

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie słabsze od oczekiwań dane z realnej sfery gospodarki i wyniki badań koniunktury w USA (m.in. sprzedaż detaliczna, indeksy ISM) oraz gołębi ton wypowiedzi niektórych członków FED (m.in. L. Brainard) oczekujemy, że Rezerwa Federalna utrzyma w tym tygodniu status quo w polityce pieniężnej. Po posiedzeniu przedstawiona zostanie wrześniowa projekcja makroekonomiczna FOMC. Uważamy, że prognozowana stopa bezrobocia zostanie w niej obniżona w porównaniu do czerwcowej projekcji. Z kolei ścieżki inflacji i tempa wzrostu gospodarczego będą zbliżone do przedstawionych w czerwcowej projekcji. Projekcja najprawdopodobniej wskaże również, że preferowana przez członków FED skala zacieśniania polityki pieniężnej w br. to 25 pb. (wobec 50 pb. w czerwcowej projekcji FOMC). W naszej ocenie przewidywana przez członków FED wysokość stóp procentowych w kolejnych latach również zostanie obniżona (do poziomu 2,75% w długim okresie wobec 3,00% w czerwcowej projekcji). Nasz scenariusz zakładający utrzymanie niezmiennego poziomu stóp procentowych w USA w tym tygodniu jest zgodny z oczekiwaniami rynku, jednak podczas konferencji po posiedzeniu FOMC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach. Publikacja wrześniowej projekcji makroekonomicznej FOMC może przyczynić się do lekkiego umocnienia złotego i spadku rentowności obligacji na długim końcu krzywej dochodowości.
- **W piątek opublikowane zostaną wrześniowe wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się do 52,6 pkt. we wrześniu wobec 52,9 pkt. w sierpniu. Zmniejszenie wartości wskaźnika nastąpiło przy spowolnieniu tempa wzrostu aktywności gospodarczej we Francji oraz jego stabilizacji w Niemczech. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się poniżej konsensusu, a tym samym ich publikacja, sygnalizująca wzrost prawdopodobieństwa dalszego rozluźnienia polityki pieniężnej przez EBC, może być lekko pozytywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy również dane z rynku nieruchomości w USA.** Oczekujemy, że trwałość ożywienia na tym rynku potwierdzą wzrost liczby pozwoleń na budowę (1153 tys. w sierpniu wobec 1144 tys. w lipcu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,41 mln wobec 5,39 mln), a także stabilizacja liczby rozpoczętych budów domów (1211 tys.). Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **Dzisiaj poznamy krajowe dane o sierpniowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji wzrosła do 8,3% r/r w sierpniu wobec -3,4% w lipcu ze względu na oddziaływanie efektu korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz przesunięcia letniej przerwy urlopowej w fabrykach samochodowych. Wsparcie dla naszej wyższej od konsensusu (5,8%) prognozy stanowi również wyższy od oczekiwań rynkowych sierpniowy wskaźnik PMI (por. MAKROpuls z 01.09.2016). Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyło się naszym zdaniem do 4,3% r/r w sierpniu wobec 2,0% w lipcu (efekt kalendarzowy). Uważamy, że publikacja danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej może przyczynić się do umocnienia kursu złotego i spadku cen polskich obligacji. Dane te będą również istotne w kontekście oceny tempa wzrostu gospodarczego w III kw.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane z realnej sfery gospodarki USA oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w sierpniu o 0,4% m/m wobec wzrostu o 0,6% w lipcu. Zmniejszenie miesięcznej dynamiki produkcji przemysłowej wynikało z jej niższego tempa wzrostu w przetwórstwie oraz dostarczaniu mediów. Wykorzystanie mocy wytwórczych

zmniejszyło się w sierpniu do 75,5% wobec 75,9% w lipcu. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. nominalnej sprzedaży detalicznej, która zmniejszyła się w sierpniu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,1% w lipcu. Po wyłączeniu sprzedaży samochodów sprzedaż detaliczna obniżyła się o 0,1% m/m wobec spadku o 0,4%. Wzrost miesięcznej dynamiki sprzedaży detalicznej po wyłączeniu sprzedaży samochodów wynikał z wyższych wkładów większości jej kategorii. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również regionalne wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Indeks NY Empire State zwiększył się we wrześniu do -2,0 pkt. wobec -4,2 pkt. w sierpniu, a indeks Philadelphia FED wzrósł do 12,8 pkt. wobec 2,0 pkt. W zeszłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Wstępny indeks Uniwersytetu Michigan we wrześniu nie zmienił się w porównaniu do sierpnia i wyniósł 89,8 pkt. Stabilizacja wskaźnika była efektem spadku składowej dla oceny bieżącej sytuacji, który został skompensowany przez wzrost składowej dla oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego wyraźnie przyspieszy w III kw. do 2,8% wobec 1,1% w II kw., kształtując się powyżej poziomu tempa wzrostu potencjalnego.

- ✔ **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w sierpniu do -0,8% r/r wobec -0,9% w lipcu.** Zwiększenie inflacji wynikało z wyższej dynamiki cen żywności oraz paliw (por. MAKROpuls z 12.09.2016). Inflacja bazowa w sierpniu nie zmieniła się w stosunku do lipca i wyniosła -0,4% r/r. Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do listopada 2016 r. W efekcie oczekujemy, że w 2016 r. średnioroczna inflacja kształtuje się na poziomie -0,6% r/r wobec -0,9% w 2015 r.
- ✔ **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększył się w lipcu do 802 mln EUR z 203 mln EUR w czerwcu.** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 717 mln EUR i 148 mln EUR niższe niż w czerwcu). W przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe salda dochodów pierwotnych oraz usług (odpowiednio o 170 mln EUR i 96 mln EUR wyższe niż w czerwcu). Dynamika eksportu zmniejszyła się w lipcu do -4,8% r/r wobec 6,4% w czerwcu, a dynamika importu obniżyła się do -7,3% r/r wobec 2,4%. Niższe tempo wzrostu eksportu i importu wynikało w znaczącym stopniu z efektu niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszy się w III kw. do -0,4% wobec -0,3% w II kw., a w całym 2016 r. obniży się do -0,5% wobec -0,3%.
- ✔ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w sierpniu do 4,7% r/r wobec 4,8% w lipcu.** Mimo spowolnienia nominalnego wzrostu płac jego tempo kształtowało się na poziomie zgodnym z krótkookresowym trendem (por. MAKROpuls z 16.09.2016). Roczna dynamika zatrudnienia obniżyła się w sierpniu do 3,1% r/r wobec 3,2% r/r w lipcu. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w okresie lipiec-sierpień 9,0% r/r wobec 8,7% w II kw. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą realna dynamika spożycia prywatnego wzrośnie w III kw. do 4,0% r/r wobec 3,3% w II kw.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z chińskiej gospodarki.** Tempo wzrostu produkcji przemysłowej zwiększyło się w sierpniu do 6,3% r/r wobec 6,0% w lipcu, sprzedaży detalicznej do 10,6% wobec 10,2%, a inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniło się w porównaniu do lipca i wyniosło 8,1%. Dane wskazują tym samym na utrzymujące się relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego w Chinach (prognozujemy, że w 2016 r. wyniesie ono 6,7%). Jest to spójne z wyznaczonym przez chiński rząd celem dla dynamiki PKB na 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%” (por. MAKROmapa z 18.08.2016).
- ✔ **Wrześniowy indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech nie zmienił się w porównaniu do sierpnia i wyniósł 0,5 pkt.** Zgodnie z komunikatem stabilizacja wskaźnika wynikała z mieszanych nastrojów uczestników badania. Z jednej strony są oni zaniepokojeni

obniżeniem popytu na niemiecki eksport ze strony krajów spoza UE oraz słabszymi od oczekiwań danymi o produkcji przemysłowej w Niemczech, z drugiej strony obserwują oni poprawę sytuacji gospodarczej w UE. Prognozujemy, że tempo wzrostu niemieckiego PKB w III kw. zmniejszy się do 0,3% kw/kw wobec 0,4% w II kw.

**W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** Zgodnie z oczekiwaniami rynku SNB utrzymał docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%] i pozostawił stopę depozytową na poziomie -0,75%. W komunikacie przedstawiona została ocena, zgodnie z którą frank szwajcarski jest nadal znacząco przewartościowany, a SNB będzie nadal aktywny na rynku walutowym w przypadku zaistnienia takiej potrzeby. Jednocześnie zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji została w niej zrewidowana w dół w porównaniu do czerwcowej projekcji z uwagi na pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, będące konsekwencją Brexit i jego wpływu na sytuację w Wielkiej Brytanii i UE. Zgodnie z wrześniową projekcją w 2016 r. inflacja wyniesie -0,4% (brak zmian w porównaniu do czerwcowej projekcji), 0,2% w 2017 r. (0,3%) oraz 0,6% w 2018 r. (0,9%). Utrzymana została prognoza szwajcarskiego PKB w 2016 r., którego wzrost zgodnie z oczekiwaniami SNB wyniesie ok. 1,5%. Biorąc pod uwagę prognozowaną przez nas ścieżkę kursu EURPLN (por. tabela kwartalna) oraz EURCHF, oczekujemy, że kurs CHFPLN wyniesie 3,99 na koniec września oraz 3,94 na koniec 2016 r.

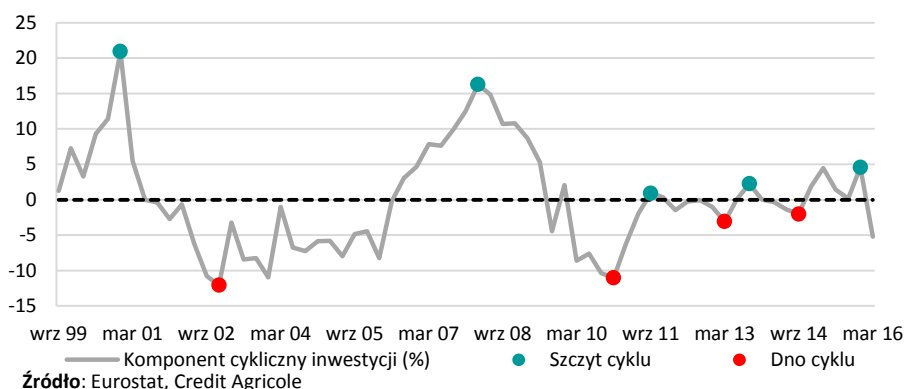
## **Kiedy przyspieszą inwestycje przedsiębiorstw ?**

**Zgodnie z wynikami międzynarodowych badań, w ciągu ostatnich kilkadziesiąt lat cykle inwestycyjne w gospodarkach rozwiniętych uległy stopniowemu skróceniu i spłyceniu. Poniżej prezentujemy przyczyny tego zjawiska oraz odpowiadamy na pytanie czy analogiczne tendencje mają miejsce również w Polsce.**

Analiza przeprowadzona przez ekonomistów z Uniwersytetu Harvarda wskazuje, że w latach 1980-2005 średnia długość cyklu inwestycyjnego w gospodarkach rozwiniętych wynosiła ok. 56 miesięcy, a w latach 2005-2010 zmniejszyła się i była równa przeciętnie 48 miesięcy. Skrócenie cyklu jest efektem m.in. coraz większej mobilności kapitału oraz popularyzacji technologii informatycznych. Coraz większa mobilność kapitału wynikająca z postępu technicznego pozwala na szybszą niż w przeszłości realizację projektów inwestycyjnych. Jednocześnie coraz większy udział nowoczesnych technologii w całości nakładów na środki trwałe wiąże się z koniecznością przeprowadzenia inwestycji odtworzeniowych. Technologie te, charakteryzują się dość krótką żywotnością (szybko stają się przestarzałe) oraz koniecznością uaktualnień co sprzyja skróceniu cykli inwestycyjnych.

Dodatkowo w krajach rozwiniętych mamy w ostatnich latach do czynienia ze zjawiskiem tzw. stagnacji sekularnej (*secular stagnation*). Jest to sytuacja, w której wzrost gospodarczy oscyluje w pobliżu zera, pomimo prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej i/lub pieniężnej (stopy procentowe blisko lub poniżej zera, programy luzowania ilościowego). Stagnacja ta ma przede wszystkim związek z brakiem nowych, istotnych bodźców do rozwoju, których rolę w przeszłości odgrywały m.in. rywalizacja podczas zimnej wojny, czy wynalezienie internetu. Poza tym jest ona związana m.in. z bardziej rygorystycznymi niż przed kryzysem z 2008r. wymogami kredytowymi, a także utrzymującą się po globalnym kryzysie finansowym i kryzysie zadłużenia w strefie euro ostrożnością podmiotów prowadzących działalność gospodarczą. Stagnacja sekularna znajduje również odzwierciedlenie w spłyceniu cykli inwestycyjnych przedsiębiorstw. W wyniku większej niepewności przedsiębiorstw dotyczącej przyszłej koniunktury, firmy wolą przeprowadzać mniejsze projekty inwestycyjne, co skutkuje zmniejszeniem amplitudy wahań cyklicznych nakładów na środki trwałe w ostatnich latach. Jednocześnie nasilające się procesy regulacyjne oddziałują w sposób stagnacyjny na aktywność inwestycyjną.

W celu zbadania czy opisane powyżej procesy zachodzą również w Polsce przeanalizowaliśmy dane Eurostatu o nakładach przedsiębiorstw na środki trwałe. W celu wyodrębnienia wahań cyklicznych inwestycji przedsiębiorstw w latach 1999-2016 wykorzystano filtr spektralny Hodricka-Prescottta (HP). W pierwszej kolejności zlogarytmowano odsezonowane, urealnione deflatorem inwestycji ogółem nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Następnie używając filtra HP wyznaczono trend szeregu czasowego nakładów na środki trwałe. Odejmując od rzeczywistych wartości inwestycji wartość trendu uzyskano względne wahania cykliczne nakładów przedsiębiorstw na środki trwałe.



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Zgodnie z wynikami analizy, od 1999 r. w Polsce wystąpiły cztery pełne cykle inwestycyjne przedsiębiorstw oraz dwa niepełne cykle – faza ożywienia kończąca się w IV kw. 2000 r. oraz faza spowolnienia rozpoczynająca się od IV kw. 2015 r. Na szczególną uwagę zasługują dwie cechy charakterystyczne tych cykli. Po pierwsze w ciągu ostatnich pięciu

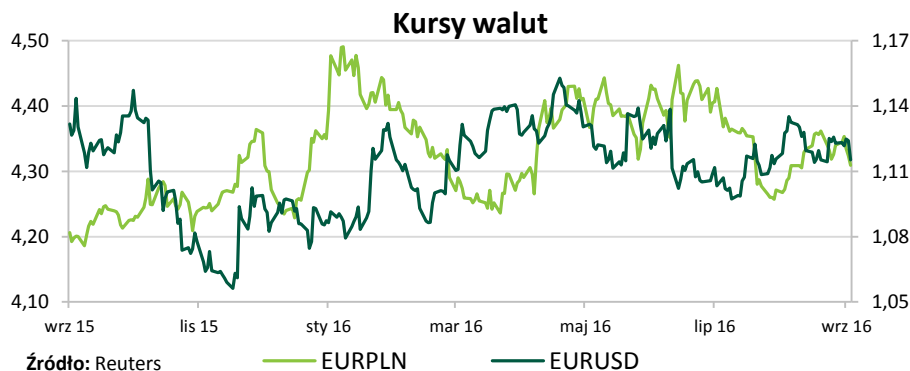
lat długość trwania cykli (definiowana jako odległość pomiędzy dwoma szczytami) była mniejsza niż w przeszłości. Pierwszy z cykli w analizowanym przez nas okresie trwał 30 kwartałów (IV kw. 2000 r. – I kw. 2008 r.), drugi 15 kwartałów (I kw. 2008 r. – III kw. 2011 r.), trzeci 9 kwartałów (III kw. 2011 r. – III kw. 2013 r.), a czwarty cykl miał długość 10 kwartałów (III kw. 2013 r. – IV kw. 2015 r.). Po drugie, amplituda wahań cyklicznych (rozumiana jako suma względnych absolutnych odchyłeń szczytu i dna cyklu od trendu) zmniejsza się w czasie. Podczas pierwszego cyklu wyniosła ona 33%, w drugim 27%, a w trzecim i czwartym była ona równa tylko ok. 4%. Tym samym dane o inwestycjach przedsiębiorstw w Polsce potwierdzają tendencje obserwowane w skali międzynarodowej.

Naszym zdaniem dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku skrócenia i spłycenia cykli inwestycyjnych w Polsce jest wysoki udział środków własnych przedsiębiorstw w finansowaniu inwestycji. Zgodnie z badaniami koniunktury przedsiębiorstw NBP (*Szybki Monitoring*) znaczenie kredytów w finansowaniu nowych inwestycji od czasu globalnego kryzysu finansowego pozostaje na obniżonym, choć względnie stabilnym poziomie (wahania w wąskim przedziale 25%-30%). Taka struktura finansowania pozwala na większą elastyczność w przeprowadzaniu projektów inwestycyjnych. Uruchomienie projektu następuje zwykle szybciej gdyż nie wymaga ono oczekiwania na reakcję ze strony banków oraz pozwala na niezależnienie się od polityki kredytowej realizowanej przez instytucje finansowe. Taki wariant finansowania zapewnia również większe pole manewru w przypadku wahań koniunktury. Brak konieczności regulowania zobowiązań kredytowych umożliwi zamrożenie projektu inwestycyjnego w przypadku spowolnienia gospodarczego i szybkie wznowienie prac na początku ożywienia. Ponadto firmy, które wcześniej realizowały inwestycje z wykorzystaniem środków własnych są często korzystniej oceniane przez banki przy ubieganiu się o kredyt przy następnym projekcie, co tym samym skraca proces decyzyjny przy udzielaniu kredytu.

Zarysowane powyżej tendencje stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym obserwowany obecnie spadek inwestycji przedsiębiorstw w ujęciu rocznym ma charakter przejściowy. Oczekujemy, że dynamika nakładów firm na środki trwałe ukształtuje się powyżej zera w II poł. br. Jednocześnie przyspieszenie wzrostu tego wskaźnika w 2017 r. będzie naszym zdaniem umiarkowane, co jest spójne z wynikami powyższej analizy wskazującymi na spłycenie cykli inwestycyjnych. Zarysowana powyżej ścieżka inwestycji przedsiębiorstw jest zgodna z naszą prognozą inwestycji ogółem zakładającej przyspieszenie nakładów na środki trwałe z -2,7% w 2016 r. do 4,7% w 2017 r.



## Tydzień pod znakiem umocnienia złotego ?

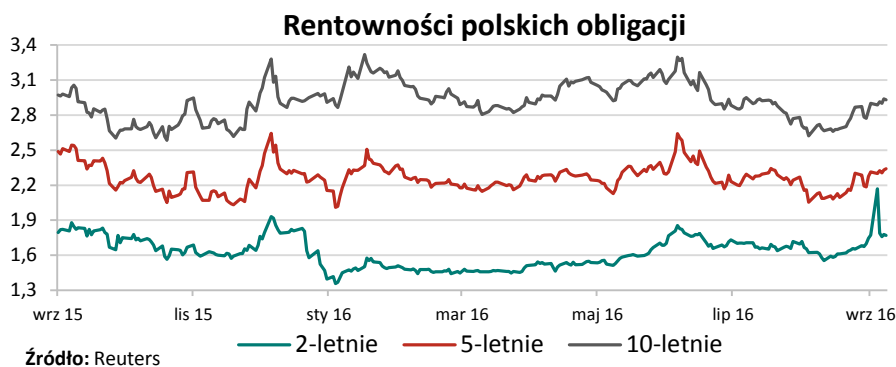


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,3242 (brak zmian w stosunku do poziomu sprzed dwóch tygodni). W poniedziałek złoty oraz inne waluty regionu traciły na wartości wraz z rosnącymi oczekiwaniami rynku na dalszą normalizację polityki monetarnej w USA. Wsparcie dla takiej oceny stanowi wzrost rentowności amerykańskich

obligacji widoczny na całej długości krzywej. Zgodne ze wstępnym szacunkiem krajowe dane o inflacji nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. We wtorek kurs złotego był stabilny i oscylował wokół poziomu 4,35 za euro mimo niższych od oczekiwań rynkowych danych nt. salda na rachunku obrotów bieżących w Polsce. Od środy do piątku złoty oraz inne waluty regionu zyskiwały na wartości wraz ze spadkiem globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlanej obniżeniem indeksu VIX. W naszej ocenie wzrost apetytu na ryzyko mógł wynikać z publikacji licznych, niższych od oczekiwań danych z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan), które sumarycznie oddziaływały w kierunku osłabienia oczekiwań inwestorów na szybszą normalizację polityki monetarnej w USA.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie środowe posiedzenie FOMC. Nasz scenariusz zakładający utrzymanie niezmiennego poziomu stóp procentowych w USA jest zgodny z oczekiwaniami rynku, jednak publikacja wyników wrześniowej projekcji makroekonomicznej może się przyczynić do lekkiego umocnienia złotego. Do umocnienia polskiej waluty mogą się również przyczynić dzisiejsze krajowe dane nt. produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Istotne dla złotego będą w naszej ocenie także piątkowe wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. W przypadku realizacji naszych niższych od konsensusu rynkowego prognoz oczekujemy lekkiego umocnienia złotego. Sumaryczny wpływ danych z amerykańskiego rynku nieruchomości (pozwolenia na budowę, sprzedaż nowych domów na rynku wtórnym, rozpoczęte budowy domów) będzie w naszej ocenie neutralny dla kursu polskiej waluty.

## Posiedzenie FOMC w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,777 (wzrost o 3pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,329 (wzrost o 5pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,938 (wzrost o 10pb). W poniedziałek na otwarciu rentowności polskich obligacji były wyższe niż na piątkowym

zamknięciu mimo pozostawienia przez agencję Moody's ratingu Polski na niezmiennym poziomie oraz braku publikacji raportu kredytowego nt. Polski. W naszej ocenie spadek cen polskiego długu wynikał

głównie ze zwiększenia globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlaną wzrostem indeksu VIX, który był spowodowany nasileniem oczekiwań na dalszą normalizację polityki monetarnej w USA. W kolejnych dniach mieliśmy do czynienia z relatywną stabilizacją cen polskich obligacji w ślad za rynkami bazowymi, a zmienność cen długu była silnie skorelowana ze zmiennością indeksu VIX. Relatywna stabilizacja rentowności obligacji może świadczyć o spadku aktywności inwestorów przed zaplanowanym na środę posiedzeniem FOMC.

W tym tygodniu centrum uwagi polskiego rynku długu będzie środowe posiedzenie FOMC. Zakładamy utrzymanie niezmiennego poziomu stóp procentowych w USA, co jest zgodne z oczekiwaniami rynku, jednak wyniki wrześniowej projekcji makroekonomicznej mogą się przyczynić do spadku na długim końcu krzywej dochodowości. Wsparciem dla polskiego długu mogą być także dzisiejsze krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Ponadto, do lekkiego spadku rentowności polskich obligacji mogą przyczynić się piątkowe wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. Dane z USA (pozwolenia na budowę, sprzedaż nowych domów na rynku wtórnym, rozpoczęte budowy domów) będą w naszej ocenie naturalne dla polskiego rynku długu.

## 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	<b>4,37</b>
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	<b>3,94</b>
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	<b>3,99</b>
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	-0,8	
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	
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		<b>8,3</b>
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		<b>-0,1</b>
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		<b>4,3</b>
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		4,7
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		3,1
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		<b>8,5</b>
Saldo ROB (mln EUR)	-574	-608	-305	405	-573	771	-529	54	563	624	-203	-802		
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	-4,8		
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	-7,3		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Main macroeconomic indicators in Poland

Indicator	2016				2017				2015	2016	2017	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Gross Domestic Product (% YoY)	3,0	3,1	2,8	2,9	3,8	3,5	3,6	3,4	3,6	2,9	3,5	
Private consumption (% YoY)	3,2	3,3	4,0	4,0	4,0	3,7	3,0	3,1	3,1	3,6	3,4	
Gross fixed capital formation (% YoY)	-1,8	-4,9	-3,4	-1,5	3,0	4,4	5,1	5,2	5,8	-2,7	4,7	
Export - constant prices (% YoY)	6,9	10,9	10,6	8,0	8,2	7,0	6,6	6,0	6,8	9,1	6,9	
Import - constant prices (% YoY)	9,3	9,9	10,1	6,4	6,9	6,3	6,6	7,3	6,3	8,9	6,8	
GDP growth contributions	Private consumption (pp)	2,0	1,9	2,4	1,9	2,6	2,2	1,8	1,5	1,8	2,1	2,0
	Investments (pp)	-0,2	-0,9	-0,7	-0,4	0,4	0,7	0,9	1,4	1,1	-0,5	0,9
	Net exports (pp)	-0,9	0,8	0,4	1,0	0,9	0,6	0,2	-0,3	0,3	0,4	0,3
Current account***	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,3	-0,5	-0,6	
Unemployment rate (%)**	10,0	8,8	8,3	8,4	8,9	8,0	7,9	8,4	9,8	8,4	8,4	
Non-agricultural employment (% YoY)	2,2	2,3	2,6	1,9	1,4	1,0	0,5	0,0	1,4	2,2	0,7	
Wages in national economy (% YoY)	3,1	4,3	5,0	5,3	5,3	5,1	5,0	4,9	3,3	4,4	5,1	
CPI Inflation (% YoY)*	-0,9	-0,9	-0,8	0,3	1,8	2,0	1,7	1,6	-0,9	-0,6	1,8	
Wibor 3M (%)**	1,67	1,71	1,71	1,71	1,71	1,96	2,13	2,21	1,72	1,71	2,21	
NBP reference rate (%)**	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**
<b>Poniedziałek 19.09.2016r.</b>						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Lipiec	28,2		
14:00	<b>Polska</b>	<b>Sprzedaż detaliczna (% r/r)</b>	<b>Sierpień</b>	<b>2,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>
14:00	<b>Polska</b>	<b>Inflacja PPI (% r/r)</b>	<b>Sierpień</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
14:00	<b>Polska</b>	<b>Produkcja przemysłowa (% r/r)</b>	<b>Sierpień</b>	<b>-3,4</b>	<b>8,3</b>	<b>5,8</b>
<b>Wtorek 20.09.2016r.</b>						
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Sierpień	1211	1211	1191
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Sierpień	1144	1153	1170
<b>Środa 21.09.2016r.</b>						
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Wrzesień	0,25	0,25	0,25
<b>Czwartek 22.09.2016r.</b>						
14:00	<b>Polska</b>	<b>Minutes z posiedzenia RPP</b>	<b>Wrzesień</b>			
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Sierpień	5,39	5,41	5,45
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	-8,5		-8,3
<b>Piątek 23.09.2016r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	53,6	52,8	53,1
10:00	<b>Polska</b>	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Sierpień</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Wrzesień	52,8	52,4	52,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	51,7	51,6	51,5
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Wrzesień	52,9	52,6	52,8
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	52,0		51,9

\* 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