

## W tym tygodniu

- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W środę opublikowane zostaną wstępne sierpniowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zmniejszyły się one o 2,5% m/m wobec wzrostu o 4,4% w lipcu (efekt niższych zamówień w firmie Boeing). W tym tygodniu poznamy również dane nt. sprzedaży nowych domów, która naszym zdaniem wzrosła o 602 tys. w sierpniu wobec 654 tys. w lipcu. W czwartek zostanie opublikowany finalny szacunek amerykańskiego PKB w II kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło się do 1,4% wobec 1,1% w drugim szacunku ze względu na wyższe wkłady zapasów i eksportu netto. Zza oceanu napłyną ponadto dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że zrewidowany w górę finalny indeks Uniwersytetu Michigan (90,3 pkt. wobec 89,8 pkt. w sierpniu) będzie odzwierciedlać poprawę nastrojów gospodarstw domowych we wrześniu. Z kolei indeks zaufania konsumentów Conference Board, z uwagi na oddziaływanie efektu wysokiej bazy sprzed miesiąca, obniży się naszym zdaniem do 99,0 pkt. we wrześniu wobec 101,1 w sierpniu. Uważamy, że publikacja danych o zamówieniach na środki trwałe może przyczynić się do umocnienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji. Pozostałe dane z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **W piątek poznamy wstępny odczyt inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że dynamika cen zwiększyła się we wrześniu do 0,5% r/r wobec 0,2% w sierpniu. Wyższa inflacja będzie głównie skutkiem oddziaływania efektów niskiej bazy dla cen nośników energii. W czwartek opublikowany zostanie również wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że wzrosła ona do 0,6% r/r we wrześniu wobec 0,3% w sierpniu. Oczekujemy, że dane te nie wpłyną istotnie na kurs złotego i rentowności obligacji.
- **W piątek opublikowane zostaną wstępne dane o wrześniowej inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się do -0,5% r/r wobec -0,8% w sierpniu.** Uważamy, że do wzrostu inflacji przyczyniła się wyższa dynamika cen paliw, nośników energii oraz zwiększenie inflacji bazowej. Nasza prognoza jest niższa od konsensusu (-0,4%), a tym samym jej materializacja będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji.
- **W piątek poznamy odczyt indeksu Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa.** Oczekujemy lekkiej poprawy koniunktury sygnalizowanej przez wzrost wskaźnika do 50,2 pkt. we wrześniu wobec 50,0 pkt. w sierpniu. W naszej ocenie publikacja wskaźnika nie powinna mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego.** Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszy się do 105,6 pkt. we wrześniu z 106,2 pkt. w sierpniu. Publikacja indeksu Ifo najprawdopodobniej będzie neutralna dla rynków finansowych.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej pozostał niezmienny na poziomie [0,25%; 0,50%]. W komunikacie po posiedzeniu FOMC znalazł się zapis, że znaczenie krótkoterminowych czynników ryzyka dla amerykańskiej gospodarki zmniejszyło się. Jednocześnie dodane zostało sformułowanie, zgodnie z którym przybywa argumentów za podwyżką stóp procentowych, niemniej jednak Rezerwa Federalna zdecydowała poczekać na dalsze sygnały potwierdzające kontynuację poprawy sytuacji na rynku pracy oraz powrotu inflacji do celu. Na konferencji po posiedzeniu przedstawione zostały nowe projekcje makroekonomiczne członków FOMC. W porównaniu do czerwcowej projekcji prognoza tempa

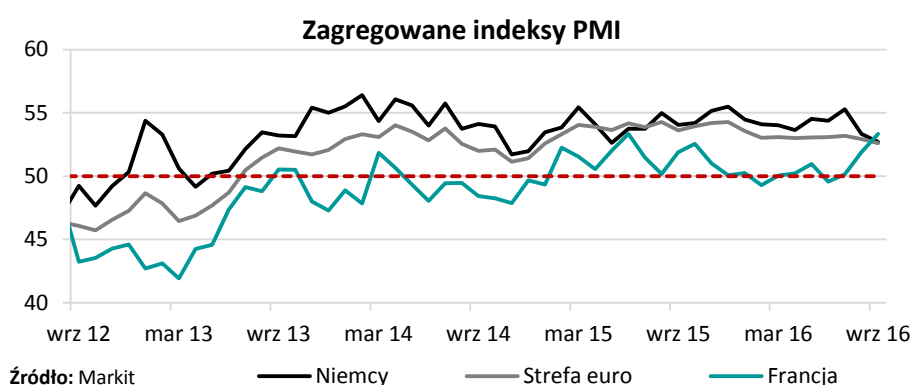
wzrostu gospodarczego w 2016 r. została obniżona do 1,8% wobec 2,0%, w 2017 i 2018 r. utrzymana na niezmiennym poziomie (2,0%), a w 2019 r. oraz w długim okresie zmniejszona do 1,8% wobec 2,0%. Prognoza inflacji w 2016 r. została obniżona do 1,3% z 1,4%, podczas gdy w 2017 r., 2018 r., 2019 r. oraz długim okresie nie zmieniła się w porównaniu do czerwcowej projekcji (odpowiednio 1,9%, 2,0%, 2,0%, 2,0%). Zgodnie z wrześniową projekcją stopa bezrobocia będzie stopniowo spadać do 4,5% w IV kw. 2018 r., a w 2019 r. wzrośnie nieznacznie do 4,6%. FED jednocześnie utrzymał swój szacunek naturalnej stopy bezrobocia (4,8%). Obniżeniu uległa natomiast oczekiwana ścieżka stóp procentowych. Obecnie mediana oczekiwań dotyczących wysokości stóp procentowych na koniec 2016 r. wynosi 0,625% (wobec 0,875% w czerwcowej projekcji), 1,125% na koniec 2017 r. (1,625%), 1,875% na koniec 2018 r. (2,375%), 2,625% na koniec 2019 r. oraz 2,875% w długim terminie (3,0%). Zrewidowane w dół oczekiwania członków FOMC dotyczące przyszłego tempa normalizacji polityki monetarnej w USA są tym samym spójne z naszymi prognozami stóp procentowych FED w latach 2016-2018. Treść komunikatu w połączeniu z wynikami wrześniowej projekcji makroekonomicznej stanowią tym samym wsparcie 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%]. Jednocześnie obniżenie oczekiwań członków FOMC dotyczących długookresowego poziomu stopy funduszy federalnych i ścieżki PKB, a także oczekiwana przez nich we wrześniowej projekcji wolniejsza normalizacja polityki pieniężnej stanowią wsparcie dla złotego oraz cen polskiego długu w średnim okresie.

- **Wstępny zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się we wrześniu do 52,6 pkt. wobec 52,9 pkt. w sierpniu.** Na spadek indeksu złożyła się niższa wartość składowej dla aktywności w usługach oraz wzrost subindeksu dotyczącego bieżącej produkcji w przetwórstwie. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w strefie euro w III kw. nie zmieni się w stosunku do II kw. i wyniesie 0,3% kw/kw (patrz poniżej).
- **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w sierpniu o 7,5% r/r wobec spadku o 3,4% w lipcu.** Głównym czynnikiem, który przyczynił się do silnego wzrostu dynamiki produkcji był efekt statystyczny związany z korzystną różnicą w liczbie dni roboczych. Ponadto w kierunku wyższej dynamiki produkcji przemysłowej oddziaływało przesunięcie przerwy urlopowej w części fabryk samochodowych, a także efekt zeszłorocznej niskiej bazy związany z falą upałów i wynikających z niej ograniczeń w dostawach energii elektrycznej (por. MAKROpuls z 19.09.2016). Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w sierpniu o 20,5% r/r wobec spadku o 18,8% w lipcu. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa spadła o 5,5% w porównaniu z lipcem. Dalsze obniżenie odsezonowanej produkcji budowlano-montażowej stanowi ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w II poł. br. nastąpi stopniowa odbudowa inwestycji publicznych. Dane o produkcji przemysłowej oraz produkcji budowlano-montażowej stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy zakładającej spowolnienie wzrostu gospodarczego do 2,8% r/r w III kw. z 3,1% w II kw.
- **Sprzedaż detaliczna zwiększyła się w sierpniu o 5,6% r/r wobec wzrostu o 2,0% w lipcu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż detaliczna zwiększyła się w sierpniu o 7,8% r/r wobec wzrostu o 4,4% w lipcu. W kierunku przyspieszenia realnego wzrostu sprzedaży detalicznej oddziaływały przede wszystkim wyższe dynamiki w kategoriach "pojazdy samochodowe, motocykle, części", "pozostałe" oraz "paliwa". Na poprawę sytuacji w handlu detalicznym wpłynął głównie efekt statystyczny związany z korzystną różnicą w liczbie dni roboczych. Naszym zdaniem dane w ograniczonym stopniu odzwierciedlają popyt konsumpcyjny realizowany z użyciem środków z programu Rodzina 500+ (por. MAKROpuls z 19.09.2016). Ze względu na obserwowany w ostatnim czasie wzrost skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania, potencjał do dalszego silnego przyspieszenia sprzedaży detalicznej w kolejnych miesiącach jest naszym zdaniem ograniczony. Sierpniowe dane o sprzedaży detalicznej stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji

prywatnej wzrosło do 4,0% r/r w III kw. wobec 3,3% w II kw.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiego rynku nieruchomości.** Liczba pozwoleń na budowę zmniejszyła się w sierpniu do 1139 tys. wobec 1144 tys. w lipcu, liczba rozpoczętych budów domów spadła do 1142 tys. wobec 1212 tys., a sprzedaż domów na rynku wtórnym obniżyła się do 5,33 mln wobec 5,38 mln. Nieznaczne spowolnienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości w sierpniu nie zmienia naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego wyraźnie przyspieszy w III kw. do 3,0% wobec 1,4% w II kw., kształtując się powyżej poziomu tempa wzrostu potencjalnego.

## Stabilizacja koniunktury w strefie euro

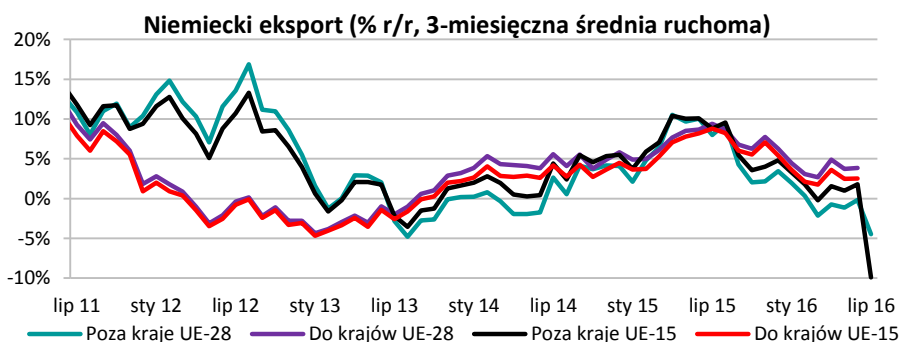


**Wstępny zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się we wrześniu do 52,6 pkt. wobec 52,9 pkt. w sierpniu.** Na spadek indeksu złożyła się niższa wartość składowej dla aktywności w usługach oraz wzrost subindeksu dotyczącego bieżącej produkcji w przetwórstwie. W strukturze zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro na

szczególną uwagę zasługuje wzrost składowej dla nowych zamówień (52,6 pkt. we wrześniu wobec 52,2 pkt. w sierpniu). Złożyły się na niego stabilizacja tempa napływu nowych zamówień w usługach oraz silniejszy napływ nowych zamówień w przetwórstwie (w tym zza granicy). Biorąc pod uwagę wyprzedzający charakter tego wskaźnika, wrześniowe wyniki badań koniunktury (pomimo spadku zagregowanego indeksu PMI) wskazują na niewielkie ryzyko znaczącego zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro w kolejnych miesiącach.

W ujęciu geograficznym skalę pogorszenia koniunktury w strefie euro ograniczał wzrost aktywności we Francji. W przeciwnym kierunku oddziaływało pogorszenie sytuacji w Niemczech oraz peryferyjnych gospodarkach obszaru wspólnej waluty (łączne tempo aktywności w tych krajach odnotowało najniższy poziom od 21 miesięcy). Wzrost zagregowanego indeksu PMI we Francji wynikał z wyższych wartości składowych zarówno dla aktywności w usługach jak i bieżącej produkcji w przetwórstwie. Z kolei w Niemczech, spadek zagregowanego indeksu PMI wynikał z obniżenia składowej dla aktywności w usługach, podczas gdy bieżąca produkcja w przetwórstwie oddziaływała w przeciwnym kierunku.

W strukturze danych, trzeci miesiąc z rzędu, nie znalazły się sygnały świadczące o negatywnym wpływie wyniku referendum w sprawie Brexit na koniunkturę w obszarze wspólnej waluty. Stanowi to wsparcie dla naszego średnioterminowego scenariusza makroekonomicznego oraz prognozy kursu EURPLN (por. tabela kwartalna), zgodnie z którym wpływ wyniku referendum na wzrost gospodarczy w strefie euro w najbliższych kwartałach nie będzie znaczący (por. MAKROMAPA z 05.09.2016). Średnia wartość zagregowanego indeksu PMI w strefie euro ukształtowała się w III kw. na poziomie równym 52,9 pkt. wobec 53,1 pkt. w II kw.. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy zakładającej stabilizację tempa wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty w III kw. na niezmiennym w stosunku do z II kw. poziomie (0,3% kw/kw).



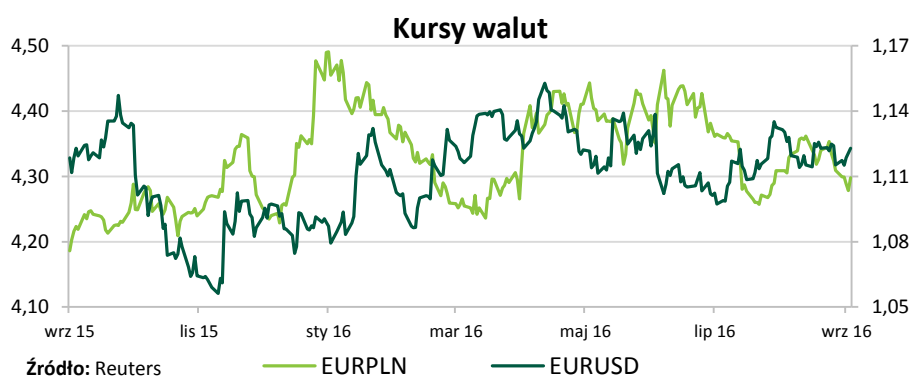
Od połowy 2015 r. można zaobserwować stopniowy spadek rocznej dynamiki niemieckiego eksportu. W ujęciu geograficznym spowolnienie to ma szeroki zakres (por. wykres). Niepojętym sygnałem było odnotowane w lipcu silne zmniejszenie niemieckiego eksportu w ujęciu rocznym. Naszym zdaniem, spadek ten był częściowo wynikiem oddziaływania negatywnego efektu

Źródło: Eurostat, Crédit Agricole

statystycznego związanego z niekorzystną różnicą w liczbie dni roboczych. Niekorzystne efekty kalendarzowe nie tłumaczą jednak w pełni tego spadku, bowiem odsezonowany eksport ukształtował się w lipcu poniżej oczekiwań rynków i obniżył się o 2,6% m/m. Tym samym szczególnie istotny z punktu widzenia aktywności w niemieckim przetwórstwie jest wrześniowy wzrost indeksu PMI dla niemieckiego przetwórstwa (do 54,3 pkt. wobec 53,6 pkt. w sierpniu). Zwiększenie wskaźnika wynikało ze wzrostu składowych dotyczących bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zatrudnienia. Subindeks zamówień eksportowych również odnotował wzrost, a jego poziom był najwyższy od 32 miesięcy. Tym samym struktura wrześniowego indeksu PMI w Niemczech pozwala oczekiwać, że odnotowany w lipcu spadek eksportu miał charakter przejściowy. Jednocześnie poziom wskaźnika PMI sygnalizuje umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego w Niemczech w kolejnych miesiącach, co stanowi ryzyko w dół dla naszej prognozy dynamiki PKB w Niemczech (0,3% kw/kw w IV kw. br. i przeciętnie 0,4% kw/kw 2017 r.)

Koniunktura w niemieckim przetwórstwie jest istotna z punktu widzenia aktywności w polskim przetwórstwie. Pomimo jej poprawy we wrześniu, obserwowane w ciągu ostatniego roku długookresowe tendencje do spowolnienia niemieckiego eksportu stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy silnego wzrostu eksportu w Polsce w najbliższych kwartałach. Tym samym stanowi to ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w Polsce w 2017 r. (3,5% r/r wobec 2,9% w 2016 r.).

## Dane o nowych zamówieniach w USA mogą umocnić złotego



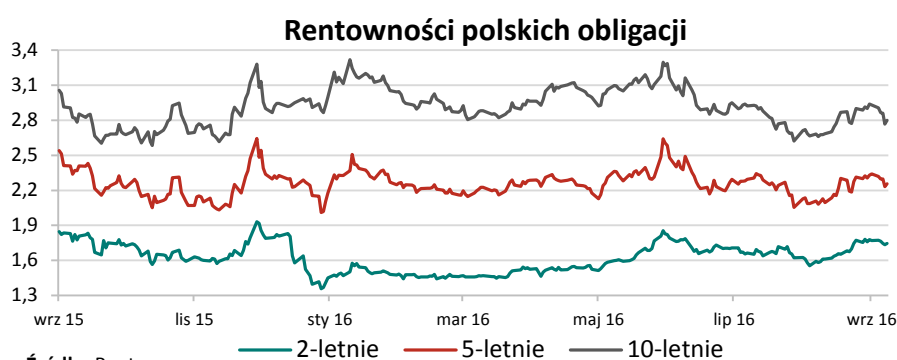
Źródło: Reuters

**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2980 (umocnienie złotego o 0,3%).** W poniedziałek złoty umacniał się i był wspierany m.in. przez lepsze od oczekiwań dane nt. produkcji przemysłowej w Polsce. We wtorek i środę mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu EURPLN na poziomie ok. 4,29 w oczekiwaniu na śródowe

posiedzenie FED. Gołębia projekcja makroekonomiczna FED, wskazująca na łagodniejszą ścieżkę normalizacji polityki monetarnej w USA doprowadziła do spadku globalnej awersji do ryzyka, odzwierciedlanej indeksem VIX. W efekcie w czwartek na otwarciu kurs złotego był silniejszy niż na śródowym zamknięciu, a w dalszej części dnia kontynuował aprecjację. W piątek miała miejsce korekta, wspierana przez lepsze od oczekiwań dane nt. koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. W efekcie EURPLN powrócił do poziomów zbliżonych do notowanych w pierwszej części tygodnia.

W tym tygodniu kluczowe dla kształtowania się kursu złotego będą środowe dane nt. zamówień na dobra trwałe w USA, które – w przypadku realizacji naszej prognozy – będą oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. Wpływ pozostałych danych z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan, finalny szacunek PKB w III kw.) na kurs polskiej waluty będzie w naszej ocenie ograniczony. W kierunku osłabienia złotego może oddziaływać natomiast piątkowy wstępny szacunek inflacji w Polsce. Pozostałe dane (indeks Ifo w Niemczech, wstępna inflacja w strefie euro oraz indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa) nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.

## Udana aukcja zamiany bez wpływu na krzywą dochodowości



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zmniejszyły się do poziomu 1,745 (spadek o 2pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,255 (spadek o 9pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,799 (spadek o 13pb). Od poniedziałku do środy rentowności polskich obligacji znajdowały się w łagodnym trendzie spadkowym w

oczekiwaniu na posiedzenie FOMC. Gołębia projekcja makroekonomiczna FED, wskazująca na wolniejsze, w ocenie członków FOMC, tempo podwyżek stóp procentowych w USA przyczyniła się do obniżenia globalnej awersji do ryzyka, odzwierciedlanej spadkiem indeksem VIX. W konsekwencji ceny polskich obligacji na czwartkowym otwarciu były wyższe niż na środowym zamknięciu. W czwartek miała również miejsce aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2016 r. i 2017 r. za 12,03 mld PLN sprzedając jednocześnie obligacje o 4-, 5-, 10- letnich terminach zapadalności za 12,74 mld PLN, przy popycie równym 14,75 mld PLN. Aukcja miała ograniczony wpływ na krzywą dochodowości. W piątek mieliśmy do czynienia ze stabilizacją na polskim rynku długu.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie miała zaplanowana na środę publikacja danych nt. wstępnych zamówień na dobra trwałe w USA. Pozostałe dane z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan, finalny szacunek PKB w III kw.) nie spotkają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynku. W kierunku wzrostu cen polskiego długu może oddziaływać natomiast piątkowy wstępny szacunek inflacji w Polsce. Wpływ pozostałych danych (indeks Ifo w Niemczech, wstępna inflacja w strefie euro oraz indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa) na polski rynek długu będzie w naszej ocenie ograniczony.



## 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	4,29
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	3,83
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	3,97
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	7,5	
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	-0,1	
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	5,6	
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	8,5	
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

### 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	4,29	4,30	4,30	4,20	4,20	4,15	4,26	4,30	4,15	
USDPLN**	3,73	3,94	3,83	3,91	3,91	3,75	3,72	3,61	3,92	3,91	3,61	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 26.09.2016r.</b>							
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Wrzesień	106,2	105,6	106,4	
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Sierpień	654	602	600	
<b>Wtorek 27.09.2016r.</b>							
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	4,8		4,9	
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Lipiec	-0,1		0,0	
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Wrzesień	-11,0			
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	101,1	99,0	99,0	
<b>Środa 28.09.2016r.</b>							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Sierpień	4,4	-2,5	-1,5	
<b>Czwartek 29.09.2016r.</b>							
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Wrzesień	0,00		0,05	
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	0,3	0,6	0,5	
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	1,1	1,4	1,3	
<b>Piątek 30.09.2016r.</b>							
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	50,0	50,2	50,1	
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	0,2	0,5	0,4	
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	10,1		10,0	
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wstępna inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Sierpień	0,3			
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Wrzesień	51,5		52,0	
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	89,8	90,3	90,0	

\* 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



**Jakub BOROWSKI**  
 Główny Ekonomista  
 tel.: 22 573 18 40

[jakub.borowski@credit-agricole.pl](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)

**Krzysztof JAWORSKI**  
 Ekonomista  
 tel.: 22 573 18 41

[krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl)

**Jakub OLIPRA**  
 Ekonomista  
 tel.: 22 573 18 42

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto:jakub.olipra@credit-agricole.pl)

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: [mboineau@credit-agricole.pl](mailto:mboineau@credit-agricole.pl)

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych komentarzy i opinii.