

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na dziś publikacja danych o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 10,5% r/r w październiku wobec 4,3% we wrześniu w wyniku oddziaływania korzystnych efektów kalendarzowych. Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej obniżyło się naszym zdaniem do 8,5% r/r w październiku wobec 8,6% we wrześniu ze względu na przesunięcie zakupów z kolekcji jesienno-zimowej. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz sumaryczny wpływ danych będzie lekko pozytywny dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowana na czwartek publikacja listopadowych wyników badań koniunktury w największych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro obniżył się do 55,8 pkt. w listopadzie wobec 56,0 pkt. w październiku. Zmniejszenie wartości indeksu wynikało naszym zdaniem z nieznacznego pogorszenia koniunktury zarówno w Niemczech, jak i we Francji. W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że zmniejszył się on w listopadzie do 116,4 pkt. wobec 116,7 pkt. w październiku. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W środę opublikowane zostaną Minutes z listopadowego 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 zmieniłyby 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 poznamy również istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Prognozujemy, że miesięczna dynamika wstępnych zamówień na dobra trwałe spadła w październiku do 0,8% wobec 2,0% we wrześniu ze względu na niższe zamówienia w firmie Boeing. Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,32 mln wobec 5,39 mln). Prognozujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (98,0 pkt. w listopadzie wobec 100,7 pkt. w październiku oraz 97,8 pkt. we wstępnym szacunku) zasygnalizuje lekkie pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w październiku o 0,9% m/m wobec wzrostu o 0,4% we wrześniu. Wyższe tempo wzrostu produkcji przemysłowej wynikało ze zwiększenia jej miesięcznej dynamiki w przetwórstwie oraz dostarczaniu mediów, podczas gdy przeciwny wpływ miało obniżenie tempa wzrostu produkcji w górnictwie. Wyraźne przyspieszenie dynamiki produkcji przemysłowej było związane ustąpieniem negatywnego efektu huraganów Irma i Harvey na aktywność w amerykańskim przemyśle. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w październiku do 77,0% wobec 76,4% we wrześniu. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane dotyczące produkcji sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w październiku o 0,2% m/m wobec wzrostu o 1,9% we wrześniu. Obniżenie tempa wzrostu

sprzedaży detalicznej wynikało z jej niższej miesięcznej dynamiki w większości kategorii. We wrześniu silny wzrost dynamiki związany był z ustąpieniem niekorzystnego efektu huraganów (por. MAKROmapa z 16.10.2017). Bez uwzględnienia samochodów, sprzedaż detaliczna zwiększyła się w październiku o 0,1% m/m wobec wzrostu o 1,2% we wrześniu. W ubiegłym tygodniu na utrzymującą się dobrą koniunkturę na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały dane o pozwoleniach na budowę (1297 tys. w październiku wobec 1225 tys. we wrześniu) oraz rozpoczętych budowach domów (1290 tys. wobec 1135 tys.). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji CPI, która zmniejszyła się w październiku do 0,1% m/m wobec 0,5% m/m we wrześniu (2,0% r/r w październiku wobec 2,2% we wrześniu). W kierunku obniżenia inflacji oddziaływała niższa dynamika cen paliw (-2,4% m/m wobec 13,1%) związana z ustąpieniem efektu huraganów Irma i Harvey. Inflacja bazowa zwiększyła się w październiku do 0,2% m/m wobec 0,1% we wrześniu (1,8% r/r wobec 1,7%). W kierunku zwiększenia inflacji bazowej oddziaływała wyższa dynamika cen wynajmu mieszkań oraz usług medycznych. W ubiegłym tygodniu na obniżenie tempa wzrostu aktywności w przetwórstwie wskazały indeksy NY Empire State (19,4 pkt. w listopadzie wobec 30,2 pkt. w październiku) oraz Philadelphia FED (18,9 pkt. wobec 27,9 pkt.). Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB nie zmieni się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniesie 3,0%.

- ✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, tempo wzrostu PKB w Polsce wzrosło w III kw. do 4,7% r/r wobec 4,0% w II kw.** Kwartalna odsezonowana dynamika PKB w III kw. wzrosła do 1,1% wobec 0,9% w II kw., co wskazuje na lekkie przyspieszenie wzrostu aktywności gospodarczej w III kw. Uważamy, że głównym czynnikiem dynamizującym wzrost PKB w III kw. był wyższy wkład eksportu netto, związany z wolniejszym od oczekiwań wzrostem importu. Zwiększeniu uległ również wkład inwestycji. Zwiększenie to było naszym zdaniem efektem zarówno wyższej dynamiki inwestycji publicznych, jak również przyspieszenia tempa wzrostu inwestycji przedsiębiorstw prywatnych oraz gospodarstw domowych (por. MAKROpuls z 14.11.2017). Wkład konsumpcji do wzrostu PKB był najprawdopodobniej zbliżony do odnotowanego w III kw., a wkład zapasów - wyprzedawanych przez firmy w celu zaspokojenia szybko rosnącego popytu – lekko ujemny. Dane o PKB sygnalizują ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2017 r. (4,1%).
- ✔ **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w październiku do 2,1% r/r wobec 2,2% we wrześniu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS.** Spadek inflacji wynikał z niższej dynamiki cen paliw oraz obniżenia inflacji bazowej, która zmniejszyła się w październiku do 0,8% r/r wobec 1,0% we wrześniu. Niski poziom inflacji bazowej potwierdza ograniczony wpływ obserwowanego w Polsce wysokiego tempa wzrostu płac na dynamikę cen dóbr konsumpcyjnych. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała natomiast wyższa dynamika cen żywności (por. MAKROpuls z 13.11.2017). Dane o październikowej inflacji wskazują na ryzyko w górę dla naszej krótkoterminowej prognozy wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Oczekujemy jednak, że w 2018 r. inflacja CPI ulegnie obniżeniu w porównaniu z 2017 r. i tym samym utrzyma się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego RPP. Uważamy, że stopniowy wzrost inflacji bazowej, związany z narastaniem presji płacowej, będzie kompensowany przez obniżenie dynamiki cen żywności i paliw. Tym samym podtrzymujemy nasz scenariusz polityki pieniężnej zakładający pierwszą podwyżkę stóp procentowych NBP w listopadzie 2018 r.
- ✔ **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększył się we wrześniu do 100 mln EUR z 80 mln EUR w sierpniu.** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald dochodów pierwotnych i wtórnych (odpowiednio o 450 mln EUR oraz 138 mln EUR niższe niż w sierpniu), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe salda obrotów towarowych i usług (o 486 mln EUR i 82 mln EUR wyższe niż w sierpniu). Dynamika eksportu obniżyła się we wrześniu do 10,2% r/r wobec 12,1% w sierpniu, a dynamika importu spadła do

5,7% wobec 7,6%, co w znacznym stopniu wynikało z efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Szacujemy, że relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zwiększyła się w III kw. do 0,0% wobec -0,5% w II kw.

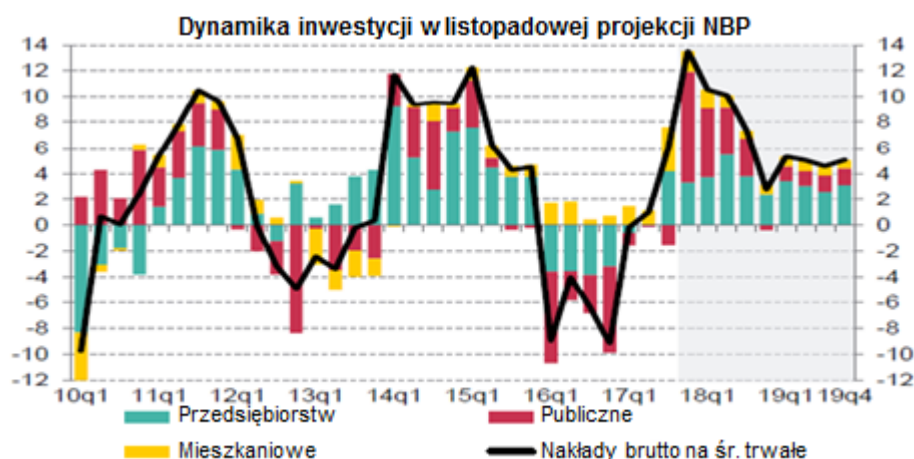
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w październiku do 7,4% r/r wobec 6,0% we wrześniu.** Naszym zdaniem głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw były przesunięcia wypłat zmiennych składników wynagrodzenia w niektórych branżach, a w mniejszym stopniu narastanie presji płacowej związanej z poprawą sytuacji na rynku pracy (por. MAKROpuls z 17.11.2017). Roczna dynamika zatrudnienia w październiku obniżyła się do 4,4% wobec 4,5% we wrześniu. Podobnie jak w kilku ostatnich miesiącach wzrost zatrudnienia w październiku był ograniczany przez rosnące trudności firm w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników. Dodatkowo, czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki zatrudnienia było skorzystanie przez niektóre osoby z uzyskanego prawa do emerytury w związku z obniżeniem wieku emerytalnego. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w październiku 9,9% r/r wobec 8,4% we wrześniu i 8,6% w III kw. a tym samym ukształtowało się na najwyższym poziomie od września 2008 r. Stanowi to nieznaczne ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika spożycia prywatnego w nie zmieni się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniesie 4,7% r/r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Kwartałna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się w III kw. do 0,6% wobec 0,7% w II kw. (2,5% r/r w III kw. wobec 2,3 % w II kw.). W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty oddziaływała niższa dynamika wzrostu m.in. we Francji (0,5% kw/kw w III kw. wobec 0,6% w II kw.), Hiszpanii (0,8% wobec 0,9%), Holandii (0,4% wobec 1,5%) oraz Belgii (0,3% wobec 0,5%). Pozytywny wpływ na tempo wzrostu PKB w strefie euro miały natomiast wyższe dynamiki PKB m.in. w Niemczech (0,8% kw/kw w III kw. wobec 0,6% w II kw.) oraz Włoszech (0,5% wobec 0,3%). Prognozujemy, że w całym 2017 r. PKB w strefie euro zwiększy się o 2,2% wobec wzrostu o 1,7% w 2016 r., co będzie efektem jego wyższej dynamiki m.in. w Niemczech (2,2% wobec 1,9%), Francji (1,7% wobec 1,2%), we Włoszech (1,5% wobec 0,9%) oraz Holandii (3,2% wobec 2,2%).
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech, zwiększył się w listopadzie do 18,7 pkt. wobec 17,6 pkt. w październiku.** Zgodnie z treścią komunikatu poprawie nastrojów sprzyjało utrzymujące się wysokie tempo wzrostu PKB w krajach strefy euro, które stanowi wsparcie dla aktywności gospodarczej w Niemczech. Prognozujemy, że kwartałne tempo wzrostu niemieckiego PKB zmniejszy się w IV kw. do 0,5% wobec 0,8% w III kw.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z chińskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się w październiku do 6,2% r/r wobec 6,6% we wrześniu, sprzedaży detalicznej do 10,0% wobec 10,3%, a inwestycji w aglomeracjach miejskich do 7,3% wobec 7,5%. Nieznaczne zmniejszenie tempa wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym roczna dynamika PKB w Chinach obniży się w IV kw. do 6,7% wobec 6,8% w III kw. W efekcie prognozujemy, że w całym 2017 r. PKB w Chinach zwiększy się o 6,8% wobec wzrost o 6,7% w 2016 r.
- **W niedzielę późnym wieczorem zerwane zostały negocjacje dotyczące utworzenia koalicji w niemieckim parlamencie składającej się z partii CDU/CSU, FDP oraz Zielonych.** Z rozmów wycofała się partia FDP. W takiej sytuacji pozostają trzy rozwiązania. CDU/CSU może spróbować odnowić koalicję z SPD, czym nie jest jednak zainteresowane SPD, co też wielokrotnie w mediach podkreślali przedstawiciele tej partii. CDU/CUS może utworzyć rząd mniejszościowy. Trzecią opcją pozostają nowe wybory parlamentarne. Wzrost ryzyka politycznego w Niemczech jest negatywny dla kursu EURUSD oraz kursu złotego.

Lekko jastrzębia projekcja NBP

W komunikacie po listopadowym posiedzeniu Rada zaznaczyła, 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". Tym samym tonacja komunikatu uległa nieznacznej zmianie w porównaniu z oceną sformułowaną przez Radę w październiku. Wówczas Rada uznała, że "ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone". Poniżej omawiamy najważniejsze informacje zawarte w listopadowej projekcji i wypowiedzi członków RPP, które są naszym zdaniem najistotniejsze z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej.

Zgodnie z listopadową projekcją NBP, wskaźnik inflacji CPI będzie stopniowo rosnąć i w 2019 r. ukształtuje się nieznacznie powyżej 2,5% (por. MAKROpuls z 08.11.2017). Na taki przebieg inflacji składa się z jednej strony przyspieszenie wzrostu inflacji bazowej, z drugiej wygasanie czynników o charakterze przejściowym, które podwyższyły inflację cen energii i żywności w 2017 r. Zdaniem NBP wzrost inflacji bazowej w horyzoncie projekcji będzie następował w wyniku oddziaływania rosnącej presji kosztowej i popytowej w polskiej gospodarce.

Nasz scenariusz dotyczący perspektyw inflacji jest odmienny od tego przedstawionego przez NBP. Naszym zdaniem, w latach 2018-2019 inflacja pozostanie wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP, w znacznym stopniu z uwagi na oczekiwane przez nas silne obniżenie dynamiki cen żywności. Uważamy, że dynamika cen żywności osiągnie swoje maksimum lokalne w IV kw. br. W kolejnych kwartałach ulegnie ona wyraźnemu obniżeniu, do czego przyczynią się efekty wysokiej tegorocznej bazy dla cen owoców oraz jaj, spadkowa faza cyklu na rynku wieprzowiny, spadek cen produktów mlecznych, drobiu oraz cukru, jak również oczekiwane przez nas umocnienie kursu złotego. W efekcie spodziewana przez nas spadkowa, począwszy od I kw. 2018 r., trajektoria dla dynamiki cen żywności znajduje się wyraźnie poniżej tej, która jest przewidywana w projekcji NBP. Jednocześnie uważamy, że wzrost inflacji bazowej będzie ograniczany przez nierównomierną presję płacową. Wzrost inflacji wywołany narastającą presją płacową będzie obserwowany 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. Dodatkowo, stabilizacja cen ropy przy jednoczesnym oczekiwaniu przez nas umocnieniu złotego będzie ograniczała wzrost dynamiki cen paliw.



Drugim elementem projekcji istotnym w kontekście oceny perspektyw polityki pieniężnej jest oczekiwane tempo wzrostu inwestycji. Zgodnie z projekcją NBP dynamika inwestycji w III kw. wyniosła ok. 6% r/r, a w IV kw. zwiększyła się do ok. 13% r/r. Zdaniem NBP na ożywienie inwestycji w najbliższych kwartałach złoży się szybki wzrost nakładów na środki trwałe we wszystkich trzech segmentach – inwestycji publicznych (rosnące

wykorzystanie środków z perspektywy UE 2014-2020), inwestycji przedsiębiorstw (rosnące wykorzystanie środków unijnych, poprawa prognoz dotyczących popytu, poprawa nastrojów wśród

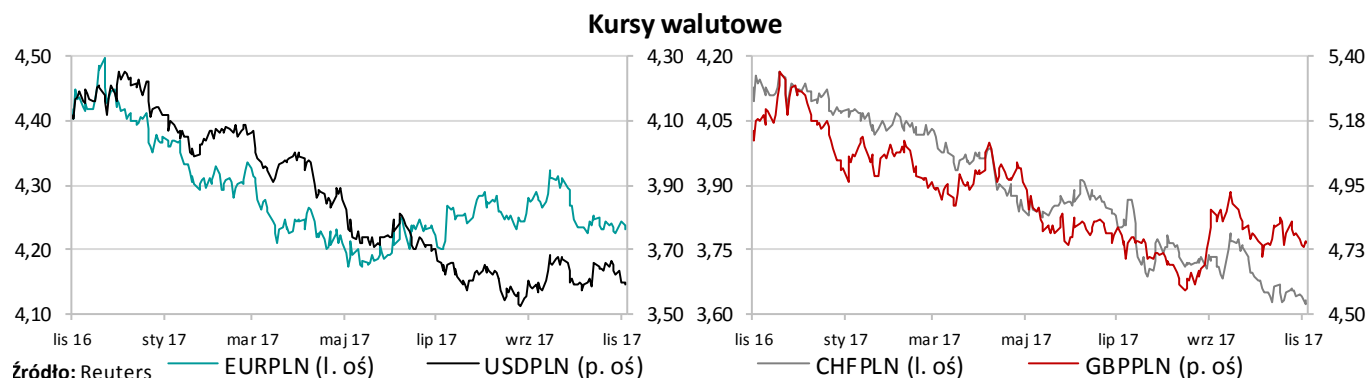
inwestorów, niskie stopy procentowe, wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych) oraz inwestycji gospodarstw domowych (wspieranych przez dobrą sytuację na rynku pracy oraz niskie stopy procentowe).

Ścieżka dynamiki inwestycji przedstawiona w projekcji kształtuje się w krótkim okresie wyraźnie powyżej naszych prognoz (3,7% w III kw. i 5,9% w IV kw.). Oczekujemy, że tylko umiarkowane – naszym zdaniem – ożywienie wzrostu nakładów na środki trwałe nie będzie silnym argumentem dla RPP na rzecz rozpoczęcia zacieśniania polityki pieniężnej w I poł. 2018 r. Uważamy, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych przez RPP w I poł. 2018 r. zwiększyłoby się wyraźnie tylko w sytuacji, w której finalne dane o PKB za III kw. wskazałyby, że ożywienie inwestycji jest znacznie silniejsze niż założono w listopadowej projekcji NBP (por. MAKROpuls z 14.11.2017).

W kontekście oceny perspektyw stóp procentowych w Polsce duże znaczenie mają również wypowiedzi członków RPP. Charakteryzujący się wysoką awersją do inflacji Ł. Hard stwierdził w ubiegłym tygodniu, że systematyczny i silny wzrost płac może skłonić Radę do podwyżki stóp na początku 2018 roku. Również E. Gatnar wyraził jastrzębie poglądy. Jego zdaniem I kw. 2018 r. to dobry moment na podwyżkę stóp, gdyż jego zdaniem inflacja będzie rosła szybciej niż zakłada listopadowa projekcja i osiągnie ona cel inflacyjny w I kw. 2018 r. Z kolei inni członkowie RPP w ciągu ostatnich tygodni zmienili swoje nastawienie na bardziej łagodne. J. Kropiwnicki powiedział w ubiegłym tygodniu, że jego zdaniem przynajmniej przez najbliższy rok nie ma potrzeby podnoszenia stóp, gdyż presja inflacyjna jest umiarkowana. Można zaobserwować zatem wyraźną zmianę w poglądach J. Kropiwnickiego w ostatnich tygodniach, gdyż pod koniec października wyrażał on stanowisko, iż nie oczekuje on zmian parametrów polityki monetarnej co najmniej do połowy przyszłego roku. Również G. Ancyparowicz nieznacznie złagodziła swoje stanowisko, mówiąc w ubiegłym tygodniu, że jej zdaniem nie ma żadnego powodu, aby rozważać podwyżki stóp procentowych w ciągu najbliższych czterech kwartałów. Natomiast na konferencji po październikowym posiedzeniu RPP, G. Ancyparowicz nie przewidywała zmian w polityce pieniężnej „przez najbliższe trzy, może cztery kwartały”. Z kolei na konferencji po listopadowym posiedzeniu Rady prezes NBP A. Głapiński podtrzymał wyrażany w ostatnich miesiącach pogląd, zgodnie z którym stopy NBP powinny pozostać na obecnym poziomie do końca 2018 r.

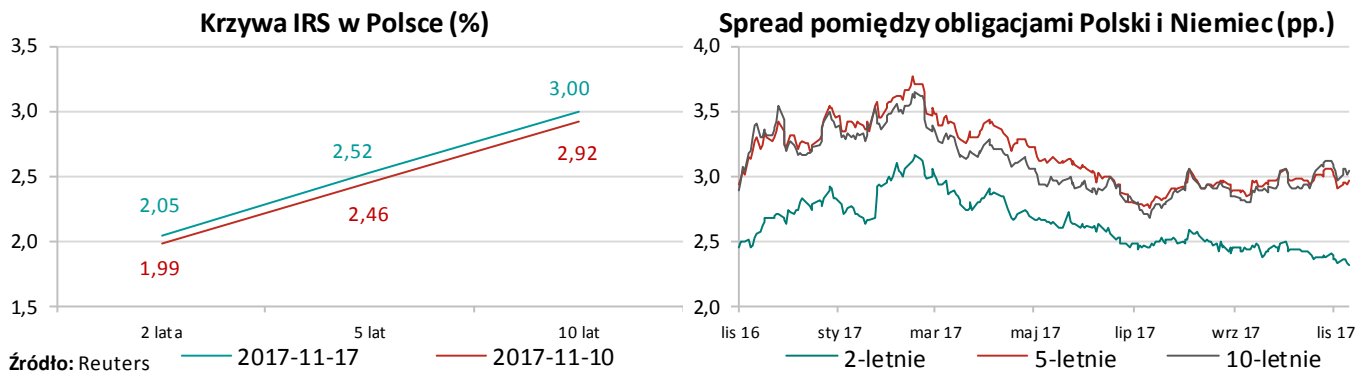
Uważamy że, w przypadku materializacji naszego scenariusza makroekonomicznego – czyli w warunkach umiarkowanej presji płacowej i utrzymywania się inflacji poniżej celu inflacyjnego i tylko ograniczonego ożywienia w inwestycjach – RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie do listopada 2018 r. Przytoczone powyżej wypowiedzi członków Rady stanowią wsparcie dla takiej oceny. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw (patrz powyżej), które mogą świadczyć o narastaniu presji płacowej, stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszego scenariusza. Uważamy jednak, że głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku silnego wzrostu dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw w październiku były przesunięcia wypłat zmiennych składników wynagrodzenia w niektórych branżach. Pogłębiona ocena nasilenia presji płacowej będzie możliwa dopiero po zapoznaniu się z pełnymi danymi z rynku pracy po ich publikacji w Biuletynie Statystycznym.

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej mogą umocnić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2321 (osłabienie złotego o 0,2%). W pierwszej części tygodnia złoty tracił na wartości mimo zgodnych z konsensusem krajowych danych o inflacji, a także lepszych od oczekiwań danych o polskim PKB. W środę kurs złotego był relatywnie stabilny mimo wyrażonych przez Komisję Europejską "poważnych obaw" dotyczących prezydenckich projektów reformy sądownictwa, a także licznych wypowiedzi przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej (patrz powyżej). W dalszej części tygodnia obserwowane było nieznacznie umocnienie złotego wspierane przez opublikowane w piątek lepsze od oczekiwań dane nt. przeciętnego wynagrodzenia w polskim sektorze przedsiębiorstw. Mimo nieznacznego osłabienia względem euro w ubiegłym tygodniu złoty zyskiwał względem dolara, co wynikało ze wzrostu kursu EURUSD wspieranego przez lepsze od oczekiwań dane nt. PKB w Niemczech oraz we Włoszech

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie dzisiejsza publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W przypadku realizacji naszych prognoz dane mogą być lekko pozytywne dla złotego. W kierunku umocnienia kursu polskiej waluty może oddziaływać również publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (indeksy PMI oraz indeks Ifo dla Niemiec). Oczekujemy, że zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC może przyczynić się do podwyższonej zmienności kursu złotego. Negatywny dla złotego może być natomiast wzrost ryzyka politycznego w Niemczech. Dane z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan) będą naszym zdaniem neutralne dla rynku.


Publikacja *Minutes* FOMC może podwyższyć zmienność na rynku długu


W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 2,045 (wzrost o 6pb), 5-letnie do poziomu 2,523 (wzrost o 7pb), a 10-letnie do poziomu 3,001 (wzrost o 8pb). W zeszłym tygodniu obserwowany był wzrost stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za niemieckim rynkiem długu. Istotne dla stawek IRS były również lepsze od oczekiwań krajowe dane nt. polskiego PKB oraz przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, które doprowadziły do ich przejściowego wzrostu.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie dzisiejsza publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Uważamy, że może ona przyczynić się do wzrostu stawek IRS. W przeciwnym kierunku oddziaływać będzie naszym zdaniem publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (indeksy PMI oraz indeks Ifo dla Niemiec). Zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC będzie naszym zdaniem sprzyjała podwyższonej zmienności na rynku. W naszej ocenie dane z amerykańskiej gospodarki (wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan) będą miały ograniczony wpływ na stawki IRS.

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	0,8	
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	7,4	
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	-80	-100		
Eksport (r/r, % EUR)	-1,0	4,3	9,0	15,1	6,4	19,7	2,5	18,5	6,5	12,4	12,1	10,2		
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	5,7		

* 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)	4,1	4,0	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	8,3	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	8,5	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	0,1	-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	6,9	7,1	6,6	6,8	6,9	8,3	6,9	6,9	
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	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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 20.11.2017r.						
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	8,6	8,5	8,2
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	3,1	2,9	2,9
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	4,3	10,5	10,4
Wtorek 21.11.2017r.						
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Październik	5,39	5,32	5,43
Środa 22.11.2017r.						
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Październik	2,0	0,8	0,3
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	-1,0		-0,8
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	97,8	98,0	98,0
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Listopad			
Czwartek 23.11.2017r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,8	0,8	0,8
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	60,6	59,7	60,3
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Listopad	55,0	54,9	55,2
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	58,5	58,1	58,3
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Listopad	56,0	55,8	56,0
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Listopad			
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	5,4	5,5	5,5
Piątek 24.11.2017r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Październik	6,8	6,6	6,6
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Listopad	116,7	116,4	116,5
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	54,6		54,9

* 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