,9	2,9	2,4	3,4	2,5	2,4	2,1	2,8	2,1
	Inwestycje (pp.)	0,0	0,1	0,6	2,9	1,1	1,5	1,3	1,2	1,0	1,3
	Eksport netto (pp.)	0,4	-1,3	1,1	0,1	0,0	-0,4	-0,2	-0,3	0,1	-0,2
Saldo obrotów bieżących***	0,1	-0,4	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	0,3	-0,4	-0,6
Stopa bezrobocia (%)**	8,0	7,0	6,8	6,6	6,6	6,0	6,2	6,5	6,6	6,5	6,5
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,1	2,4	1,8	1,6	1,2	0,7	0,4	0,3	2,0	0,6	0,0
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	5,0	4,9	7,1	6,8	5,8	6,1	6,8	5,3	6,4	6,5
Inflacja CPI (%)*	2,0	1,8	1,9	2,3	1,8	1,9	2,0	1,3	2,0	1,7	1,8
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,97
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**	4,23	4,23	4,31	4,18	4,17	4,14	4,12	4,10	4,18	4,10	4,15
USDPLN**	3,97	3,70	3,65	3,48	3,42	3,37	3,30	3,25	3,48	3,25	3,19

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

**Kalendarz**

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Wtorek 13.02.2018r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)</b>	<b>Grudzień</b>	<b>233</b>	<b>303</b>	<b>-230</b>
<b>Środa 14.02.2018r.</b>						
8:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,8	0,9	0,6
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wstępny PKB (% r/r)</b>	<b>IV kw.</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,7	0,7	0,6
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	IV kw.	2,8	2,6	2,7
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	1,0		0,0
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m )	Styczeń	0,1	0,4	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Styczeń	0,3	0,3	0,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	0,4	0,1	0,2
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Grudzień	0,4	0,3	0,3
<b>Czwartek 15.02.2018r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	17,7	18,0	18,0
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Luty	22,2	23,5	21,6
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	0,9	0,2	0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Styczeń	77,9	78,0	78,0
<b>Piątek 16.02.2018r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>4,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>7,3</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Styczeń	1192	1230	1230
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Styczeń	1300	1310	1300
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	95,7	94,7	95,5

\* 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