

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

25 września 2017

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Przed nami tydzień niezwykle obfity w wystąpienia przedstawicieli największych banków centralnych świata. Tylko dziś wypowie się aż sześciu bankierów centralnych (czterech z Europejskiego Banku Centralnego i dwóch z Rezerwy Federalnej) a w kolejnych dniach planowane jest dodatkowe osiemnaście wystąpień. Z punktu widzenia danych makro istotne będą finalne odczyty danych o PKB w drugim kwartale w USA i Wielkiej Brytanii, które kanałem oczekiwania na podwyżki stóp procentowych będą oddziaływać na wycenę dolara i funta. Euro rozpoczyna tydzień od niewielkiej korekty, która utożsamiana jest ze skromniejszym od oczekiwań zwycięstwem partii A.Merkel w wyborach parlamentarnych. Dla złotego natomiast poniedziałek to przede wszystkim przedstawienie przez prezydenta A.Dudę projektu ustawy o Krajowej Radzie Sądownictwa i Sądzie Najwyższym. Od zawartych propozycji uzależniamy zachowanie złotego w tym tygodniu. W skrajnie negatywnym scenariuszu możliwe jest wybicie kursu EUR/PLN powyżej poziomu 4,30.

Wydarzenia tygodnia

Fed nieco bardziej jastrzębi od oczekiwań

Zgodnie z oczekiwaniami amerykańska Rezerwa Federalna pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Uwaga rynku skupiona była jednak na prognozach członków Fed, które wskazują na jeszcze jedną podwyżkę stóp w tym roku, a także trzy podwyżki w 2018 r. Jednocześnie w komunikacie powtórzono stwierdzenie, że warunki w gospodarce amerykańskiej będą rozwijały się w kierunku, który uzasadnia stopniowe podwyżki stóp procentowych. W ocenie Fed zaburzenia po huraganach oraz odbudowa zniszczeń będą miały wpływ na aktywność w gospodarce w krótkim terminie, jednak doświadczenia z przeszłości sugerują, że mało prawdopodobne jest, by huragany znacząco zmieniły kierunek gospodarki w średnim terminie. W ocenie Fed w średnim terminie inflacja ustabilizuje się w okolicach 2%. Zgodnie z oczekiwaniami Fed poinformował, że redukcja sumy bilansowej rozpocznie się w październiku. Miesięczny limit sumy zapadających Treasuries, z których przychody i płatności kuponowe nie będą mogły zostać reinwestowane w bilans na 6 mld USD miesięcznie. Limit ten ma być zwiększany co trzy miesiące o 6 mld USD na przestrzeni 12 miesięcy, aż do 30 mld USD miesięcznie. Dla aktywów MBS (papiery zabezpieczone hipoteką) limit ustalono na 4 mld USD miesięcznie, co zwiększane ma być co kwartał na przestrzeni roku o 4 mld USD aż do 20 mld USD miesięcznie. Jednocześnie Fed zastrzegł sobie prawo do wznowienia reinwestowania przychodów z zapadających aktywów, jeżeli dojdzie do znacznego pogorszenia w gospodarce.

Przyspieszenie dynamiki produkcji przemysłowej

Dynamika produkcji przemysłowej przyspieszyła do 8,8% r/r z 6,2% r/r w lipcu. Wyraźnie przyspieszyła też dynamika produkcji po wyeliminowaniu czynników sezonowych, która w sierpniu wyniosła 8,1% r/r. To jej najlepszy rezultat od grudnia 2011r. Zwyżki produkcji miały szeroki zakres i objęły 30 spośród 34 branż -firmy produkujące zarówno na rynek krajowym, jak i branże o wysokim udziale sprzedaży eksportowej. Rosta produkcja producentów dóbr konsumpcyjnych, jak również dwucyfrowe wzrosty zanotowały firmy produkujące dobra inwestycyjne (producenci metali, wyrobów metalowych). Widać zatem, że pozytywnie na wyniki produkcji ma nie tylko wysoki popyt konsumpcyjny, ale także odbudowujące się inwestycje.

Ubiegły tydzień na rynkach finansowych

Miniony tydzień był okresem relatywnej stabilizacji kursu EUR/PLN wokół poziomu 4,28. Warto jednak wyróżnić złotego w kontekście zachowania pozostałych walut regionu. Kurs EUR/HUF wzrósł w minionym tygodniu ustanawiając 4-miesięczne maksimum. Niewiele lepiej radziły sobie notowania tureckiej liry - kurs EUR/TRY powrócił do historycznego szczytu - czy rumuńskiego leja - gdzie EUR/RON koncentrował się blisko 5-letniego maksimum.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2667	-0,5%
USD/PLN	3,5859	-0,1%
CHF/PLN	3,6872	-1,5%
EUR/USD	1,1899	-0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,66	0
WIBOR 3M	1,73	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,74	0
5Y	2,62	5
10Y	3,29	5

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,96	5
5Y	2,36	8
10Y	2,82	9

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,41	-3
US 10Y	2,24	3

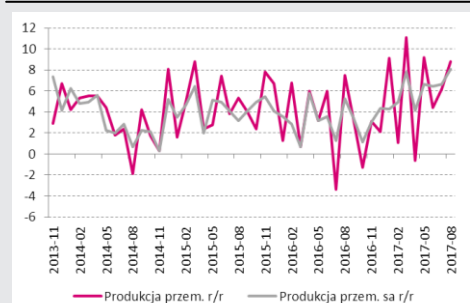
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG 30	2870,3	-0,2
S&P 500	2502,2	0,1
Nikkei 225	20391,9	2,4

Źródło: Reuters

Dane z dnia dzisiejszego godz. 9.00 i zmiany tygodniowe

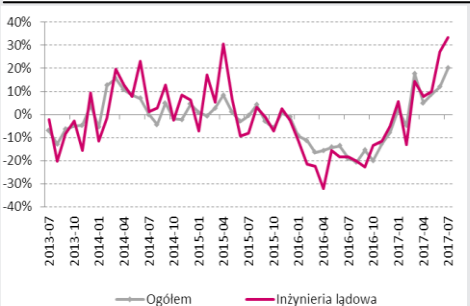
Gospodarka polska

Inflacja w Polsce [% r/r]



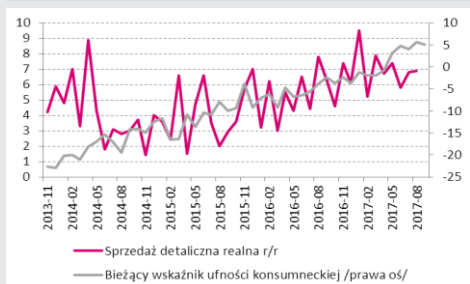
Źródło: Datastream

Produkcja budowlano-montażowa [% r/r]



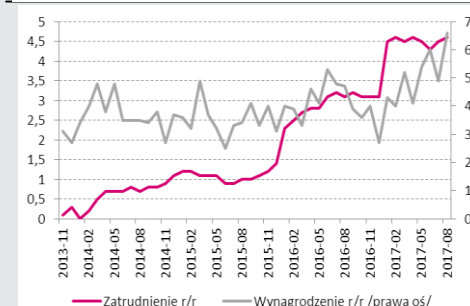
Źródło: Macrobond

Sprzedaż detaliczna i nastroje konsumentów



Źródło: Datastream

Dynamika płac i zatrudnienia [% r/r]



Źródło: Datastream

Przyspieszenie dynamiki produkcji przemysłowej

Dynamika produkcji przemysłowej przyspieszyła do 8,8% r/r z 6,2% r/r w lipcu. Wyraźnie przyspieszyła też dynamika produkcji po wyeliminowaniu czynników sezonowych, która w sierpniu wyniosła 8,1% r/r. To jej najlepszy rezultat od grudnia 2011r. Zwyżki produkcji miały szeroki zakres i objęły 30 spośród 34 branż. Objęły firmy produkujące zarówno na rynek krajowy, jak i branże o wysokim udziale sprzedaży eksportowej. Rosta produkcja producentów dóbr konsumpcyjnych, jak również dwucyfrowe wzrosty zanotowały firmy produkujące dobra inwestycyjne (producenci metali, wyrobów metalowych). Widać zatem, że pozytywnie na wyniki produkcji ma nie tylko wysoki popyt konsumpcyjny, ale także odbudowujące się inwestycje.

Wyraźne odbicie produkcji budowlanej

Ożywienie w zakresie inwestycji potwierdzają wyniki produkcji budowlano-montażowej, której dynamika w sierpniu przyspieszyła do 23,5% r/r z 19,8% r/r w lipcu, ponownie pozytywnie zaskakując rynki. To jej najwyższy wzrost od stycznia 2012r. Wciąż najsilniej rośnie produkcja firm specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej (+30,1% r/r), co potwierdza wyraźne odbicie inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków unijnych. To właśnie one będą głównym motorem odbicia inwestycji.

Wciąż mocne wzrosty sprzedaży detalicznej

Sprzedaż detaliczna wzrosła w ujęciu realnym o 6,9% r/r w sierpniu wobec 6,8% r/r w lipcu. Jej zwyżki miały szeroki zakres i objęły wszystkie kategorie sprzedaży. Popyt konsumpcyjny pozostaje głównym motorem wzrostu gospodarki, wspierany przez rosnące dochody oraz także optymistyczne nastroje gospodarstw domowych. W kolejnych miesiącach dynamika konsumpcji będzie utrzymywała się na wysokim poziomie, jednak ze względu na efekt bazy statystycznej może nieznacznie wyhamować pod koniec tego roku. Nie zmienia to jednak faktu, że konsumpcja prywatna pozostanie jednym z głównych motorów wzrostu gospodarczego. Opublikowane dane potwierdzają dobrą koniunkturę w polskiej gospodarce, która wspierana jest nie tylko przez popyt konsumpcyjny, ale coraz bardziej zauważalna jest pozytywna kontrybucja ze strony inwestycji. Biorąc pod uwagę dane wysokiej częstotliwości za lipiec i sierpień wydaje się, że wzrost gospodarczy w całym 3Q będzie przekroczył wyraźnie wynik z 2Q i zbliży się lub może nieznacznie przekroczyć 4,5% r/r. Oznacza to, że luka popytowa pozostaje dodatnia, co będzie przekładało się na stopniowe nasilanie procesów inflacyjnych. Retoryka RPP w najbliższych miesiącach zapewne pozostanie niezmienną i Rada będzie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Jednak w naszej ocenie utrzymanie gospodarki na ścieżce wzrostu, w połączeniu z rosnącymi płacami i inflacją spowodują jej zaostrzenie i pierwsza podwyżka stóp możliwa jest w naszej ocenie w połowie przyszłego roku.

Wyraźne przyspieszenie płac w sierpniu

Dane z rynku pracy potwierdziły korzystny jego obraz. Utrzymuje się trend wzrostowy zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, którego dynamika w sierpniu wyniosła 4,6% r/r wobec 4,5% r/r w lipcu. Dane te były zgodne z oczekiwaniami. Wyraźnie lepsze od oczekiwań były natomiast dane o wynagrodzeniach, których dynamika przyspieszyła do 6,6% r/r w ujęciu nominalnym z 4,9% r/r miesiąc wcześniej. To najwyższy ich wzrost od stycznia 2012r. W ujęciu realnym natomiast wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw wyniósł 4,8%, najwyższy od roku. Biorąc pod uwagę zmiany płac i wynagrodzeń, fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł o 9,6% realnie, najwyższy od września 2008r. Miesięczne dane o płacach w sektorze przedsiębiorstw podlegają silnym wahaniom, nie zmienia to jednak faktu, że presja płacowa w polskiej gospodarce narasta i nasilające się napięcia na rynku pracy i problemy z pozyskaniem odpowiednich pracowników, będą przekładały się na wzrost płac. Może to wpłynąć na zmianę optyki RPP i zmianę jej oceny odnośnie perspektyw płac i inflacji, a w konsekwencji zrodzić dyskomfort dla scenariusza stabilnych stóp w przyszłym roku.

Wzrost nadwyżki budżetowej po sierpniu

Sytuacja budżetu pozostaje bardzo dobra. Po ośmiu miesiącach tego roku nadwyżka powiększyła się do 4,9 mld PLN z 2,4 mld PLN po lipcu. To rekordowo korzystne saldo budżetu na tym etapie roku. Wciąż dobrej realizacji budżetu sprzyja znacznie lepsza od oczekiwań realizacja dochodów, które były 9,6% wyższe niż przed rokiem, przy czym wpływy podatkowe wzrosły o 15,5% r/r. Niezmiennie znacznie lepiej niż przed rokiem wygląda realizacja wpływów z podatku VAT, które były po sierpniu wyższe o 23,3% r/r. Dobra sytuacja na rynku pracy sprzyja wzrostom wpływów z PIT (+8,3% r/r po sierpniu), a dobra kondycja firm zwiększa dochody z podatku CIT (+13,3% r/r). Tak dobre saldo budżetu to także efekt niskich wydatków, które były o zaledwie 0,3% wyższe niż przed rokiem. To efekt niższych kosztów obsługi i niższej dotacji do FUS (sprzyjają temu rosnące dochody gospodarstw domowych). Uwagę zwracają też niższe wydatki w ramach rozliczeń z budżetem UE z tytułu środków własnych (-15,4% r/r po sierpniu), co może oznaczać niższe inwestycje współfinansowane ze środków unijnych. Biorąc jednak pod uwagę zapowiedź wicepremiera M. Morawieckiego, iż w tym roku deficyt wyniesie 40-41 mld PLN, to w kolejnych miesiącach należy spodziewać się znacznego jego wzrostu. Może to oznaczać, że resort finansów wykorzysta dobrą realizację budżetu w tym roku i przeniesie część deficytu przyszłorocznego na ten rok.

Stopniowo nasilające się podziały w ramach RPP

Sprawozdanie po wrześniowym posiedzeniu RPP, na którym parametry polityki pieniężnej utrzymane zostały na niezmiennym poziomie, potwierdziło przekonanie większości Rady co do konieczności stabilizacji stóp. Członkowie RPP ocenili, że pomimo korzystnej koniunktury oraz dobrej sytuacji na rynku pracy, presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. W ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu w średnim okresie jest niewielkie. Niemniej jednak pojawiają się odrębne stanowiska, gdyż w opinii niektórych członków, jeśli napytywające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskażą na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, to uzasadnione może być zaostrzenie polityki pieniężnej. Rada dyskutowała też o wielkości oraz strukturze oszczędności w gospodarce. Również w tym zakresie poglądy były podzielone. Część członków Rady oceniała, że skłonność do oszczędzania zależy bardziej od dochodu niż oczekiwanej stopy zwrotu, przez co wraz ze wzrostem płac powinna się zwiększać. Inni członkowie zwracali uwagę, że utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie w warunkach stopniowo rosnącej inflacji może negatywnie wpływać na skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania lub zachęcać je do przesuwania środków w kierunku bardziej ryzykownych aktywów. Sprawozdanie z posiedzenia RPP potwierdza poparcie dla stabilizacji stóp w najbliższych miesiącach, jednak nasilające się głosy w kwestii podwyżek oprocentowania mogą doprowadzić do ich podwyżki w połowie przyszłego roku.

Prof. Gatnar o perspektywie stóp procentowych

Jastrzębim głosem w ramach RPP jest niewątpliwie prof. E. Gatnar, który zwrócił uwagę, że wśród członków Rady rośnie świadomość negatywnych efektów zbyt długiego pozostawiania ujemnych realnych stóp procentowych. W jego ocenie, jeśli decyzja w sprawie podwyżki stóp będzie zbyt późna to może zaszkodzić gospodarce. W ocenie prof. Gatnara jeśli presja płacowa będzie narastać zgodnie z oczekiwaniami i inflacja dojdzie do okolic celu, to podwyżka stóp możliwa by była w 1Q przyszłego roku. Wypowiedź prof. Gatnara wskazuje na narastające wątpliwości w ramach RPP odnośnie skutków utrzymywania się ujemnych realnych stóp procentowych. Wraz ze wzrostem inflacji może to wpłynąć na zmianę retoryki Rady i pierwszą podwyżkę stop procentowych w połowie przyszłego roku.

Nieznaczny spadek bezrobocia w sierpniu

Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w sierpniu do 7,0% z 7,1% w lipcu, co jest nieco niższym wynikiem do szacunku MRPiPS. Na rynku pracy utrzymują się trendy widoczne w poprzednich miesiącach. Wyhamowuje spadek wyrejestrowanych, ale też zarejestrowanych bezrobotnych, co wskazuje na zmniejszające się przepływy na rynku pracy. Wciąż rośnie natomiast liczba ofert pracy, w wyniku czego liczba bezrobotnych przypadających na jedną zgłoszoną ofertę spadła do 7,4, historycznego minimum. Wpisuje się to w obraz rosnących problemów pracodawców z uzupełnieniem wakatów. Potencjał do dalszego spadku stopy bezrobocia jest już niewielki i na koniec roku powinna ukształtować się na zbliżonym do obecnego poziomie.

Gospodarki zagraniczne

Fed nieco bardziej jastrzębi od oczekiwań

Zgodnie z oczekiwaniami amerykańska Rezerwa Federalna pozostawiła stopy na niezmiennym poziomie. Uwaga rynku skupiona była jednak na prognozach stóp procentowych członków Fed, które wskazują na jeszcze jedną podwyżkę stóp w tym roku, a także trzy podwyżki w 2018 r. To potencjalnie pozytywna informacja dla dolara, ponieważ w ostatnich tygodniach rynek przestał wierzyć w trzecią podwyżkę stóp w bieżącym roku. Jednocześnie w komunikacie powtórzono stwierdzenie, że warunki w gospodarce amerykańskiej będą rozwijały się w kierunku, który uzasadnia stopniowe podwyżki stóp procentowych. W ocenie Fed zaburzenia po huraganach oraz odbudowa zniszczeń będą miały wpływ na aktywność w gospodarce w krótkim terminie, jednak doświadczenia z przeszłości sugerują, że mało prawdopodobne jest, by huragany znacząco zmieniły kierunek gospodarki w średnim terminie. W ocenie Fed w średnim terminie inflacja ustabilizuje się w okolicach 2%. Zgodnie z oczekiwaniami natomiast Fed poinformował, że redukcja sumy bilansowej rozpocznie się w październiku. Miesięczny limit sumy zapadających Treasuries, z których przychody i płatności kuponowe nie będą mogły zostać reinwestowane w bilans na 6 mld USD miesięcznie. Limit ten ma być zwiększany co trzy miesiące o 6 mld USD na przestrzeni 12 miesięcy, aż do 30 mld USD miesięcznie. Dla aktywów MBS (papiery zabezpieczone hipoteką) limit ustalono na 4 mld USD miesięcznie, co zwiększane ma być co kwartał na przestrzeni roku o 4 mld USD aż do 20 mld USD miesięcznie. Jednocześnie Fed zastrzegł sobie prawo do wznowienia reinwestowania przychodów z zapadających aktywów, jeżeli dojdzie do znacznego pogorszenia w gospodarce.

Koniunktura w europejskim przemyśle najlepsza od ponad 6-ciu lat

Wskaźnik PMI dla niemieckiego sektora przemysłu wzrósł we wrześniu do 60,6 pkt. z 59,3 pkt. w sierpniu, bo było wynikiem wyraźnie lepszym od konsensusu. To najlepszy wynik od kwietnia 2011 r., potwierdzający bardzo dobrą kondycję przemysłu naszego głównego partnera handlowego. Także odczyt analogicznego indeksu dla strefy euro był wyższy od konsensusu i wyniósł we wrześniu 58,2 pkt. wobec 57,4 pkt. w sierpniu i oczekiwań na poziomie 57,2 pkt. To jego najwyższy poziom od lutego 2011r. Poprawa koniunktury widoczna jest zatem w całym Eurolandzie.

Pozytywne nastroje w europejskim sektorze usług

Pozytywne nastroje utrzymują się także w europejskim sektorze usług. Odzwierciedlający je indeks PMI wzrósł we wrześniu do 55,6 pkt. z 54,7 pkt. w poprzednim miesiącu, podczas gdy oczekiwano jego zwwyżki do 54,8 pkt. Natomiast indeks dla niemieckiego sektora usług zwiększył się we wrześniu do 55,6 pkt. z 53,5 pkt.

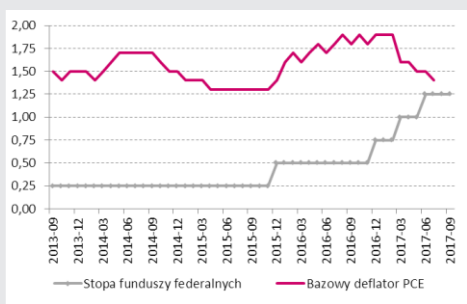
Wciąż pozytywna koniunktura w gospodarce USA

Indeks PMI dla amerykańskiego sektora przemysłowego wzrósł we wrześniu nieznacznie do 53,0 pkt. z 52,8 pkt. w sierpniu, co było wynikiem zgodnym z oczekiwaniami. Nieco poniżej konsensusu ukształtował się natomiast analogiczny indeks dla sektora usług, który spadł we wrześniu do 55,1 pkt. z 56,0 pkt. w sierpniu, a konsensus wynosił 55,8 pkt. Dane choć nieco słabsze, w sektorze usług, potwierdzają pozytywną koniunkturę w gospodarce USA.

A.Merkel po raz czwarty kanclerzem

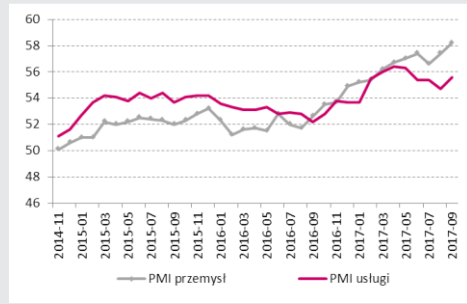
W niedzielnych wyborach parlamentarnych w Niemczech zwyciężył blok partii CDU/CSU uzyskując 33% poparcia. Na drugim miejscu uplasowała się SPD, która uzyskała 20,5%, co stanowi najgorszy wynik w jej historii. Trzecie miejsce zdobyła Alternatywa dla Niemiec (AfD), która po raz pierwszy weszła do parlamentu, a kolejne FDP (10,5%), Zieloni (9,5%) i Lewica (9%). Wyniki wyborów oznaczają poważne roszady. Dotychczasowy koalicjant A.Merkel partia SPD ogłosiła, że przechodzi do opozycji. Możliwa jest natomiast koalicja z FDP i Zielonymi, ale napotka ona na problemy w fundamentalnych kwestiach tj. imigracja, podatki, czy ściślejsza współpraca z Francją w ramach Unii Europejskiej.

Stopa Fed [%] oraz deflator PCE [% r/r]



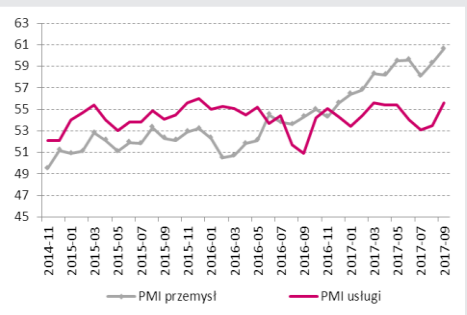
Źródło: Macrobond

Indeksy PMI w strefie euro [pkt.]



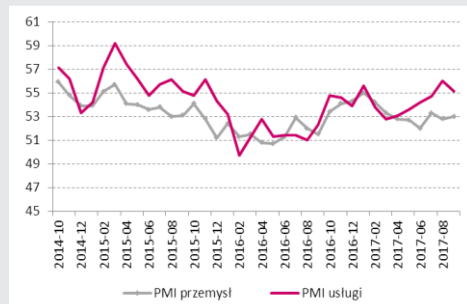
Źródło: Macrobond

Indeksy PMI w Niemczech [pkt.]



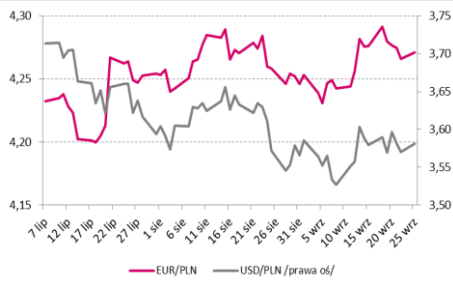
Źródło: Datastream

Indeksy PMI w USA [pkt.]



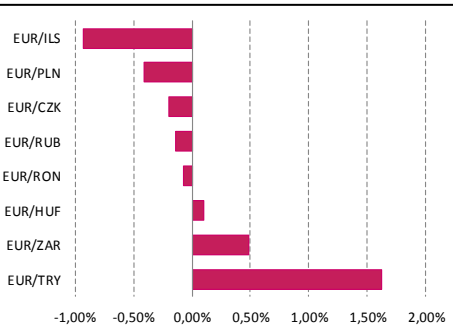
Źródło: Datastream

Kurs EUR/PLN i USD/PLN



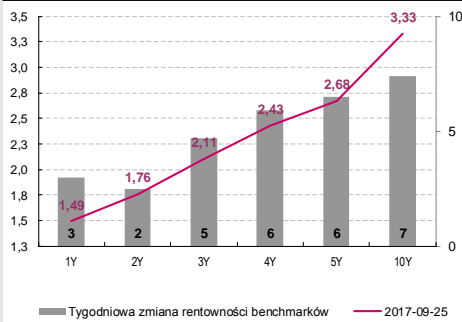
Źródło: Reuters

Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



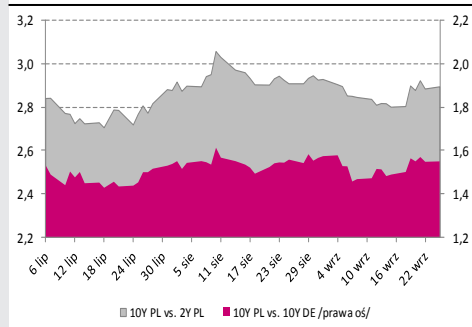
Źródło: Reuters

Rentowności obligacji krajowych [%]



Źródło: Reuters

Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW



Źródło: Reuters

Rynek krajowy - FX i stopa procentowa

Rynek walutowy - PLN

Miniony tydzień był okresem relatywnej stabilizacji kursu EUR/PLN wokół poziomu 4,28. Początkowo złoty osłabił się do poziomu 4,2950 czego częściowym wytłumaczeniem była wypowiedź J.Kropiwnickiego z Rady Polityki Pieniężnej, w której dołączył do wyraźnie łagodnych wystąpień dwóch innych przedstawicieli RPP. Wsparcia z pewnością nie stanowiła ponadto rekomendacja jednego z amerykańskich banków, która zakłada długą pozycję na parze EUR/PLN z celem na poziomie 4,425. W kolejnych dniach natomiast złoty stopniowo odrabiał straty, by krótkotrwale na koniec tygodnia zejść poniżej poziomu 4,26. O nieskuteczności początkowego osłabienia polskiej waluty zdecydowały spekulacje na temat braku porozumienia pomiędzy członkami Rady Prezesów banku, co do tego kiedy należy rynek zakomunikować datę zakończenia programu QE, gdy w październiku zapadnie decyzja o jego ograniczeniu. Wzrosło tym samym prawdopodobieństwo, iż na najbliższym posiedzeniu EBC (26 października) nie dojdzie do kompromisu, a o przyszłości programu skupu aktywów może zdecydować dopiero grudniowe posiedzenie. Wsparciem bez wątplenia były także dane z krajowej gospodarki, który zaskoczyły pozytywnie. Warto również wyróżnić złotego w kontekście zachowania pozostałych walut regionu. Kurs EUR/HUF wzrósł w minionym tygodniu ustanawiając 4-miesięczne maksimum. Niewiele lepiej radziły sobie notowania tureckiej liry -kurs EUR/TRY powrócił do historycznego szczytu - czy rumuńskiego leja - gdzie EUR/RON koncentrował się blisko 5-letniego maksimum.

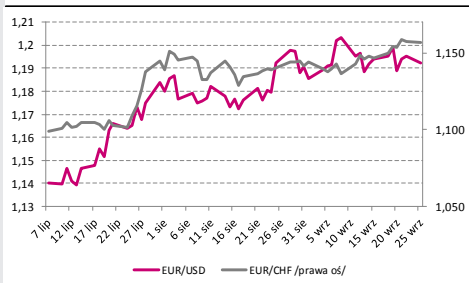
Obligacje PL

Mimo dość spokojnego przebiegu notowań na rynkach bazowych miniony tydzień był czasem wystromienia krzywej dochodowości na krajowym rynku długu. Rentowność 10-latkki wzrosła bowiem o 8 bps do 3,32%, choć jeszcze w piątek wynosiła 3,37%, podczas gdy dochodowość krótkiego końca zwiększyła o 2 bps do 1,76%. W trakcie minionego tygodnia jednak sięgnęła już poziomu 1,80% po wyraźnie lepszych od oczekiwań danych z krajowej gospodarki. Publikacja optymistycznych danych z polskiej gospodarki sprzyjała ponadto wzrostowi stawek IRS. Kolejne - po poniedziałkowych danych o płacach i zatrudnieniu - publikacje budowały optymizm przed odczytem PKB za trzeci kwartał, a w konsekwencji mogą w 2018 roku być argumentem dla Rady Polityki Pieniężnej, by podwyższyć stopy procentowe. W ten trend wpisywała się ponadto wypowiedź E.Gatnara, który gotów byłby rozważyć podwyżkę stóp procentowych w pierwszym kwartale przyszłego roku, jeśli presje płacowe będą rosły, a inflacja zbliży się do celu. W naszej ocenie pogłębiające się podziały w ramach RPP będą potencjalnym źródłem zwężki krótkiego końca dopiero w 2018 roku

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

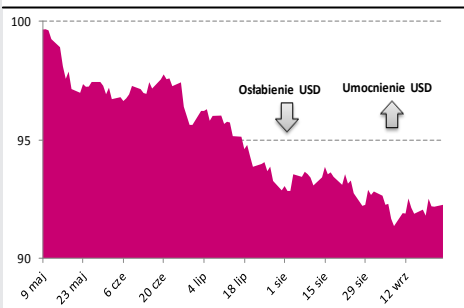
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Kluczowe dla wartości złotego okazać się mogą prezydenckie propozycje w sprawie reformy Krajowej Rady Sądownictwa i Sądu Najwyższego. Od zawartych propozycji uzależniamy zachowanie złotego w tym tygodniu. W skrajnie negatywnym scenariuszu możliwe jest wybitcie kursu EUR/PLN powyżej poziomu 4,30.
USD/PLN	↑	Dla notowań pary USD/PLN - poza zachowaniem złotego - istotna będzie także sytuacja na rynku eurodolara, gdzie jastrzębia retoryka Fed stoi w kontrze do coraz wyraźniej podkreślanych obaw EBC przed nadmierną aprecjacją wspólnej waluty oraz wzrostu awersji do ryzyka, po wynikach wyborów parlamentarnych w Niemczech, gdzie skrajna prawica zdobyła trzecie miejsce.
PL 10Y (%)	↑	Notowania polskich obligacji w większym stopniu pozostaną wrażliwe na krajowe wydarzenia z prezydenckim projektem reformy sądownictwa na czele.

Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



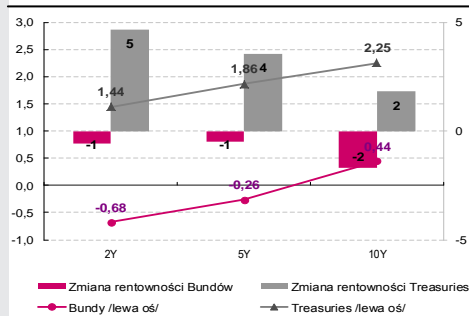
Źródło: Reuters

Notowania indeksu dolarowego



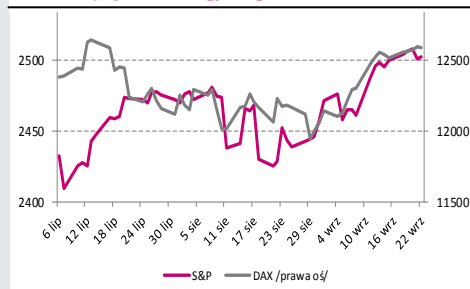
Źródło: Reuters

Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Reuters

Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Reuters

Rynki bazowe - FX i stopa procentowa

Rynek walutowy

W naszej ocenie zachowanie eurodolara może wydawać się dość osobliwe. Kurs EUR/USD utrzymuje się bowiem blisko maksimum z końca 2014 roku pomimo nieoficjalnych informacji jakoby członkowie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego nie byli zgodni, co do tego, czy powinni ustalić ostateczną datę zakończenia programu skupu aktywów podczas październikowego posiedzenia banku. Źródłem obaw przed normalizacją polityki pieniężnej w strefie euro pozostaje uporczywie mocne euro. Co więcej jastrzębią retoryką zaskoczył w minionym tygodniu Fed, który poinformował, iż podtrzymuje swój scenariusz stóp procentowych z czerwca na 2017 i 2018 rok. W reakcji dolar w szybkim tempie zyskał około 1,5 centa wobec euro, rentowność obligacji na rynkach bazowych wzrosła, a złoto potaniało. Ruch na eurodolarze okazał się jednak krótkotrwały, gdyż czwartek i piątek były dniami wzrostowymi w notowaniach eurodolara. Warto również zwrócić uwagę na notowania cen ropy naftowej, które poziomem 56,91 USD za baryłkę ustanowiły najwyższe od marca zamknięcie. W ubiegłym tygodniu apetyt na ryzyko widoczny był na rynkach akcji, gdzie zarówno S&P jak i Dow Jones ustanowiły historyczne maksima.

Obligacje bazowe

Niewielkie zmiany towarzyszyły notowaniom obligacji na rynkach bazowych w ubiegłym tygodniu. Rentowność amerykańskiej 10-latki wzrosła o 3 bps do 2,24% co wiązałyśmy z jastrzębią retoryką wrześniowego posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Z tego samego powodu dochodowości 2-latek USA udało się pokonać barierę 1,41% i tym samym ustanowić najwyższy od 2008 roku poziom. W notowaniach obligacji bazowych nie było widać natomiast emocji związanych ze spekulacjami, co do najbliższego posiedzenia EBC, które wywołały zmienność na rynku walutowym. Dochodowości Bunda obniżyła się o 3 bps do 0,41% - głównie pod wpływem wyników weekendowych wyborów parlamentarnych w Niemczech - jednak jeszcze w piątek wynosiła 0,45%. Niezwykle ciekawy przebieg miały na początku ubiegłego tygodnia notowania portugalskiego długu, który wyraźnie zyskiwał na wartości w reakcji na weekendową decyzję agencji Standard and Poor's, która podniosła rating kraju do poziomu BBB- tj. inwestycyjnego z wcześniejszego BB+. Perspektywa ratingu jest stabilna. W reakcji dochodowość 10-latek portugalskich błyskawicznie zmalała z poziomu 2,85% przed dwoma tygodniami do 2,37% w środę.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/USD	↓	Z punktu widzenia danych makro istotne dla eurodolara w tym tygodniu będzie finalny odczyt danych o PKB w drugim kwartale w USA oraz inflacja PCE za sierpień, które kanatem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych będą oddziaływać na wycenę dolara. Uzupełnieniem będzie szereg wystąpień przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego i Fed.
10Y DE (%)	↓	Sentyment do Bunda uzależniony będzie od rynkowego sentymentu. Ten z kolei pozostaje umiarkowanie niesprzyjający po wynikach wyborów parlamentarnych w Niemczech, gdzie skrajna prawica zdobyła trzecie miejsce, a odtworzenie koalicji z poprzedniej kadencji będzie niemożliwe z uwagi na ogłoszone przez SPD przejście do opozycji.
10Y US (%)	↑	Podobnie jak i w przypadku dolara, tak i wycena UST uzależniona będzie od publikowanych danych makro ze Stanów Zjednoczonych. W przypadku gdyby okazały się one optymistyczne dochodowość wzdłuż całej amerykańskiej krzywej może kontynuować niedawne umiarkowane zwężki.

Kurs EUR/PLN

Analiza techniczna

- Kurs EUR/PLN porusza się w ramach średnioterminowego trendu rosnącego z docelowym poziomem 4,31,
- Od dołu notowania zabezpieczane są przez 100-dniową średnią ruchomą tj. poziomu 4,2531,
- Wskaźnik RSI nie tworzy dywergencji pomiędzy notowaniami, ponadto zawrócił z zakresu wykupienia rynku,
- MACD również nie generuje sygnałów transakcyjnych złotego.

Wsparcie/Opór	
O2	4,3350
O1	4,3100
W1	4,2531
W2	4,2387



Źródło: Reuters; interwał dzienny

Kurs USD/PLN

Analiza techniczna

- Notowania pary USD/PLN ustabilizowały się wokół wielomiesięcznego minimum,
- Wskaźnik RSI porusza się blisko neutralnej strefy nie generując sygnałów transakcyjnych,
- Poziom 3,6743 zyskuje na wartości jako opór przed wyższą z uwagi na bliskość 100-dniowej średniej ruchomej.

Wsparcie/Opór	
O2	3,6743
O1	3,6250
W1	3,5656
W2	3,5120



Źródło: Reuters; interwał dzienny

Kurs EUR/USD

Analiza techniczna

- Kurs EUR/USD porusza się w ramach formacji trójkąta,
- Wskaźnik RSI natomiast tworzy dywergencję z notowaniami, co wskazuje na nadchodzącą przecenę złotego,
- Oscylator stochastyczny już wygenerował sygnał sprzedaży euro,
- Notowania poruszają się wyraźnie powyżej długoterminowej średniej oraz powyżej chmury Ichimoku,
- Poziom 1,1880 dotychczas skutecznie zabezpieczał eurodolara przed spadkiem.

Wsparcie/Opór	
O2	1,2373
O1	1,2116
W1	1,1880
W2	1,1628



Źródło: Reuters; interwał dzienny

DANE I PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17*
Produkcja przemysłowa (r/r)	2,1	9,1	1,1	11,1	-0,6	9,2	4,4	6,2	8,8
dane odsezonowane	4,4	4,3	4,9	7,9	4,1	6,6	6,4	7,0	8,1
Produkcja budowlana (r/r)	-8,0	2,1	-5,3	17,2	4,3	8,4	11,6	19,8	23,5
dane odsezonowane	-7,7	-3,4	-2,7	9,9	8,2	6,7	14,1	17,6	22,6
Zatrudnienie w sek. przeds. (r/r)	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6
Place w sek. przeds. (r/r)	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6
Stopa bezrobocia	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,1	7,1	7,0
Saldo CA (mln EUR)	-219	2342	-599	-529	-160	-298	-932	-878	
CPI (r/r)	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8
Inflacja bazowa (r/r)	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
PPI (r/r)	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0
Podaż pieniądza M3 % (r/r)	9,6	8,5	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,5
Stopa referencyjna	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
WIBOR 3M	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacja 2-letnia	2,04	2,19	2,22	2,00	1,99	1,92	1,91	1,84	1,72
Obligacja 5-letnia	2,89	3,17	3,13	2,92	2,90	2,66	2,65	2,73	2,62
Obligacja 10-letnia	3,63	3,89	3,82	3,51	3,43	3,24	3,33	3,37	3,29
EUR/PLN	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25
USD/PLN	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57
EUR/USD	1,05	1,08	1,06	1,06	1,09	1,12	1,14	1,18	1,19

Dane i prognozy kwartalne

	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	2017*
PKB (% r/r)	3,0	2,4	2,5	2,7	4,0	3,9	3,8
Stopa bezrobocia (%)	8,7	8,3	8,3	8,3	8,1	7,1	7,1
Inflacja (% r/r) **	-0,9	-0,8	0,2	-0,6	2,0	1,8	1,8
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Obligacja 2-letnia (%)	1,66	1,77	2,04□	2,04□	2,00□	1,91□	2,10
Obligacja 5-letnia (%)	2,24	2,35	2,89□	2,89□	2,92	2,65□	3,20
Obligacja 10-letnia (%)	2,91	2,92	3,63□	3,63□	3,51□	3,33□	3,60
USD/PLN	3,94	3,82	4,18	4,18	3,97	3,70	3,70
EUR/PLN	4,38	4,29	4,40	4,40	4,23	4,23	4,25

* prognozy i szacunki Banku Millennium SA ** średnio w okresie

Źródło: GUS, NBP, Reuters, Datastream, Bank Millennium SA

Kalendarium

Data	Godz.	Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus (prognoza Millennium)
09/22	09:30	Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Wrzesień	59.3	60.6	59.0
09/22	09:30	Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Wrzesień	53.5	55.6	53.7
09/22	10:00	Stopa bezrobocia	Polska	Sierpień	7.1%	7.0%	7.0%
09/22	10:00	Wstępny PMI w przemyśle	EU	Wrzesień	57.4	58.2	57.2
09/22	10:00	Wstępny PMI w usługach	EU	Wrzesień	54.7	55.6	54.8
09/22	14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Sierpień	5.0%	5.5%	5.2%
09/22	15:45	Wstępny PMI w przemyśle	USA	Wrzesień	52.8	53.0	53.0
09/22	15:45	Wstępny PMI w usługach	USA	Wrzesień	56.0	55.1	55.7
09/25	10:00	IFO	Niemcy	Wrzesień	115.7	115.2	116.0
09/26	15:00	Indeks CaseShiller r/r NSA	USA	Lipiec	5.65%		
09/26	16:00	Sprzedaż nowych domów	USA	Sierpień	571k		590k
09/26	16:00	Indeks nastrojów konsumenckich	USA	Wrzesień	122.9		119.5
09/27	10:00	Podaż pieniądza M3 r/r	EU	Sierpień	4.5%		4.6%
09/27	13:00	Liczba podań o kredyt hipoteczny MBA	USA	Wrzesień	-9.7%		
09/27	14:30	Zamówienia na dobra trwałe	USA	Sierpień	-6.8%		0.9%
09/27	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym m/m	USA	Sierpień	-0.8%		-0.3%
09/28	14:00	Inflacja CPI r/r	Niemcy	Wrzesień	1.8%		1.8%
09/28	14:30	PKB Annualized q/q	USA	2Q	3.0%		3.1%
09/28	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA	Wrzesień	259k		
09/29	08:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Niemcy	Sierpień	2.7%		3.3%
09/29	11:00	Szacunek inflacji r/r	EU	Wrzesień	1.5%		1.6%
09/29	11:00	Inflacja bazowa r/r	EU	Wrzesień	1.2%		1.2%
09/29	14:00	Inflacja CPI r/r	Polska	Wrzesień	1.8%		
09/29	14:30	Dochody osobiste	USA	Sierpień	0.4%		0.3%
09/29	14:30	Wydatki osobiste	USA	Sierpień	0.3%		0.1%
09/29	14:30	PCE Deflator r/r	USA	Sierpień	1.4%		1.5%
09/29	14:30	PCE Core r/r	USA	Sierpień	1.4%		1.4%
09/29	16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Wrzesień	95.3		95.2
10/02	09:00	PMI w przemyśle	Polska	Wrzesień	52.5		
10/02	09:55	PMI w przemyśle	Niemcy	Wrzesień	60.6		
10/02	10:00	PMI w przemyśle	EU	Wrzesień	58.2		
10/02	11:00	Stopa bezrobocia	EU	Sierpień	9.1%		
10/02	15:45	PMI w przemyśle	USA	Wrzesień			
10/02	16:00	ISM w przemyśle	USA	Wrzesień	58.8		
10/02	16:00	ISM New Orders	USA	Wrzesień	60.3		

Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, Bank Millennium S.A.