

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że Rezerwa Federalna utrzyma status quo w polityce pieniężnej chcąc ocenić wpływ wzrostu awersji do ryzyka na światowym rynku finansowym, pogorszenia koniunktury w Chinach oraz spadku cen surowców na wzrost gospodarczy w USA i perspektywy powrotu inflacji do celu inflacyjnego. Po posiedzeniu przedstawiona zostanie wrześniowa projekcja makroekonomiczna FOMC. Oczekujemy, że prognozowane tempo wzrostu gospodarczego w br. zostanie zrewidowane w górę względem czerwcowej projekcji. Obniżone zostaną natomiast ścieżki inflacji bazowej i bezrobocia. Prognozujemy, że obniżeniu ulegnie również mediana oczekiwań dla wysokości stóp procentowych na koniec 2016 r., co związane będzie z późniejszym rozpoczęciem cyklu zacieśniania polityki monetarnej (oczekujemy, że nastąpi ono w październiku br. – por. MAKROmapa z 31.08.2015) oraz jego stopniowym charakterem. Można oczekiwać, że w komunikacie po posiedzeniu FOMC znajdą się sformułowania sygnalizujące wzrost prawdopodobieństwa podwyżki stóp procentowych na jednym z najbliższych posiedzeń, co będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa zmniejszyła się w sierpniu o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,6% w lipcu, co związane było z niższą dynamiką produkcji w przetwórstwie. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,3% m/m w sierpniu wobec wzrostu o 0,6% w lipcu. Zmniejszenie miesięcznej dynamiki wynikało m.in. ze spadku cen paliw, który obniżył nominalną dynamikę sprzedaży w tej kategorii oraz niższego tempa wzrostu sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Trwałość ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą utrzymujące się wysokie liczby rozpoczętych budów domów (1166 tys. w sierpniu wobec 1206 tys. w lipcu) oraz pozwoleń na budowę (1192 tys. w sierpniu wobec 1130 tys. w lipcu). Zza oceanu napłyną również mieszane wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik NY Empire State wzrósł we wrześniu do -1,0 pkt. z -14,9 pkt. w sierpniu, z kolei indeks Philadelphia FED spadł we wrześniu do 6,5 pkt. z 8,3 pkt. w sierpniu. Oczekujemy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynek finansowy będzie ograniczony, gdyż pozostaną one w cieniu czwartkowego posiedzenia FOMC. Niemniej jednak ewentualna realizacja odczytu sprzedaży detalicznej poniżej naszej prognozy, świadcząca o negatywnym wpływie spadku cen aktywów na światowych rynkach finansowych na konsumpcję prywatną może obniżyć oczekiwania inwestorów na szybkie rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych w USA i w konsekwencji oddziaływać w kierunku umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.
- **We wtorek opublikowane zostaną dane o sierpniowej inflacji w Polsce.** Prognozujemy, że roczna dynamika cen w sierpniu nie zmieniła się w stosunku do lipca i wyniosła -0,7% r/r. W kierunku zwiększenia inflacji oddziaływało wyższe tempo wzrostu cen żywności, które zostało skompensowane przez niższą dynamikę cen paliw. Szacujemy, że inflacja bazowa nie zmieniła się w stosunku do lipca i wyniosła 0,4% r/r. Dane o inflacji będą w naszej ocenie neutralne dla złotego i polskiego rynku długu.
- **W środę poznamy sierpniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w polskim sektorze przedsiębiorstw.** Prognozujemy, że dynamiki zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia nie zmieniły się w stosunku do lipca i wyniosły odpowiednio 0,9% r/r i 3,3% r/r. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w III kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **W czwartek opublikowane zostaną krajowe dane o sierpniowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zwiększyła się do 5,4% r/r w sierpniu wobec 3,8% w lipcu, a nominalne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej spadło w

sierpniu do 1,1% r/r wobec 1,2% w lipcu. Głównym źródłem wzrostu dynamiki produkcji przemysłowej był efekt niskiej ubiegłorocznej bazy. W przeciwnym kierunku oddziaływały natomiast przestoje produkcyjne w niektórych przedsiębiorstwach związane z falą upałów (por. MAKROmapa z 31.08.2015). Z kolei utrzymanie dynamiki sprzedaży detalicznej na poziomie zbliżonym do wartości z lipca było zgodne z krótkookresowym trendem i stabilizacją nastrojów konsumenckich. W przypadku realizacji naszych niższych od konsensusu rynkowego prognoz oczekujemy, że sumaryczny wpływ danych może być lekko negatywny dla kursu złotego i lekko pozytywny dla cen polskiego długu.

- **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lipcu.** Oczekujemy zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących (do -685 mln EUR w lipcu wobec -849 mln EUR w czerwcu). Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła z 10,9% r/r w czerwcu do 7,0% w lipcu, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się z 10,0% r/r do 3,8%. Jednoczesne obniżenie tempa wzrostu eksportu oraz importu było związane z oddziaływaniem efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z chińskiej gospodarki.** Saldo bilansu handlu zagranicznego zwiększyło się w sierpniu do 60,2 mld USD wobec 43,0 mld USD w lipcu. Wzrost nadwyżki miał miejsce przy wzroście dynamiki eksportu (-5,5% r/r w sierpniu wobec -8,3% w lipcu) i jednoczesnym silnym zmniejszeniu dynamiki importu (-13,8% r/r w sierpniu wobec -8,1% w lipcu). Zwiększeniu uległo również tempo wzrostu sprzedaży detalicznej (6,1% r/r w sierpniu wobec 6,0% w lipcu) oraz produkcji przemysłowej (10,8% r/r wobec 10,5%). Spadek dynamiki odnotowano z kolei w przypadku inwestycji w aglomeracjach miejskich (10,9% r/r wobec 11,2%). Dane, w połączeniu z wrześniowym odczytem indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa (por. MAKROmapa z 24.08.2015) sygnalizują utrzymanie w sierpniu podobnego jak przed miesiącem tempa wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce. Tym samym oczekujemy, że w celu osiągnięcia celu dla wzrostu PKB na poziomie ok. 7,0% w najbliższym czasie mogą zostać zastosowane kolejne narzędzia łagodzenia polityki monetarnej.
- **Wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zmniejszył się we wrześniu do 85,7 pkt. wobec 91,9 pkt. w sierpniu.** Zmniejszenie wskaźnika wynikało zarówno ze spadku składowej dotyczącej oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. W naszej ocenie główną przyczyną pogorszenia nastrojów konsumentów w USA było ostatnie załamanie na chińskich giełdach i pogorszenie perspektyw wzrostu chińskiej gospodarki. Odczyt stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym członkowie FOMC będą chcieli wstrzymać się z decyzją o pierwszej podwyżce stóp do momentu, aż ocenią wpływ wydarzeń w Chinach oraz spadku cen surowców na amerykańską gospodarkę. Tym samym prognozujemy, że FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w październiku br.
- **Finalny odczyt PKB w strefie euro wyniósł 0,4% kw/kw w II kw. wobec 0,5% w I kw.** Spadek dynamiki PKB wynikał z niższych wkładów inwestycji (-0,1 pp. w II kw. wobec 0,3 pp. w I kw.) zapasów (-0,1 pp. w II kw. wobec -0,0 pp. w I kw.) oraz konsumpcji prywatnej (0,2 pp. wobec 0,3 pp.), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał wyższy wkład eksportu netto (0,4 pp. wobec -0,2 pp.). Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2015 r. wzrost PKB w strefie euro wyniesie 1,4% wobec 0,9% w 2014 r.
- **Rząd przyjął wstępny projekt budżetu na 2016 r.** Przyjęte w projekcie założenia makroekonomiczne dotyczące wzrostu gospodarczego (3,8%; zgodnie z naszą prognozą wzrost gospodarczy wyniesie 2,5%), popytu krajowego (3,2%; 2,9%) oraz inflacji (1,7%, 1,0%) są naszym zdaniem zbyt optymistyczne, co oznacza istotne ryzyko w dół dla realizacji dochodów podatkowych w 2016 r. Zgodnie z szacunkami Ministerstwa Finansów deficyt budżetowy będzie

nie większy niż 54,62 mld zł, a deficyt sektora finansów publicznych nie przekroczy 3,0% PKB. Budżet przewiduje m.in. zwiększenie wydatków na obronę narodową, naukę oraz jednorazowe dodatki pieniężne dla części emerytów i rencistów. Zgodnie z projektem potrzeby pożyczkowe brutto w 2016 r. wyniosą 180,78 mld zł wobec 162,24 mld zł w 2015 r. Zważywszy na oczekiwane przez nas rozluźnienie polityki pieniężnej przez RPP, spodziewaną kontynuację programu skupu przez EBC aktywów co najmniej do września 2016 r. oraz spójność projektu budżetu ze stabilizującą regułą wydatkową, planowany wzrost potrzeb pożyczkowych brutto nie przyczyni się w naszej ocenie w sposób istotny do osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności obligacji.

Trwałe ożywienie na rynku mleka wciąż odległe

Cena skupu mleka w Polsce zmniejszyła się w lipcu do 108,47 zł/hl (-19,0% r/r) kształtując się na najniższym poziomie od września 2010 r. Trwający od początku ub.r. spadek ceny skupu mleka w Polsce jest efektem utrzymującej się nadpodaży na światowym rynku mleka i produktów mlecznych. Wynika ona ze znacznego wzrostu produkcji wśród największych eksporterów mleka i produktów mlecznych, przy jednoczesnym silnym wyhamowaniu popytu ze strony ich największego importera jakim są Chiny. Przedmiotem poniższej analizy jest ocena sytuacji na światowym rynku mleka i produktów mlecznych oraz prognoza ceny skupu mleka w Polsce do końca 2016 r.

Zgodnie z danymi firmy konsultingowej CLAL w okresie od stycznia do czerwca br. wielkość chińskiego importu produktów mlecznych zmniejszyła się o 22,7% względem analogicznego okresu roku poprzedniego. Źródłem jego spadku był przede wszystkim mniejszy import proszków mlecznych, które w 2014 r. stanowiły ponad połowę chińskiego importu produktów mlecznych. W okresie od stycznia do czerwca br. import pełnego mleka w proszku zmniejszył się bowiem o 54,5% r/r, a odłuszczonego mleka w proszku o 27,6% r/r. Znaczący spadek popytu ze strony Chin jest efektem jego przeszacowania w latach 2013-2014, które doprowadziło do zgromadzenia znaczących zapasów produktów mlecznych, głównie proszków mlecznych.

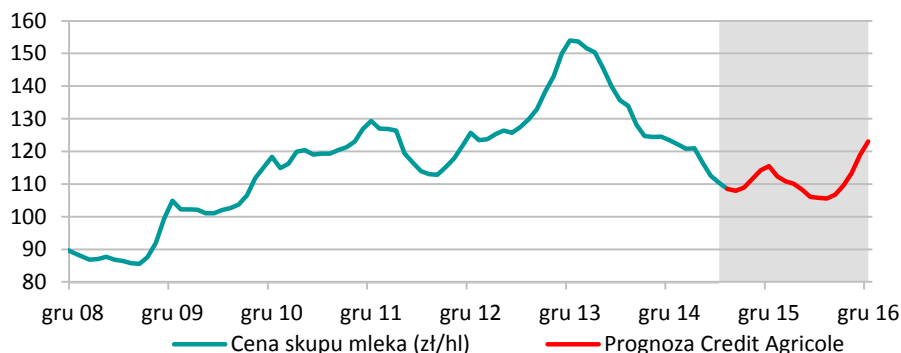
Ostatnie załamanie na chińskich giełdach doprowadziło do spadku wartości aktywów chińskich gospodarstw domowych. W połączeniu ze spowolnieniem w chińskiej gospodarce będzie to w naszej ocenie czynnik istotnie ograniczający redukcję zgromadzonych zapasów produktów mlecznych i odbudowę popytu ze strony Chin. W konsekwencji oczekujemy, że wzrost cen mleka i produktów mlecznych wynikający z dostosowania po stronie popytowej (wzrost konsumpcji w reakcji na niskie ceny) w obecnych warunkach jest mało prawdopodobny.

Biorąc pod uwagę ograniczone możliwości odbudowy popytu na produkty mleczne ze strony Chin uważamy, że w obecnych warunkach przywrócenie równowagi na światowym rynku mleka może nastąpić jedynie w wyniku dostosowania po stronie podażowej, czyli spadku produkcji. Obniżająca się cena mleka poniżej poziomów opłacalności będzie bowiem oddziaływała w kierunku bankructwa najmniej efektywnych kosztowo gospodarstw mlecznych, redukcji pogłowia bydła, a w konsekwencji spadku produkcji. Z pierwszymi sygnałami takiego dostosowania mamy do czynienia w Nowej Zelandii. Pojawiają się tam bowiem informacje o zmniejszaniu liczebności stad, a główny producent mleka i produktów mlecznych w Nowej Zelandii jakim jest Fonterra zapowiedział, iż produkcja mleka surowego w sezonie 2015/2016 będzie o 2-3% niższa w porównaniu do sezonu 2014/2015, na co złożą się niekorzystne warunki pogodowe oraz redukcja pogłowia bydła. Sygnały te znalazły odzwierciedlenie w wynikach dwóch ostatnich aukcji GlobalDairyTrade (GDT), na których odnotowano znaczące wzrosty we wszystkich kategoriach produktów mlecznych. W rezultacie po ostatniej aukcji (1 września) indeks cen GDT (ważony indeks cen produktów mlecznych będących przedmiotem obrotu na GDT) wyniósł 654 pkt.,

kształtując się na poziomie o 27,2% wyższym niż na początku sierpnia, kiedy to osiągnął on najniższą wartość od listopada 2002 r.

Choć wzrost cen na aukcji GDT może przełożyć się na podwyżki cen mleka na światowym rynku, uważamy że będzie miał on przejściowy charakter, gdyż sytuacja popytowo-podażowa nadal nie uzasadnia trwałego odbicia na światowym rynku mleka i produktów mlecznych. Wynika to z tego, iż wśród wszystkich głównych eksporterów mleka (UE, USA, Nowa Zelandia, Australia i Argentyna) nadal mamy sumarycznie do czynienia ze wzrostem produkcji, która w okresie od stycznia do czerwca br. zwiększyła się o 0,9% r/r. Co więcej dynamika ta jest zaniżona przez ograniczanie produkcji w okresie styczeń-marzec przez europejskich producentów w celu zminimalizowania kar za przekroczenie kwot mlecznych. Po likwidacji kwot mlecznych od kwietnia br. doszło bowiem do silnego wzrostu dynamiki produkcji. W miesiącach styczeń-marzec wyniosła ona -1,4% r/r, podczas gdy w okresie kwiecień-czerwiec wzrosła do poziomu +2,3% r/r. Uważamy, że w obecnych warunkach niskiego prawdopodobieństwa ożywienia popytu na mleko w Chinach, trwały wzrost cen mleka i produktów mlecznych będzie uzasadniony jedynie w przypadku ograniczenia produkcji na poziomie globalnym. W naszej ocenie będzie to proces stopniowy i spadku produkcji można oczekiwać dopiero w I poł. 2016 r. W rezultacie prognozujemy, że trwałe odbicie cen na światowym rynku mleka i produktów mlecznych będzie miało miejsce w II poł. 2016 r.

Przy uwzględnieniu przedstawionego wyżej naszego scenariusza dotyczącego kształtowania się sytuacji popytowo-podażowej na światowym rynku mleka zakładającego trwałe odbicie cen w II poł. 2016 r. przygotowaliśmy prognozę ceny skupu mleka w Polsce, która jest silnie skorelowana z cenami mleka i produktów mlecznych na światowym rynku.

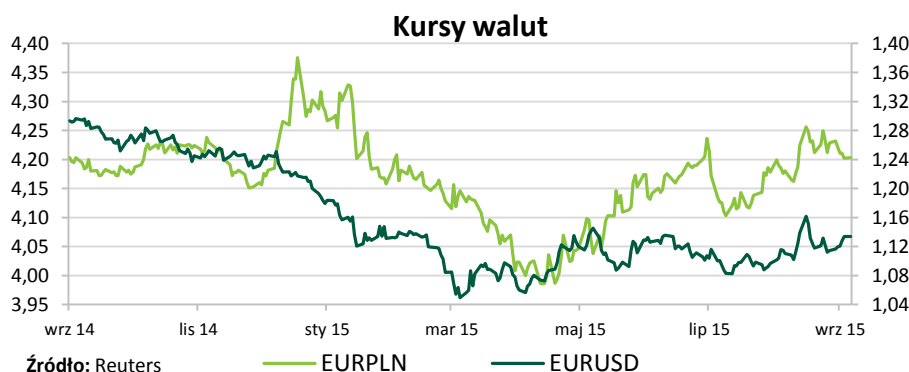


Źródło: Credit Agricole, GUS

W IV kw. br. oczekujemy przejściowego wzrostu ceny skupu mleka do ok. 115 zł/hl. Będzie on wynikał przede wszystkim z oddziaływania czynników o charakterze sezonowym oraz ograniczenia krajowej produkcji z uwagi na niedobór pasz w wyniku suszy jaka miała miejsce w Polsce w miesiącach letnich. Istnieje również wysokie prawdopodobieństwo, iż

ceny w Polsce będą rosły w ślad za wzrostami cen na aukcji GDT w Nowej Zelandii. Utrzymująca się nadpodaż na światowym rynku nie uzasadnia jednak trwałego wzrostu cen, dlatego prognozujemy, że w I poł. 2016 r. cen mleka będzie ponownie się obniżać osiągając w czerwcu minimum lokalne na poziomie ok. 105 zł/hl. Prognozowany przez nas spadek światowej produkcji mleka, który w naszej ocenie nastąpi w I poł. 2016 r. będzie oddziaływał w kierunku przywrócenia równowagi popytowo-podażowej na globalnym rynku. W efekcie oczekujemy, że w II poł. 2016 r. rozpocznie się trwały wzrost cen mleka i produktów mlecznych w Polsce w ślad za cenami na światowym rynku. W rezultacie cena skupu mleka w Polsce na koniec 2016 r. osiągnie poziom ok. 123 zł/hl. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy są warunki pogodowe, a w szczególności skala zjawiska El Nino, które będzie miało negatywny wpływ na skalę produkcji w Oceanii. Jeśli gdy warunki pogodowe będą wyraźnie gorsze od tych odnotowywanych w poprzednich latach, dostosowanie produkcji może nastąpić szybciej, przyspieszając odbicie cen na światowym rynku mleka i produktów mlecznych.

Decyzja FOMC kluczowa dla kursu złotego

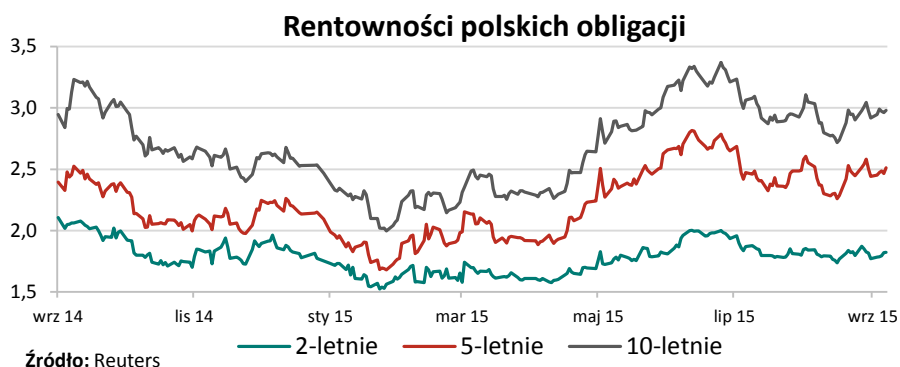


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2020 (umocnienie złotego o 0,6%). W tym tygodniu, z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny kurs złotego, wraz z innymi walutami rynków wschodzących kształtowany był przez nastroje na rynkach globalnych. W poniedziałek rano mieliśmy do czynienia ze wzrostem kursu EURPLN. Niemniej jednak w

dalszej części dnia rozpoczęła się stopniowa aprecjacja polskiej waluty, która wspierana przez spadek światowej awersji do ryzyka potrwiała do środy. W rezultacie, w środę po południu kursu EURLN osiągnął minimum lokalne kształtując się na poziomie nieznacznie poniżej 4,20, po czym nastąpiła korekta. W czwartek kurs złotego ustabilizował się. W piątek doszło do przejściowej deprecjacji złotego oraz innych walut regionu, która z uwagi na brak istotnych wydarzeń oraz informacji rynkowych w tym okresie miała w naszej ocenie charakter spekulacyjny. W dalszej części dnia doszło do korekty wspieranej przez wyraźnie niższy od oczekiwań rynku odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie czwartkowe posiedzenie FOMC. Naszym zdaniem treść komunikatu po posiedzeniu FOMC oraz wypowiedzi J. Yellen na konferencji prasowej, sygnalizujące rosnące prawdopodobieństwo zaostrzenia polityki pieniężnej przez FED na jednym z najbliższych posiedzeń, będą w naszej ocenie oddziaływały w kierunku osłabienia kursu złotego. Liczne dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, liczba pozwoleń na budowę, liczba rozpoczętych budów, indeks NY Empire State, indeks Philadelphia FED) pozostaną w cieniu czwartkowego posiedzenia FOMC i ich zagregowany wpływ na kurs złotego będzie ograniczony. W kierunku osłabienia złotego może również oddziaływać publikacja danych nt. sierpniowej produkcji przemysłowej w Polsce. Pozostałe krajowe odczyty (bilans płatniczy, inflacja CPI, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) będą w naszej ocenie neutralne dla kursu polskiej waluty.

Posiedzenie FOMC w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,822 (wzrost o 5pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,512 (wzrost o 7pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,981 (wzrost o 6pb). Od poniedziałku do środy mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności polskich obligacji szczególnie widocznym na

środkowym odcinku oraz długim końcu krzywej dochodowości. W naszej ocenie był on związany ze wzrostem oczekiwań uczestników rynku na zacieśnianie polityki monetarnej w USA. Wsparcie dla takiej

oceny stanowi wzrost rentowności amerykańskich obligacji, któremu towarzyszyło zwiększenie spreadów pomiędzy benchmarkowymi polskimi i amerykańskimi obligacjami. W czwartek miała miejsce aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 11-letnich terminach zapadalności za łącznie 3,02 mld zł, przy popycie równym 4,21 mld zł. Aukcja długu nie była zbyt udana, gdyż zgłoszone oferty kupna były niższe w porównaniu do poprzednich przetargów. Mimo to w czwartek mieliśmy do czynienia z nieznacznym spadkiem rentowności polskich obligacji. W piątek ceny polskich obligacji spadały, co wynikało ze wzrostu premii za ryzyko.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie czwartkowe posiedzenie FOMC. Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu FOMC oraz wypowiedzi J. Yellen na konferencji prasowej, sygnalizujące rosnące prawdopodobieństwo zaostrzenia polityki pieniężnej przez FED na jednym z najbliższych posiedzeń, będą negatywne dla cen polskich obligacji. Liczne dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, liczba pozwoleń na budowę, liczba rozpoczętych budów, indeks NY Empire State, indeks Philadelphia FED) pozostaną w cieniu czwartkowego posiedzenia FED, tym samym ich wpływ na polski rynek długu będzie ograniczony. Lekko negatywny dla rentowności polskich obligacji może być odczyt produkcji przemysłowej w Polsce. Pozostałe krajowe dane (bilans płatniczy, inflacja CPI, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,18	4,15	4,07	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25
Kurs USDPLN*	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,86
Kurs CHFPLN*	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	3,99
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,7	3,7	5,4
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,7	-1,7	-2,1
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	1,1	1,1
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,3	3,3
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7	11,2	10,8	10,3	10,1	10,1	10,0
Saldo ROB (mln EUR)	-1063	14	-374	-24	-1245	-60	-7	1743	1129	1225	-849	-685	-685	-685
Eksport (r/r, % EUR)	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	4,4	10,2	13,9	9,2	9,4	10,9	7,0	7,0	7,0
Import (r/r, % EUR)	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-2,1	2,6	7,8	7,8	-0,2	10,0	3,8	3,8	3,8

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2014	2015	2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,6	3,3	3,1	3,5	2,9	2,5	2,4	2,6	3,4	3,4	2,5	
Konsumpcja (% r/r)	3,1	3,0	3,2	3,3	2,7	3,4	2,6	3,1	3,1	3,1	2,9	
Inwestycje (% r/r)	11,4	6,4	5,5	4,9	3,4	3,3	3,1	2,5	9,2	6,4	3,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,0	5,2	5,7	6,7	3,8	5,3	5,5	4,6	5,7	6,4	4,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,0	5,4	5,8	5,4	6,1	5,2	4,4	5,3	9,1	5,6	5,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	1,9	1,7	1,7	2,1	1,5	1,6	1,8	1,8	1,7
	Inwestycje (pp.)	1,4	1,1	1,0	1,3	0,7	0,6	0,9	0,7	1,7	1,3	0,6
	Eksport netto (pp.)	1,1	0,0	0,1	0,7	-0,9	0,2	0,6	-0,3	-1,4	0,5	-0,3
Saldo obrotów bieżących***	-0,6	-0,1	0,0	-0,1	-0,6	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-0,1	-1,3	
Stopa bezrobocia (%)**	11,7	10,3	9,8	10,0	10,1	9,4	10,0	9,3	11,5	10,0	9,3	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	3,1	3,9	4,8	4,3	4,8	5,1	5,1	3,6	4,0	4,8	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,9	-0,7	-0,1	0,9	0,8	1,2	1,2	0,0	-0,8	1,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,72	1,72	1,60	1,20	1,20	1,20	1,28	2,06	1,60	1,28	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00	1,50	1,00	
EURPLN**	4,07	4,19	4,25	4,25	4,25	4,20	4,15	4,10	4,29	4,25	4,10	
USDPLN**	3,80	3,76	3,83	4,01	4,09	4,04	3,95	3,87	3,54	4,01	3,87	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 14.09.2015r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	-0,4	0,3	
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Lipiec	-849	-685	-491
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	8,6	7,5	7,8
Wtorek 15.09.2015r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Wrzesień	25,0	18,5	
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	-0,7	-0,7	-0,7
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	0,6	0,3	0,3
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	-14,9	-1,0	-1,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	0,6	-0,2	-0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Sierpień	78,0	77,7	77,8
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Lipiec	0,8	0,1	0,1
Środa 16.09.2015r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	0,2	0,2	
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Sierpień	0,4	0,4	0,4
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	3,3	3,3	3,5
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	0,9	0,9	0,9
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Sierpień	0,1	0,0	0,0
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Sierpień	0,1	0,1	0,1
Czwartek 17.09.2015r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	III kw.	-0,25		
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Wrzesień			
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	1,2	1,1	1,4
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-1,7	-2,1	-2,2
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	3,8	5,4	6,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	275		
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Sierpień	1206	1166	1175
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Sierpień	1130	1192	1160
16:00	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Wrzesień	8,3	6,5	6,0
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Wrzesień	0,25	0,25	0,25

* 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