

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

14 listopada 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

- Główny Urząd Statystyczny zrewidował roczne dane o rachunkach narodowych za lata 2010-2015. Efektem tych rewizji jest korekta w górę tempa wzrostu gospodarczego w roku 2015 do 3,9% z 3,6% szacowanych poprzednio. Największy wpływ na rewizję wzrostu PKB miała korekta danych o handlu zagranicznym, w wyniku której zwiększyła się kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB z 0,3 pkt. proc. do 0,6 pkt. proc. Rewizja dotyczyła przede wszystkim roku 2015 i w przypadku lat poprzednich nie powodowała istotnej zmiany wcześniejszych danych. Efektem dokonanej rewizji jest spadek wskaźników odnoszonych do nominalnej wartości PKB, w tym deficyt i dług sektora finansów publicznych. Dane za wrzesień potwierdziły słabsze wyniki przemysłu w 3Q. W oparciu o dane miesięczne za lipiec-wrzesień szacujemy, że wzrost gospodarczy w całym 3Q wyniósł 3,0% r/r wobec 3,1% r/r w 2Q. W dalszym ciągu jego głównym motorem pozostała konsumpcja prywatna, podczas gdy inwestycje w środki trwałe trzeci kwartał z rzędu. Spodziewane ożywienie w drugiej połowie roku nie nastąpi zatem. W rezultacie wzrost gospodarczy w całym roku wyniesie w naszej ocenie 3,0%. Szansę na pewne przyspieszenie widzimy w roku 2017, o ile nastąpi odbudowa inwestycji.
- Bieżące dane budżetowe potwierdzają brak zagrożeń dla realizacji tegorocznej ustawy budżetowej. Po trzech kwartałach tego roku deficyt wyniósł 20,6 mld PLN i stanowił zaledwie 37,7% planu zapisanego w ustawie i niespełna 50% planowanego wykonania. Wciąż lepiej niż zakładano realizowane są dochody, które po trzech kwartałach dochody podatkowe były w tym troku o 7,4% wyższe niż przed rokiem. Po stronie wydatkowej uwagę zwraca utrzymujący się gwałtowny wzrost kosztów obsługi długu publicznego. Po trzech kwartałach tego roku były one o 127% wyższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. W samym wrześniu ich wzrost wyniósł 433,1%. W ujęciu narastającym za ostatnie 12 miesięcy poziom wydatków na obsługę długu jest najwyższy od połowy 2013 r. Nie zmienia to jednak faktu, że realizacja budżetu tegorocznego nie jest zagrożona i ostateczny deficyt budżetowy może być nawet niższy od planowanego wykonania. Rosnące koszty obsługi długu to nie tylko efekt rosnących rentowności na krajowym rynku długu, ale przede wszystkim silnie rosnącego długu publicznego. Według danych Eurostatu w 2Q br. Polska była czwartym krajem w UE pod względem przyrostu długu publicznego. Polskę pod tym względem wyprzedziły tylko Grecja, Portugalia i Łotwa. W stosunku do PKB dług publiczny Polski wciąż jest relatywnie niski w stosunku do średniej w UE (53,8% w Polsce wobec 91,2% w UE), jednak trend jest niepokojący.
- Notowania kursu EUR/PLN w październiku w większości koncentrowały się wokół poziomu 4,30. Wbrew trendom z poprzednich miesięcy w październiku czynniki krajowe nie miały znaczenia dla wartości polskiej waluty. Odchylenia od tego poziomu związane były przede wszystkim ze zmianami w globalnym sentymencie inwestycyjnym. Zdecydowanie ciekawszy przebieg miały natomiast notowania pozostałych par złotych. Po zwycięstwie D.Trumpa w wyborach prezydenckich USA wyraźnie wzrosła presja na aktywa emerging markets. W pierwszych dniach od wyborów kurs EUR/PLN wzrósł tymczasowo do 5-miesięcznego maksimum na poziomie 4,4477. Gwałtownie wzrosły także notowania pozostałych par złotych oraz rentowności obligacji, w szczególności długoterminowych.

PRZEGLĄD GOSPODARZY	2
POLITYKA PIENIĘŻNA	7
POLITYKA FISKALNA	8
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%	13-14 gru	0,50%-0,75%
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%	8 gru	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	6-7 gru	1,50%

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

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

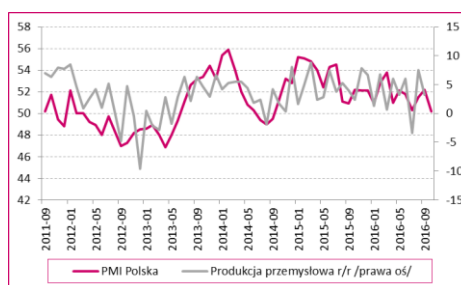
Wzrost gospodarczy w roku 2015 zrewidowany do 3,9%

Główny Urząd Statystyczny zrewidował roczne dane o rachunkach narodowych za lata 2010-2015. Efektem tych rewizji jest korekta w górę tempa wzrostu gospodarczego w roku 2015 do 3,9% z 3,6% szacowanych poprzednio. Korekta o 0,3 pkt. proc. jest dość znaczna, a jeszcze większa skala rewizji objęła dane nominalne, w przypadku których wartość produktu krajowego brutto wzrosła o 0,5 pkt. proc. do 1,798 bln PLN. Największy wpływ na rewizję wzrostu PKB miała korekta danych NBP o handlu zagranicznym i zakupach cudzoziemców w Polsce, w wyniku której zwiększyła się kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB z 0,3 pkt. proc. do 0,6 pkt. proc. Rewizja dotyczyła przede wszystkim roku 2015 i w przypadku lat poprzednich nie powodowała istotnej zmiany wcześniejszych danych. Efektem dokonanej rewizji jest spadek wskaźników odnoszonych do nominalnej wartości PKB, w tym deficyt i dług sektora finansów publicznych.

Wyhamowanie aktywności ekonomicznej w Q3

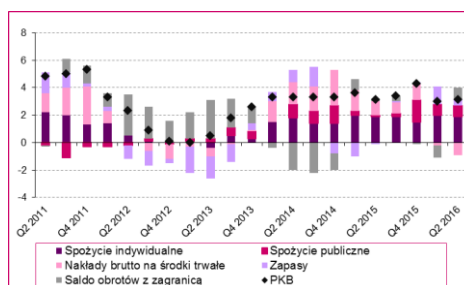
Dane za wrzesień potwierdziły słabsze wyniki przemysłu w 3Q. Wzrost produkcji przemysłowej wyhamował do 3,2% r/r we wrześniu z 7,5% r/r w sierpniu. Jej wyhamowanie było spodziewane w związku z ustąpieniem korzystnego efektu kalendarzowego, jednak dane były słabsze od oczekiwań. Potwierdziły to dane odsezonowane, które wskazały na wzrost produkcji o 3,3% r/r po wzroście o 5,1% r/r przed miesiącem. W całym 3Q produkcja przemysłowa wzrosła o 2,4% r/r wobec 5,1% r/r. Oznacza to, że jej wkład do wzrostu gospodarczego będzie mniejszy niż w poprzednim kwartale. W dalszym ciągu utrzymuje się wyraźny wzrost produkcji w branżach o dużym udziale eksportu w sprzedaży, co potwierdza solidny popyt zagraniczny na polskie towary. Ogólnie sytuacja sektora przemysłu, w szczególności przetwórstwa nie jest zła, a systematyczne wzrosty produkcji są wspierane przez wzrost nowych zamówień. W tym kontekście rozzczarowujący okazał się odczyt indeksu PMI za październik, który spadł do 50,2 pkt. z 52,2 pkt. we wrześniu. Jego poziom tylko nieznacznie przekroczył 50 pkt., wskazując na niewielkie tempo wzrostu przemysłu. Dane te były o tyle zaskakujące, że analogiczne wskaźniki dla strefy euro, a także Niemiec, naszego głównego partnera handlowego wskazały na wyraźną poprawę nastrojów w przemyśle. Także wskaźniki koniunktury w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej potwierdziły dobrą ocenę perspektyw tamtejszego przemysłu. Czynnikiem mającym największy wpływ na październikowe spowolnienie wzrostu w polskim przemyśle był spadek całkowitej liczby nowych zamówień, w tym eksportowych. Nie potwierdzają tego jednak dane GUS, które w ostatnich miesiącach wskazywały na wzrost zamówień, w tym także zamówień eksportowych. Także badania koniunktury GUS wskazują na utrzymanie korzystnych oczekiwań w zakresie produkcji i zamówień. Być może zatem, silny spadek wskaźnika PMI w Polsce jest zjawiskiem przejściowym i nie oznacza nowego trendu w przemyśle.

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



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

Utrzymują się silne spadki produkcji budowlanej

Wciąż trudna sytuacja utrzymuje się w budownictwie, choć spadek produkcji budowlano-montażowej wyhamował do -15,3% r/r we wrześniu z -20,5% r/r w sierpniu. Jak już wielokrotnie wspominaliśmy zapaść w branży budowlanej to efekt zapaści w inwestycjach publicznych, częściowo w efekcie opóźnień w wykorzystaniu środków unijnych. W rezultacie najsilniejsze spadki notują przedsiębiorstwa których podstawowym rodzajem działalności jest wykonywanie obiektów inżynierii lądowej i wodnej (-22,5% r/r). Spadki produkcji miały jednak szeroki zakres i objęły wszystkie

Dobre perspektywy konsumpcji prywatnej utrzymują się

Stabilizacja tempa wzrostu gospodarczego w II połowie roku na poziomie ok. 3%

Po załamaniu w lipcu, w sierpniu odnotowano wzrost wolumenów wymiany handlowej

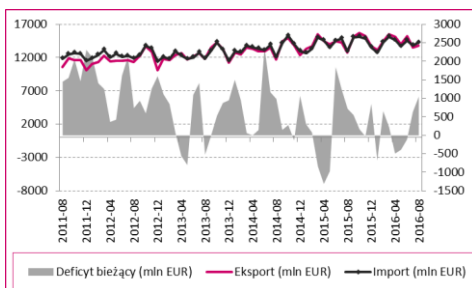
działy budownictwa. W całym 3Q spadek produkcji budowlanej pogłębił się do -18,2% r/r z -13,9% r/r w 2Q.

Wciąż dobrze wygląda natomiast sytuacja w zakresie popytu konsumpcyjnego. Co prawda dynamika sprzedaży detalicznej wyhamowała we wrześniu do 6,3% r/r w ujęciu realnym, z 7,8% r/r w sierpniu, to jednak wciąż utrzymuje się na wysokim poziomie, czemu sprzyja wzrost dochodów realnych i poprawa nastrojów konsumentów. Dobre wyniki konsumpcji powinny potwierdzić także dane kwartale, które obejmują także sprzedaż usług, a także sprzedaż w Internecie i małych sklepach, co nie jest ujęte w statystykach sprzedaży detalicznej.

W oparciu o dane miesięczne za lipiec-wrzesień szacujemy, że wzrost gospodarczy w całym 3Q wyniósł 3,0% r/r wobec 3,1% r/r w 2Q. W dalszym ciągu jego głównym motorem pozostała konsumpcja prywatna, podczas gdy inwestycje w środki trwałe spadły trzeci kwartał z rzędu. Rewizja danych o rachunkach narodowych za 2015 rok zwiększa ryzyko niższego odczytu dla 3Q, ponieważ wyższa dodatnia kontrybucja eksportu netto zwiększa bazę statystyczną dla wyniku w tym roku. Spodziewane ożywienie w drugiej połowie roku nie nastąpi zatem, ze względu na spadki inwestycji. W rezultacie wzrost gospodarczy w całym roku wyniesie 3,0%. Minister rozwoju i finansów w podtrzymuje prognozę wzrostu w tym roku na poziomie 3,4%, jednak w naszej ocenie jest to scenariusz nierealny, gdyż oznaczałby konieczność przyspieszenia dynamiki PKB w 4Q do ponad 4% r/r. Szansę na pewne przyspieszenie widzimy w roku 2017, o ile nastąpi odbudowa inwestycji. W badaniu koniunktury NBP przedsiębiorcy wskazywali na nieznaczny wzrost zainteresowania nowymi inwestycjami, choć do końca roku nie należy oczekiwać wyraźnego przyspieszenia dynamiki nakładów. Niemniej jednak po nieco słabszej pierwszej połowie roku, przyspieszenie aktywności inwestycyjnej sugerują natomiast prognozy przetwórstwa przemysłowego. Sprzyjać temu powinny poprawa absorpcji środków unijnych, a także wyhamowanie wzrostowego trendu niepewności, jako czynnika ograniczającego inwestycje.

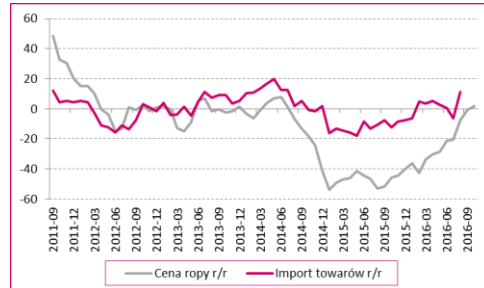
Bilans płatniczy wykazał w sierpniu deficyt w kwocie 1,047 mld EUR wobec deficytu 635 mln EUR w lipcu. W sierpniu odnotowano deficyt na rachunku wymiany towarowej, który wyniósł 509 mln EUR wobec 322 mln EUR miesiąc wcześniej. Po załamaniu w lipcu, które wynikało z widocznej we wszystkich miesięcznych danych słabości gospodarki, odnotowano wzrost wolumenów wymiany handlowej. Eksport towarów był o 8,0% wyższy niż przed rokiem, po spadku o 5,1% r/r miesiąc wcześniej. Import zwiększył się natomiast o 10,4% r/r po spadku o 6,8% r/r w lipcu. Dobre wyniki importu są związane z solidnym popytem konsumpcyjnym oraz wygasaniem rocznych spadków cen ropy naftowej, która stanowi ok. 5% wartości importu do Polski.

Wykres 3 Produkcja przemysłowa [% r/r] oraz indeks PMI [pkt.]



Źródło: Datastream

Wykres 4 Dekompozycja wzrostu PKB w Polsce [% r/r]



Źródło: Datastream

Potwierdzają tę tezę dane GUS. W pierwszych ośmiu miesiącach bieżącego roku w porównaniu z analogicznym okresem 2015r., zwiększył się w imporcie udział towarów konsumpcyjnych (z 22,5% do 25,0%), a obniżył się udział towarów przeznaczonych na zużycie pośrednie (z 60,7% do 58,9%) oraz dóbr inwestycyjnych (z 16,8% do 16,1%). Import towarów konsumpcyjnych wzrósł w okresie styczeń - sierpień aż o 15,5% r/r. Taka struktura importu sugeruje kontynuację solidnych wzrostów w kolejnych miesiącach. Eksport będzie pewnie nadal rość wspierany przez dobrą koniunkturę głównych partnerów handlowych. Dane GUS wskazują na wzrost nowych zamówień eksportowych o 26% r/r we wrześniu. Pewien niepokój może budzić jednak

Obraz rynku pracy jest niezmiennie dobry, a stopa bezrobocia bije kolejne rekordy i jest najniższa od transformacji ustrojowej

Spadkowi bezrobocia towarzyszy stabilny wzrost zatrudnienia

Pomimo rekordowo niskiego bezrobocia, wzrost płac jest umiarkowany

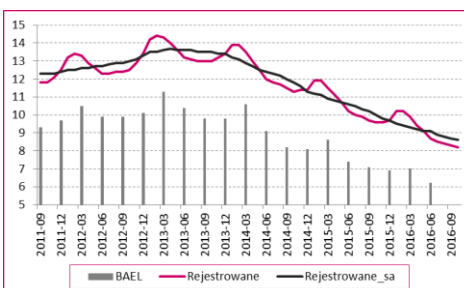
Przyśpieszenie płac jest nieuniknione, a napięcia na rynku pracy nie słabną

październikowe badanie PMI, wg którego nowe zamówienia eksportowe spadły, podobnie jak w lipcu. Stabość ta nie ma jednak jak na razie poparcia w innych danych, w szczególności w indeksach PMI partnerów handlowych. Po ośmiu miesiącach roku deficyt bieżący utrzymał się na bardzo niskim poziomie 0,6% PKB i nie ma też żadnych problemów z jego finansowaniem.

Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła we wrześniu do 8,3% z 8,4% w sierpniu i jest najniższa od połowy 1991r., kiedy transformacja ustrojowa uwolniła silny wzrost bezrobocia. Coroczna rewizja danych obniżyła tegoroczną ścieżkę bezrobocia średnio o 0,1 pkt. proc. Liczba bezrobotnych była we wrześniu o 14% niższa niż przed rokiem, liczba bezrobotnych nowo zarejestrowanych spadła o 10,4% r/r, zaś liczba wyrejestrowań o 10,6%, co sugeruje, że ruch na rynku pracy jest niewielki, podobnie jak potencjał do dalszego spadku bezrobocia. Nadal rośnie popyt na pracę, a liczba ofert pracy zgłoszonych w ciągu miesiąca była o 8,8% wyższa niż przed rokiem, z czego wzrost ofert z sektora prywatnego wyniósł 14,2% r/r. Liczba bezrobotnych przypadających na ofertę pracy, która jest miarą napięcia na rynku, była najniższa w historii i wyniosła 9,5. Wg szacunku MRPiPS w październiku stopa bezrobocia rejestrowanego nadal spadała, m.in. pod wpływem czynników sezonowych i wyniosła 8,2%, tj. 1,4 pkt. proc. niżej niż przed rokiem. Również stopa bezrobocia wg metodologii Eurostat (odsezonowana i wg BAEL) osiągnęła we wrześniu rekordowo niski poziom 5,7% wobec 5,9% w sierpniu. Zgodnie z szacunkami Eurostatu, liczba osób bezrobotnych w Polsce, we wrześniu była niższa niż 1 mln i wynosiła 990 tys., o 279 tys. mniej niż we wrześniu 2015 r.

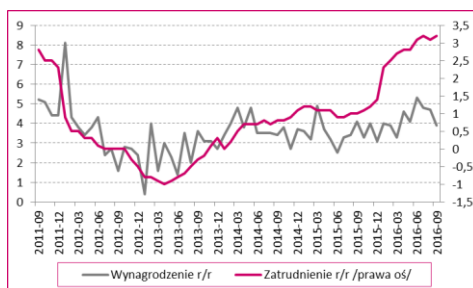
Spadkowi bezrobocia towarzyszy stabilny wzrost zatrudnienia. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło we wrześniu o 3,2% r/r, po wzroście o 3,1% r/r miesiąc wcześniej. Październikowe badanie PMI, sugeruje natomiast, że wzrost zatrudnienia może w najbliższym czasie wyhamować. W październiku poziom zatrudnienia w przedsiębiorstwach przemysłowych wciąż wzrastał w związku z długoterminowymi inwestycjami w moce produkcyjne, lecz w najwolniejszym tempie od sierpnia 2014.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

Pomimo rekordowo niskiego bezrobocia, wzrost płac jest umiarkowany, wyraźnie niższy niż w 2007-2008r., kiedy bezrobocie również spadało i było zbliżone do obecnych poziomów. We wrześniu, wzrost przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wyhamował i wyniósł 3,9% r/r wobec 4,7% r/r miesiąc wcześniej. Miesięczne dane o zatrudnieniu charakteryzują się dużą zmiennością, co wynika z terminu wypłat zmiennych składników wynagrodzenia. We wrześniu, po przyśpieszeniu w sierpniu, wyhamowało tempo wzrostu płac w transporcie i gospodarce magazynowej, odnotowano też roczny spadek wynagrodzeń w górnictwie. Szacujemy, że w październiku płace wzrosły o 4,7% r/r, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było natomiast o 3,2% wyższe niż przed rokiem.

W naszej ocenie przyśpieszenie płac jest nieuniknione, ponieważ firmy mają coraz większe problemy ze znalezieniem odpowiednich pracowników, a napięcia na rynku pracy nie słabną. W październiku, wg danych GUS, 12,9% firm przemysłowych wskazywało, że brak pracowników jest dla nich barierą rozwojową, co było najwyższym odsetkiem od stycznia 2008r., na brak pracowników wykwalifikowanych wskazywało 26,1% przedsiębiorstw. W handlu brak pracowników odczuwa 14,5% firm, w budownictwie brak wykwalifikowanych pracowników jest barierą rozwojową dla 28,7% przedsiębiorstw. W przyszłym roku problemy ze znalezieniem pracowników mogą się

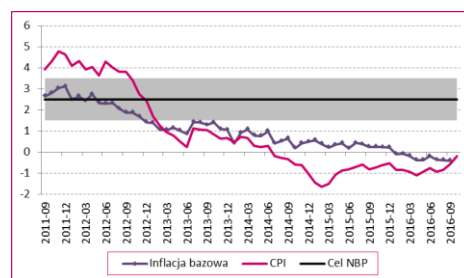
Dalsze wygasanie deflacji cen konsumentów

nasilić, w związku z planowanymi zmianami w dostępie Ukraińców do rynku pracy. W pierwszej połowie roku pracodawcy złożyli w urzędach pracy 634 tys. oświadczeń o zamiarze zatrudnienia obcokrajowców, 97% przypadków dotyczyło obywateli Ukrainy i przyrosty one o 53% r/r. W pierwszym półroczu 37 tys. Ukraińców złożyło wnioski o udzielenie zezwolenia na pobyt czasowy, co oznacza wzrost o 58% r/r. Wydano też 564 tys. wiz dla obywateli Ukrainy, o 30% więcej niż przed rokiem. Szacuje się, że na polskim rynku pracy w danym momencie przebywa ok. 500 tys. pracowników z Ukrainy, w ciągu roku pracę podejmuje nawet 1 mln osób. Od przyszłego roku, pracodawca chcący zatrudnić obcokrajowca z wyróżnionych krajów byłego ZSRR zamiast składać oświadczenie w UP będzie musiał wystąpić z wnioskiem o pozwolenie na pracę krótkoterminową lub sezonową, przed wydaniem pozwolenia PUP będzie sprawdzał pracownika. Może to wydłużyć procedurę i w konsekwencji utrudnić zatrudnianie obcokrajowców.

Deflacja cen konsumentów wygasa stopniowo. Wskaźnik CPI wzrósł we wrześniu do -0,5% r/r z -0,8 r/r w sierpniu. Trend ten kontynuowany był także w październiku, kiedy inflacja wzrosła, według szybkiego szacunku GUS, do -0,2% r/r. Rosnący wskaźnik inflacji to w głównej mierze efekt niskiej bazy statystycznej sprzed roku, kiedy silne spadki cen paliw na rynkach międzynarodowych pogłębiały deflację. We wrześniu ceny paliw zwyżkowały w skali miesiąca o 3,4%, natomiast ich spadek roczny wyhamował do -2,5% z -10,2%. Ze strony popytu w dalszym ciągu trudno doszukać się presji cenowej. Trzy z czterech miar inflacji bazowej utrzymywały się na ujemnym poziomie, choć dwie z nich nieznacznie wzrosły. Najważniejsza z miar, CPI po wyłączeniu cen żywności i energii ustabilizowała się we wrześniu na poziomie -0,4% r/r.

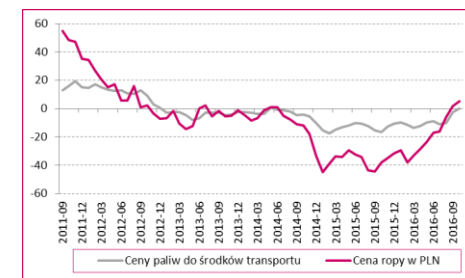
Wychodzenie z deflacji trwało dłużej niż pierwotne oczekiwania, jednak wizja powrotu wskaźnika CPI do poziomów dodatnich jest już nieodległa. W naszej ocenie już w grudniu wskaźnik CPI znajdzie się powyżej zera i 2,5-letni okres deflacji dobiegnie końca. Być może już w listopadzie, choć w tym przypadku musiałoby nastąpić niekorzystne zaburzenie na rynku żywności lub paliw. Tymczasem na początku listopada ceny paliw zaczęły spadać, a niższe ceny ropy na rynkach międzynarodowych powinny utrzymać ten trend także w kolejnych tygodniach. Nie zmienia to jednak ogólnej oceny procesów inflacyjnych w Polsce. Wygaszanie deflacji nie oznacza nasilenia presji cenowej w Polsce. Wzrost wskaźnika CPI będzie następował stopniowo i w dalszym ciągu będzie on znacznie niższy od celu inflacyjnego 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

Wygaśnięcie deflacji cen producentów pod czterech latach

Po niemal czterech latach deflacji cen producenta wskaźnik PPI we wrześniu, po raz pierwszy od października 2012, powrócił do wartości dodatnich i wyniósł +0,2% r/r wobec -0,1% r/r w sierpniu. W skali miesiąca ceny producentów wzrosły natomiast o 0,3%, na co dominujący wpływ miały wyższe ceny ropy naftowej, co uwidoczniło się w wyraźnej wyższości cen w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (+4,2% m/m). Wygaśnięcie deflacji to w głównej mierze efekt rosnących cen surowców, a także niskiej bazy statystycznej z roku ubiegłego, kiedy nastąpiły silne spadki cen paliw na rynkach międzynarodowych. W dalszym ciągu utrzymuje się niska presja cenowa na poziomie producentów. Przedsiębiorcy z przetwórstwa przemysłowego wciąż sygnalizują spadki cen wyrobów gotowych, co znalazło odzwierciedlenie w ponownym spadku subindeksu cen wyrobów gotowych poniżej 50 pkt. w ramach badania PMI, sygnalizując ich spadek. Z drugiej strony firmy wskazują na wzrost cen płaconych. Wyjście z deflacji PPI zmniejszy zatem presję na marże producentów.

Makro i rynek

raport miesięczny

Powrót rocznej dynamiki cen producenta do poziomów dodatnich nie oznacza nasilenia presji cenowej. Wskaźnik PPI utrzyma się na niskich poziomach i w październiku wyniósł według naszych szacunków +0,3% r/r. Do końca bieżącego roku powinien utrzymywać się tylko nieco powyżej zera.

POLITYKA PIENIĘŻNA

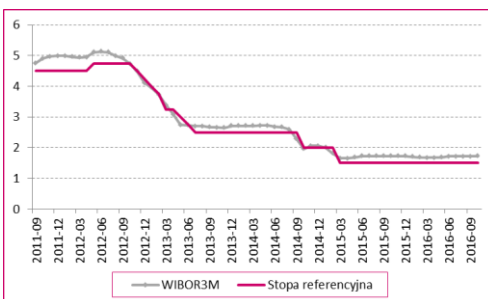
Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła w listopadzie stopy procentowe na niezmiennym poziomie

RPP zapoznała się z nową projekcją PKB i inflacji, która zakłada zbliżoną ścieżkę inflacji do projekcji sprzed 4 miesięcy oraz nieco niższy wzrost gospodarczy w bieżącym roku

Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła w listopadzie stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Komunikat po posiedzeniu nie różnił się znacząco od poprzednich, a Rada podtrzymuje ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Stwierdzenie to sugeruje neutralne nastawienie w polityce pieniężnej i stabilizację stóp procentowych w średnim terminie.

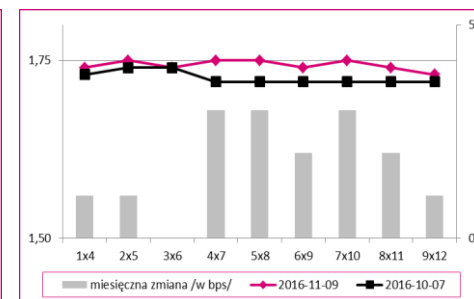
Rada swoje nastawienie uzasadnia oczekiwanym powrotem inflacji oraz kontynuacją wzrostu gospodarczego. RPP zapoznała się z nową projekcją PKB i inflacji, która zakłada zbliżoną ścieżkę inflacji do projekcji sprzed 4 miesięcy oraz nieco niższy wzrost gospodarczy w bieżącym roku i wyższy w kolejnych. Roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,7 - -0,6% w 2016 r. (wobec -0,9 - -0,3% w projekcji z lipca 2016 r.), 0,5 - 2,0% w 2017 r. (wobec 0,3 - 2,2%) oraz 0,3 - 2,6% w 2018 r. (wobec 0,3 - 2,6%). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,5 - 3,4% w 2016 r. (wobec 2,6 - 3,8%), 2,6 - 4,5% w 2017 r. (wobec 2,4 - 4,5%) oraz 2,2 - 4,4% w 2018 r. (wobec 2,1 - 4,3%). Z wypowiedzi członków RPP i komunikatu wynika jednoznacznie, że planują oni stabilizację stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Prezes Glapiński ocenił, że tempo wzrostu w przyszłym roku będzie dobre, bliskie szacunkom rządowym i zasadniczo wyższe niż w drugiej połowie tego roku, ale nie aż tak wysokie, żeby trzeba było zmieniać poziom stóp procentowych. Dodał, że RPP może myśleć o podwyżce stóp przy silnym wzroście PKB wraz z silnym wzrostem inflacji i chciałby, żeby to nastąpiło pod koniec 2017r.

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



Źródło: Datastream

Wykres 10 Notowania kontraktów FRA i zmiana miesięczna [bps]



Źródło: Reuters, obliczenia własne

Podtrzymujemy nasz scenariusz bazowy, zakładający stabilizację stóp NBP w najbliższych kwartałach

Rafał Sura kandydatem senatorów PiS do RPP

Podtrzymujemy nasz scenariusz bazowy, zakładający stabilizację stóp NBP w najbliższych kwartałach. Sytuacja w gospodarce nie będzie uzasadniała podwyżki w najbliższych kwartałach, a niska inflacja nie jest wielkim problemem dla obecnej Rady. Nie widzimy też ryzyka, 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. Wiara w skuteczność tego narzędzia w obecnej sytuacji jest znikoma, a utrzymują się obawy o stan sektora bankowego.

W RPP pozostaje wakat zwolniony przez Marka Chrzanowskiego, który został przewodniczącym KNF. Kandydatem do Rady Polityki Pieniężnej zgłoszonym przez senatorów PiS jest Rafał Sura, doktor habilitowany nauk prawnych, profesor nadzwyczajny i pracownik naukowo-dydaktyczny na Wydziale Prawa, Prawa Kanonicznego i Administracji Katolickiego Uniwersytetu Lubelskiego Jana Pawła II w Lublinie. Powołanie nowego członka RPP jest w planie najbliższego posiedzenia Senatu w dniach 15-16 listopada. Senacka komisja budżetu i finansów publicznych wyda opinię w sprawie kandydata na posiedzeniu, które rozpocznie się 15 listopada o godz. 8.00.

Utrzymuje się dobra realizacja dochodów budżetowych

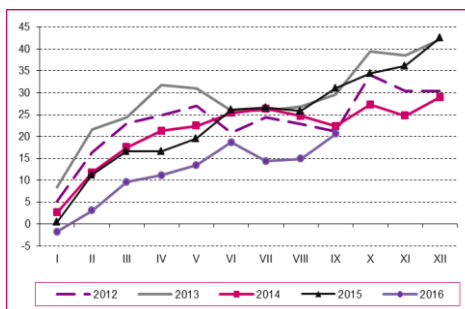
Dynamiczny wzrost kosztów obsługi długu

POLITYKA FISKALNA

Bieżące dane budżetowe potwierdzają brak zagrożeń dla realizacji tegorocznej ustawy budżetowej. Po trzech kwartatach tego roku deficyt budżetowy wyniósł 20,6 mld PLN i stanowił zaledwie 37,7% planu zapisanego w ustawie i niespełna 50% planowanego wykonania na ten rok. Wciąż lepiej niż zakładano realizowane są dochody. Po trzech kwartatach dochody podatkowe były w tym troku o 7,4% wyższe niż przed rokiem. W podobnej skali wzrosły dochody podatkowe w samym wrześniu, przy czym najsilniej zwiększały się wpływy z podatku VAT oraz podatku PIT. Sprzyja temu silny wzrost konsumpcji prywatnej, a także poprawiająca się sytuacja na rynku pracy i rosnące dochody gospodarstw domowych. Dynamika wydatków pozostaje stabilna. Po wrześniu były one o 7,5% wyższe niż przed rokiem wobec 7,4% po sierpniu. W samym wrześniu ich wzrost wyhamował do 6,0% r/r z 15,1% r/r w sierpniu. Po stronie wydatkowej uwagę zwraca utrzymujący się gwałtowny wzrost kosztów obsługi długu publicznego. Po trzech kwartatach tego roku były one o 127% wyższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. W samym wrześniu ich wzrost wyniósł 433,1% r/r. W ujęciu narastającym za ostatnie 12 miesięcy poziom wydatków na obsługę długu jest najwyższy od połowy 2013 r. Nie zmienia to jednak faktu, że realizacja budżetu tegorocznego nie jest zagrożona i ostateczny deficyt budżetowy może być nawet niższy od planowanego wykonania. Tak dobra realizacja budżetu w tym roku może być jednak wykorzystana do przesuwania części wydatków z roku przyszłego, co pozwoli zmniejszyć napięcia w budżecie na rok 2017. Taki m.in. skutek miała nowelizacja budżetu na 2016 r. zakładająca zmniejszenie kwoty planowanych dochodów budżetu środków europejskich z tytułu wspólnej polityki rolnej w 2016 r. o kwotę 8,97 mld PLN i zwiększeniu deficytu budżetu środków europejskich o tę samą kwotę. Ma to na celu umożliwienie Ministrowi Rolnictwa i Rozwoju Wsi wypłaty w tym roku bieżącym 70% zaliczek na poczet płatności bezpośrednich dla producentów rolnych za 2016 r. w ramach Wspólnej Polityki Rolnej.

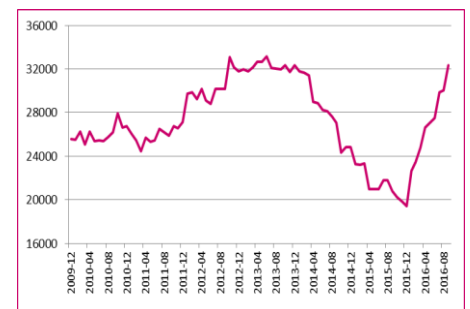
Rosnące koszty obsługi długu to nie tylko efekt rosnących rentowności na krajowym rynku długu, ale przede wszystkim silnie rosnącego długu publicznego. Według danych Eurostatu w 2Q br. Polska była czwartym krajem w UE pod względem przyrostu długu publicznego. Polskę pod tym względem wyprzedziły tylko Grecja, Portugalia i Łotwa. W stosunku do PKB dług publiczny Polski wciąż jest relatywnie niski w stosunku do średniej w UE (53,8% w Polsce wobec 91,2% w UE), jednak trend jest niepokojący. W stosunku do 2Q 2015 dług publiczny wzrósł w Polsce o 2,7 pkt. proc. i co istotne następuje w warunkach wysokiego, jak na warunki UE, tempa wzrostu gospodarczego, co oznacza jednocześnie wzrost deficytu strukturalnego do szacowany przez Komisję Europejską poziomu 3,3% PKB w roku 2018 z -2,4% PKB w roku 2015. Rodzi to ryzyko lawinowego wzrostu zadłużenia w przypadku spowolnienia wzrostu.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

Wykres 12 Koszty obsługi długu publ. [mld PLN, narastająco 12 m-cy]

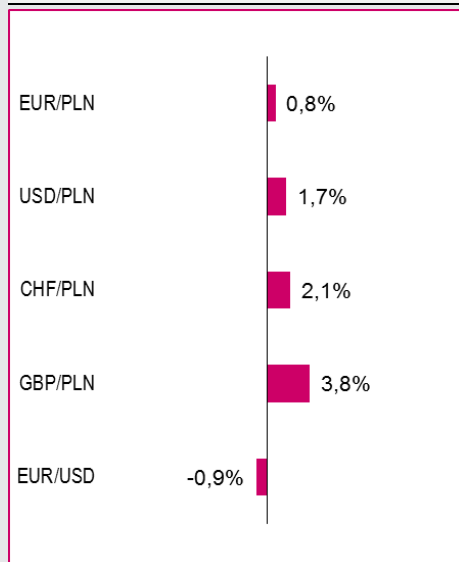


Źródło: Datastream, MinFin

Komisja Europejska w aktualnej wersji prognoz makroekonomicznych spodziewa się pogorszenia równowagi w finansach publicznych. W ocenie KE deficyt sektora finansów publicznych wzrośnie do 3,0% PKB w roku 2017 i 3,1% PKB w 2018, przekraczając tym samym referencyjną wartość 3% PKB. Rosnący deficyt przełoży się automatycznie na wzrost długu publicznego, który w 2018 roku wyniesie 55,5% PKB wobec 51,1% PKB w roku 2015.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

Notowania kursu EUR/PLN w październiku w większości koncentrowały się wokół poziomu 4,30. Wbrew trendom z poprzednich miesięcy w październiku czynniki krajowe nie miały znaczenia dla wartości polskiej waluty. Odchylenia od tego poziomu związane były przede wszystkim ze zmianami w globalnym sentymencie inwestycyjnym. Zdecydowanie ciekawszy przebieg miały natomiast notowania pozostałych par złotych. Październikowa amplituda wahań kursu GBP/PLN wyniosła 33 grosze, pary USD/PLN 20 groszy, a CHF/PLN 12 groszy. Warto podkreślić, iż brytyjska waluta na poziomie 4,66 była w zakończonym miesiącu najtańsza wobec złotego od pięciu lat. Z kolei kurs USD/PLN i CHF/PLN odpowiednio na poziomie 3,99 i 4,00 osiągnęły 3-miesięczne maksima.

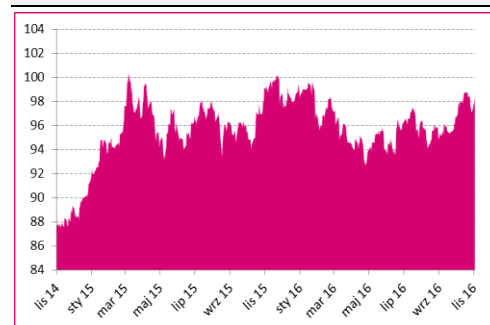
Miniony miesiąc na rynku walut emerging markets zapamiętamy przede wszystkim jako niezwykle dynamiczne zmiany wartości meksykańskiego peso. Waluta Meksyku była w tym czasie wrażliwa na zmieniające się sondaże dotyczące wyborów prezydenckich w USA. Początkowo powiększająca się przewaga H.Clinton nad D.Trumpem wspierała wartość peso. W drugiej połowie października jednak poparcie dla kandydatów niemal się zrównało, a możliwość zwycięstwa republikańskiego kandydata - opowiadającego się za zaostrzeniem polityki wobec Meksyku poprzez renegocjację umów handlowych, czy budowę muru na granicy ze Stanami Zjednoczonymi osłabiło peso.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Reuters

Wykres 15 Notowania indeksu dolarowego DXY



Źródło: Reuters

Zwycięstwo D.Trumpa w wyborach prezydenckich USA wywiera presję na aktywa emerging markets

Ostateczne zwycięstwo D.Trumpa w wyborach prezydenckich USA wywiera presję na aktywa emerging markets. Najsilniejsza reakcja ponownie widoczna była w przypadku meksykańskiego peso, które w reakcji na wstępne wyniki wyborów w USA przejściowo osłabiło się aż o 12%. Początkowa reakcja na złotym była natomiast umiarkowana, gdyż kurs EUR/PLN wzrósł o 3 grosze do 4,35. Dopiero 11 listopada tj. pod nieobecność inwestorów krajowych kurs EUR/PLN wzrósł tymczasowo do 5-miesięcznego maksimum na poziomie 4,4477. Gwałtownie wzrosły także notowania pozostałych par złotych. Nie oczekujemy jednak, by kurs EUR/PLN miał powtórzyć ruch z czerwca tego roku, gdy awersja do ryzyka związana z wynikiem brytyjskiego referendum skutkowałą czasową zwyżką do poziomu 4,5385. W naszej ocenie notowania pary EUR/PLN nie powinny w średnim terminie trwale przekroczyć poziomu 4,4379. Z każdym tygodniem na znaczeniu powinny natomiast zyskiwać czynniki fundamentalne, a te w przypadku złotego są umiarkowanie optymistyczne. Ustępująca deflacja i relatywnie solidny wzrost PKB powinny sprzyjać scenariuszowi stabilizacji stóp procentowych w Polsce. Utrzymujemy zatem naszą prognozę, iż na koniec tego roku kurs EUR/PLN wyniesie 4,30 choć dostrzegamy wzrost ryzyka dla jej realizacji po stronie słabszego złotego. W przypadku pary USD/PLN wiele zależeć będzie od ewentualnej rewizji scenariusza stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. W przypadku utrzymania prawdopodobieństwa podwyżki kosztu pieniądza w USA w tym roku nasza dotychczasowa prognoza pary USD/PLN na koniec grudnia na poziomie 3,90 może być zbyt niska.

**Październik to okres dość dynamicznej
wzwyżki rentowności krajowego
długoterminowego długu**

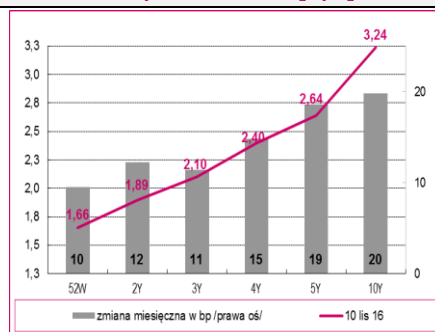
**Październik był miesiącem sporej
aktywności Ministerstwa Finansów**

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Październik to okres dość dynamicznej wyższej rentowności krajowego długoterminowego długu motywowanej zarówno czynnikami zewnętrznymi - wzrost rentowności na rynkach bazowych - jak i krajowymi w postaci wysokich potrzeb pożyczkowych przewidzianych na 2017 rok. W rezultacie dochodowość polskich 10-latek zyskała w minionym miesiącu 23 bps osiągając najwyższy od czerwca poziom 3,13%. Co ciekawe pomimo tak znaczącego wzrostu rentowności krajowego długu zawężeniu do 296 bps uległ spread do Bundów. Niemiecki dług w październiku był bowiem najtańszy od pięciu miesięcy. Zdecydowanie bardziej spokojny przebieg miały w omawianym okresie notowania krótkoterminowego długu Polski. Rentowność krajowej 2-latki przez większość ubiegłego miesiąca koncentrowała się wokół poziomu 1,78%. Kolejny raz sprzyjała temu retoryka posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej. W październiku Rada zgodnie z oczekiwaniami utrzymała stopy procentowe, a prezes NBP raz jeszcze podkreślił, iż RPP nie dyskutuje nad tym, aby obniżyć stopy, a w pewnym momencie, choć nie wcześniej niż w 2018 roku, przejście do cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.

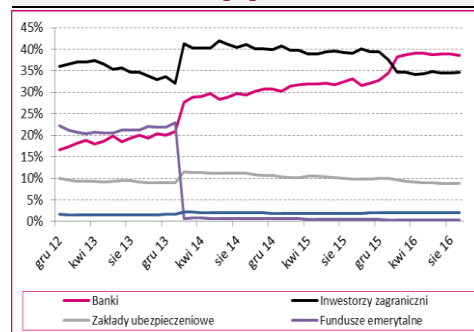
Październik był miesiącem sporej aktywności Ministerstwa Finansów. W połowie ubiegłego miesiąca resort wyemitował 12 i 30-letnie obligacje nominowane w euro o łącznej wartości nominalnej 1,25 mld EUR. Resort podał, że wartość nominalna emisji 12-letniej obligacji o terminie wykupu w dniu 25 października 2028 r. wyniosła 750 mln euro. Obligacje wyceniono na 48 punktów bazowych powyżej średniej stopy swapowej. Uzyskano rentowność 1,058%, przy rocznym kuponie obligacji na poziomie 1%. Wartość nominalna emisji 30-letniej obligacji o terminie wykupu w dniu 25 października 2046 r. wyniosła 500 mln euro. Obligacje wyceniono na 120 punktów bazowych powyżej średniej stopy swapowej. Uzyskano rentowność 2,122% przy rocznym kuponie obligacji na poziomie 2% MF wskazało, że jest to pierwsza w historii publiczna oferta 30-letniej obligacji nominowanej w euro z regionu Europy Środkowo-Wschodniej oraz druga taka emisja globalnie (nie licząc krajów strefy euro).

Wykres 16 Miesięczna zmiana rentowności polskich SPW [bps]



Źródło: Reuters

Wykres 17 Struktura podmiotowa zadłużenia w SPW [%]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

**Pozytywnie należy ocenić dążenia
MinFin do dywersyfikacji bazy
inwestorskiej**

W drugiej połowie ubiegłego miesiąca natomiast Ministerstwo Finansów sprzedało na krajowym rynku długu obligacje WZ0121, PS0422 oraz WZ1122 łącznie za 9,943 mld PLN przy popycie 12,178 mld PLN. Resort sprzedał obligacje PS0422 za 4,383 mld PLN przy popycie 5,228 mld PLN i rentowności 2,499%, obligacje WZ0121 za 4,888 mld PLN przy zainteresowaniu na poziomie 5,778 mld PLN oraz WZ1122 za 0,672 mld PLN wobec prawie dwukrotnie większego zainteresowania. Zainteresowanie kupujących polskim długiem wyraźnie zmalało na przełomie października i listopada z uwagi na pogorszenie sentymentu wywołane wzrostem prawdopodobieństwa wygranej D.Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. W rezultacie Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje OK1018 za 1,95 mld PLN przy popycie 3,97 mld PLN i przy rentowności 1,742% oraz obligacje DS0727 za 4,09 mld PLN przy popycie 5,60 mld PLN i przy rentowności 3,098%. Resort zdecydował ponadto o zorganizowaniu przetargu uzupełniającego, na którym sprzedał obligacje OK1018 za dodatkowe 0,50 mld PLN przy popycie 0,865 mld PLN oraz papiery DS0727 za 0,32 mld PLN przy takim samym zainteresowaniu. Skromny w obliczu 6 mld PLN planu wynik związany był z zawirowaniami na rynkach. Nie powinna zatem dziwić postawa resortu finansów, który nie zdecydował się na prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych za

wszelką cenę. Pozytywnie należy ocenić również informację, iż MinFin w ostatnich dniach spotkał się z bankami centralnymi i funduszami emerytalnymi Kolumbii, Peru i Chile. Planowana jest ponadto seria spotkań z inwestorami ze Skandynawii. Celem resortu jest stała dywersyfikacja bazy inwestorskiej, jeśli chodzi o obligacje skarbowe.

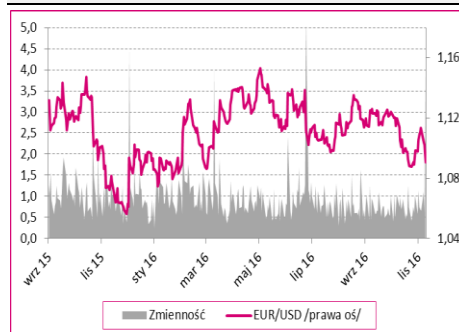
Mimo, iż pierwsza reakcja krajowego rynku długu na wybór D.Trumpa na prezydenta Stanów Zjednoczonych była ograniczona, to nadal uważamy, że należy oczekiwać umiarkowanego wzrostu rentowności polskich obligacji, w szczególności z długiego końca krzywej dochodowości. Tym bardziej, iż krajowy dług pozostaje - poza wzrostem awersji do ryzyka - pod presją związaną z czynnikami fundamentalnymi tj. między innymi wysokimi potrzebami pożyczkowymi na 2017 rok. Ze względu na fakt, iż krótkoterminowe obligacje są w większości w posiadaniu krajowych banków komercyjnych krótki koniec krzywej pozostałby relatywnie stabilny, szczególnie, że wynik wyborów w USA nie wpłynie na ścieżkę stóp procentowych NBP. W odniesieniu jednak do zmian na 10-latkach byłibyśmy świadkami wystromienia krzywej SPW. Czynnikiem sprzyjającym bardziej gwałtownej wyżce krajowego długu pozostanie natomiast trwająca w reakcji na wynik wyborów prezydenckich w USA wyżka dochodowości amerykańskich obligacji. Pretekstem do spadku cen długu USA jest prawdopodobnie oczekiwanie, iż plan gospodarczy D.Trumpa polegający na rozbudowie amerykańskiej infrastruktury, czy obniżkach podatków dla najbogatszych doprowadzi do zwiększenia deficytu i inflacji, a finalnie wysokich rentowności amerykańskiego długu, który stanie się atrakcyjny dla inwestorów zagranicznych - kosztem regionu emerging markets.

RYNKI ZAGRANICZNE

Przez zdecydowaną większość października dolar zyskiwał na wartości względem euro

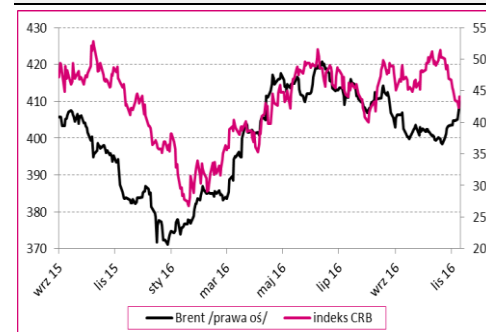
Przez zdecydowaną większość października dolar zyskiwał na wartości względem euro, w ślad za rosnącymi szansami H.Clinton na wygraną w wyborach prezydenckich. Kandydatka Demokratów była bowiem w ocenie inwestorów gwarantem utrzymania dotychczasowej polityki gospodarczej USA, podczas gdy D.Trump zapowiedział renegezację porozumienia o wolnym handlu NAFTA tj. podstawy relacji gospodarczych Stanów Zjednoczonych z Meksykiem, czy budowę muru na granicy z tym krajem. W rezultacie kurs EUR/USD obniżył się o 4 centy do poziomu 1,0850 tj. minimum z marca. Z tych samych powodów zwykowały notowania amerykańskiego długu, które dyskontowały wysoce prawdopodobną kontynuację normalizacji polityki pieniężnej w grudniu. Z kolei wsparcie dla wyżki dochodowości Bunda stanowiło posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, na którym M.Draghi oznajmił, iż program skupu aktywów najprawdopodobniej będzie kontynuowany w obecnym wymiarze co najmniej do marca 2017 roku. Na przełomie października i listopada jednak za sprawą między innymi wznowienia przez FBI śledztwa w sprawie tzw. afery mailingowej H.Clinton poparcie dla niej zaczęło topnieć, a tym samym na wartości zaczęła tracić amerykańska waluta. Eurodolar wzrósł powyżej poziomu 1,11. Źródłem spadku notowań eurodolara było także październikowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. M.Draghi wykluczył przy tym możliwość nagłego zakończenia programu QE, choć przed posiedzeniem jedna z agencji informacyjnych podała, iż bank prawdopodobnie zacznie stopniowe zmniejszanie skupu obligacji w ramach programu luzowania ilościowego jeszcze przed jego zakończeniem.

Wykres 18 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań



Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

Makro i rynek

raport miesięczny

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

Miniony miesiąc zostanie zapamiętany również jako okres kontynuacji przeceny brytyjskiego funta. Uwagę zwracano przede wszystkim niezwykle gwałtowne, bo wynoszące - tylko jednego dnia - 6% osłabienie funta na początku października, które jednak dość szybko, choć nie w całości, zostało zniwelowane. Kurs GBP/USD osiągnął najniższy od 31 lat, a para EUR/GBP najwyższy od 6 lat. Odnotowany pod koniec października wzrost awersji do ryzyka sprawił natomiast, iż inwestorzy w coraz większym stopniu angażowali się w zakupy szwajcarskiego franka. W rezultacie kurs EUR/CHF po raz drugi w tym roku obniżył się poniżej poziomu 1,08. Wcześniej ten poziom został osiągnięty w czerwcu po referendum ws. Brexitu. Umocnienia franka nie powstrzymała nawet wypowiedź wiceprezesa SNB Fritza Zurbruegga, który oznajmił, iż nie są wyznaczone żadne limity dotyczące zwiększania sumy bilansowej. Teoretycznie oznacza to, że nie ma także ograniczeń w kwestii interwencji walutowych.

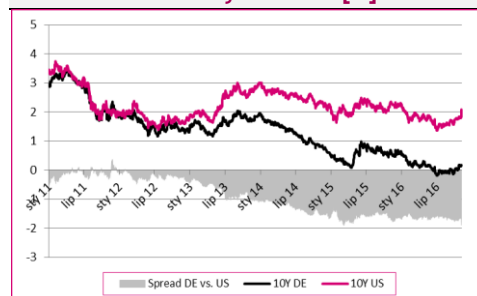
Zwrot w polityce pieniężnej Banku Anglii

Mimo, iż w październiku Bank Anglii nie zmienił parametrów polityki pieniężnej - benchmarkowa stopa procentowa repo od sierpniowej obniżki wynosi rekordowe 0,25%, a bank utrzymał target zakupu aktywów na poziomie 435 mld GBP, to posiedzenie można uznać za przetomowe. BoE podniósł bowiem prognozy PKB i inflacji argumentując, iż wzrost cen przyspieszy za sprawą słabszego funta. W 2017 roku Bank Anglii oczekuje, że inflacja przyspieszy do 2,7% tj. znacząco powyżej celu inflacyjnego na poziomie 2,0% i 2,0% szacowanych na przyszły rok w sierpniu. Obecnie zdaniem bankierów centralnych inflacja może powrócić w okolice celu dopiero w 2020r. W komunikacie po październikowym posiedzeniu wskazano ponadto, iż BoE posiada ograniczoną tolerancję dla utrzymywania się inflacji powyżej celu i może w pewnym momencie zacieśnić politykę monetarną. Co więcej bank podkreślił, iż nie zamierza obniżyć stóp procentowych w tym roku, co do niedawna było realnym scenariuszem.

Czynnikiem wyróżniającym reakcję rynku na zwycięstwo D.Trumpa od typowych ruchów motywowanych strategią risk-off będzie fakt, iż kapitał będzie wycofywany z pozycji dolarowych

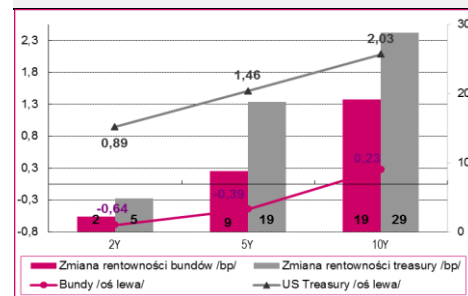
Wybór D.Trumpa na 45. Prezydenta Stanów Zjednoczonych jest - w ocenie inwestorów - równoznaczny z wyborem mniej przewidywalnej prezydentury. Z tego powodu jego zwycięstwo powoduje wzrost awersji do ryzyka i odwrót od bardziej ryzykownych aktywów i koncentracją kapitału wokół tzw. bezpiecznych przystani. Pierwsza reakcja rynku potwierdziła, iż czynnikiem mogącym odróżnić reakcję rynku na zwycięstwo D.Trumpa od typowych ruchów motywowanych strategią risk-off będzie fakt, iż kapitał będzie wycofywany z pozycji dolarowych mimo, iż dotychczas waluta amerykańska była typowym aktywem jego alokacji. Ostatecznie jednak dolar gwałtownie zyskał na wartości co można wiązać między innymi z zaskakującą wiarą rynków w powodzenie programu gospodarczego D.Trumpa, który obiecał podwojenie wzrostu PKB osiągnięte między innymi za sprawą programu rozbudowy infrastruktury. Z kolei pokłosiem tegoż programu oraz obietnicy obniżki podatków dla najbogatszych będzie powiększenie deficytu, co w następstwie oznaczać może wyższą inflację. Przy takim scenariuszu - przyspieszenia wzrostu PKB i inflacji - podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych byłyby w pełni uzasadnione, co również powinno wspierać wartość amerykańskiej waluty. Wysoki poziom niepewności sprawia, iż w najbliższym okresie możemy spodziewać się podwyższonej zmienności notowań, w szczególności, że prawdopodobny proces normalizacji polityki pieniężnej skutkować będzie ograniczaniem globalnej nadpłynności pieniądza, a w konsekwencji możliwym wyznaczeniem trendu powrotu kapitału do rynków bazowych.

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



Źródło: Reuters

Wykres 21 Miesięczna zmiana rentowności Bundów i US Treasuries



Źródło: Reuters

Makro i rynek

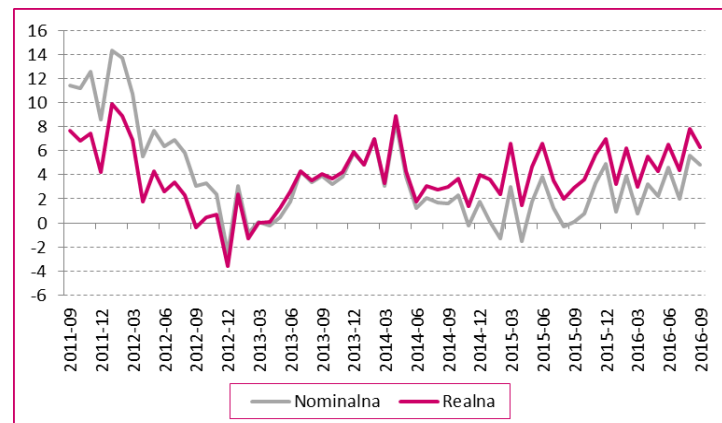
raport miesięczny

Wypowiedzi członków Fed istotne dla wyceny Treasuries

W naszej ocenie ze względu na podwyższoną awersję do ryzyka po wyborze D.Trumpa na prezydenta utrzymać się może większe zainteresowanie obligacjami rynków bazowych - Niemiec i USA. Dotychczasowa reakcja rynków nie wskazuje jednak na masową ucieczkę inwestorów do obligacji USA i Niemiec. Po silnym spadku rentowności obligacji w USA (w reakcji na początkowe doniesienia o wygranej Trumpa rentowność 10-latki USA spadła o 10 bps), ceny amerykańskiego długu ustanowiły wielomiesięczne maksima. Jest to prawdopodobnie związane z dyskontowaniem konsekwencji programu gospodarczego D.Trumpa polegającego na zwiększaniu wydatków na obronność, czy infrastrukturę, co poprzez wzrost oczekiwań inflacyjnych, a także długu publicznego wywiera presję na wyższe rentowności obligacji USA. Skutki wyborów prezydenckich mogą jednak ujawnić się w dłuższym terminie i sporo zależeć będzie obecnie od pierwszych reakcji przedstawicieli amerykańskiej Rezerwy Federalnej. W przypadku Buda istotne będzie także grudniowe posiedzenie EBC, na którym bank ma dyskutować nad ewentualnymi zmianami w dotychczasowej polityce.

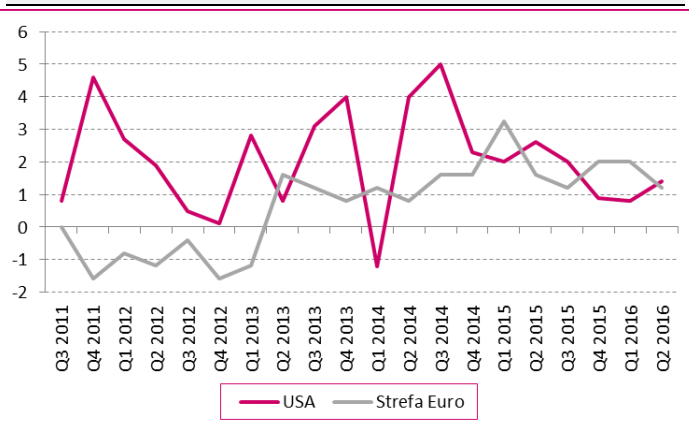
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



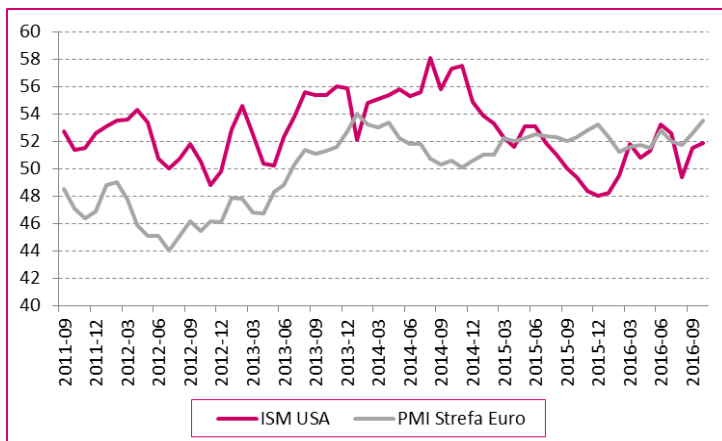
Źródło: Datastream

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



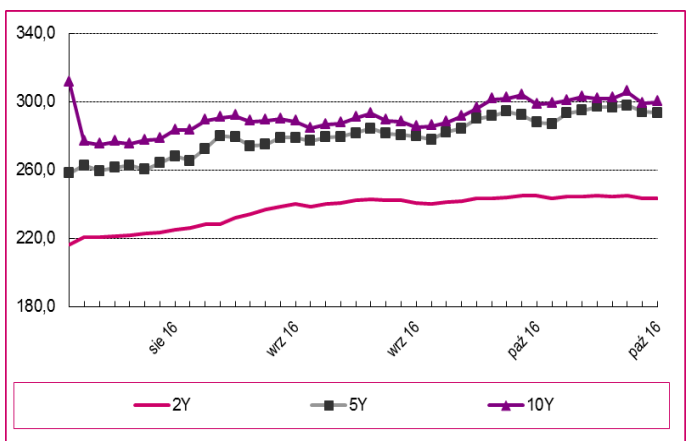
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



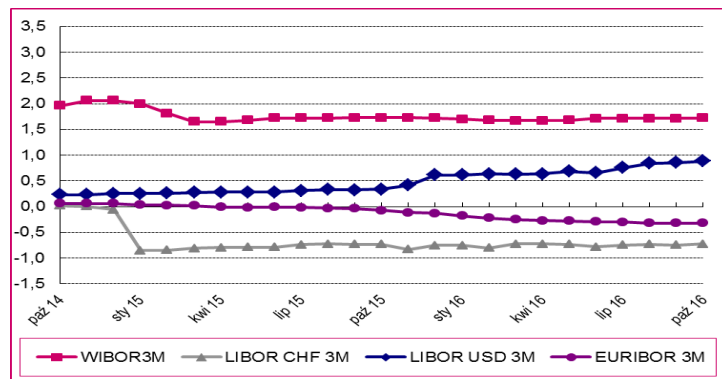
Źródło: Datastream

Wykres 25 Spread polskich i niemieckich obligacji [bps]



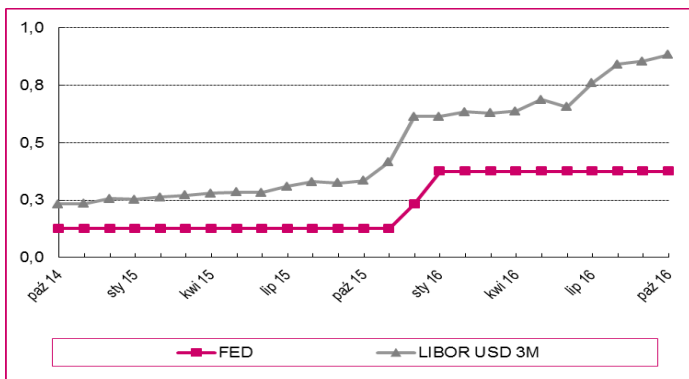
Źródło: Reuters

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

	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,6	-0,2	0,0
Inflacja bazowa (% r/r)	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,3	0,3
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10,1	9,1	11,6	11,6	11,4	10,7	10,1	9,4	9,1	8,2
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6,8	0,7	6,0	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	1,1	3,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	6,2	3,0	5,5	4,3	6,5	4,4	7,8	6,3	6,6	6,1
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-652	-217	492	389	113	-635	-1047	-385	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	5,4	0,0	4,1	0,0	5,7	-5,1	8,0	5,3	-	-
Import (EUR, % r/r)	7,4	0,9	0,3	1,5	0,4	-6,8	10,4	5,0	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	4,7	4,5
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,2	3,2
Stopa bezrobocia (%)	10,2	9,9	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,3
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)	1,56	1,56	1,57	1,59	1,65	1,65	1,65	1,65	1,66	1,66
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,68	1,67	1,67	1,68	1,71	1,71	1,71	1,71	1,72	1,72
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,54	1,46	1,45	1,52	1,61	1,66	1,64	1,64	1,77	1,85
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,39	2,22	2,20	2,28	2,32	2,24	2,29	2,15	2,35	2,55
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,16	2,95	2,84	3,09	3,11	2,91	2,88	2,77	2,92	3,25
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,33
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,95
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,08	1,09	1,14	1,15	1,11	1,11	1,12	1,12	1,12	1,10

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P
PKB (mld PLN)	1372,2	1445,3	1566,8	1629,4	1656,8	1719,7	1798,3	1790,4
PKB (wzrost realny, %)	2,8	3,6	5	1,6	1,4	3,3	3,9	3,0
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	-0,2	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,4	3,4
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	3,5	2,6	3,3	0,8	0,3	2,6	3,2	3,7
Inwestycje (wzrost realny, %)	-2,7	0	8,8	-1,8	-1,1	10	6,1	-2,5
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,5
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	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4
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

Listopad / Grudzień

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
14 EZ: produkcja przemysłowa PL: podaż pieniądza M3, inflacja CPI	15 GE: PKB, indeks ZEW PL: PKB, inflacja bazowa EZ: bilans handlowy US: sprzedaż detaliczna	16 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, inflacja PPI, produkcja przemysłowa	17 EZ: inflacja CPI US: liczba nowych budów, pozwolenia na budowę, inflacja CPI, liczba nowych bezrobotnych	18 GE: inflacja PPI PL: płace, zatrudnienie
21 PL: produkcja przemysłowa, inflacja PPI, sprzedaż detaliczna	22 EZ: sprzedaż domów na rynku wtórnym	23 GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI US: zamówienia na dobra trwałego użytku, liczba nowych bezrobotnych, sprzedaż nowych domów, indeks uniwersytetu Michigan	24 GE: PKB, IFO PL: opis posiedzenia banku centralnego, stopa bezrobocia	25 US: PMI w usługach
28 EZ: podaż pieniądza M3	29 GE: inflacja CPI US: PKB, indeks CaseShiller	30 PL: PKB EZ: szacunek inflacji CPI i inflacji bazowej US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, dochody i wydatki prywatne, inflacja bazowa PCE, Beżowa Księga Fed	01 PL: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle, stopa bezrobocia GE: PMI w przemyśle US: raport Challengeera, liczba nowych bezrobotnych, indeks ISM	02 EZ: inflacja PPI US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia PL: decyzja S&P w sprawie ratingu
05 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, indeks Sentix, sprzedaż detaliczna US: PMI w usługach	06 GE: zamówienia fabryczne EZ: PKB US: bilans handlowy, zamówienia na dobra trwałego użytku	07 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA PL: stan rezerw NBP, decyzja w sprawie stóp procentowych	08 US: liczba nowych bezrobotnych	09 GE: bilans handlowy 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 jakiegokolwiek 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.