

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC*.** Uwaga rynków będzie zwrócona na pogłębione oceny członków FED dotyczące krótko- i średniookresowych perspektyw sytuacji gospodarczej w USA (w tym przede wszystkim oczekiwanego kształtowania się inflacji) oraz prawdopodobnego terminu podwyżek stóp procentowych w 2018 r. Publikacja *Minutes* może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, jednak najprawdopodobniej nie dostarczy ona nowych informacji, które zmieniąby nasz scenariusz stopniowej normalizacji polityki monetarnej w USA. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że na posiedzeniu w grudniu FED podniesie stopy procentowe o 25 pb.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Prognozujemy, że dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyła się we wrześniu do 2,0% m/m z -0,2% w sierpniu ze względu na wyższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się w październiku do 95,5 pkt. wobec 95,1 pkt. we wrześniu. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **W piątek opublikowane zostaną dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Rynek oczekuje, że saldo bilansu zmniejszyło się do 39,5 mld USD we wrześniu wobec 42,0 mld USD w sierpniu. Zgodnie z rynkowym konsensusem dynamika eksportu zwiększyła się we wrześniu do 8,8% r/r wobec 5,5% w sierpniu, podczas gdy dynamika importu wzrosła do 13,5% z 13,3%. Publikacja danych z Chin, potwierdzająca nasilające się ożywienie w światowej wymianie handlowej, będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków.
- **W czwartek poznamy finalne dane o wrześniowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy niewielkie ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane w dół do 2,1% r/r względem opublikowanego dwa tygodnie temu wstępnego szacunku (2,2%), co będzie oznaczać wyraźny wzrost wskaźnika w stosunku do czerwca (1,8%). Uważamy, że w kierunku wzrostu wskaźnika we wrześniu oddziaływała wyższa dynamika cen żywności i zwiększenie inflacji bazowej. Publikacja danych o inflacji będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zatrudnienie poza rolnictwem zmniejszyło się we wrześniu o 33 tys. wobec wzrostu o 169 tys. w sierpniu (rewizja w górę z 156 tys.), co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (wzrost o 90 tys.). Największy spadek liczby etatów odnotowano w turystyce i rekreacji (-111,0 tys.), dostarczaniu informacji (-9,0 tys.) oraz pozostałych usługach (-5,0 tys.). Silne obniżenie zatrudnienia w tych działach było związane z huraganami Irma oraz Harvey. Dodatkowe wsparcie dla takiej oceny stanowią dane nt. liczby osób, które we wrześniu były zatrudnione ale nie mogły pracować z uwagi na warunki pogodowe, która osiągnęła najwyższy poziom we wrześniu w historii. Stopa bezrobocia spadła we wrześniu do 4,2% wobec 4,4% w sierpniu, kształtując się wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,6%, por. MAKROMAPA z 25.09.2017). Obniżenie stopy bezrobocia wynikało ze zmniejszenia liczby bezrobotnych (-331 tys.) przy jednoczesnym silniejszym zwiększeniu liczby zatrudnionych (+906 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 (spadek zatrudnienia w ankiecie wśród firm i jego wzrost w ankiecie wśród gospodarstw domowych). W efekcie

współczynnik aktywności zawodowej we wrześniu zwiększył się do 63,1% wobec 62,9% w sierpniu. Zwiększyła się również roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego, która wyniosła we wrześniu 2,9% wobec 2,7% w sierpniu. W naszej ocenie było to związane ze wspomnianym wyżej spadkiem zatrudnienia w dziale turystyka i rekreacja, który charakteryzuje się relatywnie niskim na tle innych branż poziomem wynagrodzeń. W efekcie w październiku, wraz z ustąpieniem efektu związanego z huraganami Irma oraz Harvey spodziewamy się spadku rocznego tempa wzrostu wynagrodzenia godzinowego. Mimo publikacji wyraźnie słabszych od konsensusu danych o zatrudnieniu doszło do wzrostu oczekiwań na podwyżkę stóp w USA na grudniowym posiedzeniu i umocnienia dolara względem euro, do czego przyczyniło się głównie przyspieszenie wzrostu płac. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także wyniki badań koniunktury. Indeks ISM w przetwórstwie zwiększył się we wrześniu do 60,8 pkt. wobec 58,8 pkt. w sierpniu, co jest jego najwyższym poziomem od maja 2004 r. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla czasu dostaw, nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz zatrudnienia). Przeciwny efekt miał niższy wkład składowej dla zapasów. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost składowej dla czasu dostaw do najwyższego poziomu od lipca 2004 r. Wydłużenie czasu dostaw było związane z huraganami Irma oraz Harvey. Tym samym silny wzrost indeksu ISM dla przetwórstwa we wrześniu wynikał w znacznym stopniu z efektów przejściowych, niezwiązanych z poprawą koniunktury. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks ISM poza przetwórstwem, który zwiększył się we wrześniu do 59,8 pkt. wobec 55,3 pkt. w sierpniu, co jest jego najwyższym poziomem od sierpnia 2005 r. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów wszystkich jego składowych (dla czasu dostaw, nowych zamówień, aktywności biznesowej oraz zatrudnienia). Podobnie jak w przypadku indeksu ISM dla przetwórstwa, głównym źródłem wzrostu wskaźnika było wydłużenie czasu dostaw z uwagi na huragany Irma oraz Harvey. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w III kw. do 2,0% wobec 3,1% w II kw.

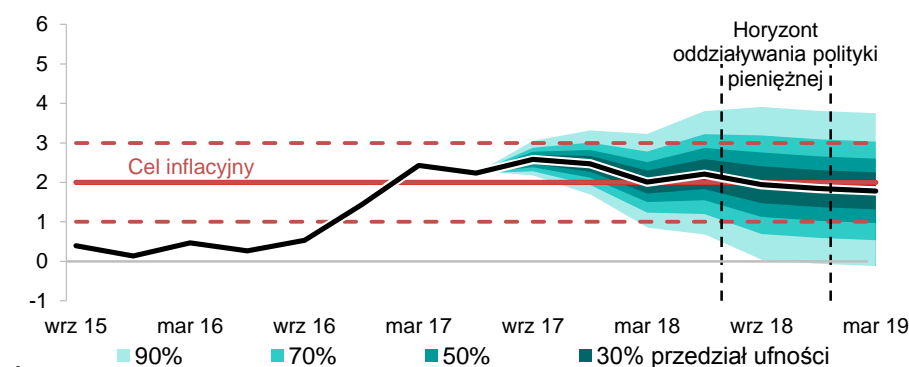
**Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** RPP podtrzymała ocenę, zgodnie z którą w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Rada zaznaczyła w komunikacie, że w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana. Jednocześnie w ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone (por. MAKROpuls z 04.10.2017). Na konferencji po posiedzeniu Rady prezes NBP A. Głapiński podtrzymał wcześniej prezentowany pogląd, zgodnie z którym stopy NBP najprawdopodobniej nie ulegną zmianie do końca 2018 r. Jego zdaniem odnotowany w sierpniu wzrost inflacji ma charakter przejściowy. W bardziej jastrzębim tonie wypowiedziała się obecna na konferencji G. Ancyparowicz, która uważa, że przez najbliższe 3-4 kwartały (tj. do połowy 2018 r.) nie będzie potrzeby rewizji polityki pieniężnej. Wypowiedzi członków RPP na konferencji prasowej po posiedzeniu stanowią wsparcie dla naszej prognozy stóp NBP, zgodnie z którą w warunkach umiarkowanej presji płacowej i utrzymywania się inflacji poniżej celu inflacyjnego RPP pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie do listopada 2018 r.

**Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się we wrześniu do 53,7 pkt. wobec 52,5 pkt. w sierpniu.** W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wartości 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, czasu dostaw). Przeciwny efekt miało obniżenie składowych dla zatrudnienia oraz zapasów. W strukturze wrześniowego PMI na szczególną uwagę zasługuje najszybszy od lutego 2015 r. wzrost zamówień ogółem w polskim przetwórstwie. Zamówienia te rosły szybciej niż zamówienia eksportowe, co sygnalizuje utrzymujący się szybki wzrost popytu krajowego (por. MAKROmapa z 02.10.2017). Przeciętą wartość wskaźnika PMI w III kw. (52,8 pkt.) ukształtowała się na nieznacznie niższym poziomie

niż w II kw. (53,3 pkt.). Mimo tego dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu PKB w III kw. (4,1% r/r wobec 3,9% w II kw.), związane z wyraźnie wyższą od naszych oczekiwań dynamiką produkcji przemysłowej w sierpniu (por. MAKROpuls z 19.09.2017).

## Kiedy kolejna podwyżka stóp w Czechach ?

Narodowy Bank Czeski (CNB) był pierwszym bankiem centralnym w regionie, który zdecydował się na podwyżkę stóp procentowych na przestrzeni ostatnich lat. Po prawie pięciu latach prowadzenia polityki zerowych stóp procentowych na posiedzeniu w sierpniu zarząd CNB podjął decyzję o podwyżce dwutygodniowej stopy REPO (dalej stopy procentowej) z 0,05% do 0,25%. Na wrześniowym posiedzeniu CNB nie zmienił wysokości stóp procentowych, jednakże coraz więcej czynników sygnalizuje rosnące prawdopodobieństwo podwyżki już w najbliższych miesiącach. Poniżej przedstawiamy nasz scenariusz dotyczący perspektyw polityki pieniężnej w Czechach i spójny z nim scenariusz dla kursu złotego względem korony czeskiej.

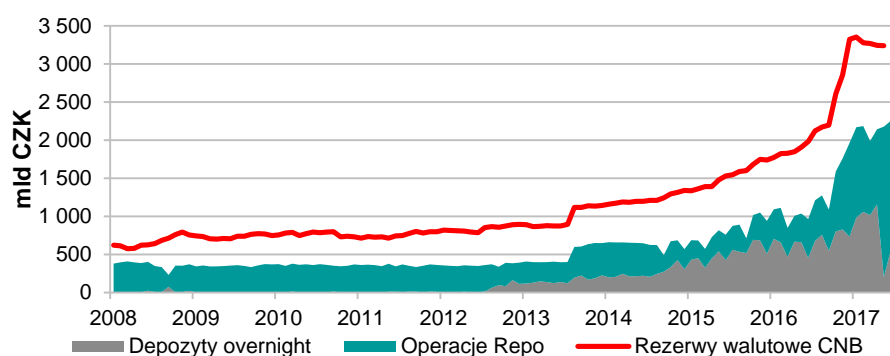


Źródło: CNB, Credit Agricole

Na konferencji po wrześniowym posiedzeniu prezes CNB, J. Rusnok poinformował, że przed podjęciem decyzji o kolejnej podwyżce stóp zarząd chce zapoznać się z listopadową projekcją inflacji oraz kolejnymi decyzjami EBC w polityce pieniężnej. Uważamy, że oczekiwana przez nas i rynki finansowe decyzja EBC o

rozpoczęciu w najbliższych miesiącach ograniczania programu luzowania ilościowego najprawdopodobniej nie zmieni istotnie warunków panujących na rynkach. Tym samym, głównym czynnikiem determinującym przyszłe decyzje CNB będzie listopadowa projekcja inflacji. Dostrzegamy znaczące ryzyko w górę dla prognozy inflacji zaprezentowanej przez CNB w sierpniowej projekcji (por. wykres). Uważamy, że ze względu na oddziaływanie dwóch czynników ścieżka inflacji zostanie w listopadzie zrewidowana w górę.

Pierwszym czynnikiem zwiększającym presję inflacyjną jest szybszy niż prognozowano wzrost PKB w II kw. (4,7% r/r wobec 3,5% w sierpniowej projekcji). Istotnym czynnikiem jest również silny wzrost dynamiki inwestycji do dodatniego poziomu (7,7% r/r), napędzany przez rosnącą absorbcję środków unijnych. W efekcie wkład inwestycji do wzrostu gospodarczego w II kw. wyniósł 1,9 pp. Oczekujemy, że w najbliższych kwartałach dynamika PKB kształtująca się powyżej poziomu potencjalnego będzie oddziaływała w kierunku narastania trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników, a w konsekwencji wzrostu presji płacowej i presji inflacyjnej. Wsparcie dla naszej oceny stanowi wysoka wartość indeksu PMI dla czeskiego przetwórstwa (56,6 pkt. we wrześniu, najwyższej od kwietnia br.). W strukturze wrześniowego PMI na szczególną uwagę zasługuje szybki wzrost zamówień ogółem (w tym zamówień eksportowych). Świadczy to o utrzymywaniu się silnego popytu zarówno krajowego, jak i zagranicznego. Jednocześnie pomimo dobrych perspektyw popytowych, składowa dotycząca zatrudnienia stopniowo zmniejszała się od czerwca, co sygnalizuje coraz bardziej ograniczoną podaż siły roboczej.



Źródło: CNB, Credit Agricole

Drugim czynnikiem, który oddziałuje w kierunku wyższej ścieżki inflacji w listopadowej projekcji jest relatywna stabilizacja kursu EURCZK obserwowana w III kw. pomimo zacieśnienia polityki pieniężnej w sierpniu. Skalę aprecjacji korony ograniczały znaczące długie pozycje walutowe, otwarte w związku z oczekiwaną aprecjacją korony po upłynięciu jej kursu w kwietniu br. Wielkość tych pozycji można oszacować

na podstawie gwałtownego wzrostu nadpłynności w sektorze bankowym (ok. 40 mld EUR pomiędzy grudniem 2016 r. i kwietniem 2017 r., por. wykres). Stabilizacja kursu EURCZK sygnalizuje ryzyko w górę dla scenariusza inflacji w sierpniowej projekcji CNB, gdyż zakładała ona umiarkowaną nominalną aprecjację korony, będącą konsekwencją procesu realnej konwergencji.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyższe czynniki, w listopadowej projekcji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja najprawdopodobniej ukształtuje się blisko górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3,0%). Poglądy członków zarządu CNB są obecnie mocno podzielone. Decyzja o utrzymaniu status quo w polityce pieniężnej we wrześniu nie była jednomyślna. Za pozostawieniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie głosowało 4 członków zarządu banku, podczas gdy 3 opowiedziało się za ich podwyżką. Uważamy, że listopadowa projekcja skłoni większość członków do podjęcia decyzji o podwyżce stóp procentowych o 25 pb. Tym samym zrewidowaliśmy nasz scenariusz perspektyw polityki pieniężnej w Czechach – wcześniej zakładaliśmy, że pierwsza podwyżka będzie miała miejsce w lutym 2018 r. Oczekujemy, że w 2018 r. zarząd CNB podniesie stopy procentowe o kolejne 50 pb. Wsparcie dla naszego scenariusza stanowi wypowiedź prezesa CNB na konferencji po wrześniowym posiedzeniu. J. Rusnok stwierdził, że może on wyobrazić sobie sytuację, w której stopy procentowe wzrosną o ponad 25 pb w ciągu kolejnych 6 miesięcy. Naszego scenariusza nie zmienia sytuacja polityczna w Czechach (za 2 tygodnie odbędą się wybory parlamentarne). Sondáže wskazują na zwycięstwo partii ANO, której liderem jest A. Babiš. Taki wynik wyborów oznaczałby, naszym zdaniem, status quo w polityce fiskalnej. Stopniowe zacieśnienie polityki pieniężnej w Czechach będzie oddziaływało w kierunku łagodnego umocnienia kursu korony względem euro (kurs EURCZK równy 25,50 na koniec 2018 r., por. tabela). Biorąc pod uwagę naszą prognozę silniejszej aprecjacji złotego względem euro, kurs PLNCZK będzie się stopniowo zwiększał do 6,27 na koniec 2018 r.

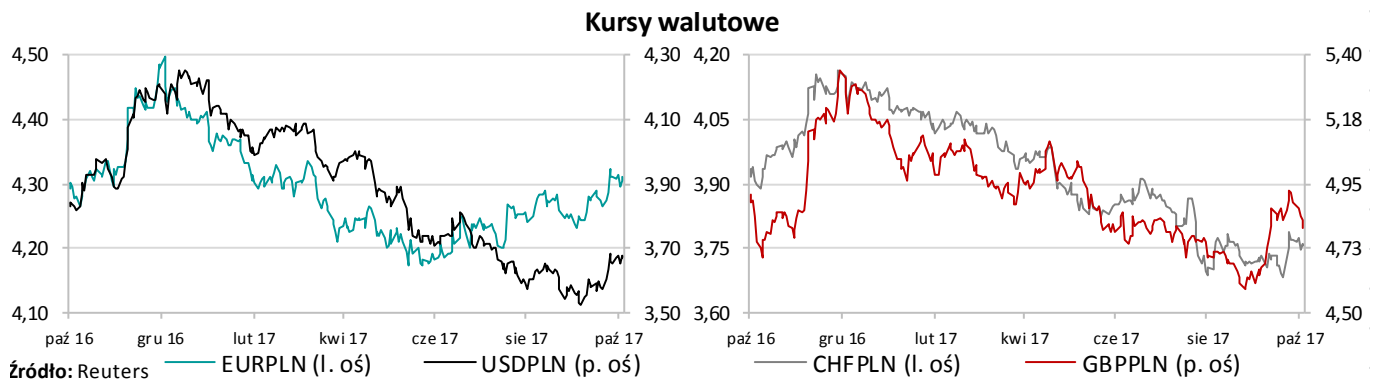
	mar 17	cze 17	wrz 17	gru 17	mar 18	cze 18	wrz 18	gru 18
<b>2-tyg. stopa REPO CNB (%)</b>	0,05	0,05	0,25	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>	<b>1,00</b>
<b>EURCZK</b>	27,02	26,11	25,97	<b>25,80</b>	<b>25,60</b>	<b>25,50</b>	<b>25,50</b>	<b>25,50</b>

Źródło: Reuters, Credit Agricole

Należy zwrócić uwagę, że przypadek Czech jest wyjątkowy na tle regionu. Inflacja w Czechach kształtuje się obecnie (2,7% r/r we wrześniu) powyżej celu CNB (2,0%). Ze względu na trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników mamy do czynienia z silnym wzrostem nominalnych wynagrodzeń (7,6% r/r w II kw.). Członkowie CNB rozpoczęli już normalizację polityki pieniężnej i podkreślają zamiar jej dalszego zacieśniania. Powyższe czynniki wyraźnie odróżniają Czechy od sytuacji makroekonomicznej w Polsce. Tym samym oczekiwane przez nas zacieśnienie polityki pieniężnej w Czechach nie zmienia naszego scenariusza zakładającego status quo w polityce pieniężnej NBP do listopada 2018 r.



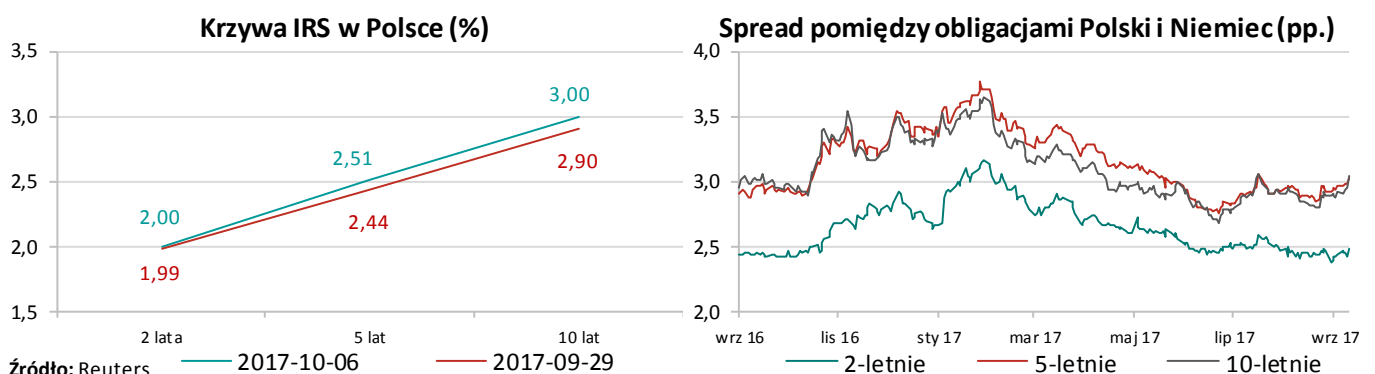
## Publikacja *Minutes* FOMC może podwyższyć zmienność kursu złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3097 (umocnienie złotego o 0,1%). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN charakteryzował się niską zmiennością z uwagi na ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. W środę złoty umacniał się, podobnie jak inne waluty rynków wschodzących, gdyż inwestorzy zaczęli obawiać się, że na stanowisko prezesa FED zostanie wybrany kandydat o mniej jastrzębim nastawieniu, niż wcześniej sądzono. W czwartek i w piątek kurs złotego ustabilizował się na poziomie nieznacznie powyżej 4,30 za euro. Opublikowane w piątek dane z amerykańskiego rynku pracy były negatywne dla złotego. W ubiegłym tygodniu złoty znacząco umocnił się względem funta brytyjskiego (o 1,9%). Wynikało to ze wzrostu kursu EURGBP wspieranego przez wystąpienie premier Wielkiej Brytanii T. May. Wśród części inwestorów wzbudziło ono obawy, czy jest ona odpowiednią osobą aby stać na czele rządu w obliczu negocjacji w sprawie Brexitu, przy jednoczesnym silnym spadku poparcia dla Partii Konserwatywnej.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że może przyczynić się ona do podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Sumaryczny wpływ danych z USA (sprzedaż detaliczna i wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) na kurs polskiej waluty będzie naszym zdaniem ograniczony. Uważamy, że neutralne dla złotego będą również dane o bilansie handlowym w Chinach oraz krajowe finalne dane o inflacji.

## Wzrost stawek IRS w ślad za niemieckimi obligacjami



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 2,00 (wzrost o 1 pb), 5-letnie do poziomu 2,51 (wzrost o 7pb), a 10-letnie do poziomu 2,995 (wzrost o 9pb). W ubiegłym tygodniu obserwowany był silny wzrost stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za niemieckimi obligacjami. Gołębi wydźwięk konferencji prasowej po posiedzeniu RPP doprowadził w środę do przejściowej, nieznacznej korekty. Przeprowadzona w czwartek aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo

Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2018 r. za 6,6 mld zł i sprzedało obligacje o 2-, 5-, 6-, 9- i 10-letnich terminach zapadalności za 6,8 mld zł., nie miała istotnego wpływu na krzywą dochodowości. Opublikowane w piątek dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA zwiększyły oczekiwania inwestorów na podwyżkę stóp procentowych FED w grudniu i w konsekwencji przyczyniły się do wzrostu stawek IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że może przyczynić się ona do podwyższonej zmienności stawek IRS. Dane z USA (sprzedaż detaliczna i wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz finalne dane o inflacji nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na polski rynek długu.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	paź 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*	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,28
Kurs USDPLN*	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,61
Kurs CHFPLN*	3,93	3,96	4,13	4,11	4,04	4,05	3,96	3,90	3,84	3,86	3,72	3,72	3,77	3,73
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,2	-1,3	3,2	2,2	9,1	1,1	11,0	-0,6	9,1	4,5	6,2	8,7	5,6	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	7,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	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)	-858	172	99	-219	2342	-599	-529	-160	-298	-932	-878	-427		
Eksport (r/r, % EUR)	3,1	-0,6	5,7	5,1	14,3	5,7	15,1	1,4	16,2	8,7	10,7	12,9		
Import (r/r, % EUR)	3,5	3,6	6,3	7,1	16,0	8,9	16,8	3,3	21,4	15,0	12,5	11,0		

\* 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	4,31	4,16	4,15	4,12	4,10	4,07	4,40	4,16	4,07	
USDPLN**	3,97	3,70	3,65	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 09.10.2017r.</b>						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	0,0		0,7
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Październik	28,2		28,5
<b>Wtorek 10.10.2017r.</b>						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Sierpień	19,5		20,3
<b>Środa 11.10.2017r.</b>						
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Wrzesień			
<b>Czwartek 12.10.2017r.</b>						
12:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	0,1		0,5
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	
<b>Piątek 13.10.2017r.</b>						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Wrzesień	42,0		39,5
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Wrzesień	0,4	0,6	0,6
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Wrzesień	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Wrzesień	-0,2	2,0	1,6
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Sierpień	0,2		0,7
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	95,1	95,5	95,1

\* 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