

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC.** Oczekujemy, że w opisie dyskusji zawarte będą oceny członków FED wskazujące na spadek prawdopodobieństwa powrotu inflacji do celu w średnim okresie, a także obawy dotyczące trwałości ożywienia w gospodarce, w tym na rynku pracy oraz wpływu szoków zewnętrznych na wzrost PKB w USA. Treść *Minutes* najprawdopodobniej potwierdzi, że przede wszystkim czynniki zewnętrzne (m.in. sytuacja w Chinach i zawirowania na rynkach finansowych) skłoniły we wrześniu członków FED do opóźnienia decyzji o rozpoczęciu normalizowania polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę ubiegłotygodniowe wrześniowe słabsze od oczekiwań dane z rynku pracy oraz istotną korektę w dół odczytów z poprzednich miesięcy (patrz poniżej) zrewidowaliśmy nasz scenariusz polityki monetarnej w USA. Oczekujemy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi w grudniu br. (zamiast w październiku). Uważamy, że Rezerwa Federalna będzie chciała poczekać na publikację kolejnych danych, aby móc precyzyjniej ocenić sytuację gospodarczą w USA i wpływ zewnętrznych czynników ryzyka. Publikacja *Minutes* może przyczynić się do przejściowej, podwyższonej zmienności kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **We wtorek odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że w październiku zostanie utrzymany status quo w polityce monetarnej. Podczas konferencji mogą zostać zadane pytania o wpływ ostatnich słabszych krajowych publikacji i niekorzystnej sytuacji w Chinach na perspektywy polityki pieniężnej NBP. Uważamy, że wypowiedzi prezesa NBP, M. Belki podczas konferencji mogą przyczynić się do przejściowego wzrostu zmienności na rynku długu.
- **Dzisiaj poznamy wyniki badań koniunktury w USA.** Oczekujemy, że indeks ISM dla usług obniżył się nieznacznie do 57,8 pkt. we wrześniu br. z 59,0 pkt. w sierpniu. Regionalne wskaźniki koniunktury wskazywały bowiem na lekkie spowolnienie aktywności w sektorze usług. Dane będą stanowić wsparcie dla naszej prognozy niższego zannualizowanego tempa wzrostu gospodarczego w USA w III kw. (2,5% wobec 3,9% w II kw.). Oczekujemy, że wpływ tej publikacji na kurs złotego i ceny polskiego długu będzie neutralny.

W zeszłym tygodniu

- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się we wrześniu o 142 tys. wobec 136 tys. w sierpniu (rewizja w dół z 173 tys.) i 223 tys. w lipcu (rewizja w dół z 245 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w turystyce i rekreacji (+35,0 tys.), w usługach biznesowych (+31,0 tys.) w oświacie i służbie zdrowia (+29,0 tys.). Wśród działów, w których najsilniej zredukowano zatrudnienie znalazły się górnictwo i wycinka drzew (-12,0 tys.), przetwórstwo (-9,0 tys.) oraz handel hurtowy (-4,1 tys.). Stopa bezrobocia we wrześniu pozostała na sierpniowym poziomie i wyniosła 5,1%. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego nie zmieniła się w stosunku do sierpnia i wyniosła 2,2%. Oczekiwana przez nas dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia presji na wzrost wynagrodzeń i powrotu inflacji do celu w średnim okresie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w USA. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się we wrześniu do 50,2 pkt. wobec 51,1 pkt. w sierpniu. W kierunku spadku wskaźnika oddziaływały niższe wartości 4 z 5 jego składowych (bieżąca produkcja, nowe zamówienia, zatrudnienie, czas dostaw). W ubiegłym tygodniu opublikowano również indeks zaufania konsumentów – Conference Board, który zwiększył się we wrześniu do 103,0 pkt. wobec 101,5 pkt. w sierpniu. Jego wzrost wynikał z lepszej oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał nieznaczny spadek składowej dotyczącej oczekiwań. Badania koniunktury wskazują tym samym na ograniczony wpływ ostatniego zawirowania na rynkach finansowych oraz spowolnienia gospodarczego w Chinach na nastroje amerykańskich konsumentów.

Ubiegłotygodniowe słabsze od oczekiwań odczyty z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego zrewidowanego scenariusza, zgodnie z którym FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w grudniu br. (patrz powyżej).

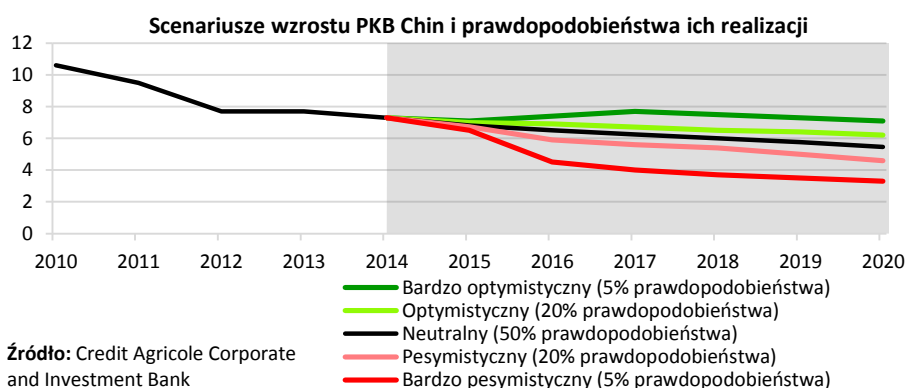
- ✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zmniejszyła się we wrześniu do -0,1% r/r wobec 0,1% w sierpniu.** Spadek inflacji wynikał z niższej dynamiki cen w kategorii „nośniki energii”, która obniżyła roczny wskaźnik inflacji o 0,2 pp. W naszej ocenie wpływ spadku cen surowców na światowym rynku na inflację w strefie euro będzie miał przejściowy charakter, a roczny wskaźnik inflacji przyjmie dodatnią wartość pod koniec br. Niemniej jednak dane zwiększają prawdopodobieństwo scenariusza, w którym EBC zdecyduje się dalsze łagodzenie polityki monetarnej poprzez wydłużenie horyzontu czasowego, zwiększenia skali lub zmiany struktury realizowanego obecnie Rozszerzonego Programu Skupu Aktywów.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowany został wstępny odczyt inflacji w Polsce.** Zmniejszyła się ona we wrześniu do -0,8% r/r wobec -0,6% w sierpniu, co wynikało w naszej ocenie z niższej dynamiki cen paliw oraz nośników energii. Finalne dane o inflacji zostaną opublikowane 15 października.
- ✔ **Indeks PMI w polskim przetwórstwie zmniejszył się we wrześniu do 50,9 pkt. wobec 51,1 pkt. w sierpniu, kształtując się tym samym na najniższym poziomie od września ub. r.** W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje pierwszy od jedenastu miesięcy spadek zamówień eksportowych. Niski napływ zamówień ograniczał wzrost bieżącej produkcji, której składowa zwiększyła się tylko nieznacznie do 51,1 pkt. we wrześniu z 50,9 pkt. w sierpniu. Dane potwierdzają tym samym naszą ocenę sprzed miesiąca, iż wyraźnego spowolnienia aktywności w polskim przetwórstwie nie można tłumaczyć wyłącznie utrudnieniami w produkcji związanymi z ograniczeniami w dostawach energii podczas sierpniowej fali upałów, a za pogorszenie koniunktury w znacznym stopniu odpowiadają niekorzystne warunki makroekonomiczne za granicą (por. MAKROpuls z 01.10.2015). Średnia wartość wskaźnika PMI w III kw. wyniosła 52,2 wobec 53,6 pkt. w II kw., co jest najniższym wynikiem od III kwartału ub. r. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy spowolnienia wzrostu gospodarczego z 3,3% r/r w II kw. do 3,1% w III kw. br.

Scenariusze makroekonomiczne dla Chin

Dane z realnej sfery gospodarki oraz wyniki badań koniunktury napływające w ciągu ostatnich miesięcy wskazywały na spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach. Z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce istotną kwestią jest odpowiedź na pytanie czy spowolnienie w Państwie Środka będzie miało łagodny przebieg (tzw. „miękkie lądowanie”), czy też nastąpi gwałtowne załamanie wzrostu gospodarczego. Poniżej przedstawiamy scenariusz dla perspektyw makroekonomicznych Chin na lata 2015-2020 opracowany przez ekonomistów Credit Agricole Corporate and Investment Bank.

Bieżące spowolnienie gospodarcze jest wynikiem oddziaływania kilku czynników. Nadpodaż na rynku nieruchomości doprowadziła do wzrostu zapasów i ograniczenia aktywności branży budowlanej. W ostatnich latach miało miejsce stopniowe umocnienie juana, które systematycznie zmniejszało konkurencyjność cenową chińskiego eksportu. Wskaźniki obrazujące nastroje wśród przedsiębiorców znajdują się obecnie na relatywnie niskim poziomie, gdyż rentowność ich działalności zmniejszyła się, co zniechęca ich do zwiększenia inwestycji i aktywności gospodarczej. Dodatkowym czynnikiem negatywnie oddziałującym na perspektywy wzrostu gospodarczego było pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku akcji, które pogorszyło nastroje gospodarstw domowych. Ponadto działania rządu podejmowane w celu zmniejszenia działalności parabanków ograniczają dostęp uczestników rynkowych do kredytu.

Uważamy, że podjęte w ostatnich kwartałach przez rząd działania, obejmujące m.in. obniżki stóp procentowych przez Ludowy Bank Chin, dokapitalizowanie banków, złagodzenie warunków udzielania kredytów oraz zwiększenie wydatków na infrastrukturę pozwolą ograniczyć skalę spowolnienia w krótkim okresie. Uważamy, że roczna dynamika PKB ustabilizuje się w II poł. br. na poziomie 6,6% wobec 7,0% w I poł., co pozwoli na osiągnięcie założonego przez rząd celu dla wzrostu gospodarczego na poziomie ok. 7% w br.



W ciągu ostatnich 25 lat najważniejszym czynnikiem wzrostu gospodarczego w Chinach były inwestycje. Taki model gospodarczy doprowadził do powstania wielu nierównowag – m.in. nadmiernego rozwoju przemysłu ciężkiego, napompowania bańki na rynku nieruchomości, wzrostu zadłużenia – a tym sam jest on

niemożliwy do utrzymania w długim okresie. Rząd chiński powtarzał w ostatnich miesiącach, że chce dążyć do zmniejszenia tych nierównowag. Uważamy, że będzie się on starał zmniejszyć wkład inwestycji do wzrostu PKB przy jednoczesnym stopniowym zwiększaniu kontrybucji spożycia prywatnego, nie dopuszczając tym samym do gwałtownego załamania wzrostu PKB. W przyszłym roku zostaną ustalone nowe cele dla wzrostu gospodarczego na lata 2016-2020. Oczekujemy, że ze względu na konieczność reformy modelu wzrostu zostanie on wyznaczony w przedziale 6,5-7,0% w 2016 r. i 6,0-6,5% w latach 2017-2020. Prognozujemy, że w rzeczywistości wzrost gospodarczy wyniesie 6,5% w 2016 r. a w latach 2017-2020 przeciętnie 6%. W tym scenariuszu wzrost gospodarczy będzie wspierany poprzez stopniowe złagodzenie polityki pieniężnej (obniżki stopy rezerw obowiązkowych średnio o 120 pb rocznie i obniżki siedmiodniowej stopy repo o 25 pb rocznie). Uważamy, że duże możliwości interwencji rządu chińskiego pozwolą na kształtowanie wzrostu gospodarczego zgodnie z założonymi celami. Tym samym spowolnienie w Chinach będzie miało łagodny przebieg.

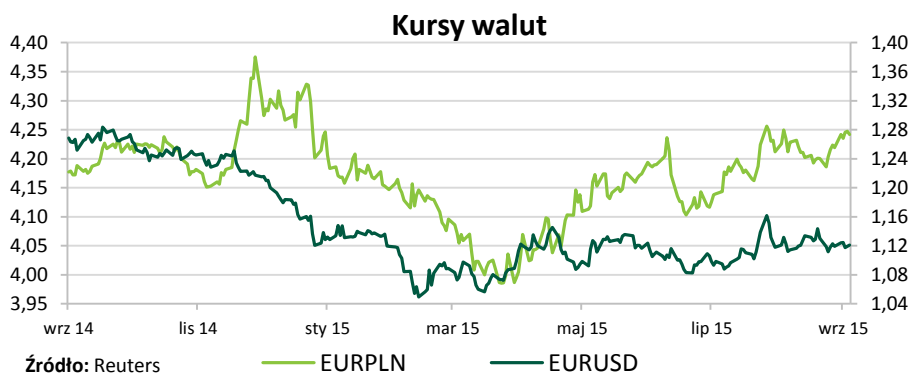
Ryzyka dla naszego scenariusza bazowego oceniamy jako zrównoważone. Równe prawdopodobieństwa (po 25%) przypisujemy realizacji zarówno bardziej optymistycznego scenariusza (zakładającego ustalenie przez rząd wyższych celów dla wzrostu PKB na lata 2016-2020 przy jednoczesnej tolerancji dla zwiększających się nierównowag), jak i bardziej pesymistycznego obejmującego silniejsze spowolnienie inwestycji bez jednoczesnego zrównoważenia w postaci przyspieszenia konsumpcji i zwiększenia wkładu eksportu netto. Poszczególne scenariusze alternatywne wraz z prawdopodobieństwem ich wystąpienia zostały szczegółowo przedstawione w tabeli poniżej.

Scenariusze wzrostu w Chinach w latach 2015 - 2020					
	Bardzo optymistyczny (5% prawdopodobieństwa)	Optymistyczny (20% prawdopodobieństwa)	Neutralny (50% prawdopodobieństwa)	Pesymistyczny (20% prawdopodobieństwa)	Bardzo pesymistyczny (5% prawdopodobieństwa)
Ścieżka wzrostu PKB	2015: 7,1% 2016: 7,4% 2017-20 (średnia): 7,5%	2015: 7,0% 2016: 6,9% 2017-20 (średnia): 6,5%	2015: 6,8% 2016: 6,5% 2017-20 (średnia): 6,0%	2015: 6,7% 2016: 5,9% 2017-20 (średnia): 5,0%	2015: 6,5% 2016: 4,5% 2017-20 (średnia): 3,5%
Uzasadnienie	Nadmierna stymulacja gospodarki, poprawa popytu zewnętrznego oraz wzrost znaczenia konsumpcji i usług w gospodarce w wyniku reform i urbanizacji doprowadzi do przestrzelenia celu dla wzrostu gospodarczego. Nierównowagi (szczególnie nadmierny lewar na rynku kredytowym) będą narastać, co może doprowadzić do kryzysu w długim okresie.	Stymulacja wzrostu gospodarczego oraz poprawa popytu zewnętrznego okaże się wystarczająca aby wzrost PKB osiągnął cel ok. 7,0%. Nierównowagi w gospodarce będą nadal narastać zwiększając prawdopodobieństwo wystąpienia poważnego kryzysu w długim okresie.	Rząd dopuści do nieznacznego odchylenia wzrostu PKB od celu, co będzie ograniczało narastanie nierównowag w gospodarce.	Zmiana funkcji reakcji rządu na równoważenie wzrostu gospodarczego zamiast jego stymulowania poprzez inwestycje publiczne doprowadzi do znaczącego spadku dynamiki PKB. Tempo wzrostu nierównowag ulegnie zmniejszeniu, oddziałując w kierunku trwałości wzrostu gospodarczego. Ożywienie w eksporcie nie nastąpi.	Nierównowagi w gospodarce osiągną poziom krytyczny szybciej niż było to wcześniej zakładane, co doprowadzi do destabilizacji systemu finansowego. Spowoduje to silne spowolnienie inwestycji. Dynamika konsumpcji obniży się w wyniku spadku ufności konsumenckiej. Osłabieniu ulegnie również popyt zewnętrzny.
Zmiana polityki monetarnej	RRR: -70pb rocznie (średnio) do 14,5% w 2020 r. 7D repo: -10bp rocznie do 3,25%	RRR: -90pb rocznie (średnio) do 13,0% w 2020 r. 7D repo: 20pb rocznie do 2,50%	RRR: -120pb rocznie (średnio) do 11,5% w 2020 r. 7D repo: -25pb rocznie do 2,25%	RRR: -145pb rocznie (średnio) do 10,25% w 2020 r. 7D repo: -30pb rocznie do 1,75%	RRR: -180pb rocznie (średnio) do 8,0% w 2020 r. 7D repo: -40pb rocznie do 1,00%
CNY	USDCNY na poziomie 5,80 na koniec 2020, w wyniku wzrostu udziału CNY w strukturze światowych rezerw, wysokiej nadwyżki bilansu handlowego oraz znacznego napływu inwestycji zagranicznych	USDCNY na poziomie 6,15 na koniec 2020, w wyniku wzrostu udziału CNY w strukturze światowych rezerw oraz wysokiej nadwyżki bilansu handlowego	USDCNY na poziomie 6,35 na koniec 2020, w wyniku wzrostu udziału CNY w strukturze światowych rezerw oraz nadwyżki bilansu handlowego	USDCNY na poziomie 7,00 na koniec 2020, w wyniku spadku napływu kapitału będącego efektem spowolnienia wzrostu. Jednocześnie rząd będzie wykorzystywał deprecjację CNY jako narzędzie wsparcia wzrostu gospodarczego.	USDCNY na poziomie 7,85 na koniec 2020, w wyniku odpływu kapitału spowodowanego silnym spowolnieniem gospodarczym. Rząd będzie wykorzystywał deprecjację CNY jako narzędzie wspierania wzrostu.

Źródło: Credit Agricole Corporate and Investment Bank

OCzekiwane przez nas w scenariuszu bazowym spowolnienie gospodarcze w Chinach będzie miało umiarkowanie negatywny wpływ na sytuację w Polsce. Od dynamiki PKB w Chinach zależy bowiem sytuacja gospodarcza głównych partnerów handlowych Polski, przede wszystkim Niemiec (por. MAKROMAPA z 28.09.2015). EBC szacuje, że silniejsze od oczekiwań pogorszenie sytuacji w Chinach może ograniczyć roczne tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro o 0,1 – 0,2 pkt. proc. Spowolnienie wzrostu PKB w Chinach będzie miało również negatywny wpływ na sytuację gospodarczą w innych gospodarkach wschodzących oraz w USA, a tym samym przyczyni się do spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego. Wpływ spowolnienia może być również potęgowany przez pogarszające się nastroje na rynkach finansowych. W rezultacie, zarysowane powyżej czynniki stanowią wsparcie dla naszej prognozy spowolnienia wzrostu gospodarczego z 3,4% r/r w br. do 2,5% w 2016 r.

Publikacja *Minutes* FOMC może podwyższyć zmienność złotego

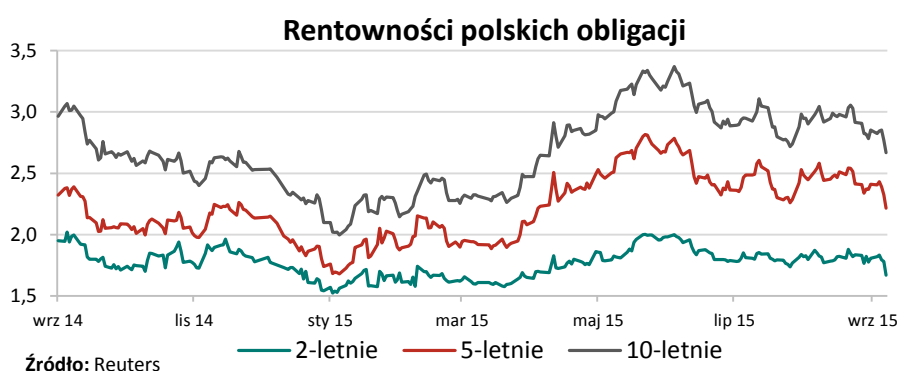


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2420 (osłabienie złotego o 0,5%). Od poniedziałku do piątku mieliśmy do czynienia z łagodnym osłabieniem złotego wraz ze wzrostem globalnej awersji do ryzyka w oczekiwaniu na piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Dodatkowo w kierunku deprecjacji polskiej waluty oddziaływały obawy inwestorów o spowolnienie w

światowej gospodarce. Do osłabienia polskiej waluty przyczynił się również krajowy, niższy od oczekiwań wstępny odczyt wrześniowej inflacji. Wrześniowy indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, mimo jego wyraźnie niższego od konsensusu odczytu, nie spotkał się ze znaczącą reakcją rynku. Piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA przyczyniły się do przejściowego osłabienia złotego.

W tym tygodniu z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny oczekujemy, że kurs złotego kształtowany będzie przez nastroje na rynkach globalnych. Dodatkowo od poniedziałku do środy, z uwagi na Święto Narodowe w Chinach, będziemy mieć do czynienia z obniżoną płynnością na rynkach. Naszym zdaniem, w centrum uwagi inwestorów będzie środowa publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FED. W naszej ocenie może ona oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego. Z wysoką zmiennością kursu polskiej waluty możemy mieć do czynienia również podczas wtorkowej konferencji po posiedzeniu RPP. Oczekujemy, że publikacja indeksu ISM poza przetwórstwem w USA nie spotka się ze znaczącą reakcją rynku.

Oslabienie oczekiwań na podwyżki stóp w USA pozytywne dla cen długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,67 (spadek o 14pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,215 (spadek o 20pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,667 (spadek o 19pb). Od poniedziałku do środy mieliśmy do czynienia ze stabilizacją rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi.

Od czwartku ceny polskiego długu rosły, przy jednoczesnym spadku spreadów względem obligacji niemieckich i amerykańskich. Piątkowy, wyraźnie niższy od oczekiwań odczyt zatrudnienia poza rolnictwem w USA osłabił oczekiwania rynku na szybkie zacieśniania polityki monetarnej przez FED, a w efekcie doprowadził do spadku rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej.

W tym tygodniu, z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny, ceny polskiego długu kształtowane będą w znacznym stopniu przez nastroje na rynkach globalnych. W pierwszej części tygodnia rentowności polskich obligacji mogą kontynuować piątkowe spadki, co będzie efektem spadku oczekiwań inwestorów na szybkie rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki monetarnej w USA. W kierunku

podwyższonej zmienności cen polskiego długu będą najprawdopodobniej oddziaływać publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FED oraz konferencja po posiedzeniu RPP. Odczyt indeksu ISM poza przetwórstwem nie spotka się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynku.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	paź 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	1,50
Kurs EURPLN*	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	4,26
Kurs USDPLN*	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,91
Kurs CHFPLN*	3,46	3,50	3,48	3,56	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,9	-0,9
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	4,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,8
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	1,0	1,0
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	3,5	3,5
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7	11,2	10,8	10,3	10,1	10,0	9,8	9,8
Saldo ROB (mln EUR)	-258	-319	114	-1011	-228	93	1054	1642	1124	-1602	-1660	-1205	-1205	-1205
Eksport (r/r, % EUR)	7,0	4,3	3,8	9,8	4,4	10,9	14,3	8,5	7,8	10,4	0,4	4,9	4,9	4,9
Import (r/r, % EUR)	8,9	7,0	6,5	13,1	-2,1	3,9	8,7	7,8	0,3	9,2	5,1	7,3	7,3	7,3

* 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***	-1,3	-0,4	-0,5	-0,7	-0,6	-1,0	-1,1	-1,3	-2,0	-0,7	-1,3	
Stopa bezrobocia (%)**	11,7	10,3	9,8	10,0	10,6	9,4	9,2	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	1,73	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	3,80	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**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 05.10.2015r.							
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Wrzesień	54,0	54,0	54,0	
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Wrzesień	53,9	53,9	53,9	
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Październik	13,6		11,6	
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	0,4		-0,1	
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Wrzesień	59,0	57,8	57,7	
Wtorek 06.10.2015r.							
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Październik	1,50	1,50	1,50	
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	-1,4		0,5	
Środa 07.10.2015r.							
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	0,7		0,2	
Czwartek 08.10.2015r.							
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Sierpień	22,8		22,4	
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Październik	0,50	0,50	0,50	
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Październik				
Piątek 09.10.2015r.							
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Sierpień	-0,1		0,0	
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Sierpień	-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