

## W tym tygodniu

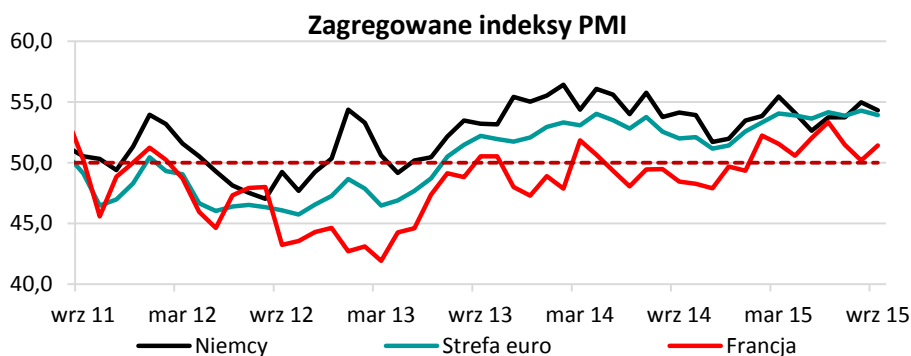
- ✔ **W niedzielę w Katalonii odbyły się wybory do regionalnego parlamentu.** Zgodnie z wynikami sondażu *exit poll* w wyborach zwyciężyła opowiadająca się za niepodległością Katalonii lista wyborcza *Razem dla Tak* (Junts pel Si ) uzyskując 62 mandaty w 135-osobowym parlamencie. W połączeniu z drugim największym proniepodległościowym ugrupowaniem - *Kandydatką Jedności Ludowej* (CUP) - partie opowiadające się za niepodległością Katalonii zdobyły 72 mandaty. Choć wynik wyborów nie przesądza o secesji Katalonii (oba ugrupowania zdobyły mniej niż 50% głosów), wskazuje on na wzrost prawdopodobieństwa tego scenariusza, oddziałując tym samym w kierunku spadku kursu EURUSD, wzrostu rentowności hiszpańskich obligacji i zwiększenia kursu USDPLN.
- ✔ **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o 190 tys. osób we wrześniu wobec 173 tys. w sierpniu, przy jednoczesnej stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 5,1%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym. Rynek oczekuje, że wzrost zatrudnienia nie zmieni się we wrześniu w stosunku do sierpnia i wyniesie 190 tys. W świetle ubiegłotygodniowej wypowiedzi szefowej FED J. Yellen, zgodnie z którą oczekuje ona, że FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej jeszcze w tym roku, zbliżone do konsensusu rynkowego dane o zatrudnieniu mogą być negatywne dla złotego i cen polskiego długu.
- ✔ **W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury w USA.** Pogorszenie nastrojów konsumenckich zasygnalizuje we wtorek wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board. Prognozujemy, że zmniejszy się on do 95,0 pkt. we wrześniu wobec 101,5 pkt. w sierpniu, co będzie efektem odnotowanej w ostatnich miesiącach podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. W czwartek opublikowany zostanie odczyt indeksu ISM w przetwórstwie. Oczekujemy, że wskaźnik ten zmniejszył się do 50,9 pkt. we wrześniu wobec 51,1 pkt. w sierpniu, co było spójne z mieszanymi sygnałami płynącymi z regionalnych wskaźników koniunktury. Sumaryczny wpływ powyższych danych będzie w naszej ocenie neutralny dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **W środę poznamy wstępny odczyt inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, iż dynamika cen zmniejszyła się we wrześniu do -0,1% r/r wobec 0,1% r/r w sierpniu, co wynikało z niższego tempa wzrostu cen paliw. We wtorek poznamy również wstępny szacunek inflacji w Niemczech. Oczekujemy, że zmniejszy się ona do -0,2% r/r we wrześniu wobec 0,1% w sierpniu. W przypadku realizacji naszej niższej od oczekiwań prognozy inflacji w strefie euro dane mogą zwiększyć oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez EBC, co będzie pozytywne dla złotego i cen polskich obligacji.
- ✔ **W środę opublikowany zostanie wstępny odczyt inflacji w Polsce.** Prognozujemy, że zmniejszyła się ona we wrześniu do -0,9% r/r wobec -0,6% w sierpniu, co wynikało z niższej dynamiki cen paliw oraz nośników energii. Dane będą w naszej ocenie lekko negatywne dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **W czwartek opublikowane zostaną sierpniowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym (PMI) w Polsce.** Naszym zdaniem indeks PMI zwiększył się do 52,3 pkt. wobec 51,1 pkt. w sierpniu. Jego zwiększenie wynikało z ustąpienia negatywnego wpływu ograniczeń w dostawach energii na aktywność w polskim przetwórstwie (por. MAKROpuls z 01.09.2015). Wzrost wskaźnika ograniczany był natomiast przez nieznaczne pogorszenie sytuacji w niemieckim przetwórstwie. Na pogorszenie koniunktury w polskim przemyśle we wrześniu wskazał opublikowany w ubiegłym tygodniu wskaźnik koniunktury GUS. W związku z tym odczyt PMI zgodny z naszą prognozą może być lekko negatywny dla złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne wrześniowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zmniejszył się we wrześniu do 53,9 pkt. wobec 54,3 pkt. w sierpniu. Na spadek indeksu złożyła się poprawa koniunktury we Francji (51,4 pkt. wobec 50,2 pkt. w sierpniu) i jednocześnie pogorszenie nastrojów w Niemczech (54,3 pkt. wobec 55,0 pkt. w sierpniu). Struktura indeksu wskazuje na zwiększenie prawdopodobieństwa spowolnienia wzrostu aktywności w gospodarce strefy euro w najbliższych kwartałach, będącego efektem obniżenia dynamiki PKB w Chinach (patrz poniżej).
- **Wstępny indeks PMI w chińskim przetwórstwie zmniejszył się we wrześniu do 47,0 pkt. wobec 47,3 pkt. w sierpniu, kształtując się na najniższym poziomie od marca 2009 r.** W kierunku spadku wskaźnika oddziaływało obniżenie wszystkich 5 jego składowych (bieżąca produkcja, nowe zamówienia – najniższy poziom od marca 2009 r., zatrudnienie, zapasy pozycji zakupionych, czas dostaw). Dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego, że wzrost PKB w 2015 r. będzie niższy od celu wyznaczonego przez chiński rząd na poziomie ok. 7,0% i wyniesie 6,8% wobec 7,4% w 2014 r.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** W piątek opublikowany został finalny odczyt amerykańskiego PKB. Sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostało zrewidowane w górę do 3,9% wobec 3,7% w drugim szacunku. Zwiększenie dynamiki PKB, w stosunku do drugiego odczytu, wynikało z wyższego wkładu konsumpcji (2,42 pp. w finalnym szacunku wobec 2,11 pp. w drugim szacunku) oraz inwestycji (0,83 pp. wobec 0,66 pp. w drugim szacunku). W przeciwnym kierunku oddziaływały natomiast zrewidowane w dół wkłady zapasów (0,02 pp. wobec 0,22 pp.) i eksportu netto (0,18 pp. wobec 0,23 pp.). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zmniejszyły się w sierpniu o 2,0% m/m wobec wzrostu o 1,9% w lipcu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku miesięcznej dynamiki zamówień była niższa liczba zamówień w firmie Boeing. Po wyłączeniu środków transportu miesięczne tempo wzrostu zamówień w sierpniu zmniejszyło się do 0,0% wobec 0,4% w lipcu. Trwałość ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdziła utrzymująca się wysoka na tle historycznym sprzedaż domów na rynku pierwotnym (552 tys. w sierpniu wobec 522 tys. w lipcu) oraz wtórnym (5,31 mln w sierpniu wobec 5,59 mln w lipcu). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Indeks Uniwersytetu Michigan został zrewidowany w górę do 87,2 pkt. wobec 85,7 pkt. we wstępnym odczycie, co wskazuje na dotychczas ograniczony wpływ spadku cen aktywów na światowych rynkach oraz spowolnienia gospodarczego w Chinach na nastroje gospodarstw domowych. Dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w październiku br.
- **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel hurtowy i detaliczny zwiększył się we wrześniu do 108,5 pkt. wobec 108,4 pkt. w sierpniu.** Wzrost wskaźnika wynikał z wyższej wartości składowej indeksu dotyczącej oczekiwań, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał nieznaczny spadek subindeksu dotyczącego oceny bieżącej sytuacji. W ujęciu sektorowym poprawa koniunktury została odnotowana w budownictwie oraz handlu hurtowym i detalicznym, podczas gdy pogorszenie sytuacji miało miejsce w przetwórstwie. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech ustabilizuje się w III kw. na poziomie z II kw. i wyniesie 0,4%.

## Czy spowolnienie w Chinach zagrozi ożywieniu w strefie euro?

**Wstępny zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i usług) w strefie euro zmniejszył się we wrześniu do 53,9 pkt. wobec 54,3 pkt. w sierpniu.** Spadek wskaźnika wynikał zarówno z wolniejszego tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie (53,5 pkt. wobec 53,9 pkt. w sierpniu) jak i niższej aktywności w sektorze usług (54,0 pkt. wobec 54,4 pkt. w sierpniu). Średnia wartość zagregowanego indeksu PMI w III kw. wyniosła 54,0 pkt. wobec 53,9 pkt. w II kw. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy stabilizacji tempa wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty w III kw. na poziomie odnotowanym w II kw. (0,4% kw/kw).

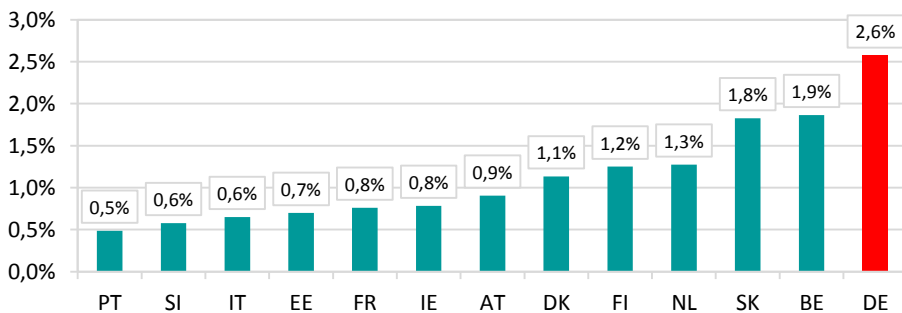


Źródło: Markit

W ujęciu geograficznym źródłem pogorszenia koniunktury w strefie euro był spadek zagregowanego indeksu PMI dla Niemiec (54,3 pkt. wobec 55,0 pkt. w sierpniu) będący konsekwencją obniżenia tempa wzrostu aktywności w przetwórstwie w sektorze usług. W przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost zagregowanego indeksu PMI dla Francji (51,4 pkt. wobec 50,2 pkt. w sierpniu), wynikający ze zwiększenia aktywności w sektorze usług i wyższego tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie.

Choć wskaźniki PMI wskazują na stabilizację koniunktury w obszarze wspólnej waluty, w naszej ocenie istotne ryzyko dla trwałości ożywienia w strefie euro stanowi spowolnienie gospodarcze w Chinach. Wstępny indeks PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się we wrześniu do 47,0 pkt. wobec 47,3 pkt. w sierpniu, kształtując się tym samym na najniższym poziomie od marca 2009 r. Co więcej, jest to już 7 miesiąc z rzędu, kiedy to indeks znajduje się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od ograniczenia aktywności. Spadek wskaźnika wynikał ze zmniejszenia wszystkich jego 5 składowych (bieżąca produkcja, nowe zamówienia, zatrudnienie, zapasy pozycji zakupionych, czas dostaw), co wskazuje na szeroki zakres ograniczenia aktywności w chińskim przetwórstwie. Spowolnienie gospodarcze w Chinach sygnalizują również utrzymujące się relatywnie niskie roczne dynamiki sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich. W rezultacie prognozujemy, że wzrost PKB w 2015 r. będzie niższy od celu wyznaczonego przez chiński rząd na poziomie ok. 7,0% i wyniesie 6,8% wobec 7,3% w 2014 r.

**Udział eksportu do Chin w PKB krajów strefy euro w 2014 r.**



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Struktura niemieckiej gospodarki charakteryzuje się wysokim w porównaniu do innych krajów strefy euro udziałem eksportu do Chin w PKB (2,6% w 2014 r.). Oznacza to, że wpływ spowolnienia w chińskiej gospodarce będzie widoczny najszybciej i szczególnie wyraźnie w przypadku Niemiec. Potwierdzenie dla takiej oceny stanowi struktura wrześniowego indeksu PMI dla

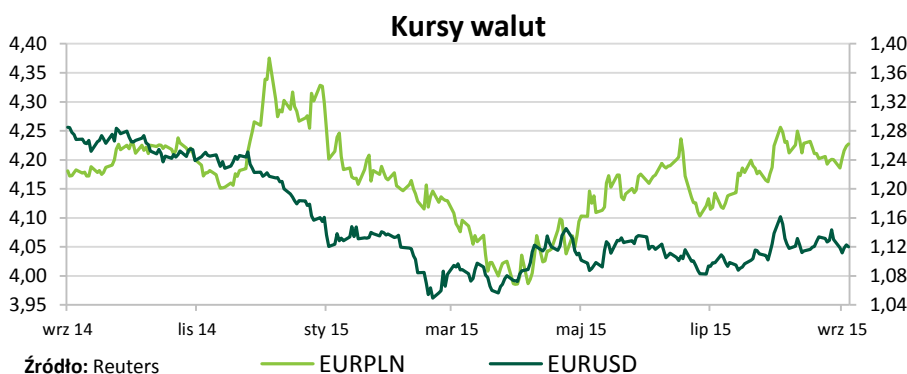
niemieckiego przetwórstwa. Zmniejszeniu uległa bowiem składowa dotycząca nowych zamówień (54,0

pkt. wobec 54,3 pkt. w sierpniu), która była efektem obniżenia składowej dla nowych zamówień eksportowych (51,5 pkt. wobec 52,8 pkt. w sierpniu). Na pogorszenie sytuacji w niemieckiej gospodarce wskazał również indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Spadł on we wrześniu do 12,9 pkt. wobec 25,0 pkt. w sierpniu, kształtując się tym samym na najniższym poziomie od listopada 2014 r. Zgodnie z treścią komunikatu spadek indeksu wynikał z pogorszenia oczekiwań związanego ze spowolnieniem gospodarczym w gospodarkach wschodzących, w szczególności w Chinach i obawami o jego wpływ na niemiecki eksport.

Na poprawę koniunktury w niemieckiej gospodarce wskazał natomiast indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel hurtowy i detaliczny, który zwiększył się we wrześniu do 108,5 pkt. wobec 108,4 pkt. w sierpniu. Szczególnie zaskakująca jest struktura indeksu, zgodnie z którą jego wzrost wynikał z wyższej wartości składowej dotyczącej oczekiwań, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał nieznaczny spadek subindeksu dotyczącego oceny bieżącej sytuacji. W naszej ocenie rozbieżność ta mogła wynikać z utrzymującego się silnego popytu wewnętrznego, wpływającego korzystnie na ocenę bieżącej sytuacji. W ujęciu sektorowym poprawa koniunktury została odnotowana w budownictwie oraz handlu hurtowym i detalicznym, podczas gdy pogorszenie sytuacji miało miejsce w przetwórstwie. Osłabienie koniunktury w przetwórstwie wynikało z niższej oceny bieżącej sytuacji w tym sektorze, podczas gdy oczekiwania uległy nieznacznej poprawie. Może to świadczyć o tym, że przetwórstwo kompensuje niższy popyt ze strony Chin wzrostem aktywności na innych rynkach. Uważamy jednak, że wzrost indeksu Ifo dla niemieckiego przetwórstwa jest nietrwały i w najbliższym czasie można oczekiwać jego spadku.

Przedstawione wyżej mieszane wyniki badań koniunktury sygnalizują w naszej ocenie istotny wzrost ryzyka spowolnienia wzrostu aktywności gospodarczej w Niemczech oraz w pozostałych krajach strefy euro w IV kw. br. Pogorszenie koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech będzie oddziaływać w kierunku obniżenia aktywności w polskiej gospodarce. Stanowi to ryzyko w dół dla naszej prognozy zakładającej wzrost dynamiki polskiego PKB w IV kw. (3,5% r/r wobec 3,1% w II kw.). Spadek aktywności gospodarczej w strefie euro będzie czynnikiem zwiększającym oczekiwania rynku na wydłużenie Rozszerzonego Programu Skupu Aktywów prowadzonego przez EBC. Prezes EBC M. Draghi powiedział w ubiegłym tygodniu, że EBC jest gotowy do wydłużenia horyzontu czasowego, zwiększenia skali lub zmiany struktury realizowanego obecnie programu w przypadku gdy spowolnienie na rynkach wschodzących będzie miało niekorzystny wpływ na gospodarkę strefy euro. Zaznaczył jednak, że jest zbyt wcześnie by podjąć taką decyzję. Ewentualne dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez EBC będzie czynnikiem ograniczającym deprecjację złotego będącą efektem prognozowanego przez nas rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez FED w październiku br. Tym samym będzie stanowić to wsparcie dla naszej prognozy kursu EURPLN na koniec br. (4,25).

## Dane z amerykańskiego rynku pracy mogą osłabić złotego

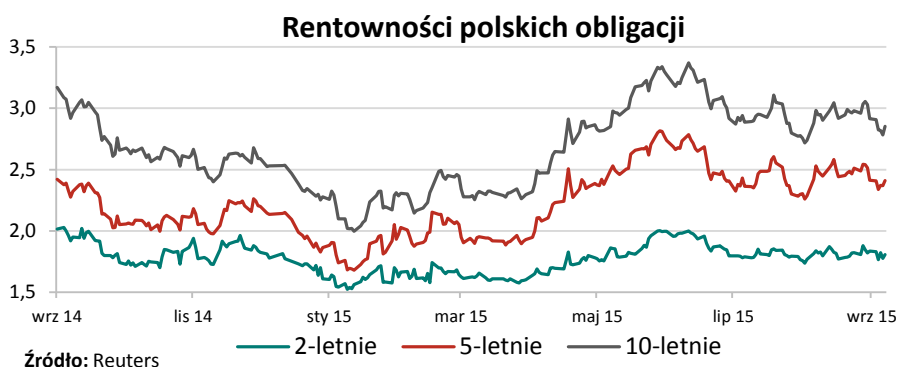


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2273 (osłabienie złotego o 0,6%). W poniedziałek rano złoty umocnił się wraz z innymi walutami regionu, co związane było ze spadkiem ryzyka politycznego w Grecji po publikacji wstępnych wyników wyborów parlamentarnych (por. MAKROmapa z 21.09.2015), a także wzrostem oczekiwań inwestorów na wydłużenie

Rozszerzonego Programu Skupu Aktywów prowadzonego przez EBC. We wtorek złoty, podobnie jak inne waluty regionu zaczął tracić na wartości pozostając w trendzie deprecyjnym do czwartku. W kierunku osłabienia złotego oddziaływał wzrost oczekiwań uczestników rynku na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez FED oraz zwiększenie obaw o skalę spowolnienia w chińskiej gospodarce, po publikacji słabszego od oczekiwań indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa. W piątek doszło do przejściowego umocnienia złotego. Niemniej jednak w dalszej części dnia polska waluta ponownie zaczęła tracić na wartości, co związane było z rosnącymi oczekiwaniami uczestników rynku na podwyżki stóp w USA.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kursu złotego będzie piątkowa publikacja danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA. W przypadku realizacji naszej prognozy, dane mogą oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Do deprecjacji polskiej waluty mogą przyczynić się również krajowe wstępne dane nt. inflacji oraz indeks PMI w polskim przetwórstwie. W kierunku umocnienia złotego będzie w naszej ocenie oddziaływać natomiast wstępny odczyt inflacji w strefie euro, który może nasilić oczekiwania rynku na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez EBC. Pozostałe dane (amerykańskie indeksy Conference Board oraz ISM w przetwórstwie) nie spotkają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją inwestorów.

## Inflacja w strefie euro i w Polsce pozytywna dla polskiego długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,807 (spadek o 3pb), obligacji 5-letnich nie zmieniły się w stosunku do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 2,41, a obligacji 10-letnich obniżyły się do poziomu 2,853 (spadek o 6pb). Od poniedziałku do czwartku mieliśmy do czynienia z łagodnym spadkiem rentowności polskich obligacji w ślad

za rynkami bazowymi widocznym szczególnie na środkowym odcinku krzywej. W czwartek w kierunku wzrostu cen polskich obligacji oddziaływały dodatkowo udane aukcje długu (podstawowa i uzupełniająca), na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2- i 5- letnich terminach zapadalności za łącznie 7,2 mld zł przy popycie równym 15,2 mld zł. W piątek ceny polskich obligacji spadały w reakcji na jastrzębią wypowiedź szefowej FED J. Yellen, zgodnie z którą w jej ocenie FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej jeszcze w tym roku.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą piątkowe dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA. Będą one w naszej ocenie oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. W przeciwnym kierunku mogą oddziaływać odczyt indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa oraz wstępne dane nt. inflacji w strefie euro i w Polsce. Pozostałe odczyty (amerykańskie indeksy Conference Board oraz ISM w przetwórstwie) będą w naszej ocenie neutralne dla polskiego rynku długu.

## 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	<b>4,25</b>
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	<b>3,83</b>
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	<b>4,05</b>
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	-0,6	
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	
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	5,3	
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	-2,7	
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	-0,3	
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	3,4	
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	1,0	
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	10,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-1063	14	-374	-24	-1245	-60	-7	1743	1129	1225	-849	-1660		
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	1,1		
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	6,9		

\* 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**
<b>Poniedziałek 28.09.2015r.</b>						
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Sierpień	0,2	0,3	
<b>Wtorek 29.09.2015r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Wrzesień	0,2	0,2	
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	0,1	-0,2	-0,1
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Lipiec	-0,1	0,1	
16:00	USA	Wskaźnik ufnosci konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	101,5	95,0	96,1
<b>Środa 30.09.2015r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	0,1	-0,1	0,0
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	10,9	10,9	
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wstępna inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Wrzesień	190	192	
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Wrzesień	54,4	53,0	
<b>Czwartek 01.10.2015r.</b>						
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Wrzesień	49,7	50,0	49,6
3:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	47,0	47,0	
<b>9:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>51,1</b>	<b>52,3</b>	<b>52,3</b>
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	52,5	52,5	52,5
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	52,0	52,0	52,0
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	53,0	53,0	
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	51,1	50,9	50,6
<b>Piątek 02.10.2015r.</b>						
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-2,1	-2,4	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Wrzesień	5,1	5,1	5,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Wrzesień	173	190	206
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	0,4	-2,2	-0,9

\* 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