

## W tym tygodniu

- **W sobotę, na mocy art. 155 konstytucji Premier Hiszpanii M. Rajoy ogłosił, że odbierze rządowi Katalonii jego kompetencje i przekaze kontrolę nad regionem władzom w Madrycie.** Następnie, w ciągu sześciu miesięcy zostaną przeprowadzone regionalne wybory w Katalonii. Propozycja M. Rajoy'a musi zostać przegłosowana przez Senat. Partia premiera Rajoya posiada większość głosów w wyższej izbie parlamentu, tym samym powyższe rozwiązania najprawdopodobniej zostaną wkrótce wprowadzone w życie. Przewodniczący katalońskiego rządu C. Puigdemont powiedział, że nie akceptuje planu zabrania autonomii regionowi i wprowadzenia tam bezpośrednich rządów Madrytu. Sobotnie wydarzenia wskazują na wzrost napięcia na linii Madryt-Katalonia, co będzie naszym zdaniem oddziaływało w kierunku spadku kursu EURUSD i zwiększenia globalnej awersji do ryzyka, a w efekcie lekkiego osłabienia złotego.
- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie. Uważamy, że EBC podejmie decyzję o wydłużeniu horyzontu czasowego programu skupu aktywów i jednoczesnym rozpoczęciu jego stopniowego wygaszania od stycznia 2018 r. Dopuszczamy dwa scenariusze. Pierwszy: zmniejszenie skali zakupów z 60 mld EUR do 40 mld EUR miesięcznie i wydłużenie programu o 6 miesięcy – „co najmniej do czerwca 2018 r.”. Drugi: obniżenie skali zakupów do 30 mld EUR miesięcznie i wydłużenie programu o 9 miesięcy – „co najmniej do września 2018 r.”. Pierwszy z wymienionych powyżej scenariuszy jest zgodny z konsensusem rynkowym. W czasie trwania konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i cen długu.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie publikacja październikowych wyników badań koniunktury w największych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro obniżył się do 56,5 pkt. w październiku wobec 56,7 pkt. we wrześniu. Zmniejszenie wartości indeksu wynikało naszym zdaniem z nieznacznego pogorszenia koniunktury zarówno w Niemczech, jak i we Francji. W środę poznamy indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że zwiększył się on w październiku do 115,5 pkt. wobec 115,2 pkt. we wrześniu. Uważamy, że dane będą neutralne dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy dane z realnej sfery gospodarki USA oraz wyniki badań koniunktury.** W piątek zostanie opublikowany wstępny szacunek PKB za III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się do 2,6% wobec 3,1% w II kw. m.in. ze względu na niższe wkłady inwestycji oraz konsumpcji (efekt huraganów). Prognozujemy, że miesięczna dynamika wstępnych zamówień na dobra trwałe spadła we wrześniu do 1,1% wobec 2,0% w sierpniu. W tym tygodniu opublikowane zostaną również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Prognozujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (98,0 pkt. w październiku wobec 95,1 pkt. we wrześniu oraz 101,1 pkt. we wstępnym szacunku) zasygnalizuje poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Uważamy, że publikacje danych z USA będą miały ograniczony wpływ na rynek.






## W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami agencja ratingowa Standard & Poor's utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie BBB+ z perspektywą stabilną.** W uzasadnieniu do decyzji, S&P zaznaczył, że ocena odzwierciedla silne fundamenty polskiej gospodarki (m.in. niewielki deficyt na rachunku obrotów bieżących, konkurencyjne płace oraz wysokiej jakości kapitał ludzki). Jednocześnie agencja zwróciła uwagę na ryzyko przegrzania polskiej gospodarki wynikające z procyklicznej polityki fiskalnej prowadzonej przez rząd,


ujemnych realnych stóp procentowych, podwyżek płac przekraczających wzrost wydajności, rosnącego popytu zagranicznego oraz napływu środków unijnych. Agencja zaznaczyła w raporcie, że jednym z najważniejszych zagrożeń dla sytuacji w finansach publicznych oraz potencjalnego wzrostu gospodarczego będzie postępujące starzenie się społeczeństwa. Obniżenie wieku emerytalnego potęguje ww. negatywny wpływ. W ocenie S&P potencjalnie negatywne dla ratingu będzie silniejsze – od obecnie oczekiwanego przez agencję – pogorszenie sytuacji w finansach publicznych lub zwiększenie obaw o ograniczenie niezależności banku centralnego. Z kolei do podniesienia ratingu mogłoby dojść w przypadku utrzymania się mniejszego od oczekiwań agencji, umiarkowanego deficytu na rachunku obrotów bieżących, trwałego obniżenia długu publicznego oraz stabilizacji kosztów jego obsługi. Pozytywne dla oceny wiarygodności kredytowej Polski byłyby również zmiana polityki fiskalnej w celu przygotowania się na efekty starzenia się społeczeństwa lub podniesienie potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego w długim okresie. W rezultacie, biorąc pod uwagę czynniki ryzyka dla oceny wiarygodności kredytowej Polski zarysowane w komunikacie S&P oczekujemy, że w horyzoncie kilku kwartałów S&P nie zmieni ratingu Polski oraz utrzyma jego stabilną perspektywę. Ubiegłotygodniowa decyzja agencji jest w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się we wrześniu o 0,3% m/m wobec spadku o 0,7% w sierpniu. Wyższe tempo wzrostu produkcji przemysłowej wynikało ze zwiększenia jej miesięcznej dynamiki we wszystkich kategoriach (w przetwórstwie, górnictwie oraz dostarczaniu mediów). Dynamika produkcji przemysłowej pozostawała jednak pod wpływem niekorzystnego wpływu huraganu Irma oraz Harvey. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się we wrześniu do 76,0% wobec 75,8% w sierpniu. Na nieznaczne zmniejszenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały sumarycznie dane o pozwoleniach na budowę (1215 tys. we wrześniu wobec 1272 tys. w sierpniu), rozpoczętych budowach domów (1127 tys. wobec 1183 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,39 wobec 5,35 mln). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również regionalne wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Indeks NY Empire State zwiększył się w październiku do 30,2 pkt. wobec 24,4 pkt. we wrześniu (najwyższy poziom od października 2009 r.), a indeks Philadelphia FED wzrósł do 27,9 pkt. wobec 23,8 pkt. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszyło się w III kw. do 2,6% wobec 3,1% w II kw. (patrz powyżej).

**Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się we wrześniu do 4,3% r/r wobec 8,8% w sierpniu.** Główną przyczyną silnego obniżenia tempa wzrostu produkcji pomiędzy sierpniem a wrześniem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Podobnie jak w poprzednich miesiącach mieliśmy do czynienia z relatywnie szybkim wzrostem produkcji zarówno w działach o dużym udziale eksportu w sprzedaży, jak i działach powiązanych z branżą budowlaną (por. MAKROpuls z 18.10.2017). Dynamika produkcji budowlano-montażowej zmniejszyła się we wrześniu do 15,5% r/r wobec 23,5% w sierpniu. W kierunku jej spadku oddziaływały wspomniane powyżej niekorzystne efekty kalendarzowe. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja w budownictwie zmniejszyła się w ujęciu miesięcznym o 0,3%. Uważamy, że spadek odsezonowanej produkcji budowlano-montażowej w ujęciu miesięcznym ma charakter przejściowy i w najbliższych miesiącach produkcja ponownie znajdzie w trendzie wzrostowym, wspierana przez rosnącą absorpcję środków unijnych, zwiększenie publicznych nakładów na infrastrukturę oraz kontynuację ożywienia w budownictwie mieszkaniowym. W całym III kw. średnia dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 6,3% wobec 4,3% w II kw., podczas gdy dynamika produkcji budowlano-montażowej wzrosła do 19,4% wobec 8,4%. Dane stanowią zatem wyraźne ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki PKB w III kw. 2017 r. (wzrost do 4,3% r/r wobec 3,9% r/r w II kw.).

-  **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się we wrześniu do 8,6% r/r wobec 7,6% w sierpniu.** Realna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła we wrześniu do 7,5% r/r z 6,9% w sierpniu. Przyspieszenie wzrostu sprzedaży było spowodowane głównie sezonowym zwiększeniem zakupów odzieży i obuwia z kolekcji jesienno-zimowej, które w tym roku nastąpiło wcześniej w związku z wyjątkowo chłodnym wrześniem (por. MAKROpuls z 18.10.2017). Oczekujemy, że 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+. Czynnikiem wspierającym sprzedaż detaliczną w IV kw. będzie obniżenie wieku emerytalnego. W całym III kw. sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się o 7,1% wobec wzrostu o 6,7% w II kw., co stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu konsumpcji prywatnej w III kw. zmniejszyło się do 4,2% r/r wobec 4,9% r/r w II kw. br.
-  **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszył się w sierpniu do 100 mln EUR z 491 mln EUR w lipcu.** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższego salda obrotów towarowych, dochodów pierwotnych oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 539 mln EUR, 264 mln EUR oraz 46 mln EUR wyższe niż w lipcu), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało niższe saldo usług (o 458 mln EUR niższe niż w lipcu). Dynamika eksportu zmniejszyła się nieznacznie w sierpniu do 12,3% r/r wobec 12,4% w lipcu, a dynamika importu spadła do 7,6% wobec 12,8%. Dane stanowią nieznaczne ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą 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.
-  **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się we wrześniu do 6,0% r/r wobec 6,6% w sierpniu.** Czynnikiem negatywnym dla tempa wzrostu wynagrodzeń była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych, obniżająca dynamikę płac pracowników zatrudnionych na akord. Zmniejszenie tempa wzrostu wynagrodzeń we wrześniu nastąpiło mimo wypłat premii w górnictwie oraz podwyżek w dziale "wytwarzanie i przetwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej" (por. MAKROpuls z 17.10.2017). Roczna dynamika zatrudnienia we wrześniu obniżyła się do 4,5% wobec 4,6% w sierpniu. Czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki zatrudnienia były efekty wysokiej bazy sprzed roku. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło we wrześniu 8,4% r/r wobec 9,6% w sierpniu. W efekcie w całym III kw. zwiększyło się do 8,6% r/r wobec 7,9% w II kw. 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%
-  **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech, zwiększył się w październiku do 17,6 pkt. wobec 17,0 pkt. w wrześniu.** Zgodnie z treścią komunikatu poprawie nastrojów sprzyjały napływające w ostatnich miesiącach dobre dane ze strefy euro, które zwiększyły oczekiwania respondentów na normalizację polityki monetarnej EBC. Prognozujemy, że kwartalne tempo wzrostu niemieckiego PKB zmniejszy się w IV kw. do 0,5% wobec 0,6% w III kw.
-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z chińskiej gospodarki.** Roczna dynamika PKB zmniejszyła się w III kw. do 6,8% wobec 6,9% w II kw. (1,7% kw/kw zarówno w II jak i III kw.). W Na uwagę zasługuje poprawiająca się struktura chińskiego wzrostu, w której coraz większą rolę odgrywa spożycie prywatne. Wkład konsumpcji do wzrostu w III kw. zwiększył się do 4,5 pkt. proc. wobec 4,4 pkt. proc. w II kw., podczas gdy wkład inwestycji się nie zmienił i wyniósł 2,3 pkt. proc. Jest to skutkiem działań chińskiego rządu zmierzających do zmiany modelu wzrostu opartego na inwestycjach w kierunku modelu bazującego na konsumpcji. W ubiegłym tygodniu na utrzymujące się wysokie tempo wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce wskazały

również dane o produkcji przemysłowej (6,6% r/r we wrześniu wobec 6,0% w sierpniu), sprzedaży detalicznej (10,3% wobec 10,1%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (7,5% wobec 7,8%). Oczekujemy, że w IV kw. tempo wzrostu PKB w Chinach obniży się do 6,7% r/r, a w całym 2017 r. zwiększy się do 6,8% wobec 6,7% w 2016 r. Ryzyko w górę dla naszej prognozy stanowi wypowiedź prezesa Ludowego Banku Chin Zhou Xiaochuan, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach zwiększy się w II poł. br. do 7,0% (byłoby to jednoznaczne z dynamiką wzrostu gospodarczego przekraczającą 7,0% w IV kw. br.).

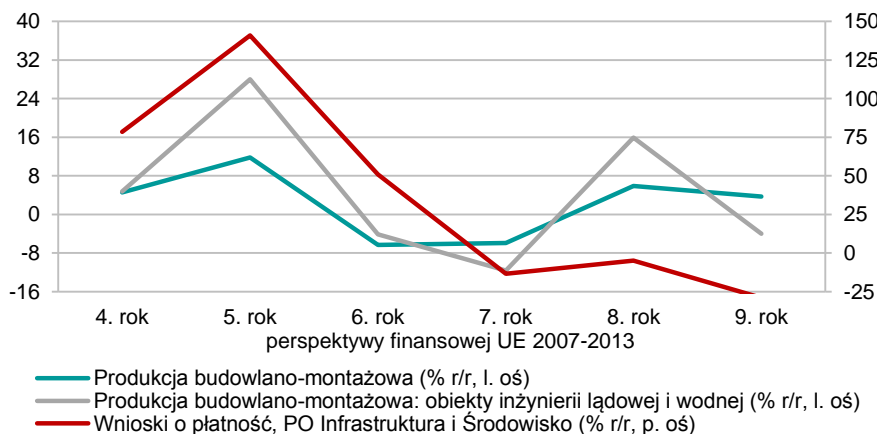
 **W ubiegłym tygodniu nt. perspektyw polityki monetarnej w Polsce wypowiedzieli się członkowie RPP J. Kropiwnicki oraz J. Osiatyński.** J. Kropiwnicki powiedział, że nie oczekuje zmian parametrów polityki monetarnej co najmniej do połowy przyszłego roku. Zwrócił jednak uwagę, że czynnikiem ryzyka dla takiej oceny jest kształtowanie się presji płacowej. Podkreślił jednocześnie, że z oceną tego ryzyka należy wstrzymać się do publikacji listopadowej projekcji NBP oraz uwzględnić napływające w najbliższych miesiącach dane o inflacji oraz wzroście płac. Można zaobserwować zatem wyraźną zmianę w poglądach J. Kropiwnickiego w ostatnich tygodniach, gdyż w swojej wypowiedzi z 18 września br. wyraził pogląd, iż nie widzi on powodu dla podwyżek stóp procentowych w ciągu najbliższych dwóch lat. Zmianę nastawienia na bardziej jastrzębie można zaobserwować również w przypadku J. Osiatyńskiego. Powiedział on, że jeśli presja płacowa będzie się utrzymywała, nie jest wykluczone, że RPP będzie musiała podjąć decyzję o podwyżce stóp procentowych wcześniej niż w IV kw. 2018 r. W lipcu J. Osiatyński sugerował, że taka decyzja może zostać podjęta „przed końcem 2018 r.”. Mimo zmiany nastawienia niektórych członków RPP na bardziej jastrzębie podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym RPP pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie do listopada 2018 r. Uważamy, że w 2018 r. inflacja pozostanie poniżej celu inflacyjnego NBP, w znacznym stopniu z uwagi na oczekiwane przez nas wyraźne obniżenie dynamiki cen żywności (m.in. w kategoriach „oleje i tłuszcze”, „mleko, sery, jaja”, „owoce” oraz „mięso”), stabilizację cen ropy oraz umocnienie kursu złotego. Jednocześnie uważamy, że wzrost inflacji bazowej będzie ograniczany przez nierównomierną presję płacową. Wzrost wynagrodzeń będzie obserwowany się głównie w sektorze dóbr niehandlowych, podczas gdy w sektorze dóbr handlowych będzie on hamowany przez silną presję konkurencyjną, ograniczającą możliwości podniesienia cen produktów w celu skompensowania wzrostu kosztów pracy.

## Jak długo potrwa boom w budownictwie ?

Napływające w ostatnich miesiącach dane makroekonomiczne, jak również wyniki badań koniunktury wskazują na trwające obecnie silne ożywienie w budownictwie. Roczna odsezonowana dynamika produkcji budowlano-montażowej ukształtowała się w sierpniu br. na najwyższym poziomie od stycznia 2012 r., a więc od okresu boomu budowlanego związanego z EURO 2012. Krótko- i średnioterminowe perspektywy dla budownictwa w Polsce wyglądają korzystnie. Uważamy, że wzrost produkcji budowlano-montażowej będzie wspierany przez rosnącą absorpcję środków unijnych, zwiększenie publicznych nakładów na infrastrukturę oraz kontynuację ożywienia w budownictwie mieszkaniowym. Wsparcie dla naszej oceny stanowi m.in. dalszy wzrost wskaźnika koniunktury GUS dotyczący wielkości portfela zamówień w budownictwie. Osiągnął on we wrześniu najwyższy poziom od 2008 r. Z punktu widzenia średnioterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego większe znaczenie ma jednak kształtowanie się aktywności w polskim budownictwie w horyzoncie kilku lat i odpowiedź na pytanie, jak długo potrwa obserwowany obecnie w tej branży boom. Poniższa analiza jest pierwszą z cyklu raportów o długookresowych perspektywach dla budownictwa. Następne przedstawimy w kolejnych MAKROmapach.



Jedną z głównych determinant dynamiki produkcji budowlano-montażowej, w szczególności tej w segmencie obiektów inżynierii lądowej i wodnej, jest tempo absorpcji środków unijnych. Środki te stanowią dużą część finansowania inwestycji infrastrukturalnych. Z poszczególnych programów operacyjnych, w największym stopniu na projekty budowlane przeznaczone są środki w ramach programu Infrastruktura i Środowisko. Podczas poprzedniej unijnej perspektywy finansowej, w latach 2010-2015 dynamika wartości składanych wniosków o płatność w tym programie operacyjnym wykazywała wysoką korelację z tempem wzrostu produkcji budowlano-montażowej (49%) oraz produkcji w segmencie obiektów inżynierii lądowej i wodnej (67%).



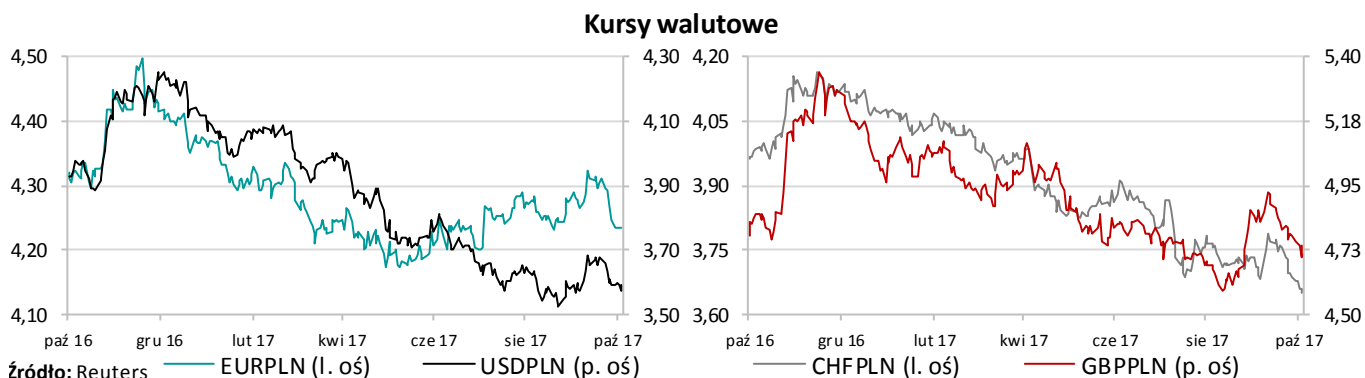
Doświadczenia związane z absorpcją środków w ramach perspektywy finansowej 2007-2013 (por. wykres) wskazują, że szczyt dynamiki wartości wniosków o płatność w ramach programu operacyjnego Infrastruktura i Środowisko, jak również dynamiki produkcji budowlano-montażowej przypadają na 2011 r., czyli piąty rok trwania perspektywy. Uważamy, że absorpcja środków w ramach obecnej perspektywy finansowej

Źródło: Portal Funduszy Europejskich, GUS, Credit Agricole

będzie miała podobny przebieg. Naszą ocenę wspierają dane o procentowym wykorzystaniu środków unijnych (w programie Infrastruktura i Środowisko) na koniec września br., które kształtuje się na zbliżonym poziomie jak w analogicznym momencie poprzedniej perspektywy. Oznacza to, że tempo absorpcji środków unijnych będzie najprawdopodobniej najszybsze w 2018 r. (piątym roku perspektywy 2014-2020). Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, w którym dynamiki inwestycji publicznych oraz produkcji budowlano-montażowej zwiększą się w 2018 r. w porównaniu do 2017 r. Jednocześnie można oczekiwać, że boom w inwestycjach infrastrukturalnych zakończy się na przełomie lat 2018-2019. Zarysowane powyżej czynniki stanowią wsparcie dla naszej prognozy zakładającej przyspieszenie wzrostu inwestycji ogółem do 6,7% w 2018 r. z 3,0% w br.

Głównym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy mogą być opóźnienia w realizacji projektów inwestycyjnych. Ponadto, trudno jednoznacznie stwierdzić czy profil wykorzystania środków unijnych podczas obecnej perspektywy będzie zbliżony do tego w ramach perspektywy 2007-2013 ze względu na odbywające się w czasie jej trwania przygotowania do EURO 2012.

## CHFPLN najniżej od stycznia 2015 r., EBC w centrum uwagi

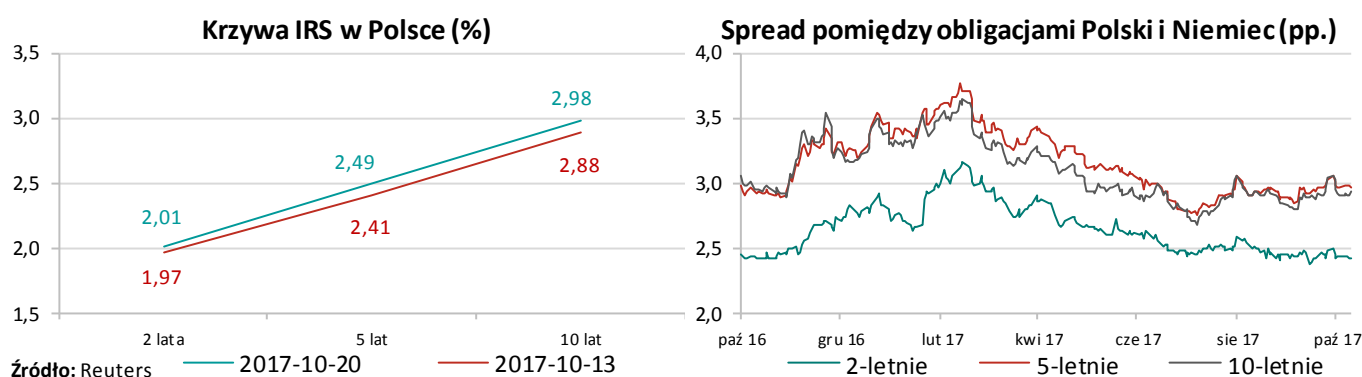


Źródło: Reuters

**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2342 (umocnienie złotego o 0,3%).** W poniedziałek złoty kontynuował aprecjację sprzed dwóch tygodni, wspierany przez lepsze od oczekiwań dane o bilansie płatniczym w Polsce. Od wtorku do piątku jego kurs był stabilny i oscylował wokół poziomu 4,23 za euro. W czwartek jego podwyższonej zmienności sprzyjał wzrost napięcia na linii Madryt-Katalonia, związany z zapowiedziami rządu Hiszpanii dotyczącymi odebrania Katalonii autonomii, jeśli ta ogłosi niepodległość. W piątek złoty nieznacznie tracił na wartości przejściowo powracając w okolice poziomów z poniedziałkowego otwarcia. Decyzja agencji S&P o utrzymaniu ratingu Polski na poziomie BBB+ oraz jego stabilnej perspektywy została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym nie miała wpływu na kurs złotego. W ubiegłym tygodniu złoty zyskiwał na wartości względem franka szwajcarskiego, z uwagi na wzrost kursu EURCHF w oczekiwaniu na zaplanowane na czwartek w tym tygodniu posiedzenie EBC. W efekcie, kurs CHFPLN spadł do najniższego poziomu od 15 stycznia 2015 r., kiedy to doszło do znaczącego umocnienia franka szwajcarskiego w reakcji na decyzję SNB o uwolnieniu jego kursu wobec euro (por. MAKROMAPA z 19.01.2015).

Sobotnia decyzja premiera Hiszpanii o odebraniu autonomii Katalonii będzie naszym zdaniem oddziaływała w kierunku spadku kursu EURUSD i zwiększenia globalnej awersji do ryzyka, a w efekcie osłabienia złotego. W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kursu złotego będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekiwana przez nas decyzja EBC o rozpoczęciu wygaszania programu luzowania ilościowego jest zgodna z konsensusem rynkowym (redukcja miesięcznej skali zakupów do 40 mld EUR i jednoczesne wydłużenie horyzontu programu o 6 miesięcy), jednak podczas konferencji po posiedzeniu możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu polskiej waluty. W tym tygodniu istotne dla złotego będzie również publikacja wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI, Ifo dla Niemiec). W przypadku realizacji naszych prognoz wpływ danych na kurs polskiej waluty będzie ograniczony. Neutralne dla złotego będą również liczne dane z amerykańskiej gospodarki (wstępny szacunek PKB w III kw., wstępne zamówienia na dobra trwałe oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan).

## Posiedzenie EBC w centrum uwagi rynku



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 2,009 (wzrost o 4 pb), 5-letnie do poziomu 2,491 (wzrost o 8pb), a 10-letnie do poziomu 2,979 (wzrost o 10pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS w ślad za niemieckim rynkiem długu. Był on związany z oczekiwaniami inwestorów na czwartkowe posiedzenie EBC. Rynek oczekuje, że podjęta zostanie na nim decyzja o stopniowym wygaszaniu Rozszerzonego Programu Skupu Aktywów. Decyzja agencji S&P o utrzymaniu ratingu Polski na poziomie BBB+ oraz jego stabilnej perspektywy została ogłoszona po zamknięciu polskiego rynku długu, w efekcie nie miała wpływu na stawki IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Choć oczekiwana przez nas decyzja EBC o rozpoczęciu wygaszania programu luzowania ilościowego

jest zgodna z konsensusem rynkowym (redukcja miesięcznej skali zakupów do 40 mld EUR i jednocześnie wydłużenie horyzontu programu o 6 miesięcy) uważamy, że może ona doprowadzić do wzrostu zmienności stawek IRS. Oczekujemy, że wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI, Ifo dla Niemiec) oraz liczne dane z USA (wstępny szacunek PKB w III kw., wstępne zamówienia na dobra trwałe oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan) nie będą miały istotnego wpływu na stawki IRS.

## 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	2,2	
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	1,0	
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	4,3	
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	3,1	
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	8,6	
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	6,0	
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)	-874	-14	-97	-106	2548	-514	-405	459	-297	-1114	-491	-100		
Eksport (r/r, % EUR)	3,5	-1,0	4,3	9,0	15,1	6,4	19,7	2,5	18,5	6,5	12,4	12,3		
Import (r/r, % EUR)	3,5	1,3	5,2	9,8	16,0	10,5	19,8	3,8	20,4	13,0	12,8	7,6		

\* 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 23.10.2017r.</b>						
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	5,5	5,6	5,6
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	-1,2		-1,1
<b>Wtorek 24.10.2017r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	60,6	60,0	60,0
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Wrzesień	7,0	7,0	6,9
11:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Październik	55,8	55,7	55,7
11:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	58,1	57,2	57,8
11:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Październik	56,7	56,5	56,5
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	53,1		53,6
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Październik	19,0		
<b>Środa 25.10.2017r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Październik	115,2	115,5	115,2
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Wrzesień	2,0	1,1	1,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Wrzesień	560	545	555
<b>Czwartek 26.10.2017r.</b>						
11:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	5,0		5,0
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Październik	0,00	0,00	0,00
<b>Piątek 27.10.2017r.</b>						
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	III kw.	3,1	2,6	2,6
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	101,1	98,0	100,8

\* 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