

W tym tygodniu

- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa zmniejszyła się w sierpniu o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,7% w lipcu, co jest spójne z sierpniowym spadkiem indeksu ISM dla przetwórstwa. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna w sierpniu, podobnie jak w lipcu, utrzymała się na niezmiennym poziomie. Wzrost nominalnej sprzedaży był ograniczany przez spadek cen paliw oraz niższe zakupy samochodów. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Naszym zdaniem indeks Philadelphia FED spadł we wrześniu do 1,5 pkt. z 2,0 pkt. w sierpniu, z kolei wskaźnik NY Empire State najprawdopodobniej zwiększył się we wrześniu do 0,5 pkt. z -4,2 pkt. w sierpniu. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wzrósł do 90,6 pkt. we wrześniu z 89,8 pkt. w sierpniu. Nasze prognozy dotyczące danych z USA kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich wpływ na rynki finansowe będzie naszym zdaniem ograniczony.
- **We wtorek poznamy dane o aktywności gospodarczej w Chinach.** Uważamy, że dane o produkcji przemysłowej (6,3% r/r w sierpniu wobec 6,0% w lipcu), sprzedaży detalicznej (10,3% wobec 10,2%) oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich (7,9% wobec 8,1%) wskażą w sumie na nieznaczne przyspieszenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej w sierpniu. Publikacja danych z Chin powinna mieć ograniczony wpływ na rynki finansowe.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Zgodnie z konsensusem jego wartość wzrośnie do 2,5 pkt. we wrześniu wobec 0,5 pkt. w sierpniu.
- **We wtorek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lipcu.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 926 mln EUR wobec 203 mln EUR w czerwcu. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła z 6,4% r/r w czerwcu do -4,7% w lipcu, a tempo wzrostu importu spadło z 2,4% r/r do -6,9%. Jednoczesne obniżenie dynamik eksportu i importu było spowodowane oddziaływaniem efektu niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Materializacja naszej prognozy zakładającej niższe od konsensusu (-439 mln EUR) saldo obrotów na rachunku bieżącym może oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego.
- **W piątek opublikowane zostaną sierpniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że tempo wzrostu zatrudnienia nie zmieniło się w porównaniu do lipca i wyniosło 3,2% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia wzrosła w sierpniu do 5,0% r/r wobec 4,8% w lipcu. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw potwierdzi silne ożywienie na rynku pracy. Dane te będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rynku długu.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną finalne dane o sierpniowej inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że dynamika cen może zostać zrewidowana w dół wobec wstępnego szacunku (-0,8%) i wyniesie -0,9% r/r wobec takiego samego poziomu w lipcu. Uważamy, że w kierunku zwiększenia inflacji w sierpniu oddziaływała wyższa inflacja bazowa oraz wzrost dynamiki cen paliw. Niższe tempo wzrostu cen żywności miało przeciwny wpływ. W przypadku rewizji wskaźnika w dół, publikacja sierpniowej inflacji będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu agencja ratingowa Moody's nie dokonała rewizji ratingu Polski oraz nie opublikowała raportu kredytowego.** Tym samym rating Polski został utrzymany na dotychczasowym poziomie (A2 z perspektywą negatywną). Kolejna ocena ratingu zaplanowana jest na styczeń 2017 r. Czynniki, na które wskazywał Moody's we wcześniejszych komunikatach – wzrost relacji długu do PKB, spadek inwestycji oraz kryzys wokół Trybunału – będą stanowić

ryzyko w dół dla oceny wiarygodności Polski przy następnej aktualizacji ratingu. Brak zmian ratingu w ubiegłym tygodniu będzie naszym zdaniem lekko pozytywny dla kursu złotego i cen polskich obligacji w tym tygodniu.

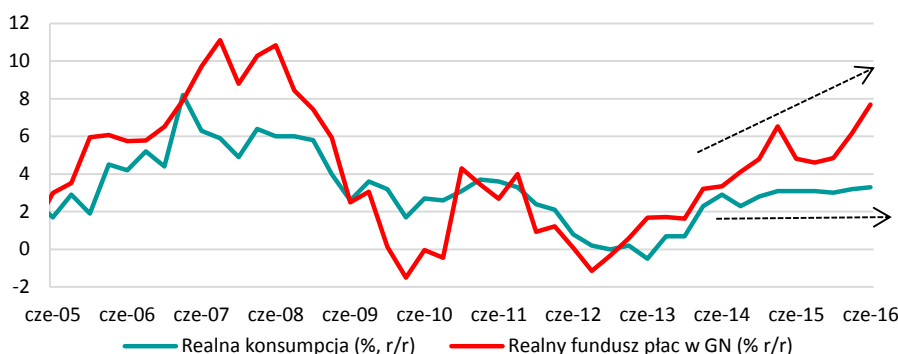
- ✔ **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** RPP podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Prezes NBP poinformował, że mimo niższej oczekiwanej dynamiki PKB w 2016 r. obecnie w RPP "nie ma pokusy obniżania stóp procentowych", a w 2017 r. mogą zaistnieć warunki uzasadniające ich podniesienie (por. MAKROpuls z 07.09.2016). Treść komunikatu oraz wypowiedzi prezesa NBP stanowią wsparcie dla naszego scenariusza stóp procentowych NBP. Uważamy, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie do lipca 2017 r. Naszym zdaniem, ze względu na rosnącą inflację i wysokie prawdopodobieństwo jej powrotu do celu w horyzoncie kilku kwartałów, Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w lipcu 2017 r. i podniesie stopy procentowe łącznie o 50 pb w 2017 r.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie EBC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami utrzymane zostały na nim dotychczasowe parametry polityki monetarnej. Na posiedzeniu przedstawione zostały również nowe projekcje ekonomiczne EBC. Zgodnie z wrześniową projekcją wzrost PKB w strefie euro wyniesie w 2016 r. 1,7% (wobec 1,6% w czerwcowej projekcji), 1,6% w 2017 r. i w 2018 r. (wobec 1,7% w czerwcowej projekcji). Z kolei inflacja w strefie euro ukształtuje się w 2016 r. na poziomie 0,2% (brak zmian wobec czerwcowej projekcji), 1,2% w 2017 r. (1,3%) i 1,6% w 2018 r. (brak zmian w porównaniu do czerwcowej projekcji). W komunikacie po posiedzeniu znalazła się informacja, zgodnie z którą EBC pracuje nad rozwiązaniami mającymi na celu zapewnienie sprawnego prowadzenia rozszerzonego skupu aktywów. W piątek miała miejsce ponadto wypowiedź prezesa banku centralnego Łotwy I. Rimsevicsa, zgodnie z którą EBC zastanawia się nad zmianą skali prowadzonego skupu, stosowanego w nim klucza kapitałowego oraz prognozy rentowności skupowanych obligacji. Rimsevics dodał również, że decyzja zapadnie najprawdopodobniej w grudniu. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym przed końcem br. EBC wydłuży okres realizacji rozszerzonego programu skupu aktywów do września 2017 r. (obecnie horyzont tego programu sięga do marca 2017 r.).
- ✔ **Zgodnie z finalnym szacunkiem, PKB w strefie euro zwiększyło się w II kw. o 0,3% kw/kw wobec wzrostu o 0,5% w I kw.** Zmniejszenie kwartalnej dynamiki PKB wynikało z niższych wkładów konsumpcji prywatnej (0,12 pp. w II kw. wobec 0,34 pp. w I kw.), spożycia publicznego (0,03 pp. wobec 0,13 pp.), inwestycji (0,00 pp. wobec 0,08 pp.) oraz zapasów (-0,20 pp. wobec -0,12 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływał wyższy wkład eksportu netto (0,36 pp. w II kw. wobec 0,09 pp. w I kw.). Tym samym, głównym źródłem wzrostu w strefie euro w II kw. był eksport netto. Prognozujemy, że w całym 2016 r. PKB w strefie euro zwiększy się o 1,5% wobec 2,0% w 2015 r.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z niemieckiej gospodarki.** Nadwyżka handlu zagranicznego zmniejszyła się w lipcu do 19,4 mld EUR wobec 21,4 mld EUR w czerwcu. Obniżyły się również dynamiki eksportu (-2,6% m/m w lipcu wobec 0,2% w czerwcu) oraz importu (-0,7% m/m wobec 1,1%). Spadek odnotowała także miesięczna dynamika produkcji przemysłowej, która wyniosła w lipcu -2,6% wobec 0,2% w czerwcu. Wynikała ona z obniżenia tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała jej wyższa dynamika w budownictwie i energetyce. Zamówienia w przemyśle zwiększyły się w lipcu o 0,2% m/m wobec spadku o 0,3% w czerwcu. Ubiegłotygodniowe, słabsze od oczekiwań dane z niemieckiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego PKB w III kw. zmniejszy się do 0,3% kw/kw wobec 0,4% w II kw. br.
- ✔ **Indeks ISM poza przetwórstwem w USA zmniejszył się w sierpniu do 51,4 pkt. wobec 55,5 pkt. w lipcu, co jest jego najniższym poziomem od lutego 2010 r.** Spadek indeksu wynikał z

obniżenia 3 z 4 jego składowych (nowych zamówień, aktywności biznesowej oraz zatrudnienia). W przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost składowej dla czasu dostaw. W połączeniu z opublikowanym dwa tygodnie temu indeksem ISM w przetwórstwie (por. MAKROmapa z 05.09.2016), dane stanowią ryzyko w dół dla naszego scenariusza, w którym zakładamy jedną podwyżkę docelowego przedziału wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej w br. – o 25 pb w grudniu, do poziomu [0,50%; 0,75%]. Sygnalizują one również ryzyko w dół dla naszej krótkoterminowej prognozy kursu EURPLN (4,37 i 4,30 odpowiednio na koniec września i grudnia br.).

➤ **Nadwyżka chińskiego bilansu handlowego zmniejszyła się w sierpniu do 52,0 mld USD wobec 52,3 mld USD w lipcu.** Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się do -2,8% r/r w sierpniu wobec -4,4% w lipcu, a dynamika importu wzrosła do 1,5% r/r wobec -12,5%. Ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Chinach zwiększy się w 2016 r. o 6,7% wobec wzrostu o 6,5% w 2015 r. Tym samym jego tempo wzrostu będzie spójne z wyznaczonym przez chiński rząd celem dla dynamiki PKB na 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%”.

➤ Wzrost skłonności do oszczędzania ograniczy wpływ programu Rodzina 500+

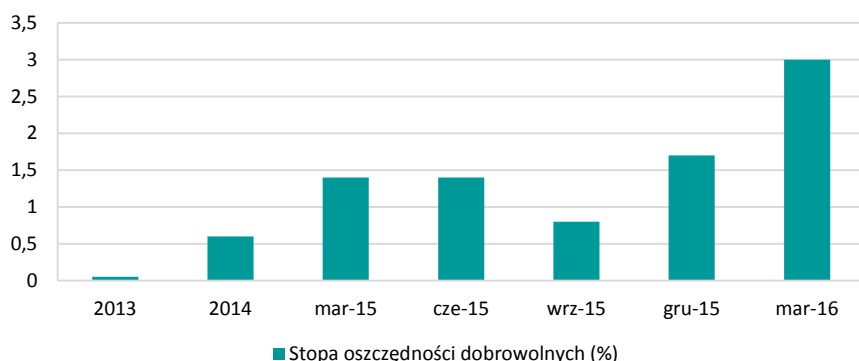
W strukturze opublikowanych w sierpniu danych o PKB za II kw. (por. MAKROpuls z 30.08.2016) niespodzianką było tylko nieznaczne przyspieszenie wzrostu konsumpcji prywatnej z 3,2% r/r w I kw. do 3,3% przy konsensusie równym 3,6%. Oczekiwanie wyższej dynamiki konsumpcji było uzasadnione dobrymi danymi o rynku pracy (wyraźnie szybszy wzrost realnego funduszu płac) oraz – w mniejszym zakresie - rozpoczęciem wypłat środków w ramach programu 500+ (w II kw. gros tych wypłat przypadło na czerwiec, co ograniczyło ich pozytywny wpływ na konsumpcję w całym kwartale). Poniżej przeanalizowaliśmy przyczyny braku silnego przyspieszenia spożycia prywatnego w II kw. oraz perspektywy kształtowania się dynamiki konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach z uwzględnieniem wpływu realizowanego programu Rodzina 500+.



Źródło: GUS, NBP, Credit Agricole

Historycznie realna dynamika konsumpcji wykazywała silną dodatnią korelację z tempem wzrostu realnego funduszu płac w gospodarce narodowej. Od połowy 2014 r. zależność ta uległa osłabieniu i realny fundusz płac rósł szybciej niż spożycie prywatne (por. wykres). Rozbieżność ta narasta od końca 2015 r., co wskazuje na zwiększającą się

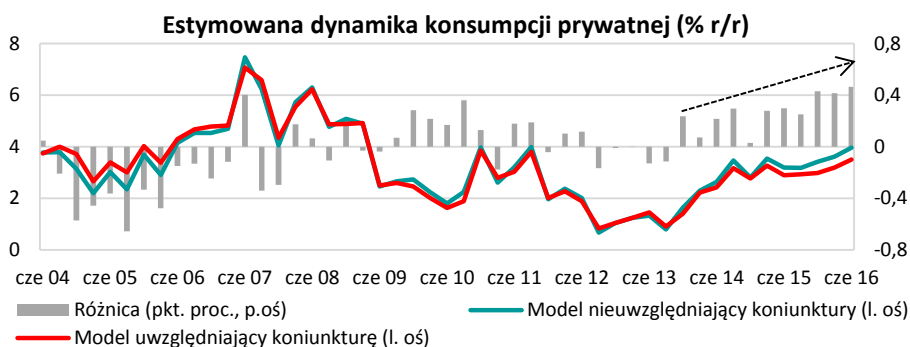
skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania. Naszym zdaniem, wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy w ciągu ostatnich kwartałów skłania konsumentów do odbudowy bufora oszczędnościowego, który uległ zmniejszeniu w okresie gorszej koniunktury w latach 2012-2013.



Źródło: NBP

poziom stopy oszczędności dobrowolnych obserwowany w ostatnich latach (zbliżony do wartości z 2009 r.). Podobne wnioski można wyciągnąć również na podstawie badań koniunktury konsumenckiej GUS. Wskaźnik dotyczący możliwości przyszłego (w ciągu najbliższych 12 miesięcy) oszczędzania pieniędzy utrzymuje się w trendzie wzrostowym od połowy 2013 r. i znajduje się obecnie na najwyższym poziomie w historii badań.

Dostępne dane wskazują, że oszczędności gospodarstw domowych lokowane są wciąż w dominującym stopniu w depozytach, w szczególności bieżących. W II kw. br. wolumen depozytów bieżących wzrósł o 3,5% PKB kw/kw, podczas gdy wolumen depozytów terminowych zmniejszył się o 0,5% PKB. Wybór depozytów bieżących jest naszym zdaniem podyktowany preferencją utrzymywania wysokiej płynności przy jednoczesnej niewielkiej relatywnej stracie z tytułu niższego oprocentowania (obecnie bezwzględna różnica pomiędzy oprocentowaniem depozytów terminowych i bieżących jest na historycznie niskim poziomie). Gospodarstwa w coraz większym stopniu lokują swoje oszczędności również w aktywa przynoszące wyższą niż depozyty oczekiwaną stopę zwrotu. Wsparciem dla takiej oceny jest odnotowany w II kw. wzrost napływu środków do funduszy inwestycyjnych mierzony odsetkiem PKB (0,2%). W poszukiwaniu wyższego zwrotu z kapitału część zamożniejszych Polaków przeznaczają również wolne środki pieniężne na zakup mieszkań w celu inwestycyjnym. W statystyce rachunków narodowych zakup mieszkania jest klasyfikowany jako inwestycje. Z punktu widzenia gospodarstw domowych jest to sposób lokowania środków, które w przeciwnym razie mogłyby zostać przeznaczone na konsumpcję, a więc jest przez nie traktowany wzrost oszczędności.



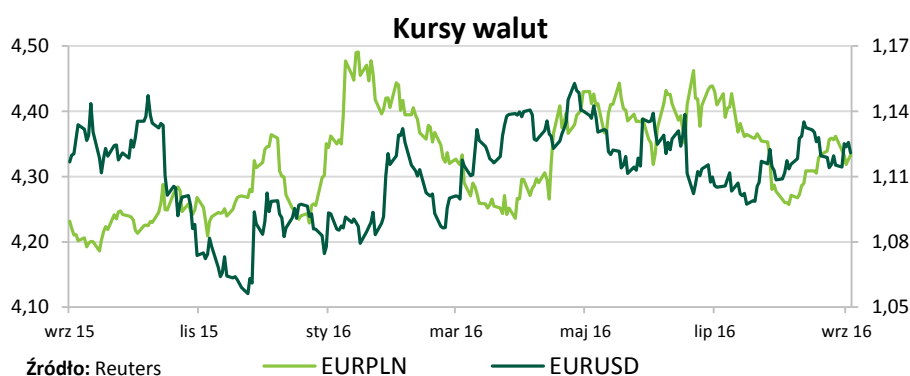
Źródło: Credit Agricole

uzależniona od realnej dynamiki funduszu płac i procesów średniej ruchomej. W drugim modelu dodaliśmy dodatkową zmienną objaśniającą – wskaźnik koniunktury GUS dot. przewidywanego oszczędzania pieniędzy. Różnica pomiędzy dynamikami spożycia prywatnego oszacowanymi za pomocą pierwszego i drugiego modelu może być interpretowana jako skala negatywnego wpływu zwiększonej skłonności do oszczędzania na tempo wzrostu konsumpcji prywatnej. Różnice pomiędzy wskazaniami obu modeli zwiększały się w ostatnich kwartałach i wyniosły 0,45 pkt. proc. w I poł. br. Na podstawie wyników modelu można zatem założyć, że w przypadku braku wzrostu skłonności do oszczędzania w ostatnich kwartałach dynamika konsumpcji w II kw. br. byłaby wyższa i wyniosłaby ok. 3,7%-3,8% r/r.

W celu wytłumaczenia w jakim stopniu obserwowany wzrost skłonności do oszczędzania hamuje przyspieszenie konsumpcji w ostatnich kwartałach skonstruowaliśmy dwa modele ekonometryczne objaśniające realne tempo wzrostu spożycia prywatnego. W pierwszym z nich roczna dynamika konsumpcji została

Opisany powyżej wzrost skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania wskazuje, że przyspieszenie wzrostu konsumpcji w III kw., związane z poprawą sytuacji na rynku pracy i efektem 500+, będzie mniejsze niż wcześniej zakładaliśmy. W formułowanych przez nas w marcu i czerwcu br. (por. MAKROmapy z 7.03.2016 i 6.06.2016) prognozach zakładaliśmy, że ok. 30% całości transferów z programu Rodzina 500+ zostanie zaoszczędzona (głównie wśród bogatszych rodzin), a reszta środków będzie stanowiła impuls do wzrostu konsumpcji. W naszej czerwcowej prognozie oczekiwaliśmy tym samym, że w pierwszym roku trwania programu Rodzina 500+ dynamika konsumpcji wyniesie ok. 4,5% r/r. We wrześniowej prognozie (por. MAKROmapa z 05.09.2016) uwzględniliśmy zarysowane powyżej zmiany w profilu rozdysponowania dochodów gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę efekt zwiększonej skłonności do oszczędzania zrewidowaliśmy naszą prognozę dynamiki spożycia prywatnego do przeciętnie 3,9% r/r w okresie III kw. br. – II kw. 2017 r. Obniżenie ścieżki konsumpcji było jednym z czynników oddziałujących w kierunku rewizji naszej prognozy tempa wzrostu gospodarczego do 2,9% w br. (wcześniej 3,3%).

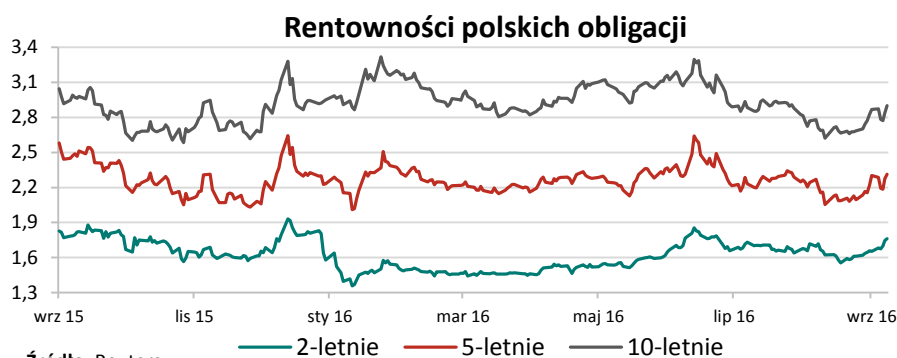
Decyzja Moody's pozytywna dla złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3330 (umocnienie złotego o 0,7%). Od poniedziałku do czwartku mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotego oraz innych walut rynków wschodzących, co było związane ze spadkiem światowej awersji do ryzyka. Większy apetyt na ryzyko wynikał w naszej ocenie ze zmniejszenia oczekiwań na szybką normalizację

polityki monetarnej w USA (pogorszenie koniunktury w sierpniu, niższe od oczekiwań dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA – por. MAKROmapa z 05.09.2016). W piątek złoty nieznacznie tracił na wartości, co naszym zdaniem mogło wynikać z podwyższonej niepewności na rynku związanej z oczekiwaniem na wieczorną decyzję agencji Moody's w sprawie ratingu Polski. Agencja nie dokonała jednak rewizji ratingu Polski oraz nie opublikowała raportu kredytowego nt. Polski. Tym samym rating Polski został utrzymany na dotychczasowym poziomie (A2 z perspektywą negatywną).

Na początku tego tygodnia w kierunku lekkiego umocnienia złotego może oddziaływać brak zmian w ratingu Polski. W dalszej części tygodnia w centrum uwagi rynku będą liczne dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, indeksy NY Empire State, Philadpelia Fed oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan). W przypadku realizacji naszych prognoz zbliżonych do konsensusu rynkowego sumaryczny wpływ danych z USA będzie neutralny dla kursu polskiej waluty. Do osłabienia złotego mogą przyczynić się jednak krajowe dane nt. inflacji oraz bilansu płatniczego. Pozostałe dane z Polski (wynagrodzenie i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw) oraz dane z Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz inwestycje w aglomeracjach miejskich) nie będą miały w naszej ocenie istotnego wpływu na kurs złotego.


Decyzja Moody's i dane o inflacji pozytywne dla rynku długu


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,761 (wzrost o 11pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,314 (wzrost o 1pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,902 (wzrost o 4pb). Od poniedziałku do środy utrzymywał się wzrost cen polskiego długu widoczny na całej długości krzywej dochodowości

związany ze spadkiem światowej awersji do ryzyka. Większy apetyt na ryzyko wynikał w naszej ocenie z osłabienia oczekiwań na szybką normalizację polityki monetarnej w USA (pogorszenie koniunktury w sierpniu, niższe od oczekiwań dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA – por. MAKROmapa z 05.09.2016). W czwartek i piątek miał miejsce wzrost rentowności polskich obligacji widoczny na całej długości krzywej dochodowości. Naszym zdaniem wynikał one ze zwiększenia niepewności na rynku związanej z oczekiwaniem na piątkową decyzję Moody's w sprawie polskiego ratingu. Wsparcie dla takiej oceny stanowi obniżenie spreadu pomiędzy węgierskim i polskimi dziesięcioletnimi obligacjami. Agencja nie dokonała jednak rewizji ratingu Polski oraz nie opublikowała raportu kredytowego nt. Polski. Tym samym rating Polski został utrzymany na dotychczasowym poziomie (A2 z perspektywą negatywną).

Na początku tego tygodnia możemy mieć do czynienia z łagodnym spadkiem rentowności polskich obligacji widocznym na całej długości krzywej dochodowości w reakcji na brak zmian w ratingu Polski. Istotne dla polskiego rynku długu będą również liczne dane z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, indeksy NY Empire State, Philadpelia Fed oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan). W przypadku realizacji naszych zbliżonych do konsensusu rynkowego prognoz, uważamy, że zagregowany wpływ danych na ceny polskich obligacji będzie ograniczony. Do spadku rentowności polskich obligacji na krótkim końcu krzywej mogą przyczynić się jednak finalne dane o inflacji w Polsce. Pozostałe krajowe dane (bilans płatniczy, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), a także dane z Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz inwestycje w aglomeracjach miejskich) nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16
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*	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,37
Kurs USDPLN*	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,94
Kurs CHFPLN*	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	3,98	4,00	3,87	3,97	3,96	4,04	4,02	3,97	3,99
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,8	0,7	5,9	3,2	6,0	-3,4	-3,4	8,3
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,4	-0,4	-0,1
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	2,0	4,3
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,8	5,0
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,2	3,2
Stopa bezrobocia rej.* (%)	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1	8,8	8,6	8,6	8,5
Saldo ROB (mln EUR)	-574	-608	-305	405	-573	771	-529	54	563	624	-203	-926	-926	
Eksport (r/r, % EUR)	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,9	5,9	0,8	4,8	-0,7	6,4	6,4	-4,7	
Import (r/r, % EUR)	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,6	7,7	1,1	0,3	0,4	2,4	2,4	-6,9	

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2016				2017				2015	2016	2017	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,0	3,1	2,8	2,9	3,8	3,5	3,6	3,4	3,6	2,9	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	3,2	3,3	4,0	4,0	4,0	3,7	3,0	3,1	3,1	3,6	3,4	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-4,9	-3,4	-1,5	3,0	4,4	5,1	5,2	5,8	-2,7	4,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,9	10,9	10,6	8,0	8,2	7,0	6,6	6,0	6,8	9,1	6,9	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,3	9,9	10,1	6,4	6,9	6,3	6,6	7,3	6,3	8,9	6,8	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	2,4	1,9	2,6	2,2	1,8	1,5	1,8	2,1	2,0
	Inwestycje (pp.)	-0,2	-0,9	-0,7	-0,4	0,4	0,7	0,9	1,4	1,1	-0,5	0,9
	Eksport netto (pp.)	-0,9	0,8	0,4	1,0	0,9	0,6	0,2	-0,3	0,3	0,4	0,3
Saldo obrotów bieżących***	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,3	-0,5	-0,6	
Stopa bezrobocia (%)**	10,0	8,8	8,3	8,4	8,9	8,0	7,9	8,4	9,8	8,4	8,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,2	2,3	2,6	1,9	1,4	1,0	0,5	0,0	1,4	2,2	0,7	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,1	4,3	5,0	5,3	5,3	5,1	5,0	4,9	3,3	4,4	5,1	
Inflacja CPI (%)*	-0,9	-0,9	-0,8	0,3	1,8	2,0	1,7	1,6	-0,9	-0,6	1,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	1,71	1,71	1,71	1,71	1,96	2,13	2,21	1,72	1,71	2,21	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	1,50	1,50	2,00	
EURPLN**	4,24	4,38	4,37	4,30	4,30	4,20	4,20	4,15	4,26	4,30	4,15	
USDPLN**	3,73	3,94	3,94	3,91	3,91	3,85	3,89	3,81	3,92	3,91	3,81	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 12.09.2016r.						
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	-0,9	-0,9	
Wtorek 13.09.2016r.						
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	10,2	10,3	10,3
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	6,0	6,3	6,1
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Sierpień	8,1	7,9	8,0
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	II kw.	1,4		
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Wrzesień	0,5		2,5
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Lipiec	-203	-926	-439
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Sierpień	-0,4	-0,3	-0,4
Środa 14.09.2016r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	0,6		-0,9
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	10,7	10,6	10,8
Czwartek 15.09.2016r.						
8:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	III kw.	-0,75		-0,75
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	0,2	0,2	0,2
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Wrzesień	0,25	0,25	0,25
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	263		264
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	0,0	0,0	0,0
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	-4,2	0,5	-1,0
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Wrzesień	2,0	2,5	2,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	0,7	-0,1	-0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Sierpień	75,9	75,8	75,7
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Lipiec	0,2	-0,1	0,1
Piątek 16.09.2016r.						
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	II kw.	1,8		
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	4,8	5,0	5,0
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	3,2	3,2	3,2
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Sierpień	0,0	0,0	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Sierpień	0,1	0,1	0,2
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	89,8	90,6	90,9

* 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