

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

13 października 2016

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Urszula Kryńska

Ekonomistka
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Podsumowanie miesiąca

- Dane z polskiej gospodarki za sierpień wskazały na wyraźną poprawę koniunktury w stosunku do wcześniejszego miesiąca. Lepsze od oczekiwań były nie tylko dane o produkcji przemysłowej, ale także o sprzedaży detalicznej, potwierdzając solidny wzrost konsumpcji w sierpniu. Odbudowa konsumpcji miała szeroki zakres i objęła większość kategorii sprzedaży detalicznej, przy czym najsilniej wzrosła sprzedaż dóbr trwałego użytku, co sugeruje fundamentalny charakter zmian. Sprzyja temu niewątpliwie wzrost dochodów realnych gospodarstw domowych, wspierany przez świadczenia z programu Rodzina 500+. Utrzymuje się regres w branży budowlanej. Słabe wyniki produkcji budowlanej sugerują dalsze spadki inwestycji w środki trwałe także w trzecim kwartale. Częściowo jest to efekt kurczących się inwestycji publicznych w związku z opóźnieniem wykorzystania środków unijnych. Zmniejsza się także aktywność inwestycyjna sektora prywatnego. Obecnie wydaje się, że druga połowa roku nie przyniesie ożywienia w zakresie inwestycji, głównie ze względu na regres inwestycji sektora publicznego. Natomiast bez odbudowy inwestycji przyspieszenie dynamiki PKB w II połowie roku będzie niemożliwe.
- RPP nie zmieniła stóp w październiku i podtrzymała optymistyczną ocenę sytuacji w gospodarce. Optymizm jest jednak nieco mniejszy niż przed miesiącem. Prof. A. Glapiński nadal spodziewa się podwyżek stóp procentowych. W jego ocenie nie powinno jednak do nich dojść w przyszłym roku, a dopiero na początku 2018r. Przed miesiącem natomiast sugerował wzrost kosztu pieniądza w połowie przyszłego roku. Podtrzymujemy nasz scenariusz, że Rada nie będzie zmieniała stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Sytuacja w gospodarce nie będzie uzasadniała podwyżki w najbliższych kwartałach, a deflacja nie jest problemem dla obecnej Rady. Marek Chrzanowski ostatecznie rozstał się z Radą Polityki Pieniężnej i w gremium pozostaje obecnie jedno nieobsadzone stanowisko. Premier B. Szydło powołała Chrzanowskiego na stanowisko przewodniczącego KNF.
- Przygotowanie projektu budżetu na 2017r. było ostatnim zadaniem ministra finansów P. Szałamachy. Minister odchodząc umożliwił powstanie jednego centrum zarządzania gospodarką. Główną odpowiedzialność za program gospodarczy przejmie M. Morawiecki, dotychczasowy wicepremier i minister rozwoju, który obejmie też funkcję ministra finansów. W rękach M. Morawieckiego będzie skupiona duża odpowiedzialność i kompetencje, co może rodzić ryzyko nadmiernego wzrostu zadłużenia i mniejszej dyscypliny budżetowej.
- Po sierpniu, który był okresem systematycznej przeceny złotego względem euro miniony miesiąc był czasem stopniowej aprecjacji polskiej waluty. Kurs EUR/PLN zawrócił z poziomu 4,39 i po trzech tygodniach notowany był 12 groszy niżej. Trend aprecjacyjny polskiej waluty przyśpieszył w reakcji na wydarzenia w Stanach Zjednoczonych, w tym wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Obniżenie ścieżki możliwych podwyżek stóp procentowych w USA w kolejnych latach wsparło sentyment inwestycyjny. W minionym miesiącu największy, bo wynoszący aż 30 groszy spadek obserwowany był natomiast w notowaniach pary GBP/PLN, która poziomem 4,90 wyznaczyła 3-letnie minimum. Zmiany na krajowym rynku walutowym pokrywały się z trendami obserwowanymi wśród pozostałych walut emerging markets.

PRZEGLĄD GOSPODARZY	2
POLITYKA PIENIĘŻNA	6
POLITYKA FISKALNA	7
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY	9
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH .	10
RYNKI ZAGRANICZNE	11
PRZEGLĄD DANYCH	14
DANE I PROGNOZY	15
KALENDARIUM	16

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	0,25%-0,50%	1-2 lis	0,25%-0,50%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	15 gru	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	20 paź	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	8-9 lis	1,50%

Źródło: Narodowy Bank Polski, Swiss National Bank, Federal Reserve, European Central Bank

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

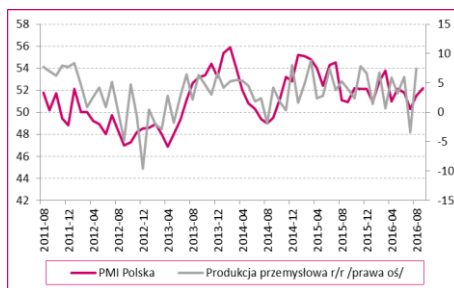
Odbudowa koniunktury w polskiej gospodarce

Dane z polskiej gospodarki za sierpień wskazały na wyraźną poprawę koniunktury w stosunku do wcześniejszego miesiąca. Dynamika produkcji przemysłowej przyspieszyła w sierpniu do 7,4% r/r z -3,4% r/r w lipcu. Częściowo pomógł temu efekt kalendarzowy i większa liczba dni roboczych w sierpniu tego roku, jednak także po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych nastąpiło wyraźne przyspieszenie produkcji (+5,1% r/r wobec 1,8% r/r w lipcu). Najsilniej wzrosła produkcja w przetwórstwie przemysłowym (+9,4% r/r), przy czym wyraźna poprawa nastąpiła w branżach ukierunkowanych na eksport, w szczególności w produkcji samochodów, urządzeń elektrycznych, mebli. Ożywienie w produkcji miało jednak szeroki zakres, a wzrost dotyczył 26 z 34 działów przemysłu. Jak przypuszczaliśmy przed miesiącem załamanie produkcji w lipcu wiązało się z czynnikami przejściowymi. Sugerowały to także inne dane GUS, w tym dane o zamówieniach w przemyśle, które w ostatnich miesiącach rosły w dwucyfrowym tempie, a w sierpniu ich dynamika wyniosła 19,7% r/r, przy czym wzrost zamówień eksportowych wyniósł 24,7% r/r. Także wyniki badania koniunktury, szczególnie indeks PMI w Polsce, a także u naszych partnerów handlowych sugerują utrzymanie się produkcji przemysłowej na ścieżce wzrostowej.

Rosnące dochody, m.in. przez program Rodzina 500+, wspierają konsumpcję prywatną

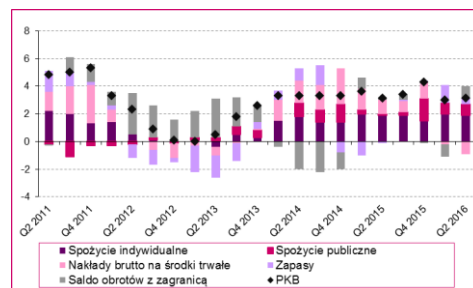
Lepsze od oczekiwań były także dane o sprzedaży detalicznej, potwierdzając solidny wzrost konsumpcji w sierpniu. W ujęciu realnym wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 7,8% r/r z 4,4% r/r w lipcu, zaś nominalnie sprzedaż wzrosła o 5,6% r/r wobec 2,0% r/r w lipcu. Odbudowa konsumpcji miała szeroki zakres i objęła większość kategorii sprzedaży detalicznej, przy czym najsilniej wzrosła sprzedaż dóbr trwałego użytku, co sugeruje fundamentalny charakter zmian. Sprzyja temu niewątpliwie wzrost dochodów realnych gospodarstw domowych, wspierany przez świadczenia z programu Rodzina 500+. W publikowanych wcześniej danych o sprzedaży detalicznej w niewielkim stopniu były widoczne efekty wprowadzenia programu Rodzina 500+. W sierpniu jego skutki są bardziej zauważalne w danych, jednak należy pamiętać, że część uzyskiwanych dochodów przeznaczana jest na konsumpcję usług, co nie jest ujęte w statystykach sprzedaży detalicznej. Łączne skutki rosnących dochodów będą natomiast widoczne w kwartalnych danych o konsumpcji indywidualnej, która będzie głównym motorem wzrostu gospodarczego.

Wykres 1 Produkcja przemysłowa [% r/r] oraz indeks PMI [pkt.]



Źródło: Datastream

Wykres 2 Dekompozycja wzrostu PKB w Polsce [% r/r]



Źródło: Datastream

Utrzymuje się zapaść w budownictwie

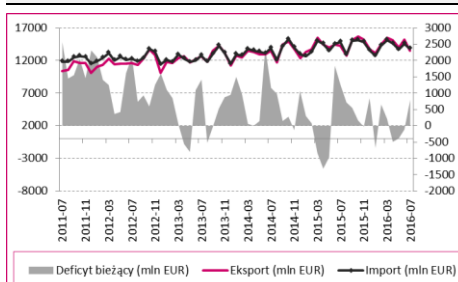
Utrzymuje się regres w branży budowlanej. W sierpniu spadek produkcji budowlano-montażowej pogłębił się do -20,5% r/r z -18,8% r/r w lipcu. Najsilniejsze spadki notowały przedsiębiorstwa dla których głównym obszarem działalności jest wznoszenie budynków, a także wykonywanie obiektów inżynierii lądowej i wodnej. Słabe wyniki produkcji budowlanej sugerują dalsze spadki inwestycji w środki trwałe także w trzecim kwartale. Częściowo jest to efekt kurczących się inwestycji publicznych w związku z opóźnieniem wykorzystania środków unijnych. Zmniejsza się także aktywność inwestycyjna sektora prywatnego. W I półroczu br. dynamika inwestycji sektora prywatnego była wciąż dodatnia, to jednak wyraźnie wyhamowała w stosunku do wcześniejszych kwartałów. Pomimo dobrych wyników finansowych, rosnącego portfela zamówień, a także wysokiego wykorzystania mocy wytwórczych firmy powstrzymują się z podejmowaniem nowych projektów inwestycyjnych, na co wpływ ma rosnąca niepewność zarówno co do otoczenia zewnętrznego, jak i wewnętrznego. To właśnie niepewność, według badań NBP, jest w ostatnich kwartałach jedną z

Bilans płatniczy za lipiec pokazał słabość polskiej gospodarki, która była widoczna w innych danych wysokiej częstotliwości

kluczowych barier prowadzenia działalności gospodarczej. Obecnie wydaje się, że druga połowa roku nie przyniesie ożywienia w zakresie inwestycji, głównie ze względu na regres inwestycji sektora publicznego. Natomiast bez odbudowy inwestycji przyspieszenie dynamiki PKB w drugiej połowie roku będzie niemożliwe. Według naszych wstępnych szacunków w 3Q wzrost gospodarczy będzie zbliżony do wyniku osiągniętego w 2Q. Głównym motorem wzrostu pozostanie konsumpcja prywatna, której dynamika w kolejnych kwartałach będzie przyspieszała, jednak czynnik ten nie będzie na tyle mocny aby przyspieszyć dynamikę PKB. W rezultacie w całym roku wzrost gospodarczy wyniesie ok. 3%.

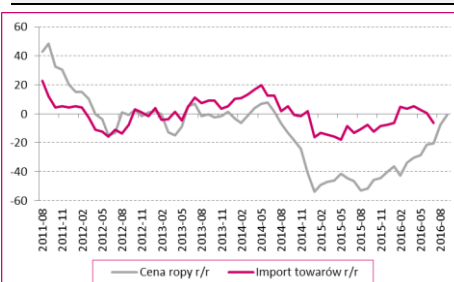
Bilans płatniczy za lipiec pokazał słabość polskiej gospodarki, która była widoczna w innych danych wysokiej częstotliwości za ten miesiąc. Wyrażony w euro eksport towarów spadł w lipcu o 5,1% r/r, po wzroście o 5,7% r/r w czerwcu i był to pierwszy spadek od stycznia br. Import towarów zmniejszył się natomiast o 6,9% r/r. W lipcu, również przychody na rachunku usług (eksport usług) spadły, o 6,1% r/r, i był to pierwszy spadek w ujęciu rok do roku od marca 2013r. Rachunek towarowy wykazał deficyt w kwocie 313 mln EUR, saldo rachunku usług było tradycyjnie dodatnie równe 911 mln EUR. Odnotowano też ujemne saldo dochodów pierwotnych (-1,239 mld EUR) oraz dochodów wtórnych (-161 mln EUR). Słabość gospodarki w lipcu miała charakter przejściowy, co potwierdziły dane za sierpień, kiedy zarówno produkcja, jak i zamówienia eksportowe przyspieszyły. Również badanie PMI sugeruje, że tempo wzrostu produkcji przyspiesza, głównie za sprawą dynamicznego wzrostu nowych zamówień eksportowych.

Wykres 3 Eksport, import i deficyt na rachunku bieżącym [mln EUR]



Źródło: Datastream

Wykres 4 Import towarów i cena ropy naftowej w USD [% r/r]



Źródło: Datastream

Po rewizji deficyt bieżący w ujęciu płynnego roku po Q2 zwiększył się do 0,6% PKB wobec 0,3% PKB

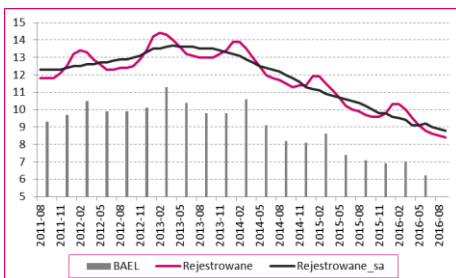
Deficyt bieżący w lipcu był wyższy od oczekiwań, jednak w ujęciu płynnego roku deficyt obniżył się do 9,5 mld PLN z 11,2 mld PLN po sierpniu, kiedy stanowił 0,6% PKB. Przy okazji publikacji danych kwartalnych za Q2 NBP dokonał dość wyraźnej rewizji danych bilansu płatniczego. W rezultacie tej rewizji deficyt bieżący w ujęciu płynnego roku po Q2 zwiększył się do 0,6% PKB wobec 0,3% PKB szacowanego po danych miesięcznych. Również deficyt bieżący za 2015r. został zrewidowany do 0,6% PKB (wobec 0,3% poprzednio) w 2014r. deficyt bieżący stanowił natomiast 2,1% PKB (wobec 2,0%). Deficyt bieżący wciąż utrzymuje się na bezpiecznym poziomie i jest w całości finansowany przez napływ środków ujętych w rachunku kapitałowym co oznacza zmniejszanie uzależnienia gospodarki od zagranicznego finansowania.

Sytuacja na rynku pracy ulega systematycznej poprawie, a stopa bezrobocia, zarówno rejestrowanego jak i wg metodologii BAEL, osiąga nowe minima

Sytuacja na rynku pracy ulega systematycznej poprawie, a stopa bezrobocia, zarówno rejestrowanego, jak i wg metodologii BAEL, osiąga nowe minima. Wg szacunków MRPiPS stopa bezrobocia rejestrowanego spadła we wrześniu do 8,4% z 8,5% i osiągnęła nowe minimum od okresu transformacji ustrojowej, a także była o 1,4 pkt. proc. niższa niż przed rokiem. Oczekujemy, że stopa bezrobocia osiągnęła tegoroczne minimum, a w grudniu może wzrosnąć do 8,9%. Tak jak pisaliśmy w zeszłym miesiącu, w Q2 stopa bezrobocia liczona wg metodologii BAEL spadła do rekordowo niskiego poziomu 6,2% z 7,0% w Q1. Biorąc pod uwagę wyniki badania gospodarstw domowych i dane miesięczne, Eurostat publikuje odsezonowaną zharmonizowaną stopę bezrobocia. Wg tych danych w sierpniu, po raz pierwszy w historii bezrobocie w Polsce spadło poniżej 6% do 5,9%. Polska znalazła się w europejskiej czołówce krajów z najniższym bezrobociem plasując się na 7. miejscu, a w całej UE stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie 8,6%, najniższym od marca 2009r. Obecny poziom stopy bezrobocia wydaje się być poniżej poziomu naturalnego. Stosując do kwartalnych danych BAEL prosty filtr, uzyskujemy, bezrobocie niższe od poziomu naturalnego od początku 2015r. NBP w swojej ostatniej projekcji szacuje, że bezrobocie NAWRU w tym roku wynosi

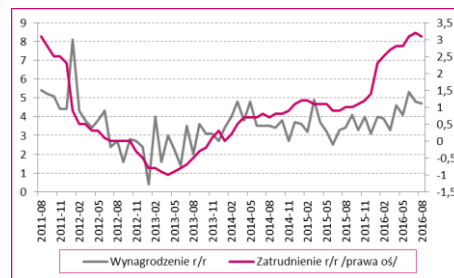
6,6%, a dane odsezonowane pokonały tę granicę w Q2 2016r. Modelowo, przy bezrobociu poniżej poziomu NAWRU następuje przyspieszenie wynagrodzeń

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

Wykres 6 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw [%]



Źródło: Datastream

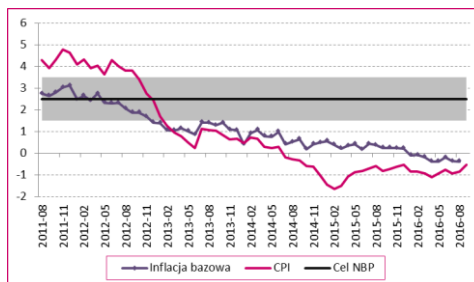
Pojawiają się napięcia na rynku pracy, a firmy mają problemy ze znalezieniem odpowiednich

Wg szacunku MRiPS liczba bezrobotnych była we wrześniu o 15,6% niższa niż przed rokiem, liczba ofert pracy zgłoszonych w urzędach wzrosła o 7,0% r/r, w rezultacie na jedną ofertę pracy przypadają 9,5 bezrobotnego, co wyrównuje najniższy odczyt w historii. Sugeruje to, że pojawiają się napięcia na rynku pracy, a firmy mają problemy ze znalezieniem odpowiednich pracowników. Fakt ten potwierdzają badania koniunktury. Wśród przedsiębiorstw handlowych, we wrześniu 15,2% wskazuje, że brak pracowników jest barierą dalszego rozwoju, podczas gdy tradycyjnie odsetek ten nie przekraczał 5%. Wśród przedsiębiorstw usługowych największy odsetek przedsiębiorstw wskazujących barierę rozwojową w postaci braku wykwalifikowanych pracowników odnotowano w działalności związanej z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki (35,1%) a także w działalności związanej z zatrudnieniem (37,4%). Branże te potrzebują pracowników o wysokich kwalifikacjach, jednak odsetek firm dla których brak wykwalifikowanej kadry jest problemem rośnie od 2015r. W przemyśle, dla którego dysponujemy danymi kwartalnymi, w Q3 25,3% przedsiębiorstw uważa, że ich rozwój ogranicza brak wykwalifikowanych pracowników, a 11% wskazuje na brak pracowników w ogóle. W raporcie o rynku pracy NBP zwraca ponadto uwagę na fakt, że w Q2 po raz pierwszy od pięciu lat bliska domknięcia była luka pomiędzy pożądaną przez pracowników i faktyczną liczbą przepracowanych godzin. Wyczerpuje się więc możliwość zwiększania nakładów pracy poprzez wydłużenie czasu pracy obecnych pracowników. Tendencje te przekładają się na przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń. W sierpniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 4,7% r/r po wzroście o 4,8% r/r w lipcu, a dynamika płac jest podwyższona od kwietnia, kiedy, w reakcji na problemy ze znalezieniem pracowników, dokonano podwyżek płac w dużych sieciach handlowych. Zatrudnienie w sierpniu było o 3,1% wyższe niż przed rokiem. Oczekujemy utrzymania tego wzrostu zatrudnienia we wrześniu i dynamiki wynagrodzeń na poziomie 4,5%.

Powolne wygasanie deflacji cen konsumentów

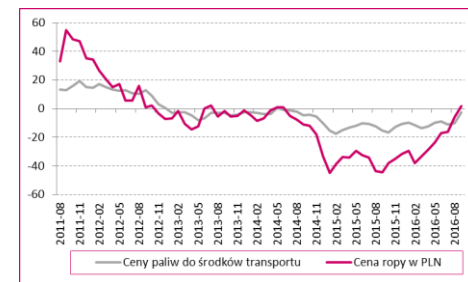
Proces wygasania deflacji postępuje. W sierpniu wskaźnik CPI wzrósł do -0,8% r/r z -0,9 r/r w lipcu. We wrześniu trend wzrostowy był kontynuowany i w minionym miesiącu inflacja wyniosła już -0,5% r/r. Pomimo stopniowego wzrostu, wskaźnik CPI pozostaje ujemny już 28 miesięcy. Wzrost rocznego wskaźnika inflacji to w głównej mierze wynik niskiej bazy statystycznej sprzed roku w związku z silnymi spadkami cen paliw w ostatnich miesiącach roku 2014. Widoczne to było już w danych wrześniowych, gdzie w następstwie wyżki cen ropy na rynkach światowych, roczny spadek cen paliw na stacjach benzynowych wyhamował do -2,5% z 6,9% w sierpniu. Dane za sierpień i wrzesień nie zmieniają ogólnej oceny procesów inflacyjnych w Polsce. Presji cenowej wciąż nie widać, na co wskazują też miary inflacji bazowej. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i paliw wyniosła we wrześniu -0,4% r/r, podobnie jak w sierpniu. Proces wygasania deflacji jest powolny, jednak w kolejnych miesiącach, szczególnie od września, wzrost wskaźnika będzie wyraźny, głównie ze względu na efekt niskiej bazy statystycznej. Dodatniego odczytu CPI spodziewamy się dopiero w grudniu tego roku. Należy jednak pamiętać, że nawet jeśli wzrośnie, to inflacja wciąż będzie znacznie niższa niż cel inflacyjny banku centralnego.

Wykres 7 Inflacja CPI i bazowa oraz cel inflacyjny [% r/r]



Źródło: GUS, NBP

Wykres 8 Ceny ropy Brent w PLN i ceny paliw do środków transportu [% r/r]



Źródło: Datastream

Powrót do inflacji cen producentów

Wygasanie deflacji następuje także na poziomie producentów. W sierpniu wskaźnik PPI wyniósł $-0,1\%$ r/r i był najwyższy od listopada 2012r. Tym samym 46-miesięczny okres deflacji cen producentów dobiega końca. W skali miesiąca ceny producentów obniżyły się natomiast o $0,3\%$, na co dominujący wpływ miały spadki cen w górnictwie, głównie górnictwie rud metali, a także spadki cen ropy naftowej, przekładające się na niższe ceny produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej. Na spadek cen wyrobów gotowych wskazywali także przedsiębiorcy z przetwórstwa przemysłowego w badaniach PMI. W naszej ocenie już we wrześniu roczna dynamika cen producenta powróciła do wartości dodatnich i według naszych szacunków wskaźnik PPI wyniósł w minionym miesiącu $0,2\%$ r/r. Blisko 4-letni okres deflacji dobiegł zatem końca. Wzrost cen producenta to w głównej mierze efekt zwiększających cen surowców, głównie ropy naftowej, a także niskiej bazy statystycznej. Wysoka presja konkurencyjna ograniczać będzie jednak skalę wzrostu cen producenta i wskaźnik PPI wciąż pozostawać będzie na niskich poziomach. Do końca bieżącego roku powinien utrzymywać się tylko nieco powyżej zera.

POLITYKA PIENIĘŻNA

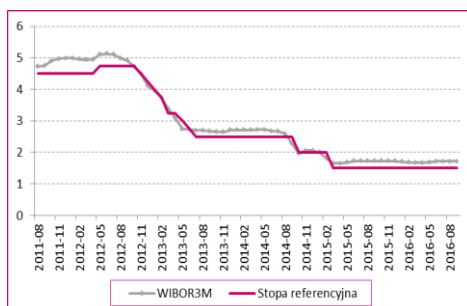
W październiku Rada nie zmieniała stóp procentowych

Rada podtrzymała optymistyczną ocenę sytuacji w polskiej gospodarce, optymizm jest jednak nieco mniejszy niż przed miesiącem

W październiku, Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada podtrzymała ocenę, że obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Jest to równoznaczne z neutralnym nastawieniem w polityce pieniężnej. W istocie RPP nie planuje zmian wysokości stóp w najbliższych kwartałach.

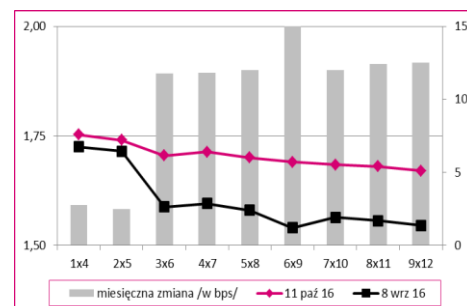
Wymowa komunikatu po posiedzeniu nie różniła się znacząco od poprzedniego, a Rada podtrzymała optymistyczną ocenę sytuacji w gospodarce. Optymizm jest jednak nieco mniejszy niż przed miesiącem. Rada spodziewa się, że dynamika PKB w Q3 br. będzie zbliżona do obserwowanej w Q2, podczas gdy przed miesiącem oczekiwała niewielkiego przyspieszenia. Po posiedzeniu prezes Glapiński przyznał, że w tym roku wzrost PKB na poziomie 3,5% jest nieosiągalny. Jego zdaniem w 2017r. możliwy jest jednak wzrost na poziomie 4,0%. Podobnie jak w poprzednim miesiącu, Rada widzi wyłącznie zewnętrzne źródła niepewności: globalną koniunkturę i ceny surowców. Adam Glapiński nadal spodziewa się podwyżek stóp procentowych, w jego ocenie nie powinno do nich dojść w przyszłym roku, jednak dopiero na początku 2018r., a podwyżki będą dokonywane, żeby wyhamowywać gospodarkę, gdyż wzrost PKB wyższy niż 4% wiązałby się w jego ocenie z narastaniem nierównowag. W kwestii podwyżek stóp wypowiedzi prezesa są mniej odważne niż przed miesiącem, kiedy sugerował wzrost kosztu pieniądza w połowie przyszłego roku.

Wykres 9 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [% , r/r]



Źródło: Datastream

Wykres 10 Notowania kontraktów FRA i ich zmiana miesięczna [bps]



Źródło: Reuters, obliczenia własne

Podtrzymujemy nasz scenariusz, że Rada nie będzie zmieniała stóp procentowych w najbliższych miesiącach

Marek Chrzanowski ostatecznie rozstał się z Radą Polityki Pieniężnej i objął stanowisko przewodniczącego KNF

Podtrzymujemy nasz scenariusz, że Rada nie będzie zmieniała stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Sytuacja w gospodarce nie będzie uzasadniała podwyżki w najbliższych kwartałach, a deflacja nie jest problemem dla obecnej Rady. Nie widzimy też ryzyka, na które wskazuje część analityków, że Rada widząc słabsze od oczekiwań dane o PKB zdecyduje się na szybką obniżkę kosztu pieniądza. Z wypowiedzi członków RPP wynika, że obecnie obniżka nie jest rozważana i całkowicie wyklucza ją większość członków. W sytuacji mocnego spowolnienia wzrostu gospodarczego (co nie jest naszym scenariuszem bazowym) ciężko byłoby Radzie „przestawić się” na myślenie o wspieraniu gospodarki poprzez obniżki stóp. Wiara w skuteczność tego narzędzia w obecnej sytuacji jest znikoma a utrzymują się obawy o stan sektora bankowego.

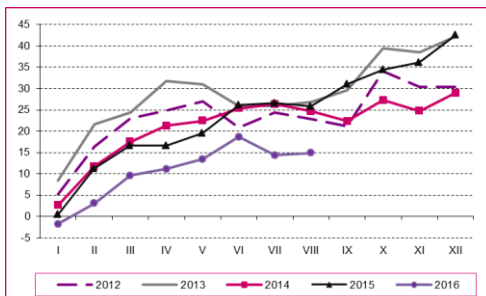
Marek Chrzanowski ostatecznie rozstał się z Radą Polityki Pieniężnej i w gremium pozostaje jedno nieobsadzone stanowisko. Na początku września Chrzanowski złożył rezygnację, motywując to względami osobistymi, w połowie września rezygnację jednak wycofał, a następnie złożył ją ponownie. Ostatecznie Senat odwołał go ze stanowiska 6 października. Premier B. Szydło powołała go na stanowisko przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego. Jego kadencja rozpoczęła się 13 października br. Wcześniej spekulowano, że stanowisko to ma objąć Paweł Szalamacha, który jednak wyjaśnił, że nie spełnia wymogów ustawowych. Prezes banku centralnego, Adam Glapiński, który jest mentorem Chrzanowskiego, opowiada się za ponownym podporządkowaniem nadzoru bankowego NBP. Wydaje się, że prezes NBP może mieć duży wpływ na działalność nadzoru.

POLITYKA FISKALNA

Wykonanie tegorocznego budżetu przebiega bez zastrzeżeń

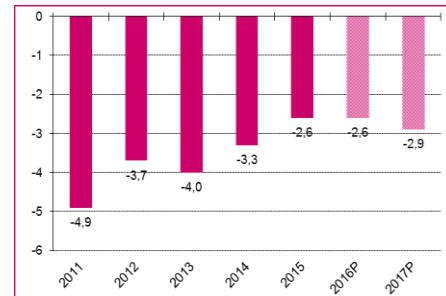
Wykonanie tegorocznego budżetu przebiega bez zastrzeżeń, znacznie lepiej niż planowano i nie ma obecnie ryzyka problemów budżetowych w bieżącym roku. Wg szacunkowych danych ministerstwa finansów, po ośmiu miesiącach roku deficyt budżetu państwa wyniósł 14,9 mld PLN i stanowił 27,3% planowanej na cały rok kwoty 54,7 mld PLN. W samym sierpniu odnotowano 0,5 mld deficytu. Po sierpniu bardzo dobra jest realizacja dochodów budżetowych, które były o 14,6% wyższe niż przed rokiem. Dochody niepodatkowe rosły o ponad 80% r/r, co odzwierciedla wpływy z przetargu za częstotliwości LTE oraz zysku NBP, jednak również dynamika dochodów podatkowych jest zadowalająca. Były one o 7,4% wyższe niż przed rokiem. Najniższa, jednak rosnąca, jest dynamika wpływów z tytułu CIT, które były o 2,5% wyższe niż przed rokiem. Realizacja wpływów z tytułu podatku od instytucji finansowych jest nadal znacznie niższa od planu. W sierpniu uzyskano z tego tytułu 317 mln PLN wobec założonych średniomiesięcznych wpływów 550 mln PLN. W uzasadnieniu budżetu na 2017r. rząd podaje planowe wykonanie tego podatku za 10 miesięcy 2016r. na poziomie 3,4 mld PLN. Również wzrost wydatków przyspiesza, co jest związane z realizowanym programem socjalnym (głównie Rodzina 500+) oraz widocznym w PKB wzrostem spożycia publicznego. Po sierpniu wydatki były o 7,7% wyższe niż przed rokiem, jednak należy podkreślić, że w bieżącym roku nie ma zagrożenia dla realizacji planu budżetowego. W uzasadnieniu przyszłorocznej ustawy budżetowej, planowe wykonanie dochodów budżetowych na 2016r. jest o 9,9% wyższe niż przed rokiem, co oznacza wzrost o ok. 4 mld PLN w stosunku do pierwotnego planu. Planowany deficyt wynosi natomiast 42 mld PLN i jest o niemal 13 mld niższy niż pierwotnie zakładano. Założenia te są zgodne z naszymi oczekiwaniami, iż w tym roku deficyt budżetowy będzie wyraźnie niższy od planu.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

Wykres 12 Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych [% PKB]



Źródło: Datastream, MinFin

Projekt ustawy budżetowej zakłada narastanie długu publicznego do 55% PKB w 2017r.

Rząd przyjął projekt budżetu państwa na 2017r. Tak jak wielokrotnie pisaliśmy, budżet na 2017r. został przygotowany przy optymistycznych założeniach makroekonomicznych, założono bowiem wzrost na poziomie 3,6% (wobec planowanego 3,4% w 2016r.), średnioroczną inflację 1,3% (wobec PW w 2016r. -0,5%). Wg projektu ustawy wynik kasowy budżetu państwa w 2017r. wyniesie 59,3 mld PLN i będzie najwyższy w historii. Dołoży się do tego deficyt środków UE (-9,6 mld PLN) oraz nadwyżka w sektorze samorządów (3,4 mld PLN) oraz ubezpieczeń społecznych (1,1 mld PLN). Zdaniem ministerstwa, pomimo, że wynik kasowy będzie stanowił 3,3% PKB, to wg metodologii ESA2010 deficyt nie przekroczy granicy 3,0% PKB i wyniesie 2,9%. Założenie nadwyżki w sektorze samorządów jest ryzykowne. Jej osiągnięcie oznaczałoby ograniczanie inwestycji, co mogłoby mieć negatywny wpływ na PKB. Wg naszych szacunków, nominalny PKB będzie w przyszłym roku o ok. 1,0% niższy niż planuje rząd. Oba te czynniki sprawiają, że przekroczenie przez deficyt granicy 3,0% PKB w 2017r. jest w naszej ocenie wysoce prawdopodobne. Na takie ryzyko wskazała też agencja Moody's. Nawet przy założeniu oficjalnej ścieżki fiskalnej, rząd oczekuje dalszego wzrostu zadłużenia. W 2016r. dług sektora instytucji rządowych i samorządowych wg metodologii UE wzroście w 2016r. do 53,7% PKB z 51,4% w 2015r. W 2017r. dług oczekiwany jest na poziomie 55% PKB, niebezpiecznie blisko granicy 60%. Narastanie długu następuje w okresie utrzymującego się wzrostu gospodarczego, co

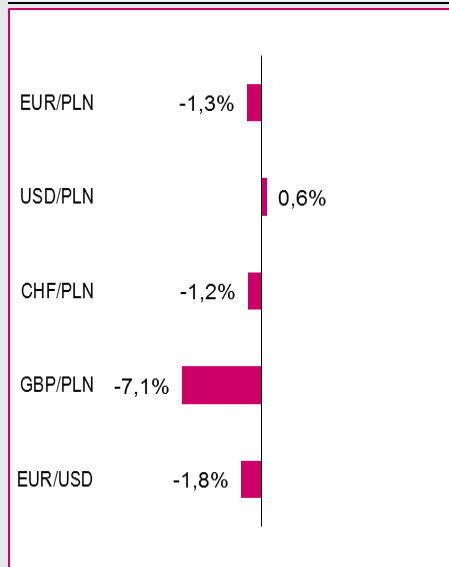
Przygotowanie budżetu było ostatnim zadaniem ministra finansów Pawła Szałamachy

oznacza utrzymywanie się deficytu strukturalnego i rodzi ryzyko lawinowego wzrostu zadłużenia w przypadku spowolnienia wzrostu.

Przygotowanie budżetu było ostatnim zadaniem ministra finansów P. Szałamachy. Złożył on rezygnację uzasadniając ją faktem, iż wydarzenia przybrały obrót niekoniecznie wskazujący na możliwość kontynuowania jego misji w ministerstwie. W późniejszym wywiadzie przyznał, że odchodząc umożliwił powstanie sygnalizowanego w programie PiS jednego centrum zarządzania gospodarką. Główną odpowiedzialność za program gospodarczy weźmie na siebie M. Morawiecki, dotychczasowy wicepremier i minister rozwoju, który przejmie funkcję ministra finansów. Resorty finansów i rozwoju będą jednak nadal funkcjonować oddzielnie. W rękach M. Morawieckiego będzie skupiona duża odpowiedzialność i kompetencje. W szczególności będzie odpowiedzialny za strategię rozwojową i za jej finansowanie, co może rodzić ryzyko nadmiernego wzrostu zadłużenia i nieodpowiedzialności budżetowej.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

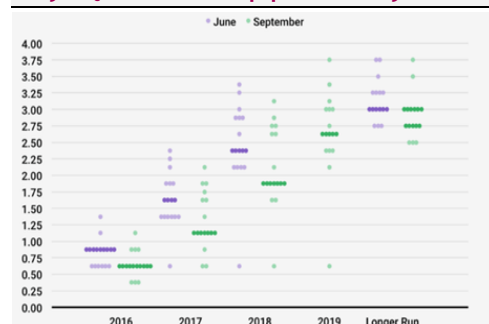
Po sierpniu, który był okresem systematycznej przeceny złotego względem euro wrzesień był czasem stopniowej aprecjacji polskiej waluty. Kurs EUR/PLN zawrócił z poziomu 4,39 i pod koniec miesiąca notowany był 12 groszy niżej. Trend aprecyjny polskiej waluty przyspieszył w reakcji na wydarzenia w Stanach Zjednoczonych, w tym wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Obniżenie ścieżki możliwych podwyżek stóp procentowych w USA w kolejnych latach wsparło sentyment inwestycyjny. Nie bez znaczenia dla sentymentu inwestycyjnego był także wynik pierwszej debaty prezydenckiej w USA. Inwestorzy uznali D.Trumpa - opowiadającego się między innymi za renegocjacją umów handlowych - za przegranego w pierwszym starciu z H.Clinton, co skutkowało dynamicznym umocnieniem meksykańskiego peso, ale i większości walut koszyka emerging markets. Z powodu słabości dolara we wrześniu przyspieszył spadek kursu USD/PLN. W minionym miesiącu największy, bo wynoszący aż 30 groszy spadek obserwowany był jednak w notowaniach pary GBP/PLN, która poziomem 4,90 wyznaczyła 3-letnie minimum. Zmiany na krajowym rynku walutowym pokrywały się z trendami obserwowanymi wśród pozostałych walut emerging markets. We wrześniu na wartości zyskiwał węgierski forint, rumuński lej, czy chorwacka kuna. Negatywnie natomiast wyróżniały się notowania tureckiej liry. Tamtejsza waluta gwałtownie traciła na wartości w reakcji na decyzję agencji Moody's, która obniżyła rating Turcji do poziomu Ba1 tj. nieinwestycyjnego z uwagi na obawy dotyczące przestrzegania prawa po nieudanym zamachu stanu, czy spalniającej gospodarką. Obecnie jedynie agencja Fitch utrzymuje inwestycyjny poziom ratingu dla Turcji.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Reuters

Wykres 15 Prognozy członków FOMC dotyczące ścieżki stóp procentowych



Źródło: Federal Reserve

Pozostajemy umiarkowanie optymistycznie nastawieni do perspektyw złotego w tym miesiącu

Mimo, iż dostrzegamy kilka czynników ryzyka dla wyceny złotego w październiku, jak choćby obawy dotyczące przyszłości Deutsche Banku, deklarację premier T.May, iż do końca marca przyszłego roku rozpocznie się oficjalna procedura wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, czy kontynuacja prac nad ustawą frankową, to pozostajemy umiarkowanie optymistycznie nastawieni do perspektyw złotego w tym miesiącu. Główną siłą polskiej waluty pozostaną wyniki gospodarcze tj. ustępująca deflacja i solidny wzrost PKB, a w konsekwencji małe prawdopodobieństwo powrotu oczekiwań cięcia stóp procentowych. Pozytywnie dla wartości złotego prezentuje się także sytuacja techniczna na wykresie EUR/PLN tj. poruszanie się kursu w ramach spadkowego trendu. W obliczu braku czynnika wiodącego na rynkach globalnych w krótkim terminie analiza techniczna może zyskiwać na znaczeniu. Spodziewamy się, że na koniec października euro kosztować będzie 4,28 PLN. W naszej ocenie niezagrażona jest także prognoza kursu EUR/PLN na koniec roku na poziomie 4,30. Ostatni przekaz agencji Moody's, iż bieżąca sytuacja jest adekwatnie oddana w ratingu na poziomie A2 z perspektywą negatywną znacząco zmniejsza groźbę cięcia oceny wiarygodności kredytowej Polski, a tym samym możliwość przeceny złotego. Był to jeden z podstawowych czynników ryzyka dla wartości polskiej waluty na początku 2017 roku tj. daty prawdopodobnej rewizji ratingu Polski przez agencję Moody's. W przypadku pary USD/PLN niezmiennie oczekujemy, iż na koniec roku kurs wyniesie 3,90. Wysoce prawdopodobna podwyżka kosztu pieniądza w USA w grudniu powinna wspierać wycenę dolara na międzynarodowym rynku, w tym także względem złotego.

Wrzesień na krajowym rynku długu był miesiącem nieznacznego wytlaszczenia krzywej

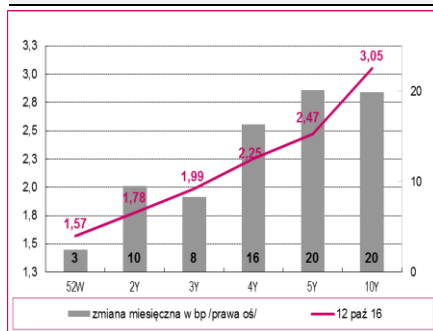
W IV kwartale MinFin planuje na rynku krajowym przeprowadzić 3 lub 4 przetargi sprzedaży obligacji na kwotę 14,0 - 28,0 mld PLN

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Wrzesień na krajowym rynku długu był miesiącem nieznacznego wytlaszczenia krzywej. Dochodowość krótkiego końca wzrosła bowiem o 12 bps do najwyższego od czerwca poziomu 1,77%, podczas gdy rentowność obligacji 10-letnich tylko o 8 bps do 2,90%. Źródłem spadku cen 2-latek było pierwsze po wakacyjnej przerwie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, na którym wbrew - nasilonym po słabszych od konsensusu danych - oczekiwaniom części rynku prezes NBP stanowczo odrzucił możliwość obniżek stóp procentowych. Z kolei obligacje długoterminowe taniały reagując przede wszystkim na informacje dotyczące przyszłorocznego budżetu i związanych z nim wysokich potrzeb pożyczkowych. Zwyżka rentowności 10-latek we wrześniu byłaby bardziej okazała, gdyby nie wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Rynek odebrał bowiem obniżenie tempa przyszłorocznych podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych za sygnał do kupna obligacji na rynkach bazowych, a w ślad za nimi także długu państw Europy Środkowo-Wschodniej. Z tego powodu we wrześniu nie odnotowaliśmy większych zmian w spreadzie polskiego długu do Bunda. Utrzymywał się on na poziomie zbliżonym do 290 bps.

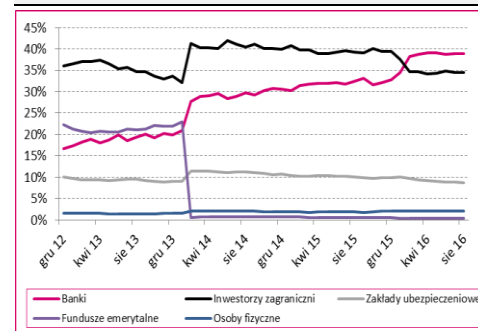
Koniec września to tradycyjnie informacja Ministerstwa Finansów o planowanych przetargach w październiku i całym czwartym kwartale. Zgodnie z nią resort finansów w IV kwartale planuje na rynku krajowym przeprowadzić 3-4 przetargi sprzedaży obligacji na kwotę 14,0 - 28,0 mld PLN oraz 1-2 przetargi zamiany. MinFin dodał, że struktura przetargów sprzedaży uzależniona będzie od sytuacji rynkowej, a na przetargach zamiany do odkupu oferowane byłyby obligacje zapadające w 2017 r. Ponadto resort poinformował, że w ramach finansowania zagranicznego, możliwe są emisje publiczne obligacji na rynkach zagranicznych, a także wpływy z kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych w wysokości do 0,9 mld EUR oraz, że istnieje również możliwość pozyskiwania dodatkowego finansowania poprzez emisje obligacji w systemie private placement. Komentując natomiast zmiany w portfelach złotych resort finansów wskazał na wzrost w sierpniu o 3,6 mld PLN długu w posiadaniu inwestorów zagranicznych, co wynikało z istotnego wzrostu zaangażowania nierezydentów w obligacje średnio- i długoterminowe (9,1 mld PLN), przy redukcji ich portfela obligacji krótkoterminowych, w tym zwłaszcza o zapadalności do 1 roku (4,5 mld PLN). Na koniec sierpnia zadłużenie w rynkowych obligacjach skarbowych wobec tych inwestorów wyniosło 196,4 mld PLN, a ich udział w długu w rynkowych obligacjach skarbowych ogółem zmniejszył się symbolicznie do 35,1% wobec 35,2% na koniec lipca. Portfel obligacji będących w posiadaniu banków wzrósł natomiast w sierpniu o 4,45 mld PLN do 221,8 mld PLN.

Wykres 16 Miesięczna zmiana rentowności polskich SPW [bps]



Źródło: Reuters

Wykres 17 Struktura podmiotowa zadłużenia w SPW [%]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Podtrzymujemy swoje negatywne nastawienie do wyceny krajowego długu o 10-letnim horyzoncie zapadalności

Mimo, iż według oficjalnych prognoz Fed normalizacja polityki pieniężnej w USA będzie miała prawdopodobnie wolniejsze tempo w porównaniu do oczekiwań z czerwca, to podtrzymujemy swoje negatywne nastawienie do wyceny krajowego długu o 10-letnim terminie zapadalności. W naszej ocenie dotychczasowy napływ kapitału zagranicznego na polski rynek wyhamuje w następstwie narastających ryzyk krajowych. Uważamy, iż podstawowym źródłem spadku wartości długoterminowego długu będą możliwe napięcia budżetowe oraz konieczność finansowania wysokich przyszłorocznych potrzeb. Już w styczniu 2017 roku Ministerstwo Finansów musi bowiem wykupić dług o wartości ponad 19 mld PLN, a w marcu euroobligacje o

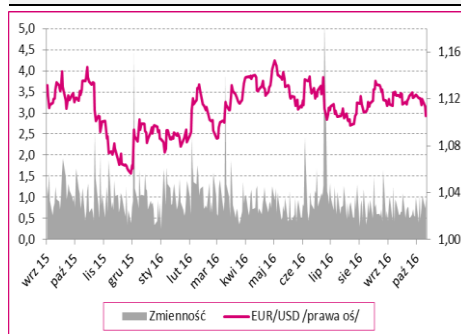
wartości 2 mld EUR. Wzmoczonej aktywności spodziewamy się także na rynkach zagranicznych. Poza czynnikami krajowymi wzrostowi wartości SPW sprzyjać nie będzie polityka pieniężna niektórych największych banków centralnych świata. Poza wspomnianą wcześniej kontynuacją podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych przyszły rok może być okresem stopniowego wycofywania się Europejskiego Banku Centralnego z dotychczasowej niezwykle łagodnej polityki. Według ostatnich nieoficjalnych informacji agencji Bloomberg EBC prawdopodobnie zacznie stopniowe zmniejszanie skupu obligacji w ramach programu luzowania ilościowego jeszcze przed jego zakończeniem w marcu 2017 roku. W przypadku krótkiego końca krzywej spodziewamy się jego stabilizacji. Sprzyja temu perspektywa brak zmian stóp procentowych potwierdzona ostatnią wypowiedzią prezesa NBP, iż RPP nie dyskutuje nad tym, aby obniżyć stopy, a w pewnym momencie, choć nie wcześniej niż w 2018 roku, przejdzie do cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Z tego powodu uważamy, iż wystromienie krzywej jest najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w 2017 roku.

RYNKI ZAGRANICZNE

We wrześniu notowania eurodolara poruszały się w rytm zmieniających się oczekiwań dotyczących przyszłej polityki pieniężnej w USA i EMU

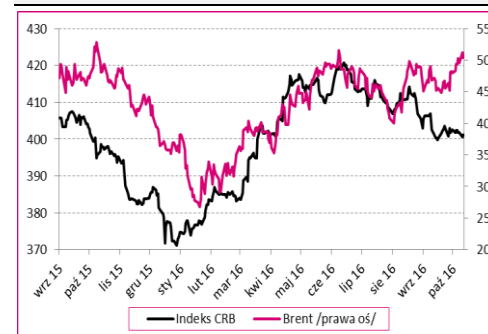
We wrześniu notowania eurodolara poruszały się w rytm zmieniających się oczekiwań dotyczących przyszłej polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Maksimum EUR/USD w ubiegłym miesiącu tj. poziom 1,1331 zostało wyznaczone w reakcji na wynik posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, który utrzymał parametry polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie i poinformował, że nie dyskutował na temat rozszerzenia programu QE, co rozczarowało inwestorów. Z kolei wrześniowe minimum na poziomie 1,1119 wyznaczone zostało tuż przed wynikiem posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Aprecjacje dolara wywołała wiara części inwestorów w możliwość podwyżki kosztu pieniądza już we wrześniu pod wpływem dobrych danych z USA. Tymczasem stopy procentowe zostały utrzymane na niezmiennym poziomie i mimo, iż prezes FOMC zapowiedziała jedną podwyżkę kosztu pieniądza w tym roku, to reakcją rynku było dynamiczne osłabienie dolara. Decydujący dla nastrojów okazał się wykres dot-plot pokazujący oczekiwania bankierów centralnych na temat najbardziej możliwej przyszłej ścieżki podwyżek kosztu pieniądza. Te natomiast zostały zredukowane w nadchodzących latach w stosunku do prognoz sprzed trzech miesięcy. Według większości przedstawicieli Rezerwy Federalnej w 2017 roku stopy procentowe zostaną podniesione jedynie dwukrotnie wobec czterech ruchów oczekiwanych w czerwcu. Uwagę zwrócił ponadto fakt, iż aż trzech członków opowiadało się za stabilizacją kosztu pieniądza w tym roku, jak i podwyżką stóp już we wrześniu.

Wykres 18 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań



Źródło: Reuters

Wykres 19 Notowania ropy Brent [USD/baryłka] oraz indeksu CRB



Źródło: Reuters

Brytyjska waluta w ubiegłym miesiącu w relacji do dolara osłabiła się do poziomu najniższego od 1985 roku

Wrzesień to także spore zmiany innych głównych par walutowych. W dalszym ciągu pod presją sprzedających pozostawał brytyjski funt, któremu skutecznie ciążyą potencjalne konsekwencje Brexitu. W rezultacie brytyjska waluta w ubiegłym miesiącu w relacji do dolara osłabiła się do poziomu najniższego od 1985 roku. Podwyższona zmienność towarzyszyła także wycenie japońskiego jena. Szczególnie istotna była wypowiedź prezesa Banku Japonii, który stwierdzając, iż deflacja w Japonii minęła ograniczył nieco wcześniejszą aprecjację głównych walut względem jena wywołaną wynikiem posiedzenia BoJ. Przypomnijmy, iż bank nieoczekiwanie utrzymał koszt pieniądza na dotychczasowym poziomie i niespodziewanie zdecydował, iż w swoich działaniach

koncentrować się będzie na „kontrolu krzywej rentowności” japońskiego długu przy jednoczesnym zwiększaniu bazy monetarnej, dopóki inflacja nie ustabilizuje się powyżej 2%.

Polityka pieniężna w strefie euro

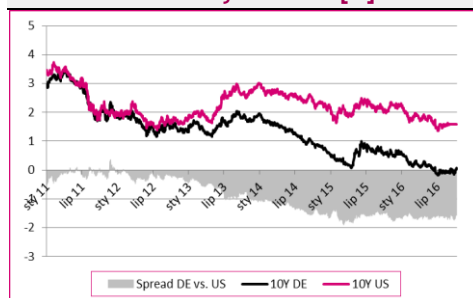
Ze względu na fakt, iż oczekiwania co do kierunku polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych są jasno określone - amerykańscy bankierzy centralni oczekują jednej podwyżki stóp procentowych w tym roku i dwóch w 2017 - uwagę inwestorów przykuwać mogą informacje z Europejskiego Banku Centralnego. W ostatnich tygodniach spekulowano, iż EBC znacznie stopniowo zmniejszanie skupu obligacji w ramach programu luzowania ilościowego jeszcze przed jego zakończeniem w marcu 2017 roku. Skup obligacji miałby być zmniejszany stopniowo o 10 mld euro miesięcznie. Jednocześnie nie wykluczono powrotu do pełnego wykorzystania obecnego poziomu skupu aktywów w wysokości 80 mld EUR miesięcznie. W naszej ocenie mało prawdopodobne jest jednak, że EBC zdecyduje się na szybszą od oficjalnych założeń normalizację polityki pieniężnej. Tak jak nie spodziewamy się normalizacji polityki pieniężnej, tak nie oczekujemy również jej dalszego łagodzenia. W swoim niedawnym wystąpieniu prezes M. Draghi zakomunikował, iż polityka monetarna ECB musi zostać uzupełniona o działania w innych obszarach, gdyż bank działa już w pobliżu „dolnej granicy”, poniżej której nie da się obniżyć stóp. Z tego powodu za najbardziej prawdopodobny scenariusz uznajemy długoterminowe utrzymywanie stóp procentowych na dotychczasowym poziomie. Uważamy, iż w najbliższych miesiącach - spośród głównych walut - jedynie względem brytyjskiego funta euro ma podstawy do wzrostu wartości.

Wrześniowe posiedzenie Fed potwierdziło rozbieżność w politykach pieniężnych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a strefą euro

W średnim terminie nadal wierzymy w aprecjację amerykańskiej waluty względem euro. Wrześniowe posiedzenie Fed potwierdziło bowiem rozbieżność w politykach pieniężnych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a strefą euro, gdzie droga do podwyżek stóp procentowych jest odległa. Nie wykluczamy ponadto możliwości, iż po grudniowej wysoce prawdopodobnej podwyżce stóp procentowych w USA przyszły rok przyniesie zacieśnianie polityki pieniężnej w szybszym niż wrześniowe prognozy Fed tempie ze względu na coraz bardziej optymistyczne dane z amerykańskiej gospodarki. Obecnie dostrzegamy jeden zasadniczy czynnik ryzyka dla wartości amerykańskiej waluty. Jest to ryzyko polityczne związane z wyborami prezydenckimi, jakie w listopadzie odbędą się w Stanach Zjednoczonych. Szanse na wybór D.Trumpa, który mógłby czasowo zachwiać rynkami finansowymi są jednak obecnie niewielkie.

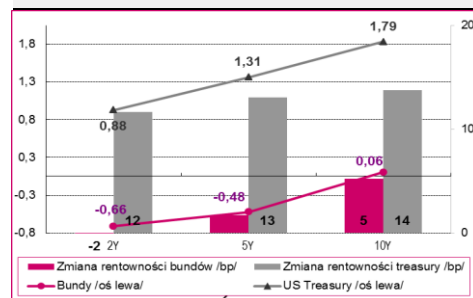
Wrzesień w notowaniach obligacji na rynkach bazowych miał dwie odmienne odstony.

Wykres 20 Notowania 10-latek niemieckich i amerykańskich [%]



Źródło: Reuters

Wykres 21 Miesięczna zmiana rentowności Bundów i US Treasuries



Źródło: Reuters

Podwyższona zmienność obligacji na rynkach bazowych we wrześniu

Początkowo pod wpływem posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego dochodowość Bunda dynamicznie zwyżkowała. Część inwestorów uznała bowiem stwierdzenie, że EBC nie dyskutował na temat rozszerzenia programu QE za rozczarowujące w kontekście lipcowego posiedzenia banku zakończonego sugestią możliwego dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach. W rezultacie dochodowość Bunda wzrosła do dodatniego poziomu 0,05% po raz pierwszy od czerwca. Zwyżka rentowności towarzyszyła ponadto obligacjom amerykańskim. Tu jednak decydujący wpływ na notowania miały jastrzębie wypowiedzi przedstawicieli Fed. Doprowadziły

Makro i rynek

raport miesięczny

W ubiegłym miesiącu dochodowość japońskiej 10-latki po raz pierwszy od marca wzrosła do dodatnich poziomów

Wzrost spreadu pomiędzy długoterminowym długiem USA i Niemiec jest naszym bazowym scenariuszem na najbliższe miesiące

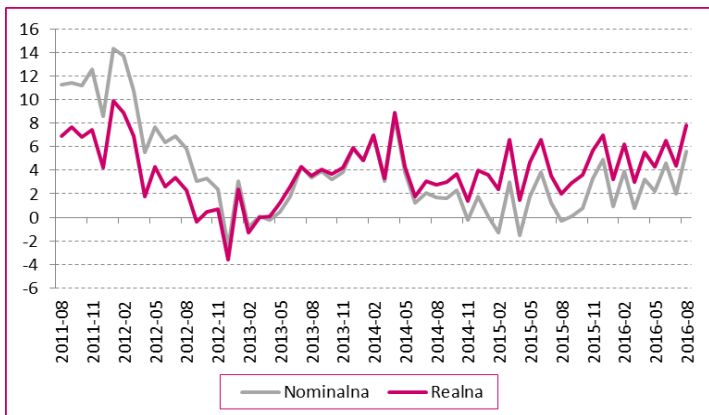
one rentowność amerykańskiej 10-latki do 1,73% tj. poziomu najwyższego od brytyjskiego referendum w sprawie Brexitu w drugiej połowie czerwca. Druga połowa ubiegłego miesiąca natomiast to wzrost cen długu Niemiec i USA motywowany wynikiem posiedzenia FOMC. Mimo rosnącego prawdopodobieństwa podwyżki stóp procentowych w USA jeszcze w tym roku, inwestorzy większą uwagę poświęcili niższej ścieżce możliwych podwyżek kosztu pieniądza w kolejnych latach. W reakcji dochodowość amerykańskich 10-latek zniżyła do poziomu 1,55%. Z kolei rentowność Bunda powróciła do ujemnych poziomów. Koniec września przyniósł dodatkowy impuls do spadku dochodowości niemieckiego długu, a mianowicie spekulacje na temat przyszłości Deutsche Banku, po których zaledwie 3 bps dzieliły dochodowość 10-latki Niemiec od ustanowienia historycznego minimum na poziomie -0,18%.

Wrzesień to także spore zmiany na rynku obligacji japońskich, w tym pierwsza od marca wyżka, choć krótkotrwała, dochodowości 10-latek do dodatnich poziomów. Przypomnijmy, iż w połowie miesiąca bank nieoczekiwanie utrzymał koszt pieniądza na dotychczasowym poziomie i zdecydował, iż w swoich działaniach koncentrować się będzie na „kontrolu krzywej rentowności” japońskiego długu przy jednoczesnym zwiększaniu bazy monetarnej, dopóki inflacja nie ustabilizuje się powyżej 2%. Pod koniec września natomiast Bank Japonii poinformował, iż w październiku planuje zmniejszyć wartość 10-letnich obligacji skupowanych w ramach operacji otwartego rynku.

Tak jak przed miesiącem tak i teraz oczekujemy, iż czwarty kwartał tego roku będzie okresem systematycznego wzrostu rentowności, w szczególności amerykańskiego długu. Poza prawdopodobnym wzrostem stóp procentowych na koniec 2016 roku uważamy ponadto, iż przyszły rok może przynieść sprawniejsze tempo zacieśniania polityki monetarnej w USA niż obecnie, co przełoży się na zwiększenie dynamiki wzrostów rentowności amerykańskiego długu. Będzie to kontrastować z perspektywami notowań obligacji krajów strefy euro. Łagodne stanowisko Europejskiego Banku Centralnego potwierdzają minutes z ostatniego posiedzenia EBC. Z protokołu wynika bowiem, iż bank nie zamierza w najbliższej przyszłości ograniczać zakresu luzowania ilościowego, a projekcja inflacyjna banku opiera się na oczekiwaniach rynku, który zakłada kontynuację stymulowania monetarnego przez EBC. Wzrost spreadu pomiędzy długoterminowym długiem USA i Niemiec jest zatem naszym bazowym scenariuszem na najbliższe miesiące.

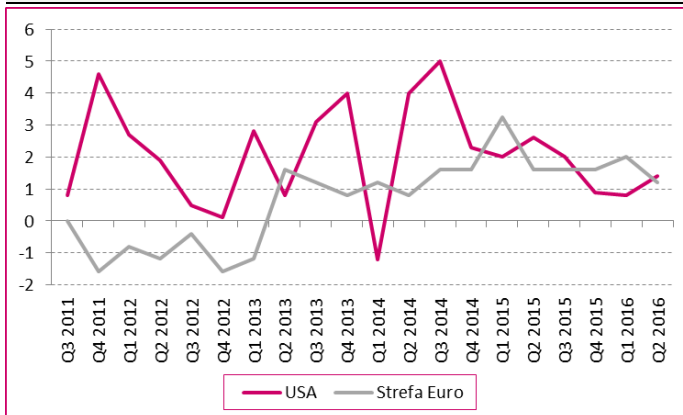
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



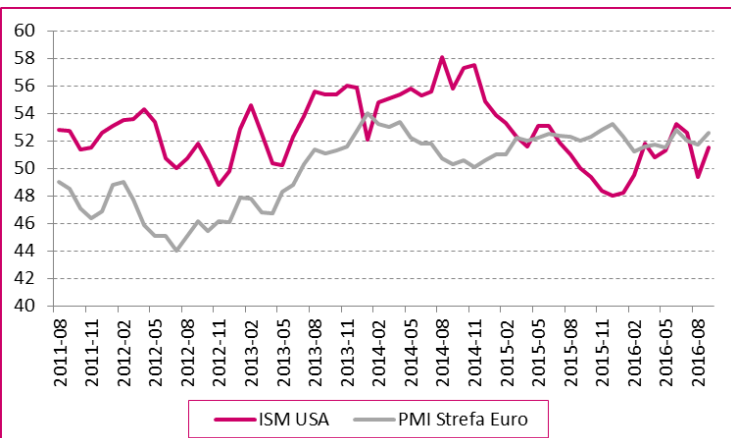
Źródło: Datastream

Wykres 23 Zannualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



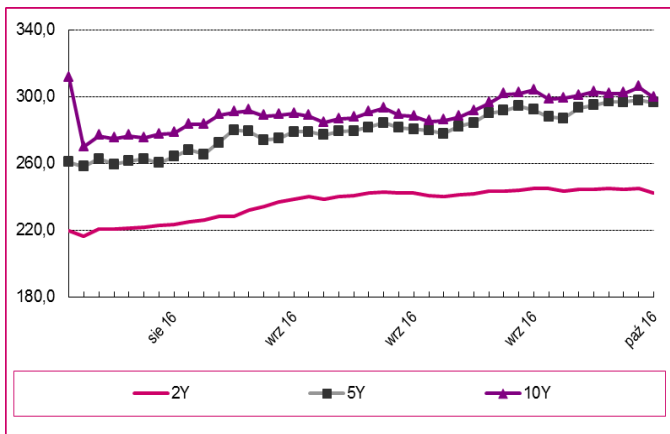
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



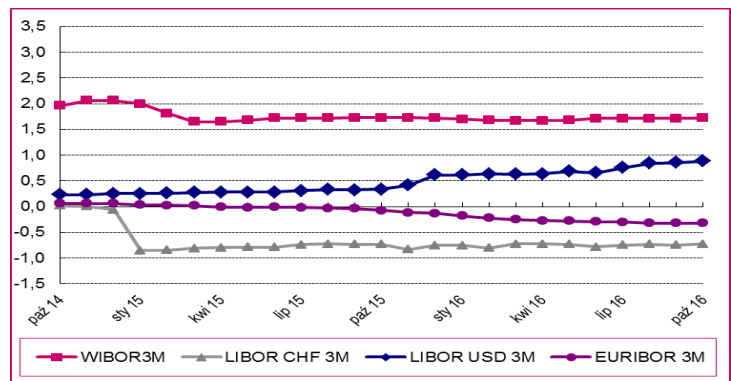
Źródło: Datastream

Wykres 25 Spread polskich i niemieckich obligacji [bps]



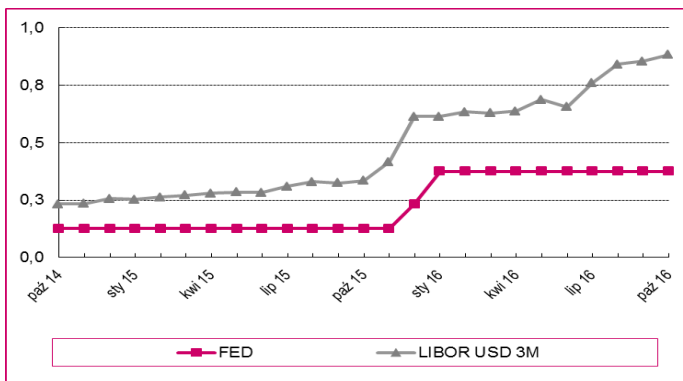
Źródło: Reuters

Wykres 26 Notowania stawek WIBOR, LIBOR i EURIBOR [%]



Źródło: Reuters

Wykres 27 Notowania LIBOR USD 3M i Fed fund rate [%]



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,4
Inflacja bazowa (% r/r)	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,1
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10,2	10,1	9,1	11,6	11,6	11,4	10,7	10,1	9,5	8,9
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1,4	6,8	0,7	5,9	3,2	6,0	-3,4	7,4	3,7	1,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	3,2	6,2	3,0	5,5	4,3	6,5	4,4	7,8	8,4	7,5
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	679	-652	-217	492	389	113	-802	-690	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	-1,3	5,4	0,0	4,1	0,0	5,7	-5,1	12,7	-	-
Import (EUR, % r/r)	0,3	7,4	0,9	0,3	1,5	0,4	-6,9	12,3	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	4,5	4,8
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1
Stopa bezrobocia (%)	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1	8,8	8,6	8,5	8,4	8,4
Stopa referencyjna (koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (koniec okresu)	1,60	1,56	1,56	1,57	1,59	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,70	1,68	1,67	1,67	1,68	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,54	1,46	1,45	1,52	1,61	1,66	1,64	1,64	1,77	1,75
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,39	2,22	2,20	2,28	2,32	2,24	2,29	2,15	2,35	2,35
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,16	2,95	2,84	3,09	3,11	2,91	2,88	2,77	2,92	2,95
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,37
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,90
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,08	1,09	1,14	1,15	1,11	1,11	1,12	1,12	1,12	1,12

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P
PKB (mld PLN)	1372,2	1445,1	1566,6	1629,0	1656,3	1719,1	1789,7	1849,2
PKB (wzrost realny, %)	2,8	3,6	5	1,6	1,3	3,3	3,6	3,0
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	-0,2	4,2	4,2	-0,5	-0,7	4,9	3,4	3,3
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	3,5	2,6	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,7
Inwestycje (wzrost realny, %)	-2,7	0	8,8	-1,8	-1,1	10	5,8	-2,5
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,8	8,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,2
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,7
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	2,6	1,6	3,1	1,4	1,1	0,5	0,2	-0,2
Saldo sektora general government (% PKB)	-7,3	-7,5	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6	-2,6
Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,72
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,11	3,97	4,47	4,08	4,15	4,29	4,26	4,30
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	2,87	2,97	3,45	3,09	3,02	3,54	3,92	3,90

Źródło: GUS, NBP, Reuters, Datastream prognozy Banku Millennium

KALENDARIUM

Październik / Listopad

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
10	11 GE: ZEW PL: CPI	12 EZ: produkcja przemysłowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA PL: inflacja bazowa	13 GE: CPI US: liczba nowych bezrobotnych	14 EZ: bilans handlowy PL: podaż pieniądza M3, bilans handlowy US: sprzedaż detaliczna, inflacja PPI, indeks uniwersytetu Michigan
17 EZ: CPI, inflacja bazowa US: produkcja przemysłowa	18 PL: płace, zatrudnienie US: CPI	19 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, pozwolenia na budowę, liczba nowych budów PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna	20 GE: PPI EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych PL: opis posiedzenia banku centralnego US: liczba nowych bezrobotnych, sprzedaż domów na rynku wtórnym	21
24 GE: wstępny PMI w przemyśle i usługach EZ: wstępny PMI w przemyśle i usługach US: wstępny PMI w przemyśle PL: stopa bezrobocia	25 GE: Ifo US: CaseShiller	26 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, wstępny PMI w usługach, sprzedaż nowych domów	27 US: liczba nowych bezrobotnych, zamówienia na dobra trwałego użytku, sprzedaż domów na rynku wtórnym GE: sprzedaż detaliczna	28 GE: CPI US: PKB, inflacja bazowa PCE, indeks uniwersytetu Michigan
31 EZ: szacunki inflacji US: dochody i wydatki gospodarstw domowych US: inflacja bazowa PCE PL: CPI	01 US: indeks PMI i ISM w przemyśle	02 PL: indeks PMI w przemyśle GE: indeks PMI w przemyśle, stopa bezrobocia EZ: indeks PMI w przemyśle US: raport ADP, decyzja w sprawie stóp procentowych	03 EZ: stopa bezrobocia US: raport Challengeera, liczba nowych bezrobotnych, indeks PMI w usługach, zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałego użytku	04 GE: PMI w usługach EZ: PPI US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia
07 GE: zamówienia fabryczne EZ: indeks Sentix, sprzedaż detaliczna PL: stan rezerw NBP	08 GE: produkcja przemysłowa, bilans handlowy US: wybory prezydenckie	09 PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	10 US: liczba nowych bezrobotnych	11 GE: CPI US: indeks uniwersytetu Michigan

PL - Polska; GE - Niemcy; US - Stany Zjednoczone; EZ - strefa euro; HU - Węgry; CZ - Czechy; SZ - Szwajcaria, CH - Chiny, JN - Japonia
Źródło: Reuters, Bloomberg, MinFin, PAP

Zespół

BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Urszula Kryńska

Ekonomistka

+48 22 598 20 10

urszula.krynska@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

www.millenet.pl

ul. Stanisława Żaryna 2a

02-593 Warszawa

801 331 331

+48 22 598 40 40

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.