

W tym tygodniu






- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej zostanie utrzymany na niezmiennym poziomie. Uważamy, że w tym tygodniu prezes FED J. Yellen ogłosi, iż od października rozpocznie się ograniczanie bilansu Rezerwy Federalnej. Jednocześnie najprawdopodobniej podkreśli ona, że poziom stóp procentowych pozostanie głównym narzędziem w polityce pieniężnej USA. Taka decyzja będzie spójna z wcześniejszymi wypowiedziami członków FED. Na konferencji po posiedzeniu przedstawiona zostanie wrześniowa projekcja makroekonomiczna FOMC. Oczekujemy, że prognozowane ścieżki tempa stopy bezrobocia i inflacji zostaną lekko obniżone w porównaniu do czerwcowej projekcji. Z kolei oczekiwane tempo wzrostu gospodarczego zostanie najprawdopodobniej zrewidowane w górę. Projekcja najprawdopodobniej wskaże również, że preferowana przez członków FED skala zacieśniania polityki pieniężnej w 2017 r. to 25 pb (bez zmian w porównaniu do czerwcowej projekcji), a w 2018 r. to 50 pb (wobec 75 pb w poprzedniej projekcji). Nasz scenariusz zakładający brak zmian poziomu stóp procentowych na posiedzeniu w tym tygodniu oraz ogłoszenie rozpoczęcia ograniczania bilansu FED jest zgodny z konsensusem rynkowym, jednak podczas konferencji po posiedzeniu FOMC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach. Publikacja wrześniowej projekcji makroekonomicznej FOMC (wskazującej na obniżenie poziomu stóp procentowych w 2018 r.) może przyczynić się do lekkiego umocnienia złotego i spadku rentowności obligacji na długim końcu krzywej dochodowości.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie publikacja wrześniowych wyników badań koniunktury w największych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro obniżył się do 55,5 pkt. we wrześniu wobec 55,7 pkt. w sierpniu. Zmniejszenie wartości indeksu wynikało naszym zdaniem z nieznacznego pogorszenia koniunktury zarówno w Niemczech, jak i we Francji. We wtorek poznamy indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Oczekujemy, że jego wartość zwiększy się do 10,6 pkt. we wrześniu wobec 10,0 pkt. w sierpniu. Uważamy, że dane będą neutralne dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy również istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1185 tys. w sierpniu wobec 1155 tys. w lipcu), pozwoleń na budowę (1220 tys. wobec 1223 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,52 mln wobec 5,44 mln). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Prognozujemy, że indeks Philadelphia FED zmniejszył się do 18,0 pkt. we wrześniu wobec 18,9 pkt. w sierpniu. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **We wtorek opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 6,7% r/r w sierpniu wobec 6,2% w lipcu w wyniku ustąpienia niekorzystnego wpływu przerw urlopowych w fabrykach samochodowych. Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej obniżyło się naszym zdaniem do 6,7% r/r w sierpniu wobec 7,1% w lipcu ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy w niektórych kategoriach. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz sumaryczny wpływ danych będzie lekko pozytywny dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Dzisiaj poznamy również sierpniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zwiększyła się do 4,6% r/r z 4,5% w lipcu. Wyższe tempo wzrostu było wynikiem oddziaływania efektów niskiej bazy (w sierpniu 2016 r. zatrudnienie obniżyło się o 1,3 tys. osób m/m). Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się w sierpniu do 5,7% r/r wobec 4,9% w lipcu (efekt

przesunąć wypłat w górnictwie). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w III kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami inflacja CPI zwiększyła się w sierpniu do 0,4% m/m wobec 0,1% w lipcu (1,9% r/r w sierpniu wobec 1,8% w lipcu), co było powyżej konsensusu rynkowego (0,3% m/m oraz 1,8% r/r). Inflacja bazowa zwiększyła się w sierpniu do 0,2% m/m wobec 0,1% w lipcu (1,7% r/r w sierpniu i w lipcu). Wzrost inflacji ogółem w znacznym stopniu wynikał z wyższej dynamiki cen paliw będącej efektem wstrzymania pracy części rafinerii w Teksasie z uwagi na huragan Harvey. Publikacja lepszych od oczekiwań rynku danych doprowadziła do przejściowego umocnienia dolara względem euro. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej w USA, która zmniejszyła się w sierpniu o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,3% w lipcu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia sprzedaży detalicznej był spadek miesięcznej dynamiki sprzedaży samochodów. Bez uwzględnienia samochodów, sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,4% w lipcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane dotyczące produkcji przemysłowej, która zmniejszyła się w sierpniu o 0,9% m/m wobec wzrostu o 0,4% w lipcu. Jej spadek był efektem obniżenia dynamiki produkcji we wszystkich jej działach (przetwórstwie, górnictwie oraz dostarczaniu mediów). W znacznym stopniu obniżenie dynamiki produkcji było skutkiem huraganu Harvey (patrz wyżej). Wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w sierpniu do 76,1% wobec 76,9% w lipcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks NY Empire State zmniejszył się nieznacznie we wrześniu do 24,4 pkt. wobec 25,2 pkt. w sierpniu. Indeks ten dotyczy koniunktury w przetwórstwie w stanie Nowy Jork, tym samym jego nieznaczny spadek nie ma związku z huraganami Harvey oraz Irma, które dotknęły Teksas oraz Florydę. Na nieznaczne pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się we wrześniu do 95,3 pkt. wobec 96,8 pkt. w sierpniu. W kierunku spadku indeksu oddziaływała jego niższa składowa dla bieżącej sytuacji, podczas gdy przeciwny efekt miał wzrost składowej dla oczekiwań. Zgodnie z komunikatem, pogorszenie oczekiwań odzwierciedla obawy części respondentów o wpływ huraganów Harvey oraz Irma na przyszłą sytuację gospodarczą. Ubiegłotygodniowe dane stanowią nieznaczne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w III kw. do 2,8% wobec 3,0% w II kw.
- **W ubiegłym tygodniu Komisja Europejska (KE) oficjalnie przeszła do kolejnego etapu postępowania w sprawie uchybienia przez Polskę zobowiązaniom państwa członkowskiego.** Postępowanie toczy się w następstwie opublikowania w Dzienniku Ustaw ustawy o ustroju sądów powszechnych. KE odniosła się do odpowiedzi Polski na stawiane zarzuty i zdecydowała się utrzymać swoje stanowisko, że opublikowana ustawa jest niezgodna z prawem unijnym (wydała tzw. „uzasadnioną opinię”). Polska ma tym samym miesiąc na zastosowanie się do uwag KE. W innym przypadku KE może skierować sprawę do Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości. Taki rozwój wydarzeń może skutkować nałożeniem na Polskę kar pieniężnych. Przebieg dalszych procedur oraz analiza ich możliwego krótko- i średnioterminowego wpływu na polską gospodarkę zostały szczegółowo przedstawione w MAKROmapie z 07.08.2017. Komunikat KE zbiegł się w czasie z konferencją agencji S&P dotyczącą ratingów w krajach Europy Centralnej. Agencja S&P stwierdziła, że spór KE z Polską jest już uwzględniony w obecnej ocenie wiarygodności kredytowej Polski. Jednocześnie agencja S&P zasygnalizowała ryzyko w górę dla swojej prognozy wzrostu PKB w Polsce w 2017 r. (3,6%) i zaznaczyła, że aktualizacja ratingu Polski przewidziana na 20 października może być dobrą okazją do jej rewizji.

Bezpośrednio po decyzji KE doszło do nieznacznego osłabienia złotego.

-  **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w sierpniu do 1,8% r/r wobec 1,7% w lipcu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS.** Zwiększenie inflacji (o 0,2 pp.) wynikało z wyższej dynamiki cen paliw. Przeciwny efekt miało obniżenie inflacji bazowej do 0,7% r/r w sierpniu wobec 0,8% w lipcu. W kierunku jej spadku oddziaływały m.in. niższe dynamiki cen w kategoriach "łączność", rekreacja i kultura oraz "inne towary i usługi" (por. MAKROpuls z 11.09.2017). Nieznaczny spadek inflacji bazowej świadczy o utrzymującym się braku presji inflacyjnej w gospodarce. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie do listopada 2018 r. Uważamy, że opublikowana w listopadzie 2018 r. projekcja inflacji NBP skłoni członków RPP do podwyżki stóp o 25 pb.
-  **W ubiegłym tygodniu wywiadu dla Polskiej Agencji Prasowej udzielił członek RPP E. Łon, w którym powiedział, że w ciągu najbliższych kilku miesięcy może pojawić się potrzeba obniżki stóp procentowych o 50 pb.** Jako uzasadnienie dla obniżki wymienił m.in. umocnienie złotego, niską dynamikę inwestycji, relatywnie niskie stopy procentowe w regionie oraz oczekiwane przez niego spadki cen surowców. E. Łon zaznaczył również, że w przyszłości uzasadniona mogłaby być interwencja na rynku walutowym, która miałaby na celu osłabienie kursu złotego. Należy zauważyć, że większość członków RPP nie podziela poglądów zaprezentowanych przez E. Łona, a sam prezes NBP A. Głapiński podtrzymuje opinię, że stopy procentowe zostaną utrzymane na obecnym poziomie do końca 2018 r. (por. MAKROpuls z 06.09.2017). W konsekwencji, ubiegłotygodniowe wypowiedzi E. Łona są neutralne dla naszej krótkoterminowej prognozy stóp procentowych NBP.
-  **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszył się w lipcu do 878 mln EUR z 932 mln EUR w czerwcu.** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald dochodów pierwotnych, dochodów wtórnych oraz usług (odpowiednio o 281 mln EUR, 52 mln EUR oraz 41 mln EUR wyższe niż w czerwcu), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało niższe saldo obrotów towarowych (o 320 mln EUR niższe niż w czerwcu). Dynamika eksportu zwiększyła się w lipcu do 10,7% r/r wobec 8,7% w czerwcu, a dynamika importu spadła do 12,5% r/r wobec 15,0%. Czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia tempa wzrostu eksportu oraz importu był efekt w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Prognozujemy, że relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszy się w III kw. do -0,7% wobec -0,5% 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%. Z komunikatu po posiedzeniu wykreślony został zapis o znaczącym przewartościowaniu franka szwajcarskiego. Został on zastąpiony oceną, zgodnie z którą obserwowana w ostatnim kwartale deprecjacja franka szwajcarskiego względem euro pozwoliła „w pewnym stopniu” zmniejszyć jego znaczące przewartościowanie. Niemniej jednak SNB nadal uważa, że kurs franka szwajcarskiego jest wysoki. W efekcie w komunikacie podtrzymana została zapowiedź, że SNB pozostanie aktywny na rynku walutowym w przypadku zaistnienia takiej potrzeby. Na konferencji po posiedzeniu zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji została w niej nieznacznie zrewidowana w górę w porównaniu do czerwcowej projekcji. Zgodnie z wrześniową projekcją inflacja wyniesie 0,4% w 2017 r. (wobec 0,3% w czerwcowej projekcji), 0,4% w 2018 r. (0,3%) oraz 1,1% w 2019 r. (1,0%). Obniżona została natomiast prognoza wzrostu szwajcarskiego PKB w 2017 r. do „nieznacznie poniżej 1,0%” wobec „ok. 1,5%” w czerwcowej projekcji. Decyzja SNB jest zgodna z naszym scenariuszem dla EURCHF i EURPLN, zgodnie z którym kurs CHFPLN wyniesie 3,59 na koniec 2017 r. (por. tabela kwartalna).
-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z Chin.** Spadek dynamik produkcji przemysłowej (6,0% r/r w sierpniu wobec 6,4% w lipcu), sprzedaży detalicznej (10,1% r/r wobec 10,4%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (7,8% wobec 8,3%) wskazał na szeroki zakres obniżenia

aktywności w chińskiej gospodarce. Jednocześnie dane okazały się wyraźnie niższe od oczekiwań rynku. Stanowią one również zaskoczenie w kontekście sierpniowych indeksów PMI dla chińskiego przetwórstwa oraz usług, które sygnalizowały wyraźną poprawę koniunktury. Odnotowane w sierpniu spowolnienie wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach jest zgodne z naszą prognozą, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach zmniejszy się w III kw. do 6,8% wobec 6,9% w II kw.

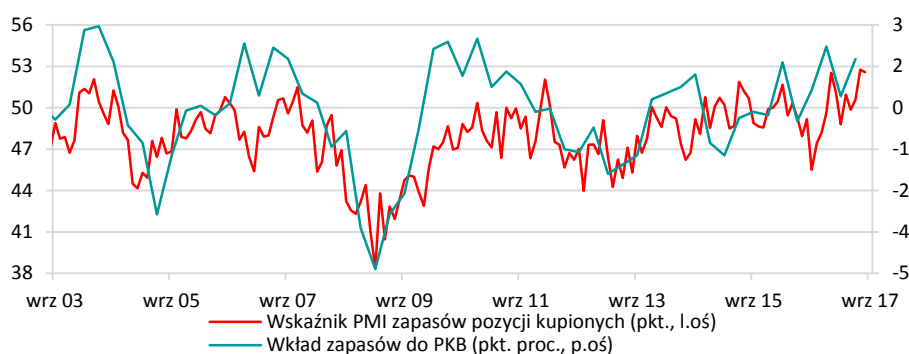
Jaki będzie wkład przyrostu zapasów do wzrostu PKB w II poł. 2017 r. ?

Zgodnie z danymi GUS, głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia wzrostu gospodarczego w II kw. br. był wyższy wkład zapasów. Co więcej, był to już czwarty kwartał z rzędu z dodatnim wkładem zmiany zapasów do dynamiki PKB. Powstaje zatem pytanie, czy w najbliższym czasie możemy spodziewać się punktu zwrotnego w cyklu wzrostowym zapasów.

Zapasy można podzielić ze względu na miejsce ich powstawania (zapasy producentów oraz zapasy w handlu) oraz stopień przetworzenia (surowce i materiały, produkcja w toku, wyroby gotowe). W przypadku tej drugiej klasyfikacji poziomy, na jakich utrzymywane są one w firmach, zależą od cech charakterystycznych dla danego przedsiębiorstwa. Na ich podstawie ustalić można tzw. buforowy poziom zapasów niezbędny do zachowania ciągłości produkcji i sprzedaży. Pomimo istnienia takiego „optymalnego” poziomu, w danych historycznych wyraźnie rysuje się cykliczność zapasów. Zgodnie z teorią ekonomii istnieją dwie przyczyny ich spadku. Pierwszą z nich jest sytuacja charakterystyczna dla początkowej fazy ożywienia gospodarczego, kiedy to popyt zaspokajany jest nie tylko bieżącą produkcją, ale również rezerwami nagromadzonymi w poprzednich okresach. Przedsiębiorstwa często nie są jeszcze przekonane czy poprawa koniunktury ma charakter trwały, dlatego nie decydują się na większe wykorzystanie mocy wytwórczych, co pozwala im upłynnić część zapasów. W drugim przypadku rezerwy spadają gdy firmy w szczytowej fazie cyklu koniunkturalnego nie są w stanie zaspokoić popytu bieżącym poziomem produkcji i w tym celu muszą wykorzystać zgromadzone wcześniej zapasy.

Z kolei sytuacja, w której zapasy rosną występuje, gdy wielkość bieżącej produkcji przewyższa popyt. Jest to charakterystyczne dla pierwszej fazy spowolnienia, ponieważ firmy często nie są w stanie przewidzieć nagłego spadku zapotrzebowania na swoje produkty oraz na początku ożywienia, kiedy przedsiębiorstwom zdarza się przeszacować jego siłę i produkują zbyt dużo. Z drugiej strony, w niektórych przypadkach przedsiębiorstwa w oczekiwaniu poprawy koniunktury zwiększają z wyprzedzeniem bufor zapasów surowców i półproduktów aby móc zaspokoić przyszły, często gwałtowny wzrost popytu.

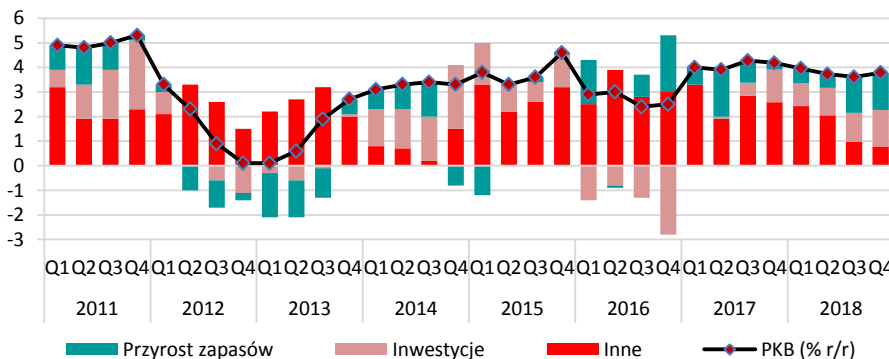
Uważamy, że oba wymienione powyżej czynniki w podobnym stopniu przyczyniły się do wzrostu wkładu zmiany zapasów do PKB w II kw. Z jednej strony warunki makroekonomiczne (tzn. popyt) okazały się nieznacznie gorsze od oczekiwań rynkowych. W szczególności można było to zaobserwować w przypadku spadku inwestycji przedsiębiorstw 50+ w ujęciu rocznym. Z drugiej strony, zgodnie z wynikami badań koniunktury, firmy oczekują poprawy koniunktury w kolejnych kwartałach co skłoniło je do zwiększenia zapasów w II kw.



Źródło: Markit, GUS, Credit Agricole

W celu odpowiedzi jak będzie kształtował się wkład zapasów w III kw. posłużyliśmy się wynikami badań koniunktury przygotowywanymi przez Markit oraz GUS. Historycznie, wkład zapasów do PKB wykazywał

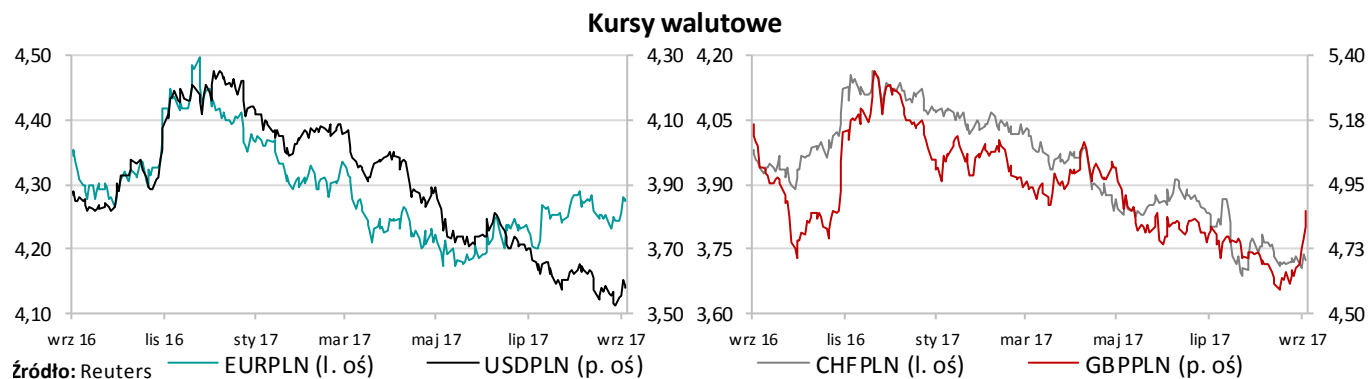
wysoką współzależność ze składową indeksem PMI dotyczącą zapasów pozycji kupionych (wskaźnik korelacji liniowej równy 66,1%). Średnia wartość tego subindeksu w okresie lipiec-sierpień ukształtowała się powyżej średniej z II kw., sygnalizując tym samym stosunkowo silne tempo wzrostu zapasów w III kw. Z kolei wskaźnik dotyczący bieżącego stanu zapasów wyrobów gotowych w przemyśle opracowywany przez GUS (korelacja równa 67,1%) obniżył się nieznacznie w okresie lipiec-sierpień w porównaniu do średniej z II kw. Powyższe badania koniunktury nie dają zatem jednoznacznej informacji dotyczącej prawdopodobnego kształtowania się wkładu zmiany zapasów do PKB w III kw.



Uważamy, że kluczowym czynnikiem determinującym wkład zmiany zapasów do PKB w II połowie bieżącego roku będzie oddziaływanie efektów wysokiej bazy sprzed roku. W III kw. 2016 r. zapasy wzrosły o 1,9% PKB, a w IV kw. o 2,7% PKB. Były to najwyższe przyrosty odnotowane w tych kwartałach od lat 2007-2008. Jest mało prawdopodobne, że zapasy w

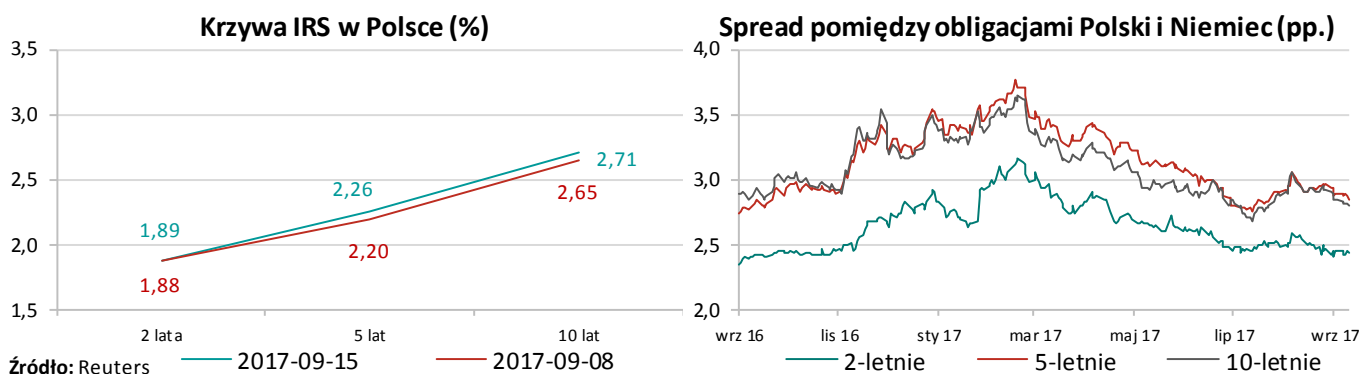
Źródło: GUS, Credit Agricole

relacji do PKB w III i IV kw. br. ponownie zwiększą się w tak dużym stopniu. Tym samym oczekujemy, że wkład zmiany zapasów obniży się w II połowie roku br. Uważamy jednak, że negatywny efekt ich niższej kontrybucji do dynamiki PKB zostanie z nawiązką skompensowany przez przyspieszenie wzrostu pozostałych składowych PKB. Taka ocena jest zgodna z naszą prognozą, zgodnie z którą w II połowie 2017 r. tempo wzrostu PKB zwiększy się do 4,2% r/r wobec 3,9% w I połowie.


Spór Polski z Komisją Europejską negatywny dla złotego


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2778 (osłabienie złotego o 0,8%). Najważniejszym ubiegłotygodniowym wydarzeniem dla złotego był komunikat Komisji Europejskiej, zgodnie z którym rozpoczęty został kolejny etap postępowania w sprawie uchybienia przez Polskę zobowiązaniom państwa członkowskiego (patrz powyżej). W efekcie we wtorek i w środę obserwowane było osłabienie polskiej waluty. Na szczególną uwagę zasługuje odnotowane w ubiegłym tygodniu silne osłabienie złotego względem funta (o 4,1%). Wynikało ono w znacznym stopniu z silnego spadku kursu EURGBP po czwartkowym posiedzeniu Banku Anglii, na którym zasygnalizowano, że z uwagi na narastającą presję inflacyjną w najbliższych miesiącach może rozpocząć się cykl zacieśniania polityki monetarnej w Wielkiej Brytanii.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC, które może przyczynić się do podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Jednocześnie publikacja nowych projekcji ekonomicznych FOMC może lekko umocnić złotego. Pozytywne dla złotego będą w naszej ocenie również dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w Polsce. Pozostałe krajowe dane (zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), dane z amerykańskiego rynku nieruchomości oraz wyniki badań koniunktury w strefie euro będą naszym zdaniem neutralne dla kursu polskiej waluty.


FED w centrum uwagi polskiego rynku długu


W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS nie zmieniły się i wyniosły 1,885, 5-letnie wzrosły do poziomu 2,255 (wzrost o 5pb), a 10-letnie do poziomu 2,705 (wzrost o 6pb). W ubiegłym tygodniu utrzymywał się wzrost stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W pierwszej części tygodnia wzrostowi stawek IRS sprzyjała również większa podaż obligacji ze strony części inwestorów, którzy sprzedając obligacje zwiększali swoją płynność przed czwartkową aukcją zamiany długu. Na aukcji długu Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2017 r. i 2018 r. za 6,6 mld zł sprzedając obligacje o 2-, 5-, 6- i 10-letnich terminach zapadalności za 6,8 mld zł, przy popycie równym 9,1 mld zł. Aukcja doprowadziła do nieznacznego przejściowego wzrostu stawek IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC, które może sprzyjać wyższej zmienności stawek IRS. Publikacja nowej projekcji ekonomicznej FOMC może w naszej ocenie doprowadzić do ich spadku na długim końcu krzywej. Do wzrostu stawek IRS może przyczynić się natomiast publikacja danych o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w Polsce. Krajowe dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach oraz dane z amerykańskiego rynku nieruchomości nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na polski rynek długu.

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	3,55
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	3,68
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	1,8	
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	0,7	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
Saldo ROB (mln EUR)	-729	-858	172	99	-219	2342	-599	-529	-160	-298	-932	-878		
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	10,7		
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	12,5		

* 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	4,3	4,2	4,0	3,7	3,6	3,8	2,7	4,1	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	4,7	4,9	4,2	4,5	4,6	4,3	4,3	3,9	3,8	4,6	4,3	
Inwestycje (% r/r)	-0,4	0,8	3,0	5,5	7,9	7,0	6,8	6,1	-7,8	3,0	6,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,3	2,8	8,0	10,0	8,0	7,7	6,8	5,5	9,0	7,3	7,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	6,1	9,0	11,6	10,6	10,0	10,4	8,3	8,9	8,9	9,8	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,9	2,5	2,3	3,0	2,6	2,6	1,9	2,3	2,7	2,5
	Inwestycje (pp.)	0,0	0,1	0,5	1,3	0,9	1,1	1,2	1,5	-1,6	0,5	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,1	-1,5	-0,3	-0,4	-1,1	-0,8	-1,8	-1,3	0,3	-0,6	-1,2
Saldo obrotów bieżących***	0,1	-0,5	-0,7	-1,2	-1,7	-1,5	-1,7	-2,0	-0,2	-1,2	-2,0	
Stopa bezrobocia (%)**	8,1	7,1	7,0	7,3	7,6	6,8	6,9	7,3	8,3	7,3	7,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,1	2,4	1,9	1,0	0,3	0,1	0,1	0,1	1,9	1,9	0,2	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	5,0	5,6	6,0	6,4	6,7	6,6	6,5	3,8	5,2	6,5	
Inflacja CPI (%)*	2,0	1,8	1,9	1,8	1,5	1,9	1,6	1,5	-0,6	1,9	1,6	
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	3,55	3,41	3,40	3,35	3,31	3,26	4,18	3,41	3,26	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 18.09.2017r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	1,5	1,5	1,5
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	4,5	4,6	4,6
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	4,9	5,7	5,7
Wtorek 19.09.2017r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Lipiec	21,2		
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Wrzesień	10,0	10,6	12,5
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	7,1	5,8	7,2
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	2,2	2,8	2,9
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	6,2	6,7	6,0
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Sierpień	1155	1185	1175
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Sierpień	1230	1220	1220
Środa 20.09.2017r.						
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Sierpień	5,44	5,52	5,45
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Wrzesień	1,25	1,25	1,25
Czwartek 21.09.2017r.						
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Wrzesień			
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Wrzesień	18,9	18,0	17,2
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	-1,5		-1,5
Piątek 22.09.2017r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	59,3	58,8	59,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Wrzesień	54,7	54,6	54,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	57,4	56,8	57,2
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Wrzesień	55,7	55,5	55,6
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	5,0	5,4	5,3
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	52,8		53,0

* 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