

## W tym tygodniu

- **W niedzielę odbyły się wybory parlamentarne w Niemczech.** Zgodnie ze wstępnymi wynikami w wyborach zwyciężyła koalicja CDU/CSU zdobywając 33,0% głosów. Kolejne miejsca zajęły partie SPD (20,5%), AfD (12,6%), FDP (10,7%), Lewica (9,2%) oraz Zieloni (8,9%). Uwzględniając wyniki sondażowe wyborów, a także zapowiedź SPD, iż zamierza przejść do opozycji, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się być koalicja składająca się z CDU/CSU, FDP oraz Zielonych. Partie te prezentują zbliżone, proeuropejskie nastawienie, tym samym nie należy oczekiwać istotnych zmian w polityce zagranicznej Niemiec. Głównym czynnikiem ryzyka jest przyszła polityka fiskalna. Wsparcie dla takiej oceny stanowi wypowiedź członka zarządu partii FDP A. Hahna, który zasugerował, że FDP wejdzie do koalicji tylko wtedy, gdy będzie mogło obsadzić stanowisko ministra finansów. Uważamy, że mimo gorszego od oczekiwań wyniku CDU/CSU oraz konieczności utworzenia większej koalicji, nie należy oczekiwać znaczących zmian w polityce gospodarczej i zagranicznej Niemiec. Mimo tego, w krótkim okresie zaskakujące wyniki wyborów parlamentarnych w Niemczech mogą przyczynić się do nieznacznego osłabienia złotego.
- **W tym tygodniu poznamy dane z realnej sfery gospodarki USA oraz wyniki badań koniunktury.** W czwartek zostanie opublikowany finalny szacunek PKB w II kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło się do 3,1% wobec 3,0% w drugim szacunku m.in. ze względu na wyższe wkłady zapasów oraz eksportu netto. Prognozujemy, że miesięczna dynamika wstępnych zamówień na dobra trwałe wzrosła w w sierpniu do 1,5% wobec -6,8% w lipcu ze względu na wyższe zamówienia w firmie Boeing. Oczekujemy, że dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,95 mln w sierpniu wobec 5,71 mln w lipcu) wskażą na kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu opublikowane zostaną również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że indeks zaufania konsumentów Conference Board (120,0 pkt. we wrześniu wobec 122,9 pkt. w sierpniu) i finalny indeks Uniwersytetu Michigan (96,0 pkt. we wrześniu wobec 96,8 pkt. w sierpniu oraz 95,3 pkt. we wstępnym szacunku) zasygnalizują lekkie pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Uważamy, że publikacje danych z USA będą miały ograniczony wpływ na rynek.
- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego.** Oczekujemy, że zwiększył się on we wrześniu do 116,3 pkt. wobec 115,9 pkt. w sierpniu. Uważamy, że jego publikacja będzie neutralna dla rynku.
- **W piątek poznamy wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 1,5% r/r. Uważamy, że dane będą neutralne dla złotego oraz cen polskich obligacji.
- **W piątek opublikowane zostaną wstępne dane o wrześniowej inflacji w Polsce.** Naszym zdaniem zwiększyła się ona do 2,0% r/r wobec 1,8% w sierpniu, w znacznym stopniu z uwagi na wyższą dynamikę cen żywności. Nasza prognoza jest zgodna z oczekiwaniami rynku. Tym samym uważamy, że dane nie będą miały istotnego wpływu na złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej pozostał na niezmiennym poziomie [1,00%; 1,25%]. Jednocześnie FED ogłosił, że w październiku br. rozpocznie proces zmniejszania swojego bilansu. Będzie on polegał na stopniowym zaprzestaniu reinwestowania środków uzyskanych w wyniku zapadania znajdujących się w nim aktywów według schematu przedstawionego na konferencji po czerwcowym posiedzeniu (por. MAKROmapa z 19.06.2017). Tym samym początkowo miesięczne limity na wartość środków, które nie będą reinwestowane

zostaną ustalone na poziomie 6 mld USD w przypadku obligacji skarbowych oraz 4 mld USD w przypadku MBS (mortgage-backed securities). Co trzy miesiące limity te będą zwiększane odpowiednio o 6 mld USD i 4 mld USD, aż po roku osiągną docelowy poziom (odpowiednio 30 mld USD i 20 mld USD miesięcznie). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami podczas konferencji prasowej szefowa FED J. Yellen podkreśliła, że poziom stóp procentowych jest głównym narzędziem w polityce monetarnej w USA. Zaznaczyła jednak, że program luzowania ilościowego pozostaje instrumentem prowadzonej polityki pieniężnej, a w przypadku znaczącego pogorszenia perspektyw gospodarczych FED może rozważyć wstrzymanie redukcji swojego bilansu. W komunikacie po posiedzeniu na uwagę zasługuje ocena, zgodnie z którą straty związane huraganami Harvey oraz Irma, choć negatywne dla aktywności gospodarczej w krótkim okresie, nie będą miały istotnego wpływu na średniookresowe tempo wzrostu PKB w USA. Jednocześnie poprzez wyższe ceny paliw mogą przyczynić się one do przejściowego wzrostu inflacji. Na konferencji po posiedzeniu przedstawione zostały nowe projekcje makroekonomiczne członków FOMC. W porównaniu do czerwcowej projekcji nieznacznie podniosła się mediana dla oczekiwanego tempa wzrostu PKB w 2017 r. (2,4% wobec 2,2%). Oczekiwane tempo wzrostu w kolejnych latach nie zmieniło się i wynosi 2,1% w 2018 r., 1,9% w 2019 r., 1,8% w 2020 r. oraz 1,8% w długim okresie. Nieznacznie obniżyła się oczekiwana ścieżka stopy bezrobocia. Obecnie mediana oczekiwań na IV kw. 2017 r. wynosi 4,3% (4,3%), 4,1% w IV kw. 2018 r. i 2019 r. (4,2%), oraz 4,2% w IV kw. 2020 r. Utrzymany został natomiast szacunek naturalnej stopy bezrobocia (4,6%). Na uwagę zasługuje również nieznaczna rewizja w dół oczekiwanej ścieżki inflacji PCE. Obecnie mediana oczekiwań na 2017 r. wynosi 1,5% (1,7%), 1,9% w 2018 r. (2,0%), 2,0% w 2019 r. oraz 2,0% w 2020 r. Mediana oczekiwań członków FOMC wskazuje zatem, że cel inflacyjny zostanie osiągnięty dopiero w 2019 r., podczas gdy w czerwcowej projekcji miało nastąpić to w 2018 r. Ścieżka stopy oprocentowania funduszy federalnych oczekiwana przez członków FOMC pozostała na poziomie zbliżonym do czerwcowej projekcji. Obecnie mediana oczekiwań dotyczących wysokości stóp procentowych na koniec 2017 r. wynosi 1,4% (1,4%), 2,1% na koniec 2018 r. (2,1%), 2,7% na koniec 2019 r. (2,9%), 2,9% na koniec 2020 r. oraz 2,8% w długim okresie (3,0%). Wrześniowa projekcja ekonomiczna FOMC stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym FED w grudniu br. podniesie stopy procentowe o 25 pb. Uważamy jednak, że napływające dane o inflacji nie będą wystarczającym uzasadnieniem dla oczekiwanej we wrześniowej projekcji skali zacieśniania polityki monetarnej w 2018 r. (o 75 pb). Tym samym prognozujemy, że skala podwyżek stóp procentowych w 2018 r. będzie niższa od oczekiwań członków FOMC i wyniesie 50 pb.

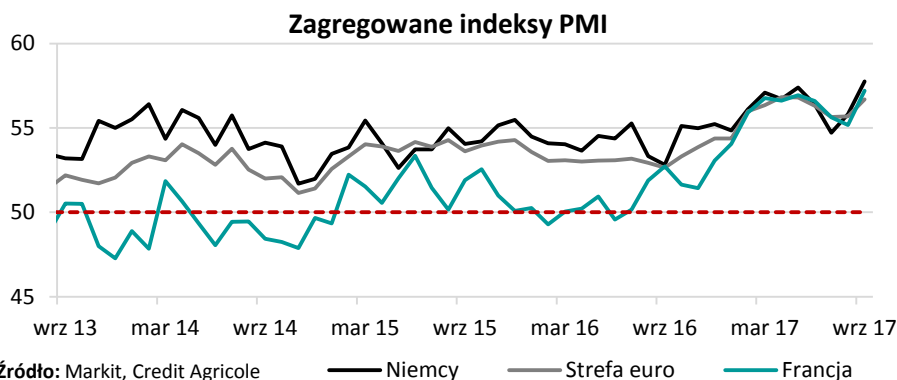
- ✔ **Zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się we wrześniu do 56,7 pkt. z 55,7 pkt. w sierpniu.** Zwiększenie indeksu PMI wynikało ze wzrostu jego składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak również bieżącej produkcji w przetwórstwie. W III kw. średnia wartość zagregowanego indeksu PMI wyniosła 56,0 pkt. wobec 56,6 pkt. w II kw., co stanowi wsparcie dla naszej prognozy zakładającej nieznaczne obniżenie tempa wzrostu PKB w strefie euro w III kw. do 0,5% kw/kw wobec 0,6% w II kw. (patrz poniżej).
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Dane dotyczące pozwoleń na budowę (1300 tys. w sierpniu wobec 1230 tys. w lipcu), rozpoczętych budów domów (1180 tys. wobec 1190 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,35 mln wobec 5,44 mln) wskazały na utrzymującą się dobrą koniunkturę na rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks Philadelphia FED, który zwiększył się we wrześniu do 23,8 pkt. wobec 18,9 pkt. w sierpniu, wskazując na wzrost aktywności gospodarczej w dystrykcie, za który odpowiada Rezerwa Federalna w Philadelphii (w jego skład wchodzi zachodnia część Pensylwanii, południowa część New Jersey oraz Delaware). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w III kw. do 2,8% wobec 3,1% w II kw.
- ✔ **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zwiększyła się w sierpniu do 8,8% r/r wobec 6,2% w lipcu.** Czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia wzrostu produkcji w sierpniu było

ustąpienie efektu związanego z dłuższymi niż przed rokiem przerwami urlopowymi w fabrykach samochodów w lipcu br. Ponadto, wsparciem dla produkcji przemysłowej w sierpniu był utrzymujący się wzrost nowych zamówień eksportowych w przetwórstwie przemysłowym oraz zamówień napływających z przedsiębiorstw branży budowlanej (por. MAKROpuls z 19.09.2017). Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w sierpniu do 23,5% r/r wobec 19,8% w lipcu. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja w budownictwie zmniejszyła się w ujęciu miesięcznym o 0,8%. Jej roczna odsezonowana dynamika (22,6%) była najwyższa od stycznia 2012 r., a więc od okresu boomu budowlanego związanego z EURO 2012. Wysokie na tle ostatnich kwartałów dynamiki we wszystkich działach produkcji budowlano-montażowej wskazują na szeroki zakres ożywienia zarówno inwestycji prywatnych jak i publicznych. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w III kw. br. tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe wyniesie 3,0% r/r wobec 0,8% w II kw.

➤ **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się w sierpniu do 7,6% r/r wobec 7,1% w lipcu.** Realna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła w sierpniu do 6,9% r/r z 6,8% w lipcu. Do nieznacznego przyspieszenia sprzedaży w sierpniu w największym stopniu przyczyniło się zwiększenie jej dynamiki w kategoriach "żywność, napoje i wyroby tytoniowe" oraz "sprzedaż detaliczna w niewyspecjalizowanych sklepach". Stabilizacja dynamiki sprzedaży ogółem w cenach stałych stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w najbliższych miesiącach roczna dynamika sprzedaży ulegnie stopniowemu obniżeniu, do czego przyczyni się efekt wysokiej ubiegłorocznej bazy związany z wypłatą środków w ramach programu Rodzina 500+. Mimo to prognozujemy, że dynamika spożycia prywatnego utrzyma się w kolejnych kwartałach na poziomie 4,0% r/r lub wyższym, wspierana przez poprawiającą się sytuację na rynku pracy (w tym oczekiwany przez nas szybszy wzrost realnych wynagrodzeń), wysoką skłonność gospodarstw domowych do realizowania bieżących wydatków z wykorzystaniem zgromadzonych oszczędności, jak również obniżenie wieku emerytalnego (por. MAKROmapa z 11.09.2017).

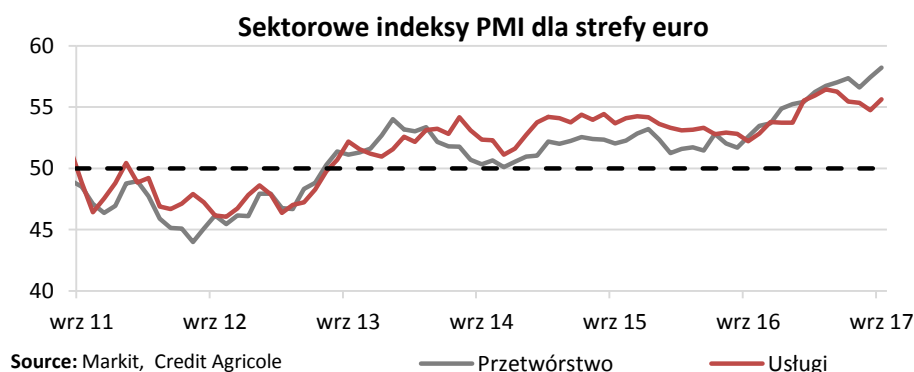
➤ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze zwiększyła się w sierpniu do 6,6% r/r wobec 4,9% w lipcu, co jest jej najwyższym poziomem od stycznia 2012 r.** W naszej ocenie silne przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń w sierpniu w znacznym stopniu wynikało z efektów niskiej bazy sprzed roku związanych z przesunięciami premii w górnictwie. Roczna dynamika zatrudnienia w sierpniu zwiększyła się do 4,6% wobec 4,5% w lipcu. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki zatrudnienia były efekty niskiej bazy sprzed roku w sektorze "informacja i komunikacja" (por. MAKROpuls z 18.09.2017). Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w sierpniu 9,6% r/r wobec 7,8% w lipcu i 7,9% w II kw. Jest to jego najwyższa dynamika od września 2008 r. W kolejnych kwartałach oczekujemy wyhamowania poprawy sytuacji na rynku pracy i łagodnego obniżenia rocznej dynamiki zatrudnienia. Przy utrzymującym się silnym popycie na pracę będzie oddziaływało to w kierunku stopniowego narastania presji płacowej w polskiej gospodarce. Prognozujemy, że tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce narodowej zwiększy się w 2017 r. do 5,2% r/r wobec 3,8% w 2016 r., a w 2018 r. wzrośnie do 6,5%

## Utrzymuje się dobra koniunktura w strefie euro



przetwórstwie. W III kw. średnia wartość zagregowanego indeksu PMI wyniosła 56,0 pkt. wobec 56,6 pkt. w II kw., co stanowi wsparcie dla naszej prognozy zakładającej nieznaczne obniżenie tempa wzrostu PKB w strefie euro w III kw. (0,5% kw/kw wobec 0,6% w II kw.).

Zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się we wrześniu do 56,7 pkt. z 55,7 pkt. w sierpniu. Tym samym ukształtował się on tylko nieznacznie poniżej odnotowanej w kwietniu i maju swojej najwyższej od 6 lat wartości (56,8 pkt.). Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze wzrostu jego składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak również bieżącej produkcji w



wskazujące na rosnące bariery związane z niewystarczającymi mocami wytwórczymi. Czas dostaw w przetwórstwie w strefie euro w sierpniu był najdłuższy od kwietnia 2011 r., co sygnalizuje, że firmy nie nadążają z realizacją zamówień. Sprzyja to wzrostowi inwestycji w zwiększanie mocy wytwórczych, w tym w zwiększanie zatrudnienia. W efekcie składowa dla zatrudnienia w przetwórstwie w strefie euro we wrześniu wzrosła do 56,8 pkt. wobec 55,5 pkt. w sierpniu osiągając najwyższą wartość w historii badań.

Choć poprawę koniunktury w strefie euro odnotowano zarówno w przetwórstwie jak i w usługach, na uwagę zasługuje utrzymująca się dysproporcja w tempie wzrostu aktywności w tych sektorach. Ożywienie w przetwórstwie strefy euro wspierane jest przez silny wzrost zamówień wewnętrznych oraz zagranicznych. Obserwowane są także coraz wyraźniejsze sygnały

W ujęciu geograficznym, poprawa koniunktury w strefie euro wynikała z wyższego tempa wzrostu aktywności zarówno w Niemczech (57,8 pkt we wrześniu wobec 55,8 pkt. w sierpniu – najwyższy poziom od kwietnia 2011 r.) oraz we Francji (57,2 pkt. wobec 55,2 pkt. – najwyższy poziom od maja 2011 r.). Zwiększenie indeksów PMI dla Niemiec oraz Francji wynikało ze wzrostu składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, jak i aktywności biznesowej w usługach. W pozostałych krajach strefy euro objętych badaniem odnotowano obniżenie tempa wzrostu aktywności.

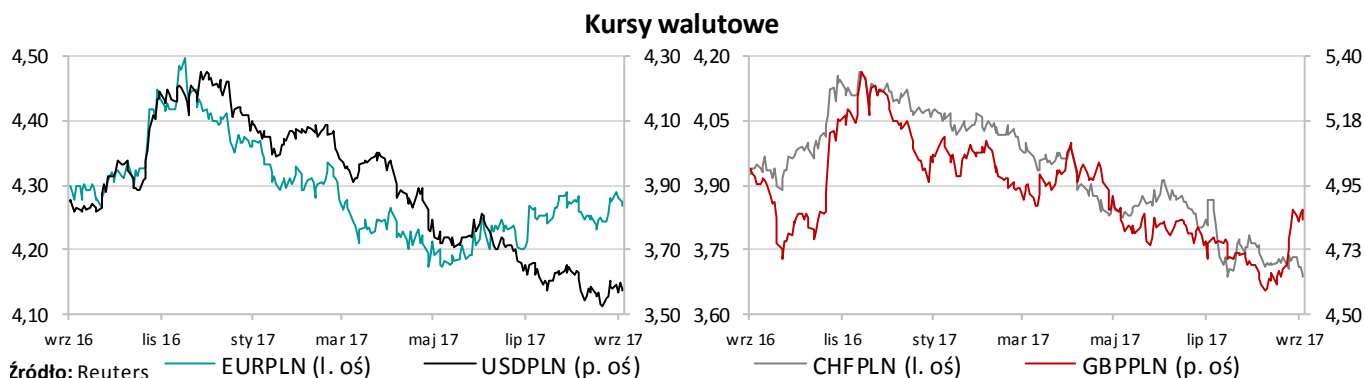
Z punktu widzenia oceny przyszłej koniunktury w Polsce warto zwrócić szczególną uwagę na sytuację w niemieckim przetwórstwie. Indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa zwiększył się we wrześniu do 60,6 pkt. wobec 59,3 pkt. w sierpniu, co jest jego najwyższym poziomem od kwietnia 2011 r. W strukturze danych na uwagę zasługuje silny wzrost składowej dla bieżącej produkcji (61,8 pkt. we wrześniu wobec 60,1 pkt. w sierpniu – najwyższy poziom od kwietnia 2011 r.), któremu towarzyszą

utrzymujące się wysokie na tle historycznym poziomy składowych dla nowych zamówień (60,5 pkt. wobec 60,3 pkt.) oraz nowych zamówień eksportowych (58,9 pkt. wobec 61,0 pkt.).

W ubiegłym tygodniu dodatkowych informacji nt. sytuacji w niemieckiej gospodarce dostarczył również indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech, który zwiększył się we wrześniu do 17,0 pkt. wobec 10,0 pkt. w sierpniu. Zgodnie z treścią komunikatu poprawa nastrojów wynikała ze znaczącego wzrostu akcji kredytowej banków oraz ożywienia inwestycji przedsiębiorstw i rządowych.

Wyraźna poprawa koniunktury w przetwórstwie w strefie euro, w szczególności w Niemczech sygnalizuje wysokie prawdopodobieństwo zwiększenia popytu na wytwarzane w Polsce towary stanowiące wsad do produkcji dóbr finalnych (tzw. dobra pośrednie). Jest to zgodne z naszą prognozą, zgodnie z którą roczna dynamika polskiego eksportu zwiększy się w III kw. br. do 8,0% wobec 2,8% w II kw., a w IV kw. wyniesie 10,0% r/r. Jednocześnie rosnący popyt na wytwarzane w Polsce dobra pośrednie w warunkach wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych sprzyja zwiększaniu nakładów na środki trwałe w polskim przetwórstwie. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy wzrostu dynamiki inwestycji w III kw. (3,0% r/r wobec 0,8% w II kw.).

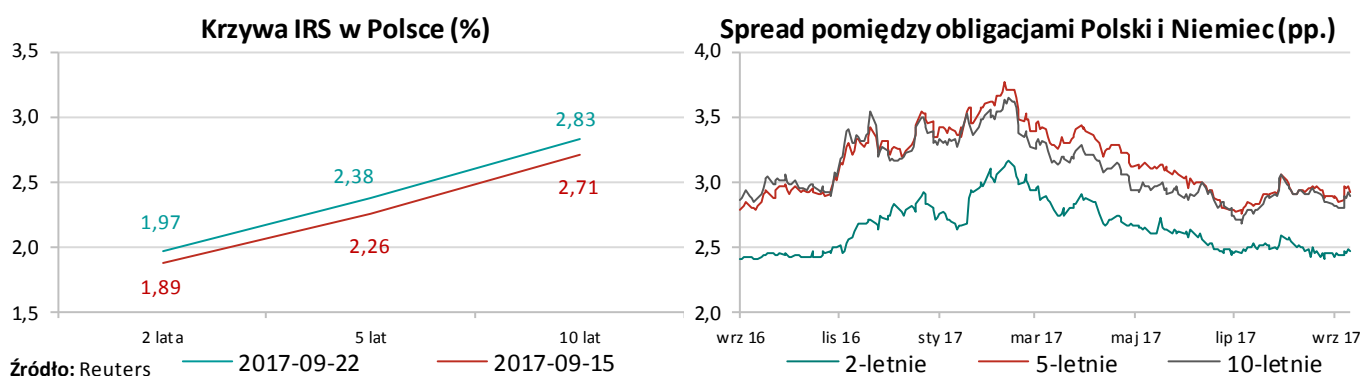
## Wyniki wyborów w Niemczech mogą osłabić złotego



**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2677 (umocnienie złotego o 0,2%).** W poniedziałek złoty kontynuował deprecjację sprzed dwóch tygodni zbliżając się do poziomu 4,30 za euro. We wtorek polska waluta zaczęła zyskiwać na wartości i pozostała w łagodnym trendzie aprecjacyjnym do końca tygodnia. Umocnieniu złotego sprzyjały opublikowane we wtorek lepsze od oczekiwań krajowe dane o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej. W kierunku jego aprecjacji oddziaływało również obniżenie światowej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie w spadku indeksu VIX. W czwartek polska waluta przejściowo traciła na wartości w reakcji na środowe posiedzenie FOMC, na którym zdecydowano o rozpoczęciu procesu ograniczania bilansu FED, a na konferencji prasowej przedstawiono najnowsze projekcje ekonomiczne (patrz powyżej). Przejściowy negatywny wpływ na złotego miały również opublikowane w piątek wyraźnie lepsze od oczekiwań wyniki badań koniunktury w strefie euro. W ubiegłym tygodniu na uwagę zasługuje również spadek kursu CHFPLN do najniższego poziomu od 15 stycznia 2015 r., kiedy to doszło do znaczącego umocnienia franka szwajcarskiego w reakcji na decyzję SNB o uwolnieniu kursu franka wobec euro (por. MAKROmapa z 19.01.2015). Na obserwowane w ubiegłym tygodniu umocnienie złotego względem frankałożył się opisany wyżej spadek kursu EURPLN oraz deprecjacja franka względem euro. Wzrostowi kursu EURCHF sprzyjają narastające rozbieżności pomiędzy perspektywami polityki pieniężnej EBC i SNB (por. MAKROmapa z 07.08.2017).

Dzisiaj możemy mieć do czynienia z nieznacznym osłabieniem złotego w reakcji na wyniki wyborów parlamentarnych w Niemczech. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą liczne dane z USA (finalny szacunek PKB w III kw., wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan). W przypadku realizacji naszych prognoz zbliżonych do konsensusu rynkowego dane będą miały jednak ograniczony wpływ na rynek. Neutralne dla złotego będą również wstępne dane o inflacji w Polsce oraz w strefie euro, a także indeks Ifo dla Niemiec.

## Wzrost stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,965 (wzrost o 8 pb), 5-letnie do poziomu 2,375 (wzrost o 12pb), a 10-letnie do poziomu 2,830 (wzrost o 13pb). W pierwszej części tygodnia obserwowany był wzrost stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi, w oczekiwaniu na środowe posiedzenie FOMC. Decyzja Rezerwy Federalnej o rozpoczęciu procesu ograniczania bilansu FED, a także opublikowane na konferencji prasowej najnowsze projekcje ekonomiczne zostały odebrane przez rynek jako jastrzębie. W efekcie, w czwartek i w piątek nastąpił dalszy wzrost stawek IRS na całej długości krzywej.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą liczne dane z USA (finalny szacunek PKB w III kw., wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan). Uważamy jednak, że ich sumaryczny wpływ na stawki IRS będzie ograniczony. Neutralne dla polskiego rynku długu będą również w naszej cenie wstępne szacunki inflacji w Polsce i w strefie euro, indeks Ifo dla Niemiec, a także wyniki wyborów parlamentarnych w Niemczech.

## 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	8,8	
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	3,0	
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	7,6	
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	6,6	
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 rolnictwem (% 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**
<b>Poniedziałek 25.09.2017r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Wrzesień	115,9	116,3	116,0
<b>Wtorek 26.09.2017r.</b>						
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Lipiec	0,1		0,2
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Wrzesień	14,0		
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Sierpień	571	595	584
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	122,9	120,0	120,0
<b>Środa 27.09.2017r.</b>						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	4,5		4,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Sierpień	-6,8	1,5	1,0
<b>Czwartek 28.09.2017r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Wrzesień	1,09		1,11
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	1,8	1,9	1,8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	284		265
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	3,0	3,1	3,0
<b>Piątek 29.09.2017r.</b>						
12:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	1,5	1,5	1,6
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wstępna inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Sierpień	0,2		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Wrzesień	58,9		59,0
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	95,3	96,0	95,3

\* 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