

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie. Na konferencji najprawdopodobniej zostanie poruszona kwestia obserwowanego w ostatnich miesiącach umocnienia kursu euro, jego wpływu na kształtowanie się inflacji w przyszłości oraz perspektywy polityki pieniężnej. Uważamy, że wydzwięk komunikatu i konferencji po posiedzeniu wskaże na dalszą zmianę nastawienia EBC w kierunku neutralnego. Oczekujemy, że M. Draghi zasygnalizuje, że obecnie trwa dyskusja nt. dalszego kształtowania się Rozszerzonego Programu Skupu Aktywów, a szczegółowe informacje nt. jego przyszłości zostaną ogłoszone w najbliższym czasie. Będzie to spójne z naszym scenariuszem zakładającym, że na posiedzeniu w październiku EBC podejmie decyzję o stopniowym wygaszeniu programu od stycznia 2018 r. Na konferencji po posiedzeniu zostanie zaprezentowana również najnowsza projekcja makroekonomiczna. Uważamy, że ścieżka inflacji zostanie zrewidowana w dół, a oczekiwane tempo wzrostu gospodarczego zostanie lekko podniesione w porównaniu do czerwcowej prognozy. Oczekujemy, że podczas konferencji po posiedzeniu będziemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowana na piątek publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Moody's.** W maju agencja utrzymała rating Polski na poziomie A2 i zmieniła perspektywę ratingu z negatywnej na stabilną. Zmianę perspektywy Moody's uzasadnił obniżeniem ryzyka prowadzenia przez rząd nadmiernie ekspansywnej polityki fiskalnej w związku z mniejszym od oczekiwań agencji deficytem sektora finansów publicznych w 2016 r. W uzasadnieniu do decyzji Moody's zwrócił również uwagę na zmniejszenie niepewności związanej z nieortodoksyjną polityką gospodarczą rządu, które sprzyja poprawie klimatu inwestycyjnego. Ton komunikatu w tym tygodniu najprawdopodobniej ulegnie zmianie w kierunku bardziej niekorzystnego w porównaniu do opublikowanego w maju z uwagi na forsowane w ostatnich miesiącach przez rząd zmiany w funkcjonowaniu wymiaru sprawiedliwości. W lipcu agencja stwierdziła, że ww. działania, jak również spory pomiędzy Polską a KE, mogą przyczynić się do pogorszenia klimatu inwestycyjnego w naszym kraju, a w rezultacie również do pogorszenia oceny wiarygodności kredytowej Polski. Oczekujemy jednak, że w tym tygodniu agencja nie zmieni ratingu oraz jego perspektywy. Głównymi argumentami przemawiającymi za taką decyzją są dobre wykonanie budżetu w br. oraz silne fundamenty polskiej gospodarki. Decyzja agencji zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym reakcja rynku walutowego i rynku długu na nią zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.
- **W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Uważamy, że podczas konferencji prasowej po posiedzeniu zostanie poruszona kwestia słabszych od oczekiwań rynkowych danych o inwestycjach w II kw. oraz niższego od konsensusu wskaźnika PMI w sierpniu w kontekście perspektyw polityki pieniężnej. W naszej ocenie prezes NBP A. Głapiński powtórzy swój pogląd, zgodnie z którym stopy procentowe pozostaną niezmienną przez dłuższy czas. Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu Rady oraz wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W piątek opublikowane zostaną dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że jego saldo zwiększyło się w sierpniu do 51,5 mld USD wobec 46,7 mld USD w lipcu. Jednocześnie uważamy, że dynamika eksportu odnotowała w sierpniu spadek do 2,9% r/r wobec 7,2% w lipcu, podczas gdy dynamika importu nie zmieniła się w porównaniu do lipca i wyniosła 11,0%. Publikacja danych z Chin będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków.

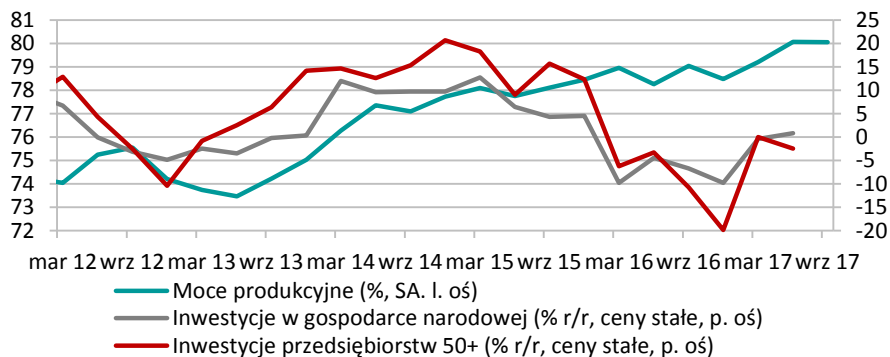
W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zgodnie z drugim szacunkiem, sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zwiększyło się w II kw. do 3,0% wobec 2,6% w pierwszym szacunku. Rewizja w górę wynikała z wyższych wkładów konsumpcji prywatnej (2,28 pp. w drugim szacunku wobec 1,93 pp. w pierwszym szacunku), inwestycji (0,58 pp. wobec 0,36 pp.), zapasów (0,02 pp. wobec -0,02 pp.) oraz eksportu netto (0,21 pp. wobec 0,18 pp.), podczas gdy przeciwny efekt miał niższy wkład wydatków rządowych (-0,05 pp. wobec 0,12 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu amerykańskiego PKB w II kw. była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane o zatrudnieniu poza rolnictwem, które zwiększyło się w sierpniu o 156 tys. wobec wzrostu o 189 tys. w lipcu (rewizja w dół z 209 tys.), co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (182 tys.). Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+40,0 tys.), przetwórstwie (+36,0 tys.) oraz budownictwie (+28,0 tys.). Zatrudnienie obniżyło się w sektorze rządowym (-9,0 tys.), usługach informacyjnych (-8,0 tys.) oraz dostawie mediów (-0,5 tys.). Stopa bezrobocia wzrosła w sierpniu do 4,4% wobec 4,3% w lipcu, kształtując się jednak nadal poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,6%, por. MAKROmapa z 19.06.2017). Wzrost stopy bezrobocia wynikał ze zmniejszenia liczby pracujących o 74 tys. przy jednoczesnym wzroście liczby bezrobotnych o 151 tys. Należy zauważyć, że stopa bezrobocia w USA szacowana jest na podstawie wyników drugiej ankiety, przeprowadzanej wśród gospodarstw domowych, a nie przedsiębiorstw tak jak jest to w przypadku szacunków zatrudnienia poza rolnictwem. Tłumaczy to – zwykle przejściowe – rozbieżności pomiędzy wynikami obu ankiet (wzrost zatrudnienia w ankiecie wśród firm i jego spadek w ankiecie wśród gospodarstw domowych). Współczynnik aktywności zawodowej w sierpniu nie zmienił się w stosunku do lipca i wyniósł 62,9%. Nie zmieniła się również roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego, która wyniosła 2,5%. Oczekujemy, że kontynuacja poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy w kolejnych miesiącach będzie oddziaływała w kierunku wzrostu rocznej dynamiki wynagrodzeń. Publikacja słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy doprowadziła do przejściowego osłabienia dolara względem euro. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także wyniki badań koniunktury. Na poprawę nastrojów konsumenckich wskazał indeks Conference Board, który zwiększył się w sierpniu do 122,9 pkt. wobec 120,0 pkt. w lipcu. Jego wzrost wynikał z wyższych składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Na poprawę koniunktury konsumenckiej wskazał również finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który wyniósł w sierpniu 96,8 pkt. wobec 93,4 pkt. w lipcu i 97,6 pkt. we wstępnym szacunku. Jego wzrost w stosunku do lipca wynikał z wyższej wartości składowej dla oczekiwań, podczas gdy składowa dla oceny bieżącej sytuacji obniżyła się. W zeszłym tygodniu opublikowany został także indeks ISM dla przetwórstwa, który zwiększył się w sierpniu do 58,8 pkt. wobec 56,3 pkt. w lipcu, co jest jego najwyższym poziomem od kwietnia 2011 r. Jego wzrost wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla zapasów, zatrudnienia, bieżącej produkcji oraz czasu dostaw). Przeciwny efekt miało obniżenie wkładu składowej dla nowych zamówień. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost wskaźnika dla zapasów do najwyższego poziomu od września 2010 r. Może to sygnalizować, że firmy zwiększają bufor zapasów w oczekiwaniu na dalszą poprawę koniunktury w USA. Ubiegłotygodniowe dane z USA nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w III kw. do 2,4% wobec 3,0% w II kw. Jednocześnie są one spójne z naszym scenariuszem polityki pieniężnej w USA zakładającym, że na posiedzeniu we wrześniu FED ogłosi plan ograniczenia bilansu począwszy od października, a w grudniu podniesie stopy procentowe o 25 pb.
- **Tempo wzrostu polskiego PKB w II kw. wyniosło 3,9% r/r wobec 4,0% w I kw., a tym samym**

uksztaltowało się ono zgodnie z opublikowanym wcześniej wstępnym szacunkiem. W kierunku obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego oddziaływały niższe wkłady eksportu netto (-1,5 pp. w II kw. wobec 0,1 pp. w I kw.) oraz spożycia prywatnego (2,9 pp. wobec 3,0 pp.). Przeciwny efekt miały wyższe kontrybucje zapasów (1,9 pp. w II kw. wobec 0,7 pp. w I kw.), spożycia publicznego (0,5 pp. wobec 0,2 pp.), a także inwestycji (0,1 pp. wobec 0,0 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w II kw., podobnie jak w I kw., było spożycie prywatne. W strukturze danych na szczególną uwagę obniżenie stopy inwestycji za ostatnie 4 kwartały do 17,7% wobec 17,8% w I kw., co jest najniższym poziomem od II kw. 1996 r. (por. MAKROpuls z 31.08.2017). Uważamy, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w II kw. miało przejściowy charakter i w III kw. dynamika PKB zwiększy się wspierana przez wyższy wkład inwestycji, który z nawiązką skompensuje obniżenie wkładu konsumpcji prywatnej.

- ✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w Polsce zwiększyła się w sierpniu do 1,8% r/r wobec 1,7% w lipcu, kształtując się zgodnie oczekiwaniami rynku i poniżej naszej prognozy (1,9%).** Uważamy, że do wzrostu inflacji przyczyniła się wyższa dynamika cen paliw. Z kolei inflacja bazowa (0,8% r/r) oraz tempo wzrostu cen żywności (4,4%) najprawdopodobniej nie zmieniły się w porównaniu do lipca. Finalne dane o inflacji wraz z jej strukturą zostaną opublikowane 11 września.
- ✔ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa wzrósł w sierpniu do 52,5 pkt. z 52,3 pkt. w lipcu, kształtując się poniżej naszej prognozy równej konsensusowi rynkowemu (53,0 pkt.).** W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe wkłady składowych dla nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz czasu dostaw. Przeciwny efekt miały niższe kontrybucje składowych dla zatrudnienia oraz zapasów pozycji zakupionych. W strukturze danych zaskakujące jest spowolnienie wzrostu nowych zamówień eksportowych, które nastąpiło mimo poprawy koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech (por. MAKROmapa z 28.08.2017). Sierpniowe dane wskazują także na rosnące problemy w znalezieniu nowych pracowników, które znalazły odzwierciedlenie w pierwszym od lutego 2015 r. wzroście zaległości produkcyjnych (por. MAKROpuls z 1.09.2017). Utrzymujący się wysoki popyt na pracę przy jej ograniczonej podaży stanowi wsparcie dla naszej prognozy dynamiki płac w gospodarce narodowej. Prognozujemy, że tempo wzrostu wynagrodzeń zwiększy się w 2017 r. do 4,9% r/r wobec 3,8% w 2016 r.
- ✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zwiększyła się w sierpniu do 1,5% r/r wobec 1,3% w lipcu.** Wzrost inflacji w sierpniu wynikał z wyższej dynamiki cen nośników energii. Dane wskazują na ryzyko w górę dla naszej prognozy inflacji w strefie euro w III kw. (1,3% r/r wobec 1,5% w II kw.)
- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie.** Indeks Caixin PMI zwiększył się w sierpniu do 51,6 pkt. wobec 51,1 pkt. w lipcu, co jest jego najwyższym poziomem od lutego br. Wzrost wskaźnika wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, nowych zamówień, zapasów oraz czasu dostaw). Przeciwny efekt miało obniżenie kontrybucji dla bieżącej produkcji. W strukturze danych na uwagę zasługuje wzrost wskaźnika dla nowych zamówień eksportowych do najwyższego poziomu od marca 2010 r. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza ożywienia w światowym handlu. Wzrost odnotował również indeks CFLP PMI, który wyniósł z sierpnia 51,7 pkt. wobec 51,4 pkt. w lipcu. Poprawa koniunktury w chińskim przetwórstwie stanowi wsparcie dla naszej prognozy wzrostu PKB w Chinach (6,8% w 2017 r. wobec 6,7% w 2016 r.).

Kiedy przyspieszą inwestycje ?



Zgodnie z danymi opublikowanymi przez GUS dwa tygodnie temu nominalne krajowe inwestycje przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zmniejszyły się w II kw. o 1,5% r/r wobec wzrostu o 1,2% w I kw. Zmniejszenie ich dynamiki wynikało głównie z niższego wkładu inwestycji w energetyce (o 2,6 pkt. proc.), co było konsekwencją oddziaływania

Źródło: GUS, Credit Agricole

efektów wysokiej bazy sprzed roku związanych m.in. z budową dwóch bloków w Elektrowni Opole oraz kompleksową modernizacją elektrowni w Bełchatowie. Wkłady pozostałych kategorii do tempa wzrostu inwestycji pozostały relatywnie stabilne – w usługach i górnictwie zmniejszyły się one o 0,1 pkt. proc., w budownictwie wzrósł on o 0,4 pkt. proc., a w przetwórstwie spadł o 0,2 pkt. proc. Na szczególną uwagę zasługuje tempo wzrostu w przetwórstwie, które pomimo nieznacznego spadku w II kw. nadal utrzymuje się na umiarkowanie wysokim poziomie (5,7% r/r wobec 6,0% w I kw.). Biorąc pod uwagę strukturę nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw oceniamy, że spadek ich dynamiki w II kw. (wynikający głównie z oddziaływania efektów statystycznych) nie jest sygnałem negatywnych tendencji w kolejnych kwartałach.

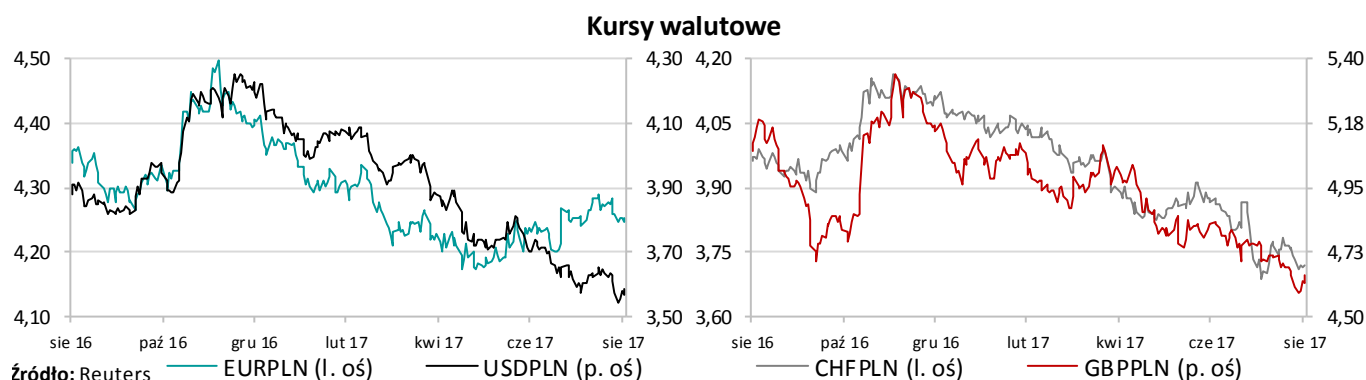
Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach bariera w postaci wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych będzie głównym czynnikiem skłaniającym firmy do zwiększenia nakładów inwestycyjnych. Zgodnie danymi GUS, odsezonowane wykorzystanie mocy wytwórczych w przetwórstwie wyniosło w III kw. 80,0% wobec 80,1% w II kw. (poziom najwyższy od II kw. 2008 r.). W II kw. firmy 50+ zwiększyły nakłady na środki transportu, podczas gdy inwestycje w budynki, maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia uległy zmniejszeniu w ujęciu rocznym. Oznacza to, że przedsiębiorstwa obecnie dokonują głównie modernizacji przestarzałych środków trwałych, a w ograniczonym stopniu inwestują one w zwiększenie mocy produkcyjnych. Uważamy, że w kolejnych kwartałach tendencja ta ulegnie odwróceniu. Oprócz wysokiego stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych, wśród innych elementów kształtujących korzystny klimat inwestycyjny można wymienić również dobre perspektywy popytu, historycznie niskie stopy procentowe, napływ środków unijnych w ramach nowej perspektywy unijnej, nadpłynność przedsiębiorstw umożliwiającą finansowanie projektów ze środków własnych, jak również sygnalizowaną w badaniach koniunktury zmniejszającą się niepewność odczuwaną przez przedsiębiorców dotyczącą otoczenia gospodarczego.

W kolejnych kwartałach oczekujemy znaczącego ożywienia inwestycji publicznych i wzrostu nakładów na środki trwałe w przedsiębiorstwach kontrolowanych przez sektor publiczny, które będzie związane z coraz większym wykorzystaniem środków unijnych. W warunkach utrzymującego się wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych, zwiększenie tych inwestycji powinno przyczynić się do wzrostu nakładów na środki trwałe realizowanych przez przedsiębiorstwa prywatne, w szczególności przez te powiązane z cyklem w inwestycjach publicznych. Naszą ocenę wspierają wyniki badań koniunktury NBP (Szybki monitoring, lipiec 2017), które wskazują na stopniowy wzrost aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Firmy deklarują przyspieszenie tempa wzrostu inwestycji w III kw. Przedsiębiorstwa podniosły również – w porównaniu do poprzedniej edycji badania – prognozy wzrostu całorocznych wydatków na inwestycje.

Czynnikami ryzyka w dół dla naszej prognozy wzrostu inwestycji przedsiębiorstw są rosnące trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników, które oddziałują w kierunku ograniczenia nakładów na środki trwałe. Zgodnie z badaniami koniunktury GUS, w III kw. odsetek przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego raportujących ww. trudności był najwyższy w historii badań. Sierpniowe wyniki badań koniunktury w przetwórstwie (PMI) wskazywały na opóźnienia w realizacji zamówień ze względu na braki w personelu. Wzrost zaległości produkcyjnych został odnotowany po raz pierwszy od lutego 2015 r. Negatywny wpływ sytuacji na rynku pracy na tempo wzrostu inwestycji wspierają również wyniki sierpniowej ankiety Work Service. Zgodnie z wynikiem tego badania, z uwagi na braki kadrowe 32,6% ankietowanych firm nie może zawierać nowych kontraktów, a 12,8% przedsiębiorców decyduje się z tego powodu na ograniczenie albo całkowitą rezygnację z inwestycji.

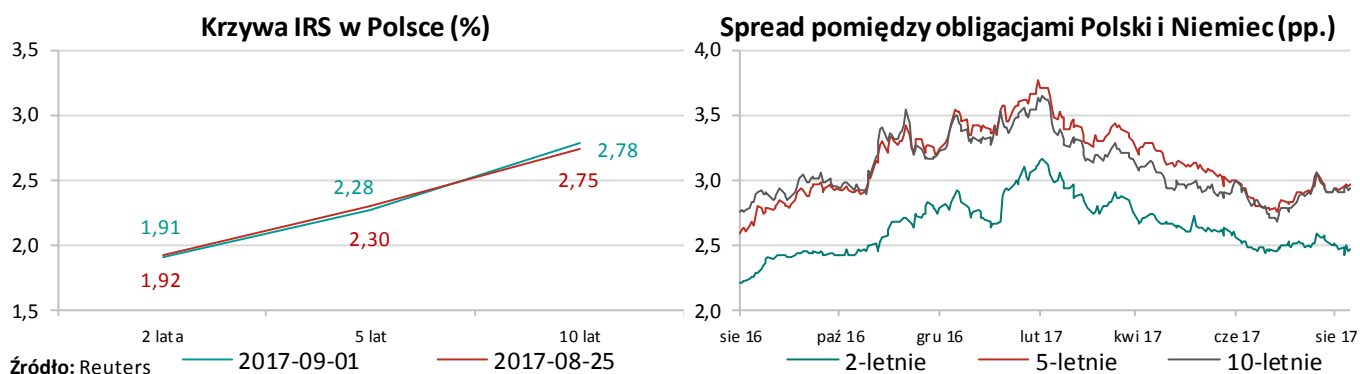
Niższa od naszych oczekiwań realizacja dynamiki inwestycji przedsiębiorstw 50+ w II kw. oraz trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników oddziałują w kierunku obniżenia naszej prognozy dynamiki inwestycji przedsiębiorstw w 2017 r. (6,2% r/r wobec -4,6% w 2016 r.), a tym samym prognozy tempa wzrostu inwestycji ogółem (5,4% w 2017 r. wobec -7,9% w 2016 r.). Nasz najnowszy scenariusz makroekonomiczny zawierający zrewidowane ścieżki inwestycji przedstawimy w najbliższej MAKROmapie.

EBC może zwiększyć zmienność kursu złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2542 (umocnienie złotego o 0,1%). W ubiegłym tygodniu najistotniejszym wydarzeniem dla złotego był silny wzrost światowej awersji do ryzyka we wtorek, po tym jak Korea Północna wystrzeliła rakietę, która przeleciała nad terytorium Japonii. W odpowiedzi na ten incydent prezydent USA D. Trump ogłosił, że wszystkie opcje reakcji wobec Korei Północnej są brane pod uwagę. W efekcie we wtorek po południu kurs EURPLN osiągnął swoje tygodniowe maksimum chwilowo przekraczając poziom 4,27. W dalszej części tygodnia polska waluta odrabiała straty wspierana przez stopniowy spadek awersji do ryzyka odzwierciedlany obniżeniem indeksu VIX. Przejściowo pozytywne dla złotego był również piątkowe, wyraźnie słabsze od oczekiwań dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA. W ubiegłym tygodniu złoty tracił natomiast względem brytyjskiego funta, co było skutkiem spadku kursu EURGBP. Wynikał on z korekty, która nastąpiła w środę po osiągnięciu przez kurs funta względem euro najniższego poziomu od października 2016 r.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Uważamy, że podczas konferencji po posiedzeniu możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu polskiej waluty. Przewidziana na piątek publikacja danych o chińskim bilansie handlowym, a także zaplanowane na środę posiedzenie RPP będą w naszej ocenie neutralne dla złotego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona zapewne po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w kolejnym tygodniu.


Posiedzenie EBC w centrum uwagi rynku


W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 1,91 (spadek o 1pb), 5-letnie do poziomu 2,275 (spadek o 2pb), a 10-letnie zwiększyły się do poziomu 3,7809 (wzrost o 4pb). Przez cały tydzień na polskim rynku długu utrzymywała się niska płynność. Najważniejszym wydarzeniem była piątkowa publikacja wyraźnie słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy. Doprowadziła ona do przejściowego spadku stawek IRS widocznego na całej długości krzywej.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. W naszej ocenie będzie ono sprzyjało podwyższonej zmienności stawek IRS. Zaplanowane na środę posiedzenie RPP będą w naszej ocenie neutralne dla złotego. Przewidziana na piątek aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona zapewne po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17
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*	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,23
Kurs USDPLN*	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,62
Kurs CHFPLN*	3,97	3,93	3,96	4,13	4,11	4,04	4,05	3,96	3,90	3,84	3,86	3,72	3,72	3,71
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,9	1,9
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,5	3,2	-1,3	3,2	2,2	9,1	1,1	11,0	-0,6	9,1	4,5	6,3	6,7	6,7
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	2,8	2,8
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	5,8	5,8
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	5,7	5,7
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,6
Stopa bezrobocia rej.* (%)	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,1	7,1	7,0	7,0
Saldo ROB (mln EUR)	-729	-858	172	99	-219	2342	-599	-529	-160	-298	-932	-1271	11,7	11,7
Eksport (r/r, % EUR)	9,3	3,1	-0,6	5,7	5,1	14,3	5,7	15,1	1,4	16,2	8,7	11,7	11,7	11,7
Import (r/r, % EUR)	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,0	8,9	16,8	3,3	21,4	15,0	14,3	14,3	14,3

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2017				2018				2016	2017	2018	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	4,0	3,9	4,1	4,1	3,4	3,8	3,6	3,9	2,7	4,0	3,7	
Konsumpcja (% r/r)	4,7	4,9	3,2	3,1	3,3	3,3	3,0	3,2	3,8	3,8	3,2	
Inwestycje (% r/r)	-0,4	0,8	6,1	8,2	8,8	6,8	5,2	4,1	-7,9	5,4	5,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,3	2,8	9,6	10,1	8,1	7,2	8,8	8,9	9,0	9,1	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	6,1	10,6	11,7	10,1	9,1	8,1	7,9	8,9	10,1	8,8	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,9	1,9	1,5	2,1	2,0	1,8	1,6	2,3	2,2	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,0	0,1	1,1	2,0	1,0	1,1	0,9	1,0	-1,6	1,0	1,0
	Eksport netto (pp.)	0,1	-1,5	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6	0,6	0,7	0,3	-0,2	0,0
Saldo obrotów bieżących***	0,1	-0,5	-0,4	-0,5	-1,1	-1,3	-1,2	-1,0	-0,2	-0,5	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	8,1	7,1	7,0	7,3	7,6	6,8	6,6	7,3	8,3	7,3	7,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (%r/r)	2,1	2,4	1,5	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	1,9	1,7	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	5,0	5,3	5,0	5,2	5,5	5,7	5,8	3,8	4,9	5,5	
Inflacja CPI (%)*	2,0	1,8	2,0	1,9	1,3	1,6	1,3	1,3	-0,6	2,0	1,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,73	1,7	1,73	1,73	1,73	1,73	1,90	1,98	1,73	1,73	1,98	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,75	
EURPLN**	4,23	4,23	4,23	4,16	4,15	4,12	4,10	4,07	4,40	4,16	4,07	
USDPLN**	3,97	3,70	3,62	3,53	3,52	3,46	3,42	3,36	4,18	3,53	3,36	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 04.09.2017r.						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Wrzesień	27,7		27,4
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	2,5		2,2
Wtorek 05.09.2017r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Sierpień	54,9	54,9	54,9
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Sierpień	55,8	55,8	55,8
11:00	Strefa euro	Sprzedż detaliczna (% m/m)	Lipiec	0,5		-0,1
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	3,0	-3,1	-3,2
Środa 06.09.2017r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Wrzesień	1,50	1,50	1,50
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	1,0		0,1
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Styczeń	53,9	56,1	55,1
Czwartek 07.09.2017r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	-1,1		0,6
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	II kw.	0,6	0,6	0,6
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	II kw.	2,2	2,2	2,2
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Wrzesień	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	234		240
Piątek 08.09.2017r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Sierpień	46,7	51,5	
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Lipiec	21,2		
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Lipiec	0,4		
16:00	USA	Sprzedż hurtowa (% m/m)	Lipiec	0,7		

* 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