

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja wstępnego szacunku PKB w Polsce w III kw.** Prognozujemy, że dynamika PKB zwiększyła się do 4,5% r/r z 3,9% w II kw. W kierunku przyspieszenia wzrostu gospodarczego oddziaływały wyższe wkłady inwestycji i eksportu netto. Niższe kontrybucje zapasów i konsumpcji oddziaływały w przeciwnym kierunku. Publikacja danych o PKB nie wpłynie istotnie na kurs złotego i rentowności obligacji.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Uważamy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w październiku o 0,6% m/m wobec wzrostu o 0,3% we wrześniu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Prognozujemy, że dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej zmniejszyła się w październiku do -0,1% m/m z 0,6% we wrześniu ze względu na niższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej i spadek cen paliw. Oczekujemy, że inflacja CPI zmniejszyła się do 2,0% r/r w październiku z 2,2% we wrześniu. Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1170 tys. w październiku wobec 1127 tys. we wrześniu) oraz pozwoleń na budowę (1250 tys. wobec 1127 tys.). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że wskaźnik NY Empire State obniżył się do 26,0 pkt. w listopadzie wobec 30,2 pkt. w październiku, a indeks Philadelphia FED zmniejszył się do 26,1 pkt. w listopadzie wobec 27,9 pkt. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane ze strefy euro.** We wtorek opublikowany zostanie drugi szacunek tempa wzrostu gospodarczego w euro. Oczekujemy, że nie zmienił się on w porównaniu do wstępnego szacunku i wyniósł 0,6% kw./kw. w III kw. wobec 0,7% w II kw. Struktura wzrostu nie zostanie opublikowana. Uważamy, że źródłem zmniejszenia dynamiki PKB w III kw. były niższe wkłady konsumpcji oraz inwestycji, podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład zapasów. We wtorek poznamy również kwartalne tempo wzrostu gospodarczego w Niemczech w III kw., które naszym zdaniem nie zmieniło się w porównaniu do II kw. i wyniosło 0,6%. We wtorek opublikowany zostanie również indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Rynek oczekuje, że jego wartość zwiększy się do 20,0 pkt. w listopadzie wobec 17,6 pkt. w październiku. Uważamy, że publikacja danych o PKB w strefie euro i Niemczech nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynków finansowych.
- **We wtorek opublikowane zostaną dane z chińskiej gospodarki.** Zgodnie z konsensusem rynkowym dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 6,3% r/r w październiku z 6,6% we wrześniu, inwestycji w aglomeracjach miejskich obniżyła się do 7,4% wobec 7,5% we wrześniu. Jednocześnie rynek oczekuje zwiększenia tempa wzrostu sprzedaży detalicznej do 10,4% r/r w październiku wobec 10,3% we wrześniu. Publikacje zgodne z oczekiwaniami rynku będą stanowiły wsparcie dla naszej prognozy wzrostu PKB w Chinach (6,7% w IV kw. 2017 r. wobec 6,8% w III kw., 6,8% w 2017 r. wobec 6,8% w 2016 r.).
- **W piątek poznamy październikowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 4,4% r/r z 4,5% we wrześniu. Niższe tempo wzrostu zatrudnienia było wynikiem skorzystania przez niektóre osoby z uzyskanego prawa do emerytury w związku z obniżeniem w wieku emerytalnego. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się w październiku do 6,1% r/r wobec 6,0% we wrześniu. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną dane nt. polskiego bilansu płatniczego we wrześniu.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 131 mln EUR wobec 100 mln EUR w sierpniu, co będzie wynikało głównie ze zmniejszenia salda transferów z Unią

Europejską. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się we wrześniu do 10,3% r/r wobec 12,3% w sierpniu, a dynamika importu wzrosła do 8,3% r/r wobec 7,6%. W kierunku obniżenia dynamik eksportu i importu oddziaływał efekt niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Nasza prognoza salda bilansu płatniczego kształtuje się blisko konsensusu rynkowego (-202 mln EUR), a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

- **Dzisiaj poznamy również finalne dane o październikowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że tempo wzrostu cen będzie zgodne ze wstępnym szacunkiem, a tym samym wyniesie 2,1% r/r wobec 2,2% we wrześniu. Oczekujemy, że w kierunku spadku wskaźnika oddziaływały niższa dynamika cen paliw oraz niższa inflacja bazowa. Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

- **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. RPP zaznaczyła w komunikacie, że "biorąc pod uwagę aktualne informacje, w tym wyniki listopadowej projekcji, Rada ocenia, że w najbliższych latach inflacja będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego". Oznacza to nieznaczną zmianę tonacji komunikatu w porównaniu z oceną sformułowaną przez Radę w październiku. Wówczas Rada uznała, że "ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone". Taka zmiana jest spójna z wynikami listopadowej projekcji, która przewiduje nieznacznie wyższą ścieżkę inflacji w latach 2018-2019 w porównaniu z projekcją lipcową. Zgodnie z projekcją, w 2019 r. inflacja nieznacznie przekroczy cel inflacyjny RPP (2,5%). Na posiedzeniu, RPP podjęła decyzję o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych co najmniej na 2 lata z 3,5% do 0%. Obecny na konferencji członek RPP Ł. Hardt uzasadnił tę decyzję potrzebą zrównania obciążeń ponoszonych przez podmioty zagraniczne i krajowe, związanych z koniecznością odprowadzania przez banki rezerwy obowiązkowej. Naszym zdaniem decyzja RPP nie ma istotnego wpływu na kształt polityki monetarnej. Oprocentowanie rezerwy obowiązkowej (1,35%) jest zbliżone do oprocentowania bonów pieniężnych (1,50%) wykorzystywanych przez NBP do absorpcji płynności sektora bankowego. Ponadto, udział depozytów z terminem zapadalności powyżej dwóch lat w depozytach podmiotów krajowych z wyłączeniem instytucji rządowych szczebla centralnego jest niski. Oznacza to, że zmiana stopy rezerwy obowiązkowej nie wpłynie istotnie na przychody banków i oprocentowanie depozytów o horyzoncie przekraczającym dwa lata. Wypowiedzi obecnych na konferencji po posiedzeniu członków Rady wskazują, że mimo nieznacznego podniesienia ścieżek inflacji i PKB w listopadowej projekcji inflacji nastawienie RPP w polityce pieniężnej nie zmieniło się istotnie w porównaniu do tego prezentowanego po październikowym posiedzeniu. Stanowią one jednocześnie wsparcie dla naszej prognozy stóp NBP, zgodnie z którą w warunkach umiarkowanej presji płacowej i utrzymywania się inflacji poniżej celu inflacyjnego RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie do listopada 2018 r.

- **Nadwyżka w chińskim bilansie handlowym zwiększyła się w październiku do 38,2 mld USD wobec 28,6 mld USD we wrześniu.** Jednocześnie dynamika eksportu zmniejszyła się w październiku do 6,9% r/r wobec 8,1% we wrześniu, a dynamika importu spadła do 17,2% w październiku wobec 18,6% we wrześniu. Ubiegłotygodniowe dane z chińskiej gospodarki są spójne z naszym scenariuszem ożywienia w handlu światowym. Na podobne tendencje wskazuje opublikowana w ubiegłym tygodniu prognoza makroekonomiczna Komisji Europejskiej. Zgodnie z dokumentem wolumen handlu światowego (suma importu i eksportu)

zwiększy się w br. o 4,3%, o 4,1% w 2018 r. wobec wzrostu o 2,4% w 2016 r.

➤ **Na pogorszenie nastrojów konsumenckich w USA wskazał wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w listopadzie do 97,8 pkt. wobec 100,7 pkt. w październiku.** W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Była to korekta, po tym jak w październiku indeks osiągnął najwyższy poziom od stycznia 2004 r. Tym samym wyniki badań koniunktury konsumenckiej nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA wyniesie 2,9% w IV kw. br. wobec 3,0% w III kw.

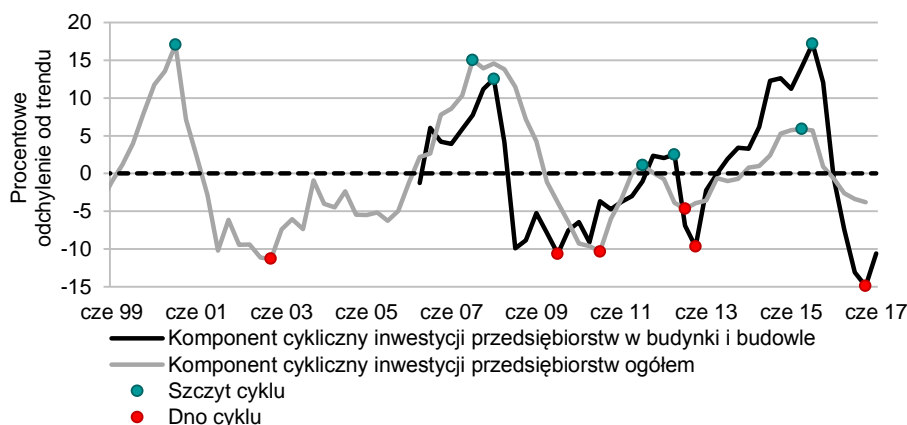
## ➤ Jak długo potrwa boom w budownictwie ? (4)

Poniżej przedstawiamy ostatnią część naszej analizy dotyczącej długookresowych perspektyw dla budownictwa. W tym raporcie prezentujemy oczekiwane przez nas kształtowanie się inwestycji przedsiębiorstw w budynki i budowlę. Do tematu podeszliśmy od strony cykliczności nakładów firm na środki trwałe ogółem.

Zgodnie z wynikami międzynarodowych badań, w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat cykle inwestycyjne w gospodarkach rozwiniętych uległy stopniowemu skróceniu i spłyceniu. Skrócenie cyklu jest efektem m.in. coraz większej mobilności kapitału oraz popularyzacji technologii informatycznych. Coraz większa mobilność kapitału wynikająca z postępu technicznego pozwala na szybszą niż w przeszłości realizację projektów inwestycyjnych. Jednocześnie coraz większy udział nowoczesnych technologii w całości nakładów na środki trwałe wiąże się z koniecznością przeprowadzania inwestycji odtworzeniowych. Technologie te charakteryzują się dość krótką żywotnością (szybko stają się przestarzałe) oraz koniecznością uaktualnień, co sprzyja skróceniu cykli inwestycyjnych.

Dodatkowo w krajach rozwiniętych mamy w ostatnich latach do czynienia ze zjawiskiem tzw. stagnacji sekularnej (*secular stagnation*). Jest to sytuacja, w której wzrost gospodarczy kształtuje się na niższym niż w przeszłości poziomie, pomimo prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej i/lub pieniężnej (stopy procentowe blisko lub poniżej zera, programy luzowania ilościowego). Stagnacja ta ma przede wszystkim związek z brakiem nowych, istotnych bodźców do rozwoju, których rolę w przeszłości odgrywały m.in. rywalizacja podczas zimnej wojny, czy wynalezienie internetu. Poza tym jest ona związana m.in. z bardziej rygorystycznymi niż przed kryzysem z 2008r. wymogami kredytowymi, a także utrzymującą się po globalnym kryzysie finansowym i kryzysie zadłużenia w strefie euro ostrożnością podmiotów prowadzących działalność gospodarczą. Stagnacja sekularna znajduje również odzwierciedlenie w spłyceniu cykli inwestycyjnych przedsiębiorstw. W wyniku większej niepewności przedsiębiorstw dotyczącej przyszłej koniunktury, firmy wolą przeprowadzać mniejsze projekty inwestycyjne, co skutkuje zmniejszeniem amplitudy wahań cyklicznych nakładów na środki trwałe w ostatnich latach. Jednocześnie nasilające się procesy regulacyjne (np. w sektorze bankowym) oddziałują w sposób stagnacyjny na aktywność inwestycyjną.

Dane o inwestycjach przedsiębiorstw ogółem w Polsce potwierdzają tendencje obserwowane w skali międzynarodowej. W celu wyodrębnienia wahań cyklicznych inwestycji przedsiębiorstw w latach 1999-2017 posłużyliśmy się modelowaniem ekonometrycznym. W pierwszej kolejności zlogarytmowaliśmy urealnione deflatorem inwestycji ogółem nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Następnie używając filtra spektralnego Hodricka-Prescotta wyznaczyliśmy trend szeregu czasowego nakładów na środki trwałe. Odejmując od rzeczywistych wartości inwestycji wartość trendu uzyskano procentowe wahania cykliczne nakładów przedsiębiorstw na środki trwałe.



Źródło: Eurostat, Pontinfo, GUS, Credit Agricole

analizowanym przez nas okresie trwał 28 kwartałów, drugi 16 kwartałów, trzeci 15 kwartałów. Po drugie, amplituda wahań cyklicznych (rozumiana jako suma względnych absolutnych odchyłeń szczytu i dna cyklu od trendu) zmniejsza się w czasie. Podczas pierwszego cyklu wyniosła ona 28%, w drugim 25%, a w trzecim była ona równa tylko ok. 6%.

Poprzedzenie analizy cyklu inwestycji firm w budynki i budowlę analizą kształtowania się cykli nakładów przedsiębiorstw na środki trwałe ogółem jest podyktowana dostępnością danych. Dane o inwestycjach w budynki dostępne są bowiem tylko od 2006 r. Niewielka liczba obserwacji może przyczynić się do obciążenia wyników modelowania ekonometrycznego i wnioskowania o przebiegu cykli. Dla okresu, kiedy dostępne są dane dla obu szeregów czasowych, można zaobserwować jednak, że cykl inwestycji firm w budynki i budowlę oraz cykl inwestycji nakładów przedsiębiorstw na środki trwałe ogółem mają podobny przebieg. Pozwala nam to założyć, że cykl inwestycji w obu przekrojach kształtował się w podobny sposób również w latach 1999-2006.

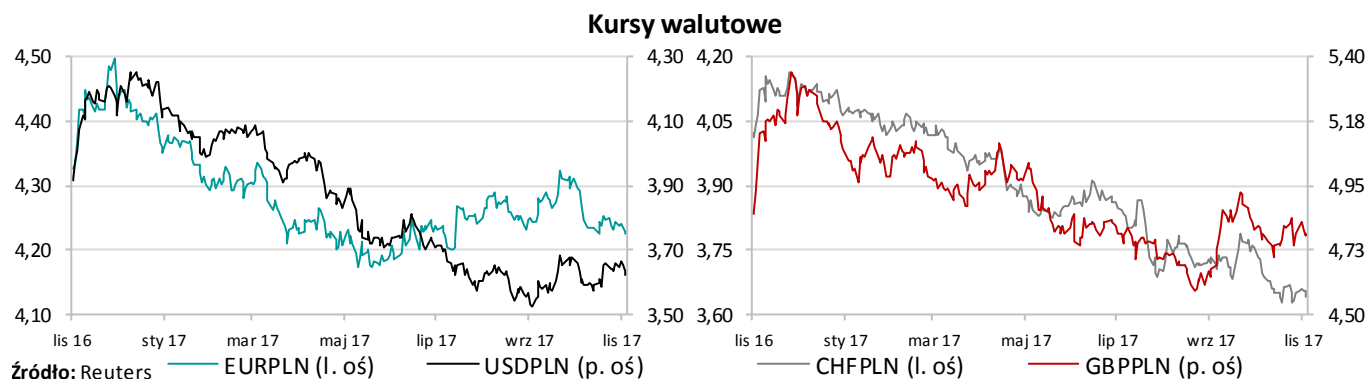
Ostatni szczyt w cyklu inwestycji przedsiębiorstw w budynki i budowlę przypadła na IV kw. 2015 r. Na podstawie zarysowanych powyżej tendencji można oczekiwać, że kolejny szczyt w cyklu inwestycji przedsiębiorstw w budynki i budowlę przypadnie na przełomie 2018 r. i 2019 r. Oznacza to, że w tym okresie nakłady brutto na środki trwałe przedsiębiorstw będą w największym stopniu oddziaływały w kierunku wzrostu dynamiki produkcji budowlano-montażowej.

Poniżej przedstawiamy główne wnioski z analiz przeprowadzonych w ostatnich tygodniach dotyczących długoterminowych perspektyw dla produkcji budowlano-montażowej:

- Przy założeniu podobnego profilu absorpcji środków unijnych jak podczas perspektywy 2007-2013, szczyt tempa ich wykorzystania podczas perspektywy 2014-2020 przypadnie najprawdopodobniej na 2018 r.
- Oczekujemy, że szczyt tempa wzrostu inwestycji infrastrukturalnych przypadnie na lata 2017-2018.
- Uważamy, że korzystne warunki do finansowania mieszkania kredytem będą utrzymywały się do przełomu lat 2018-2019. W kolejnych kwartałach tempo wzrostu popytu będzie ograniczane przez stopniowe podwyżki stóp procentowych oraz wyhamowującą poprawę na rynku pracy.
- Popyt na mieszkania w celu ich wynajmu będzie stabilny w najbliższych latach.
- Programy rządowe dla rynku mieszkaniowego w największym stopniu przyczynią się do wzrostu produkcji budowlano-montażowej w latach 2018-2019. Należy jednak zwrócić uwagę, że programy rządowe mają o wiele mniejsze znaczenie niż zakupy lokali na rynku pierwotnym w celu zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych lub w celu ich wynajmu.
- Szczyt w cyklu inwestycji przedsiębiorstw w budynki i budowlę przypadnie na przełomie 2018 r. i 2019 r.

➤ Powyższe czynniki wskazują, że wysokie tempo wzrostu produkcji budowlano-montażowej utrzyma się do przełomu 2018 i 2019 r. Podobny profil będzie można zaobserwować w przypadku tempa wzrostu PKB.

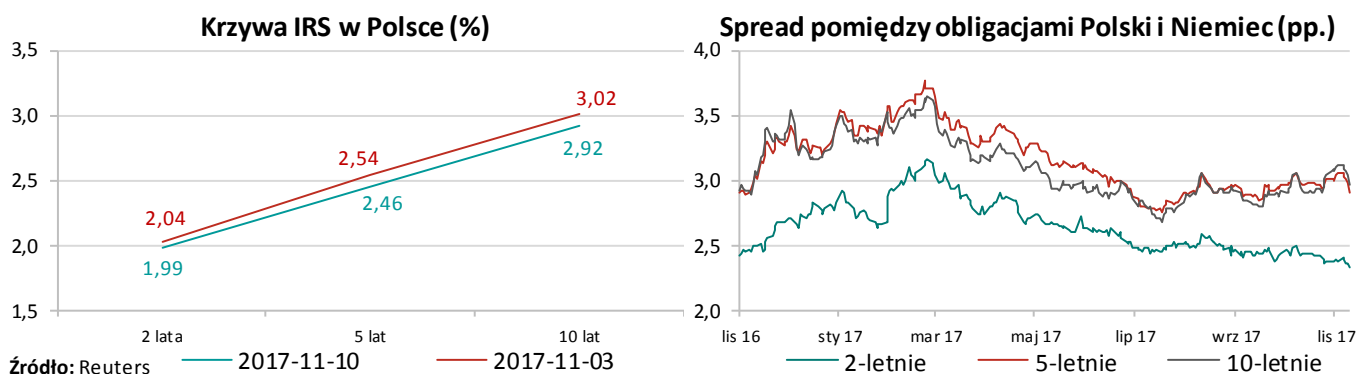
## Dane o PKB w Polsce w centrum uwagi rynków



**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2255 (umocnienie złotego o 0,4%).** Przez cały tydzień, przy ubogim kalendarzu makroekonomicznym, kurs złotego znajdował się w łagodnym trendzie aprecjacyjnym. Taka tendencja była odmienna od kształtowania się kursów innych walut rynków wschodzących, które osłabiały się ze względu na zwiększenie się globalnej awersji do ryzyka obrazowanej wzrostem indeksu VIX. Umocnieniu polskiej waluty sprzyjały wyniki listopadowej projekcji RPP. Ścieżki inflacji i tempa wzrostu PKB zostały w niej zrewidowane w górę w porównaniu do lipcowego raportu. Dane makroekonomiczne z Chin, jak również wyniki badań koniunktury w USA nie miały znaczącego wpływu na kształtowanie się kursu złotego. W ubiegłym tygodniu złoty silnie zyskiwał do dolara z uwagi na umocnienie złotego względem euro przy jednoczesnym wzroście kursu EURUSD. Deprecjacja dolara względem euro była związana z opublikowaniem senackiego projektu reformy podatków w USA, który przewiduje opóźnienie obniżek podatków o rok w porównaniu do propozycji Izby Reprezentantów.

Pomimo bogatego kalendarza makroekonomicznego uważamy, że publikacje danych w tym tygodniu nie będą miały znaczącego wpływu na kształtowanie się kursu polskiej waluty. Nasze prognozy dotyczące zarówno krajowych wskaźników (inflacja, bilans płatniczy, PKB, wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw) jak również zagranicznych (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, wyniki badań koniunktury przedsiębiorców w USA, PKB w strefie euro i Niemczech) kształtują się bowiem blisko oczekiwań rynkowych.

## Ograniczony wpływ danych makroekonomicznych na stawki IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 1,9851 (spadek o 5pb), 5-letnie do poziomu 2,455 (spadek o 8pb), a 10-letnie obniżyły się do poziomu 2,92 (spadek o 10pb). Na początku tygodnia stawki IRS spadały pod wpływem tendencji na rynkach bazowych. W czwartek odbyła się aukcja zamiany, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 3-, 5-, 6-, 10- i 11-letnich terminach zapadalności za 8,1 mld zł i odkupiło papiery zapadające w 2018 r. Udana – w ocenie rynków – aukcja długu oddziaływała w kierunku dalszego spadku stawek IRS.

Nasze prognozy dotyczące najważniejszych zmiennych makroekonomicznych w tym tygodniu kształtują się zgodnie z konsensusem rynkowym (por. kalendarz). Tym samym materializacja naszych prognoz powinna być neutralna dla kształtowania się stawek IRS w tym tygodniu.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lis 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*	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,22
Kurs USDPLN*	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,58
Kurs CHFPLN*	3,96	4,13	4,11	4,04	4,05	3,96	3,90	3,84	3,86	3,72	3,72	3,77	3,65	3,64
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,3	3,2	2,2	9,1	1,1	11,0	-0,6	9,1	4,5	6,2	8,7	4,3	10,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,1	2,9	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	6,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	8,2	8,2	8,2	8,5	8,4	8,0	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	
Saldo ROB (mln EUR)	-14	-97	-106	2548	-514	-405	459	-297	-1114	-491	-100	-131		
Eksport (r/r, % EUR)	-1,0	4,3	9,0	15,1	6,4	19,7	2,5	18,5	6,5	12,4	12,3	10,3		
Import (r/r, % EUR)	1,3	5,2	9,8	16,0	10,5	19,8	3,8	20,4	13,0	12,8	7,6	8,3		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2017				2018				2016	2017	2018	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	4,0	3,9	4,5	4,2	4,0	3,7	3,6	3,8	2,9	4,1	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	4,7	4,9	4,7	4,7	4,6	4,3	4,3	3,9	3,9	4,7	4,3	
Inwestycje (% r/r)	-0,4	0,8	3,7	5,9	7,9	7,0	6,8	6,1	-7,9	3,2	6,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,3	2,8	8,0	9,5	8,0	7,7	6,8	5,5	8,8	7,1	7,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	6,1	9,0	11,6	10,6	10,0	10,4	8,3	7,9	8,9	9,8	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,9	2,8	2,4	3,0	2,6	2,6	1,9	2,9	2,8	2,5
	Inwestycje (pp.)	0,0	0,1	0,6	1,4	0,9	1,1	1,2	1,5	-2,1	0,5	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,1	-1,5	-0,3	-0,6	-1,1	-0,8	-1,8	-1,3	0,9	-0,6	-1,2
Saldo obrotów bieżących***	0,1	-0,5	0,0	-1,2	-1,7	-1,5	-1,7	-2,0	-0,3	-1,2	-2,0	
Stopa bezrobocia (%)**	8,0	7,0	6,8	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	4,9	6,0	6,4	6,7	6,6	6,5	3,8	5,0	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	3,50	3,49	3,40	3,33	3,26	4,18	3,50	3,26	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRIEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 13.11.2017r.</b>						
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Październik	2,1	2,1	2,1
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Wrzesień	-100	-131	-202
<b>Wtorek 14.11.2017r.</b>						
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	10,3		10,4
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	6,6		6,3
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Październik	7,5		7,4
8:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,6	0,6	0,6
10:00	Polska	PKB (% r/r)	III kw.	3,9	4,5	4,5
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,6	0,6	0,6
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Listopad	17,6		20,0
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Październik	1,0	0,9	0,9
<b>Środa 15.11.2017r.</b>						
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Październik	0,5	0,1	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Październik	0,1	0,2	0,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	1,6	-0,1	0,0
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	30,2	26,0	26,0
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Wrzesień	0,7		0,1
<b>Czwartek 16.11.2017r.</b>						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Październik	1,4	1,4	1,4
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Listopad	27,9	26,1	24,1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	0,3	0,6	0,5
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Październik	76,0	76,4	76,3
<b>Piątek 17.11.2017r.</b>						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Wrzesień	33,3		
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Październik	4,5	4,4	4,4
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Październik	6,0	6,1	6,4
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Październik	1127	1170	1180
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Październik	1225	1250	1243

\* 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 Parkietu



**Jakub BOROWSKI**  
Główny Ekonomista  
tel.: 22 573 18 40

[jakub.borowski@credit-agricole.pl](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)

**Krzysztof JAWORSKI**  
Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 41

[krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl)

**Jakub OLIPRA**  
Ekonomista  
tel.: 22 573 18 42

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto:jakub.olipra@credit-agricole.pl)

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: [mboineau@credit-agricole.pl](mailto:mboineau@credit-agricole.pl)

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych komentarzy i opinii.