

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

## Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Polityka nie opuszcza rynków. Nowy tydzień rozpoczyna się od wyników przedterminowych wyborów parlamentarnych w Japonii, które wskazują partię dotychczasowego premiera S.Abe jako zwycięzcę. W reakcji jen - z uwagi na prawdopodobne wzmocnienie łagodnej polityki pieniężnej - osłabił się w relacji do głównych walut, a japońska giełda zwyżkowała do najwyższego od dwóch dekad poziomu. W sobotę natomiast hiszpański rząd ogłosił, że zawiesi autonomię Katalonii, a reakcja władz regionu może wywołać zawirowania na rynkach w tym tygodniu. Co więcej w niedzielę odbyło się referendum w dwóch włoskich regionach (Lombardii i Wenecji), w którym miażdżąca większość głosujących opowiedziała się za zwiększeniem starań o autonomię fiskalną i większą niezależność od władz centralnych w Rzymie. Do wydarzeń politycznych zaliczyć można także prawdopodobny w tym tygodniu wybór prezesa Fed przez D.Trumpa. Z punktu widzenia wydarzeń stricte ekonomicznych bieżący tydzień to przede wszystkim posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, na którym - zgodnie z wcześniejszymi obietnicami M.Draghiego - zapasć ma większość decyzji dotyczących ograniczania programu QE. Dla złotego poniedziałek rozpoczyna się od reakcji na weekendowe pochwały agencji Standard and Poor's dotyczących koniunktury w Polsce. Dominujący wpływ sentymentu globalnego sprawia jednak, że w dalszej części tygodnia kurs EUR/PLN może nieznacznie zwyżkować.

## Wydarzenia tygodnia

### Dane z gospodarki potwierdzają przyspieszenie wzrostu w 3Q

Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała we wrześniu do 4,3% r/r z 8,8% r/r w sierpniu, w dużej mierze ze względu na mniejszą liczbę dni roboczych. W całym 3Q natomiast produkcja wzrosła o średnio 6,4% r/r wobec 4,3% r/r w 2Q. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła zaś we wrześniu o 15,5% r/r z 23,5% r/r miesiąc wcześniej, zaś w całym 3Q wzrost przyspieszył do 19,6% r/r z 8,1% r/r w 2Q, wskazując na wyraźne ożywienie inwestycji budowlanych. Dynamicznie rośnie wciąż konsumpcja prywatna. Sprzedaż detaliczna wzrosła we wrześniu w ujęciu realnym o 7,5% r/r wobec 6,9% r/r w sierpniu. Podobnie jak w poprzednich miesiącach jej zwyczajki miały szeroki zakres i objęły wszystkie kategorie sprzedaży. W całym 3Q sprzedaż była o 7,1% r/r z 6,6% r/r, co potwierdza, iż popyt konsumpcyjny pozostaje głównym motorem wzrostu gospodarki. Zestaw danych za wrzesień potwierdza dobrą koniunkturę w gospodarce w całym 3Q i wspiera nasz szacunek PKB w tym okresie na poziomie 4,7%. W kolejnych kwartałach oczekujemy wyhamowania rocznej dynamiki PKB, jednak luka popytowa pozostanie dodatnia, co będzie przekładało się na stopniowe nasilenie procesów inflacyjnych.

### Rating Polski bez zmian

Agencja S&P potwierdziła długoterminowy rating Polski w walucie obcej na poziomie "BBB+" z stabilną perspektywę ratingu. Zdaniem agencji wzrost PKB w Polsce do 2021 r. przewyższać będzie potencjalne tempo wzrostu gospodarczego, co w dużym stopniu wspierane będzie przez napływ środków unijnych. Zdaniem agencji rozważane zmiany w systemie sądownictwa oraz w systemie edukacji mogą jedynie w niewielkim stopniu wpływać na kondycję gospodarki w średnim terminie. Agencja zwróciła uwagę, że rating może zostać podniesiony, jeśli deficyt na rachunku obrotów bieżących pozostanie niewielki oraz nastąpi trwała obniżka zadłużenia netto oraz ograniczenie wydatków na obsługę zadłużenia, lub też polityka budżetowa ulegnie zmianie w celu przygotowania się na negatywne skutki zmian demograficznych.

## Ubiegły tydzień na rynkach finansowych

Na początku minionego tygodnia kurs EUR/PLN dotarł do najniższego od 21 lipca, tj. dnia, gdy polskie aktywa nerwowo zareagowały na forsowane przez rząd zmiany w sądownictwie, poziomu 4,22. W kolejnych dniach natomiast notowania przeszły w tryb horyzontalny, w którym pozostają do teraz.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2330	-0,3%
USD/PLN	3,6033	0,2%
CHF/PLN	3,6549	-0,9%
EUR/USD	1,1748	-0,5%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,71	1
5Y	2,70	7
10Y	3,39	11

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	2,03	5
5Y	2,51	9
10Y	2,99	11

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,44	4
US 10Y	2,39	10

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG 30	2836,8	-2,4
S&P 500	2575,2	0,9
Nikkei 225	21696,7	2,1

Źródło: Reuters

Dane z dnia dzisiejszego godz. 9.00 i zmiany tygodniowe

## Gospodarka polska

## Dane o produkcji przemysłowej pod wpływem czynnika kalendarzowego

Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała we wrześniu do 4,3% r/r z 8,8% r/r w sierpniu, co było wynikiem bliskim naszym oczekiwaniom. Niższy wzrost produkcji to w dużej mierze efekt mniejszej liczby dni roboczych, choć wyhamowała też dynamika produkcji po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych, która we wrześniu wyniosła 6,9% r/r wobec 8,1% r/r miesiąc wcześniej. W całym 3Q produkcja wzrosła o średnio 6,4% r/r wobec 4,3% r/r w 2Q. Zwyżki produkcji wciąż miały szeroki zakres i objęły 29 spośród 34 branż, wobec 30 branż w sierpniu. Wskaźniki koniunktury w Polsce, a także u naszych głównych partnerów handlowych sugerują utrzymanie się dobrej koniunktury w przemyśle w kolejnych miesiącach.

## Produkcja budowlana potwierdza ożywienie inwestycji

Dynamika produkcji budowlano-montażowej wyhamowała we wrześniu do 15,5% r/r z 23,5% r/r miesiąc wcześniej. Także w tym wypadku negatywnie działał czynnik sezonowy, a eliminując jego wpływ wzrost wyniósł 17,9% r/r wobec 22,6% miesiąc wcześniej. W całym 3Q natomiast produkcja budowlana wzrosła o 19,6% r/r wobec 8,1% r/r w 2Q. Oznacza to wyraźne ożywienie inwestycji budowlanych oraz przyspieszenie wartości dodanej w budownictwie. Wciąż najsilniej rośnie produkcja firm specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej (+21,8% r/r), co potwierdza wyraźne odbicie inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków unijnych.

## Konsumpcja prywatna pozostaje mocna

Sprzedaż detaliczna wzrosła we wrześniu w ujęciu realnym o 7,5% r/r wobec 6,9% r/r w sierpniu. Podobnie jak w poprzednich miesiącach jej zwyżki miały szeroki zakres i objęły wszystkie kategorie sprzedaży. W całym 3Q sprzedaż była o 7,1% r/r z 6,6% r/r, co potwierdza, iż popyt konsumpcyjny pozostaje głównym motorem wzrostu gospodarki, wspierany przez rosnące dochody realne, a także optymistyczne nastroje gospodarstw domowych. Zestaw danych za wrzesień potwierdza dobrą koniunkturę w gospodarce w całym 3Q i wspiera nasz szacunek PKB w tym okresie na poziomie 4,7%. W kolejnych kwartałach oczekujemy wyhamowania rocznej dynamiki PKB, jednak luka popytowa pozostaje dodatnia, co będzie przekładało się na stopniowe nasilenie 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.

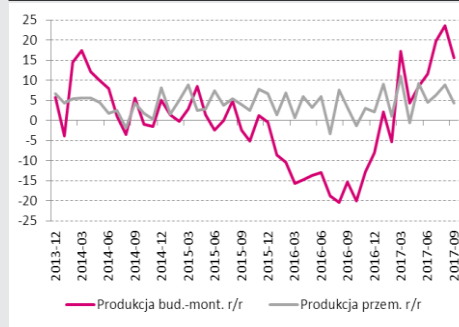
## Wyhamowanie dynamiki zatrudnienia we wrześniu

Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nieznacznie wyhamowała we wrześniu do 4,5% r/r z 4,6% r/r w sierpniu, co było wynikiem zgodnym z naszymi oczekiwaniami. W samym wrześniu liczba etatów wzrosła o 5,2 tys. i nie licząc jednostkowych miesięcy (m.in. maj 2017, sierpień 2016, grudzień 2015), wzrostowy trend zatrudnienia utrzymuje się od kwietnia 2013r. Sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, choć biorąc pod uwagę spadającą podaż pracy i nasilające się problemy ze znalezieniem pracowników, jego dynamika będzie wyhamowywała. Wskazali też na to sami przedsiębiorcy z przetwórstwa przemysłowego w ramach badania PMI, z którego wynikała stagnacja zatrudnienia, która zakończyła 49-miesięczny nieprzerwany okres tworzenia nowych miejsc pracy. Sytuacja na rynku pracy pozostanie korzystana, choć dynamika zatrudniania powinna stopniowo wyhamowywać.

## Presja płacowa, przejściowo, wyhamowała

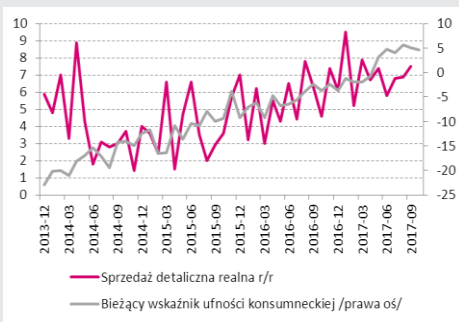
Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu obniżyła się do 6,0% r/r z 6,6% r/r w sierpniu, co było wynikiem zgodnym z naszymi oczekiwaniami. To efekt ustąpienia wpływu przesunięć w wyplatach premii w górnictwie, co podwyższyło statystyki płac w sierpniu. Z tego też powodu miesięczne dane o płacach podlegają silnym wahaniom. Ogólna presja na wzrost płac będzie się stopniowo nasilać, ze względu na narastające napięcia na rynku pracy. Nie spodziewamy się jednak gwałtownego wysoku dynamiki wynagrodzeń, gdyż przedsiębiorcy wskazują na

## Produkcja przemysłowa i budowlana [% r/r]



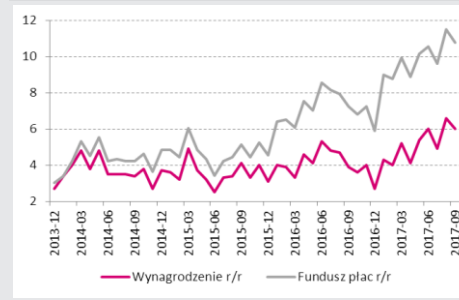
Źródło: Datastream

## Sprzedaż detaliczna [% r/r] i nastroje konsum.



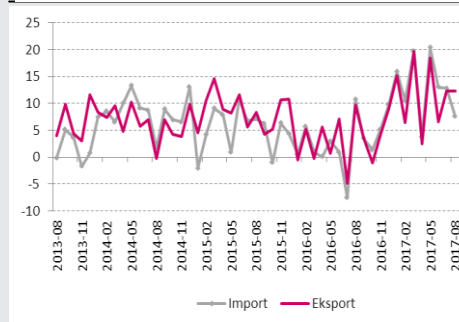
Źródło: Datastream

## Dynamika płac i funduszu płac [% r/r]



Źródło: Datastream

## Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Źródło: Datastream

umiarkowaną skalę podwyżek. Opublikowane dane nie zmieniają naszych oczekiwań co do stóp procentowych. Rosnące dochody gospodarstw domowych (fundusz płac wzrósł we wrześniu nominalnie o 10,8% r/r) będą wspierały konsumpcję i wzrost gospodarczy, a także stopniowe narastanie presji inflacyjnej. Stopy procentowe powinny być w miesiącach utrzymane na obecnym poziomie, jednak oczekujemy stopniowego zaostrzenia retoryki części członków RPP. Podtrzymujemy też nasz scenariusz zakładający podwyżkę stóp w drugiej połowie przyszłego roku.

## Spadek deficytu obrotów bieżących

Bilans obrotów bieżących zamknął się w sierpniu deficytem wartości 100 mln EUR wobec zrewidowanego w dół deficytu w lipcu na 491 mln EUR. Konsensus rynkowy natomiast wskazywał na deficyt wartości 712 mln EUR. Lepszy oczekiwań wynik to efekt nadwyżki w handlu towarami, a także niższego deficytu na rachunku dochodów pierwotnych, głównie ze względu na większy napływ środków unijnych i mniejsze wypłaty dochodów dla inwestorów zagranicznych. Dane dotyczące wymiany handlowej potwierdzają korzystny wpływ dobrej koniunktury globalnej na polski eksport, w szczególności bardzo dobrej kondycji niemieckiego przemysłu. W sierpniu dynamika eksportu wyniosła 12,3% r/r wobec wzrostu o 12,4% r/r w lipcu. Na rosnący portfel zamówień eksportowych wskazywali sami przedsiębiorcy w ramach badania PMI, w którym subindeks zamówień eksportowych wskazał na ich wzrost najszybszy od stycznia br. Wyhamowała dynamika importu, który był o 7,6% wyższy niż przed rokiem wobec wzrostu o 12,8% w lipcu. W rezultacie saldo handlowe zamknęło się nadwyżką wartości 298 mln EUR wobec deficytu 241 mln EUR w lipcu. Nadwyżka na rachunku usług nieco się obniżyła w stosunku do poprzedniego miesiąca jednak, ma to w dużej mierze charakter sezonowy. Niższy deficyt na rachunku dochodów pierwotnych wiąże się z napływem środków z UE, a także mniejszymi wypłatami dochodów dla inwestorów zagranicznych. Dane bilansu płatniczego wpisują się w obraz stabilności zewnętrznej polskiej gospodarki. W perspektywie kolejnych kwartałów oczekujemy stopniowego wzrostu deficytu obrotów bieżących, jednak w dalszym ciągu będzie on pozostawał na niskich poziomach, nie zagrażających stabilności gospodarki.

## Rating Polski bez zmian

Agencja S&P potwierdziła długoterminowy rating Polski w walucie obcej na poziomie "BBB+ z stabilną perspektywę ratingu. Zdaniem agencji wzrost PKB w Polsce do 2021 r. przewyższać będzie potencjalne tempo wzrostu gospodarczego, co w dużym stopniu wspierane będzie przez napływ środków unijnych. Agencja S&P jako negatywne dla długoterminowej kondycji finansów publicznych ocenia odwrócenie reformy podwyższającej wiek emerytalny, mając na uwadze pogarszający się profil demograficzny Polski. Zdaniem agencji rozważane zmiany w systemie sądownictwa oraz w systemie edukacji mogą jedynie w niewielkim stopniu wpływać na kondycję gospodarki w średnim terminie. Agencja zwróciła uwagę, że rating może zostać podniesiony, jeśli deficyt na rachunku obrotów bieżących pozostanie niewielki oraz nastąpi trwała obniżka zadłużenia netto oraz ograniczenie wydatków na obsługę zadłużenia, lub też polityka budżetowa ulegnie zmianie w celu przygotowania się na negatywne skutki zmian demograficznych. Z drugiej strony jego obniżka byłaby możliwa, jeśli finanse publiczne pogorszyłyby się bardziej niż scenariusz bazowy agencji lub jeśli doszłoby osłabienia niezależności NBP. Komunikat wskazuje, że w najbliższym czasie rating agencji S&P powinien być utrzymany na obecnym poziomie.

## Koniunktura pozostaje dobra

Według badania koniunktury przeprowadzonego przez NBP kondycja sektora przedsiębiorstw w 3Q była dobra, a perspektywy sprzedaży i produkcji na 4Q pozostają optymistycznie. Nieznacznie w dół skorygowane natomiast zostały prognozy w horyzoncie rocznym. Wśród czynników ograniczających optymizm w średnim okresie wymieniane są rosnące koszty produkcji, niedobór pracowników, a także zmieniające się otoczenie fiskalno-legislacyjne powodujące wzrost niepewności co do rozmiarów przyszłych obciążeń podatkowych, administracyjnych i sprawozdawczych. Z badań NBP wynika, że plany rozbudowy i rozwoju na 3 i 4Q kształtują się wciąż na historycznie niskich poziomach, pomimo rosnącego wykorzystania zdolności produkcyjnych, korzystnych warunków popytowych i niskiej ceny kredytu. Wśród powodów powstrzymywania się od inwestowania podawane są najczęściej te same powody, które blokują działalność bieżącą - zmieniające się i niekorzystne z punktu widzenia przedsiębiorstw otoczenie fiskalno-legislacyjne, rosnące koszty pracy.

## **Prof. Osiatyński o polityce pieniężnej**

Prof. J. Osiatyński powiedział, że jest zaniepokojony presją płacową i jeśli ona będzie się dalej utrzymywać, bo biorąc pod uwagę o okresie oddziaływania RPP, być może decyzję o podwyżce stóp trzeba będzie podjąć wcześniej niż w 4Q 2018. Dodając przy tym, że więcej w tym zakresie będzie można powiedzieć w listopadzie, po opublikowaniu nowej projekcji inflacyjnej. Jest to kolejna wypowiedź członka RPP, która wskazuje na możliwość podwyżki stóp w przyszłym roku. Przypomnijmy, że prezes Glapiński w ostatnich miesiącach podtrzymuje scenariusz stabilizacji stóp w tym i w przyszłym roku, jednak w naszej ocenie wzrost inflacji, w następstwie m.in. rosnących płac, skłonić może RPP do podwyżki stóp w drugiej połowie przyszłego roku.

## Gospodarki zagraniczne

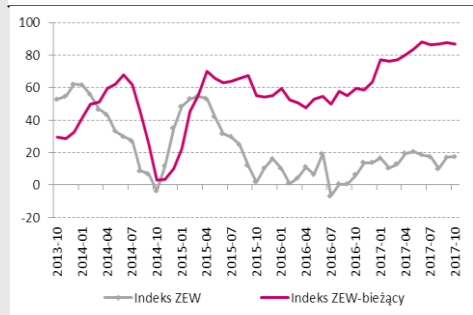
### Poprawa na amerykańskim rynku pracy

Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu w USA spadła o 22 tys. do 222 tys. z 244 tys. tydzień wcześniej. To wynik wyraźnie lepszy od konsensusu rynkowego na poziomie 240 tys. To najniższy odczyt tych danych od lutego 1973r. Potwierdza to bardzo korzystny obraz amerykańskiego rynku pracy i przejściowy charakter zaburzeń we wrześniu, spowodowanych skutkami huraganów.

### Nieco słabszy od oczekiwań indeksu ZEW

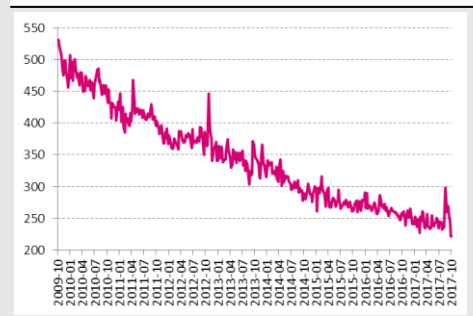
Indeks ZEW odzwierciedlający zaufanie niemieckich analityków i inwestorów instytucjonalnych zwiększył się w październiku do 17,6 pkt. z 17,0 pkt. miesiąc wcześniej, choć jego odczyt był niższy niż oczekiwania rynkowe na poziomie 20,0 pkt. Indeks ocen bieżącej sytuacji natomiast wyniósł 87,0 pkt. wobec 87,9 pkt. w poprzednim miesiącu i oczekiwanych 88,5 pkt.

Indeks ZEW [pkt.]



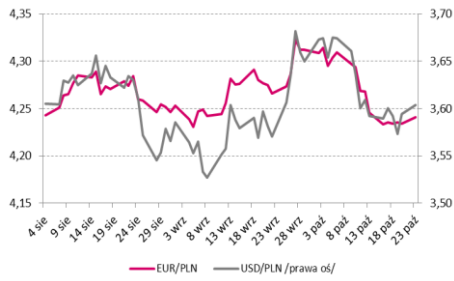
Źródło: Macrobond

Liczba nowych bezrobotnych w USA [tys.]



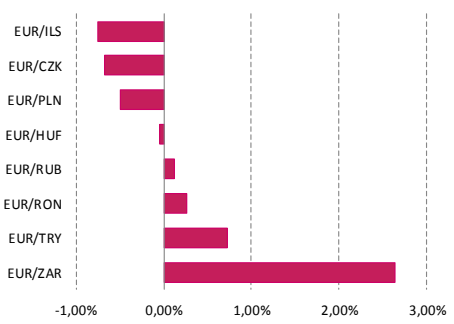
Źródło: Macrobond

## Kurs EUR/PLN i USD/PLN



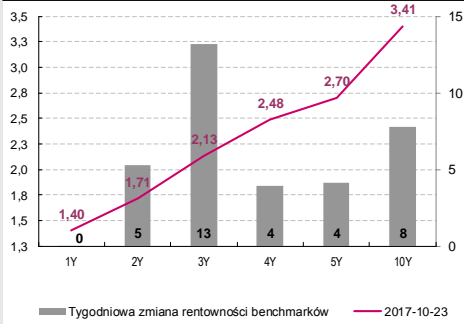
Źródło: Reuters

## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



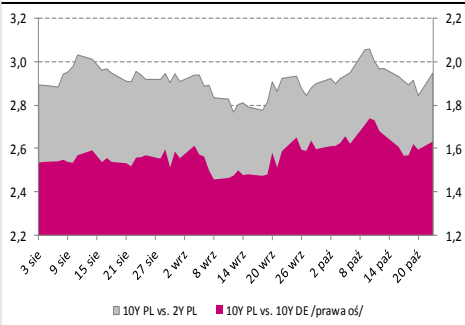
Źródło: Reuters

## Rentowności obligacji krajowych [%]



Źródło: Reuters

## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW



Źródło: Reuters

## Rynek krajowy - FX i stopa procentowa

### Rynek walutowy - PLN

Na początku minionego tygodnia kurs EUR/PLN dotarł do najniższego od 21 lipca, tj. dnia, gdy polskie aktywa nerwowo zareagowały na forsowane przez rząd zmiany w sądownictwie, poziomu 4,22. W kolejnych dniach natomiast notowania przeszły w tryb horyzontalny, w którym pozostają do teraz. W ubiegłym tygodniu wsparciem dla złotego nie okazał się między innymi rozbudowany zestaw danych z polskiej gospodarki wskazujący na wyraźne przyspieszenie wzrostu PKB w trzecim kwartale - w naszej ocenie do 4,7% r/r. Kurs EUR/PLN utrzymywał się w pobliżu 3-miesięcznego minimum, co w połączeniu ze wzrostem pary EUR/CHF skutkowało zniżką notowań CHF/PLN do najniższego poziomu od 22 miesięcy tj. 3,6412. Stabilizacji sprzyjało relatywnie ubogie kalendarium danych makro i oczekiwanie na wydarzenia weekendowe tj. decyzję agencji Standard and Poor's w sprawie ratingu Polski oraz nadzwyczajne posiedzenie hiszpańskiego rządu, na którym władze miały zdecydować, jakie środki powinny zostać przyjęte w celu zawieszenia politycznej autonomii Katalonii.

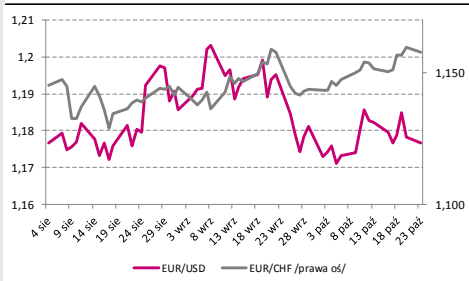
### Obligacje PL

Wyraźne wystromienie krzywej to obraz ubiegłotygodniowych zmian na rynku SPW. Dochodowość 10-latk wzrosła - w ślad za rynkami bazowymi - o 11 bps do 3,39%, podczas gdy krótki koniec krzywej koncentrował się wokół 1,71%. Wyraźnie wzrosły także stawki kontraktów IRS. Źródłem zmian były dwie wypowiedzi przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej, które kontrastowały od poprzedniej retoryki tychże członków, stąd wywołały reakcję rynku. J.Kropiwnicki przyznał, że stopy procentowe powinny pozostać bez zmian do połowy 2018 roku i widzi niebezpieczeństwo narastania presji inflacyjnej wywołanej eskalacją żądań płacowych na tle dobrej sytuacji budżetu. Z kolei J. Osiatyński stwierdził, że jest zaniepokojony presją płacową, która jeśli będzie się utrzymywać, to może skutkować decyzją o podwyżce stóp wcześniej niż jest to komunikowane obecnie. W efekcie wyraźnie wzrosła dochodowość obligacji wzdłuż całej krzywej.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

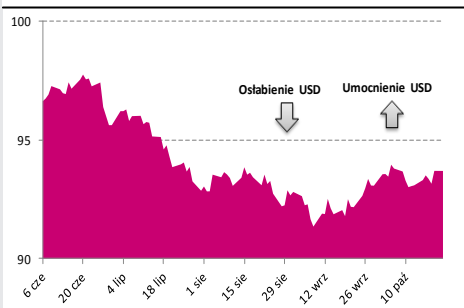
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	W naszej ocenie potencjał do aprecjacji złotego jest niewielki i ograniczony poziomem 4,22. Jego złamanie wiązałoby się w naszej ocenie z utrzymaniem wyraźnie łagodnej postawy Europejskiego Banku Centralnego oraz wyborem J.Yellen na kolejną kadencję. Najbardziej prawdopodobny w naszym scenariuszu jest natomiast powrót kurs EUR/PLN na nieco wyższe poziomy.
USD/PLN	↑	Dla notowań pary USD/PLN - poza zachowaniem złotego - istotna będzie także sytuacja na rynku eurodolara. W tym kontekście kluczowa nadal może okazać się polityka związana z wydarzeniami w Hiszpanii, USA, Włoszech, Japonii.
PL 10Y (%)	↑	Notowania polskich obligacji pozostaną wrażliwe na czynniki zewnętrzne, które w naszej ocenie pozostaną niesprzyjające wycenie SPW. Sytuacja techniczna sugeruje kontynuację dalszej zwyżki dochodowości.

## Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



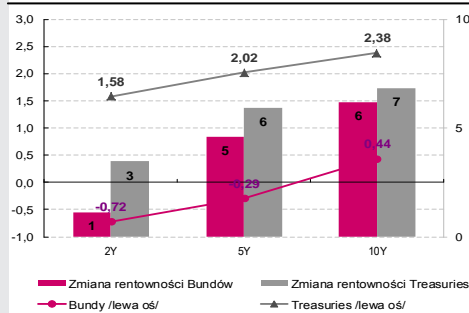
Źródło: Reuters

## Notowania indeksu dolarowego



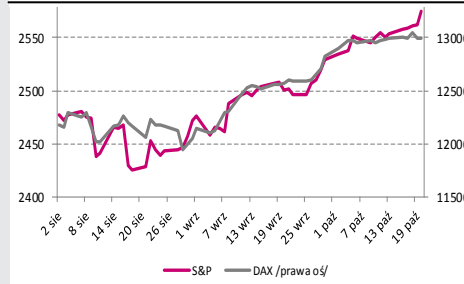
Źródło: Reuters

## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Reuters

## Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Reuters

## Rynki bazowe - FX i stopa procentowa

### Rynek walutowy

Na rynkach globalnych nowy tydzień rozpoczął się od niewielkiej przeceny euro z uwagi na ponowny w nieodległym czasie wzrost ryzyka politycznego w Europie. W wyborach parlamentarnych w Austrii zwyciężyła prawicowa Austriacka Partia Ludowa, która swój program oparła między innymi na krytyce polityki imigracyjnej, co w szerszym kontekście oznacza, że w ramach Unii Europejskiej Niemcy mogą stracić jednego z kluczowych sojuszników. Niewykluczone również, iż w Austrii zostanie stworzona koalicja z populistyczną Partią Wolności, co jeszcze silniej akcentowałoby narastające w całej Europie antysystemowe hasła. W rezultacie notowania eurodolara koncentrowały się wokół poziomu 1,750. Przed większą zmiennością kurs EUR/USD chroniło oczekiwanie na jedno z najważniejszych - obok posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego - wydarzeń tego miesiąca tj. wybór nowego szefa Fed.

### Obligacje bazowe

Za większość ubiegłotygodniowych zmian na rynku obligacji bazowych odpowiadała piątkowa sesja, podczas której dochodowość Bunda i UST wyraźnie wzrosła. Tylko 10-letnia USA zwiększyła podczas ostatniej sesji o 7 bps do poziomu 2,39% wobec 10 bps wzrostu w skali całego zakończonego tygodnia. Piątkowy wzrost dochodowości Bunda o 6 bps do 0,44% sprawił natomiast, że cały omawiany tydzień zakończył się wyższą rentowności niemieckiej obligacji. Taniejące papiery to między innymi efekt wyjątkowego zainteresowania bardziej ryzykownymi aktywami tj. giełdą. Indeksy DowJones oraz S&P ustanowiły nowe, historyczne maksima.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/USD	↓	W naszej ocenie posiedzenie EBC i możliwa nominacja prezesa Fed będą wydarzeniami, które powinny sprzyjać aprecjacji dolara. Dodatkowo obciążeniem dla wyceny euro będą wydarzenia polityczne w Europie, w szczególności te związane z sytuacją w Hiszpanii.
10Y DE (%)	↑	Sentyment do Bunda uzależniony będzie od wydarzeń chociażby w Hiszpanii oraz oczekiwań na podwyżkę stóp procentowych w USA kształtowanych przez możliwą nominację na prezesa Fed, znaczenie w tym kontekście będą miały ponadto wstępne dane o PKB za Q3 w USA.
10Y US (%)	↑	Wycena UST uzależniona będzie od zmieniającego się prawdopodobieństwa na podwyżki stóp procentowych w USA. Źródłem zmienności mogą okazać się ewentualne spekulacje na temat nowego szefa Fed.

## Kurs EUR/PLN

### Analiza techniczna

- Kurs EUR/PLN porusza się w ramach trendu horyzontalnego,
- Wskaźnik RSI wszedł w zakres wyprzedania rynku, co sugeruje ruch zwyżkowy pary EUR/PLN,
- Argumentem za zwyżką jest także siła poziomu 4,22 na której w ubiegłym tygodniu spadki się zatrzymały,
- MACD natomiast oczekuje kontynuacji umocnienia złotego,
- Podobne wskazania generuje ponadto przecięcie się 14-dniowej średniej ruchomej ze 100-dniową średnią.

Wsparcie/Opór	
O2	4,2629
O1	4,2416
W1	4,2200
W2	4,2065



Źródło: Reuters; interwał dzienny

## Kurs USD/PLN

### Analiza techniczna

- Notowania pary USD/PLN pozostają blisko wielomiesięcznych minimów,
- Wskaźnik RSI nie generuje żadnych sygnałów transakcyjnych,
- Poziom 3,6647 wyznaczony przez 100-dniową średnią ruchomą stanowi natomiast silną barierę chroniącą przed ewentualną zwyżką.

Wsparcie/Opór	
O2	3,6647
O1	3,6250
W1	3,5656
W2	3,5454



Źródło: Reuters; interwał dzienny

## Kurs EUR/USD

### Analiza techniczna

- Kurs EUR/USD porusza się w ramach formacji trójkąta,
- Poziom 1,1729 okazał się jednak dwukrotnie zbyt silną barierą, by kontynuować zniżkę,
- Wskaźnik RSI porusza się w neutralnej części i nie tworzy sygnałów,
- Oscylator stochastyczny natomiast utrzymuje sygnał kupna dolara,
- Notowania pozostają w zakresie chmury Ichimoku,
- Poziom 1,1648 jest najbliższym poziomem oporu przed spadkiem.

Wsparcie/Opór	
O2	1,2116
O1	1,1880
W1	1,1648
W2	1,1558



Źródło: Reuters; interwał dzienny



## DANE I PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17*
<b>Produkcja przemysłowa (r/r)</b>	9,1	1,1	11,1	-0,6	9,2	4,4	6,2	8,8	4,5
dane odsezonowane	4,3	4,9	7,9	4,1	6,6	6,4	7,0	8,1	6,9
<b>Produkcja budowlana (r/r)</b>	2,1	-5,3	17,2	4,3	8,4	11,6	19,8	23,5	17,9
dane odsezonowane	-3,4	-2,7	9,9	8,2	6,7	14,1	17,6	22,6	17,9
<b>Zatrudnienie w sek. przeds. (r/r)</b>	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5
<b>Place w sek. przeds. (r/r)</b>	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0
<b>Stopa bezrobocia</b>	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,1	7,1	7,0	7,0
<b>Saldo CA (mln EUR)</b>	2548	-514	-405	459	-297	-1114	-491	-100	
<b>CPI (r/r)</b>	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2
<b>Inflacja bazowa (r/r)</b>	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0
<b>PPI (r/r)</b>	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,0
<b>Podaż pieniądza M3 % (r/r)</b>	8,5	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,5	5,3
<b>Stopa referencyjna</b>	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
<b>WIBOR 1M</b>	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
<b>WIBOR 3M</b>	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
<b>Obligacja 2-letnia</b>	2,19	2,22	2,00	1,99	1,92	1,91	1,84	1,72	1,76
<b>Obligacja 5-letnia</b>	3,17	3,13	2,92	2,90	2,66	2,65	2,73	2,62	2,70
<b>Obligacja 10-letnia</b>	3,89	3,82	3,51	3,43	3,24	3,33	3,37	3,29	3,38
<b>EUR/PLN</b>	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31
<b>USD/PLN</b>	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65
<b>EUR/USD</b>	1,08	1,06	1,06	1,09	1,12	1,14	1,18	1,19	1,18

## Dane i prognozy kwartalne

	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	2017*
<b>PKB (% r/r)</b>	3,0	2,4	2,5	2,7	4,0	3,9	4,3
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>	8,7	8,3	8,3	8,3	8,1	7,1	7,0
<b>Inflacja (% r/r) **</b>	-0,9	-0,8	0,2	-0,6	2,0	1,8	1,9
<b>Stopa referencyjna (%)</b>	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
<b>Obligacja 2-letnia (%)</b>	1,66	1,77	2,04□	2,04□	2,00□	1,91□	1,90
<b>Obligacja 5-letnia (%)</b>	2,24	2,35	2,89□	2,89□	2,92	2,65□	2,90
<b>Obligacja 10-letnia (%)</b>	2,91	2,92	3,63□	3,63□	3,51□	3,33□	3,60
<b>USD/PLN</b>	3,94	3,82	4,18	4,18	3,97	3,70	3,70
<b>EUR/PLN</b>	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 Millenium)
10/20	08:00	Inflacja PPI r/r	Niemcy	Wrzesień	2.6%	3.1%	2.9%
10/20	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Wrzesień	5.35m	5.39m	5.30m
10/20		Decyzja S&P w sprawie ratingu	Polska				
<b>10/23</b>	<b>14:00</b>	<b>Podaż pieniądza M3 r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>5.5%</b>		<b>5.5% (5.3%)</b>
10/24	09:30	Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Październik	60.6		60.0
10/24	09:30	Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Październik	55.6		55.6
<b>10/24</b>	<b>10:00</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>Polska</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>7.0%</b>		<b>6.9% (7.0%)</b>
10/24	10:00	Wstępny PMI w przemyśle	EU	Październik	58.1		57.8
10/24	10:00	Wstępny PMI w usługach	EU	Październik	55.8		55.6
10/24	15:45	Wstępny PMI w przemyśle	USA	Październik	53.1		53.2
10/24	15:45	Wstępny PMI w usługach	USA	Październik	55.3		55.1
10/25	10:00	IFO	Niemcy	Październik	115.2		115.1
10/25	13:00	Liczba podań o kredyt hipoteczny MBA	USA	Październik	3.6%		
10/25	14:30	Zamówienia na dobra trwałe	USA	Wrzesień	2.0%		1.2%
10/25	16:00	Sprzedaż nowych domów m/m	USA	Wrzesień	-3.4%		-1.0%
10/26	10:00	Podaż pieniądza M3 r/r	EU	Wrzesień	5.0%		5.0%
<b>10/26</b>	<b>13:45</b>	<b>Decyzja w sprawie stóp procentowych</b>	<b>EU</b>	<b>Październik</b>	<b>0.000%</b>		<b>0.000%</b>
<b>10/26</b>	<b>14:00</b>	<b>Opis posiedzenia banku centralnego</b>	<b>Polska</b>				
10/26	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA	Październik	222k		235k
10/26	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym m/m	USA	Wrzesień	-2.6%		1.0%
10/27	14:30	PKB Annualized kw/kw	USA	3Q	3.1%		2.6%
10/27	16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Październik	101.1		101.0
10/27	11/03	Sprzedaż detaliczna r/r	Niemcy	Wrzesień	2.8%		3.0%
10/30	13:30	Dochody osobiste	USA	Wrzesień	0.2%		0.4%
10/30	13:30	Wydatki osobiste	USA	Wrzesień	0.1%		0.9%
10/30	13:30	Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Wrzesień	1.3%		
10/30	14:00	Inflacja CPI r/r	Niemcy	Październik	1.8%		

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