

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

20 listopada 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

Początek nowego tygodnia przynosi powrót ryzyka politycznego. Rynek, w szczególności wartość euro, dość nerwowo reaguje na zerwanie rozmów koalicyjnych w Niemczech, które sprawia, że przed kanclerz A.Merkel stoi trudny wybór utworzenia rządu mniejszościowego, bądź ogłoszenie przedterminowych wyborów. Niespokojnie jest także w Afryce. Rozpoczęty w ubiegłym tygodniu kryzys w Zimbabwie, gdy doszło do wojskowego zamachu stanu trwa. W weekend dość nieoczekiwanie prezydent R.Mugabe ogłosił, iż nie zamierza rezygnować, czym wywołał konsternację swoich przeciwników i być zwiększył niepewność, co do losów swojego kraju. Dla złotego oba wydarzenia są umiarkowanie niekorzystne. Czynnikiem stabilizującym ewentualną przeceną będą w dzisiejszy krajowy zestaw danych z polskiej gospodarki, który w naszej ocenie powinien pokazać szybsze tempo produkcji przemysłowej, czy sprzedaży detalicznej aniżeli konsensus. W dalszej części tygodnia uwaga inwestorów koncentrować się będzie na publikacji opisów z posiedzeń Fed i EBC.

## Wydarzenia tygodnia

### Solidne przyspieszenie wzrostu PKB w 3Q

Według wstępnego szacunku GUS wzrost gospodarczy w 3Q przyspieszył do 4,7% r/r z 4,0% r/r w 2Q. To najwyższy wzrost gospodarczy od 4Q 2011r. Dobrą kondycję gospodarki potwierdziły dane po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych, według których wzrost PKB w ujęciu kwartalnym wyniósł 1,1% wobec 0,9% kw/kw w 2Q. W rezultacie odsezonowany wzrost gospodarczy w ujęciu rocznym przyspieszył do 5,0% z 4,2% w 2Q br, co było trzecim najwyższym wynikiem w UE. Struktura wzrostu nie jest znana, jednak na podstawie danych wysokiej częstotliwości można wnioskować, że motorem wzrostu była konsumpcja prywatna, której dynamika była prawdopodobnie zbliżona do wyniku z 1Q, kiedy wyniosła 4,9% r/r. Przyspieszyły też inwestycje, których dynamika według naszych szacunków wyniosła ok. 4,5% r/r, głównie ze względu na odbudowę inwestycji infrastrukturalnych, co sugerują wyniki produkcji budowlano-montażowej. Wsparciem dla wzrostu w Polsce była także dobra koniunktura globalna, która wspierała wyniki eksportu. Na podstawie danych bilansu płatniczego szacujemy, iż eksport netto miał w 3Q dodatnią kontrybucję do wzrostu PKB. Polski eksport wspiera dobra koniunktura u naszego głównego partnera handlowego Niemiec, gdzie wzrost gospodarczy wyniósł 2,8% r/r w 3Q.

### Wyraźne przyspieszenie płac w październiku

Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w październiku wzrosła do 7,4% r/r z 6,0% r/r we wrześniu. Co prawda dane miesięczne mogą być zaburzone przez czynniki jednorazowej, jak przesunięcia w wypłatach bonusów lub podwyżek, to jednak ogólna presja na wzrost płac będzie się stopniowo nasilać, w ślad za nasilającymi się napięciami na rynku pracy. Opublikowane dane wspierają zwolenników podwyżek stop procentowych w przyszłym roku. Rosnące płace, a także inflacja będą źródłem dyskomfortu dla tych członków Rady, którzy deklarują obecnie chęć utrzymania rekordowo niskich stóp procentowych w tym i przyszłym roku.

## Ubiegły tydzień na rynkach finansowych

Początek ubiegłego tygodnia - zdominowany przez wydarzenia krajowe tj. publikację inflacji CPI i rachunku obrotów bieżących - zakończył się największym od trzech tygodni wzrostem notowań EUR/PLN. Ruch ten miał jednak charakter korekcyjny, po tym jak notowania dotarły wcześniej do dolnego ograniczenia trendu horyzontalnego, w którym kurs EUR/PLN porusza się od ponad miesiąca. W kolejnych dniach natomiast złoty zyskiwał na wartości - zawracając z poziomu 4,25. Źródłem aprecjacji były lepsze od konsensusu dane o PKB za trzeci kwartał w polskiej gospodarce, po których notowania obniżyły się do 4,2250.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2323	-0,1%
USD/PLN	3,5910	-1,2%
CHF/PLN	3,6297	-0,7%
EUR/USD	1,1787	1,1%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,63	-1
5Y	2,62	4
10Y	3,43	2

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	2,05	2
5Y	2,55	4
10Y	3,02	4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,36	-4
US 10Y	2,34	-4

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG 30	2809,6	-0,9
S&P 500	2578,9	-0,1
Nikkei 225	22261,8	-0,5

Źródło: Reuters

Dane z dnia dzisiejszego godz. 9.00 i zmiany tygodniowe

## Gospodarka polska

## Solidne przyspieszenie wzrostu PKB w 3Q

Według wstępnego szacunku GUS wzrost gospodarczy w 3Q przyspieszył do 4,7% r/r ze zrewidowanych w górę 4,0% r/r w 2Q, co było wynikiem zgodnym z naszym szacunkiem i nieco powyżej konsensusu rynkowego. To najwyższy wzrost gospodarczy d 4Q 2011r. Dobrą kondycję gospodarki potwierdziły dane po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych, według których wzrost PKB w ujęciu kwartalnym wyniósł 1,1% wobec 0,9% kw/kw w 2Q. W rezultacie odsezonowany wzrost gospodarczy w ujęciu rocznym przyspieszył do 5,0% z 4,2% w 2Q br, co było trzecim najwyższym wynikiem w UE. Struktura wzrostu nie jest znana, jednak na podstawie danych wysokiej częstotliwości można wnioskować, że motorem wzrostu była konsumpcja prywatna, której dynamika była prawdopodobnie zbliżona do wyniku z 1Q, kiedy wyniosła 4,9% r/r. Niezmiennie wsparciem dla konsumpcji pozostają rosnące dochody, pozytywne nastroje konsumentów, a także ujemne realne stopy procentowe. Przyspieszyły też inwestycje, których dynamika według naszych szacunków wyniosła ok. 4,5% r/r, głównie ze względu na odbudowę inwestycji infrastrukturalnych, co sugerują wyniki produkcji budowlano-montażowej. Wsparciem dla wzrostu w Polsce była także dobra koniunktura globalna, która wspierała wyniki eksportu. Na podstawie danych bilansu płatniczego szacujemy, iż eksport netto miał w 3Q dodatnią kontrybucję do wzrostu PKB. Polski eksport wspiera dobra koniunktura u naszego głównego partnera handlowego Niemiec, gdzie wzrost gospodarczy wyniósł 2,8% r/r w 3Q (dane odsezonowane). W całej strefie euro natomiast wzrost PKB wyniósł 2,5% r/r, najwięcej od ponad 6,5 roku. Dobra koniunktura w Niemczech i całej strefie euro sprzyja wzrostowi w całym regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Wzrost gospodarczy w Rumunii wyniósł 8,6%, na Łotwie 6,2%, w Czechach 5,0%, Bułgarii 3,9%. Dobra koniunktura w Polsce powinna utrzymać się także w kolejnych kwartałach, choć dynamika PKB nieznacznie wyhamuje i w całym roku wzrost gospodarczy wyniesie 4,3%.

## Wyhamowanie dynamiki zatrudnienia

Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nieznacznie wyhamowała w październiku i wyniosła 4,4% r/r wobec 4,5% r/r we wrześniu, co było wynikiem nieznacznie słabszym od oczekiwań. W samym październiku liczba etatów wzrosła jednak o 5,0 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 rekordowo niskie bezrobocie, wyhamowanie dynamiki zatrudnienia wydaje się naturalne. Popyt na pracę się utrzymuje w trendzie wzrostowym, na co wskazują przedsiębiorcy z przetwórstwa przemysłowego w ramach badania PMI, jednak trudności z pozyskaniem pracowników ograniczają wzrost zatrudnienia. Jego niższa dynamika jest więc bardziej efektem niskiej podaży pracy, niż spadającego popytu na pracę.

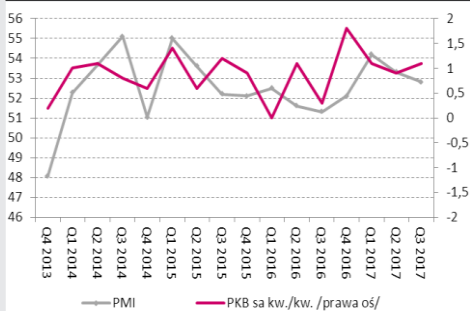
## Wyraźne przyspieszenie płac

Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w październiku wzrosła do 7,4% r/r z 6,0% r/r we wrześniu, co było wynikiem wyższym od nawet naszych optymistycznych szacunków. Co prawda dane miesięczne mogą być zaburzone przez czynniki jednorazowej, jak przesunięcia w wypłatach bonusów lub podwyżek, to jednak ogólna presja na wzrost płac będzie się stopniowo nasilać. Opublikowane dane nie zmieniają naszego scenariusza stóp procentowych, który zakłada podwyżkę stóp procentowych w drugiej połowie przyszłego roku. Jednocześnie rosnące płace, a także inflacja będą źródłem dyskomfortu dla tych członków Rady, którzy deklarują obecnie chęć utrzymania rekordowo niskich stóp procentowych w tym i przyszłym roku.

## Inflacja wyhamowała w październiku

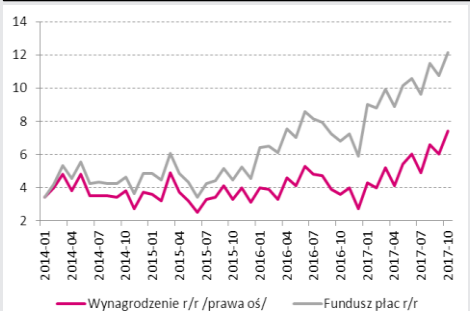
Inflacja w październiku wyniosła 2,1% r/r wobec 2,2% r/r we wrześniu, co było wynikiem zgodnym szacunkiem flash. W skali miesiąca wzrost cen wyniósł 0,5%, na co największy wpływ miały wyższe ceny żywności (+0,9%), szczególnie warzyw, jaj, a także masła. Rosły też ceny paliw, choć ze względu na wysoką bazę statystyczną, ich roczna zwyżka wyhamowała w stosunku do września. Inflacja wciąż pozostaje pod dominującym wpływem czynników podaży. Nieznaczny spadek inflacji możliwy jest również w grudniu, jednak będzie to ruch przejściowy. Inflacja będzie

Dynamika PKB [%] oraz wskaźnik PMI [pkt.]



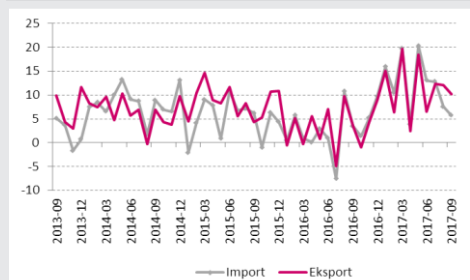
Źródło: Datastream

Dynamika płac i funduszu płac [%]



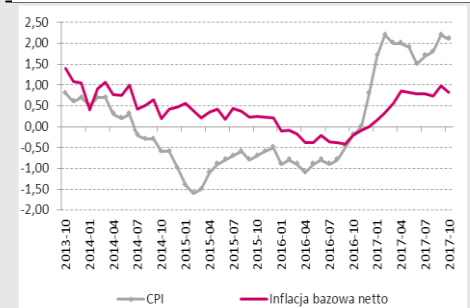
Źródło: Datastream

Dynamika importu i eksportu [% r/r, w euro]



Źródło: Datastream

Inflacja w Polsce [% r/r]



Źródło: Datastream

pozostawała w trendzie wzrostowym i w przyszłym roku może przekroczyć cel NBP. Co istotne, zmieniać się będzie struktura inflacji i w coraz bardziej będzie ona napędzana przez inflację bazową.

### Spadek inflacji bazowej

W październiku spadły 3 z 4 liczonych przez NBP miar inflacji bazowej. Główna z nich, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii spadł do 0,8% r/r z 1,0% r/r we wrześniu. Podwyższona inflacja w ostatnich miesiącach to w głównej mierze efekt cen żywności i energii, jednak w przyszłym roku inflacja bazowa będzie rostała, w ślad za rosnącą presją popytową i płacową. Na scenariusz taki wskazują też wyniki aktualnej projekcji inflacji NBP.

### Utrzymanie wzrostowego trendu eksportu

Bilans płatniczy zamknął się we wrześniu deficytem 100 mln EUR wobec deficytu 80 mln EUR w sierpniu. Wynik ten był bliski naszym oczekiwaniom i nieco lepszy od konsensusu rynkowego. Lepszy od konsensusu wynik to w dużej mierze efekt nadwyżki na rachunku towarów, która wyniosła 764 mln EUR i była najwyższa od czerwca 2016. W zakresie wymiany handlowej utrzymuje się wzrostowy trend eksportu, choć jego dynamika wyhamowała w stosunku do poprzedniego miesiąca. Jeszcze silniej spadła dynamika importu, która we wrześniu wyniosła 5,7% r/r. Wzrost natomiast deficytu na rachunku dochodów pierwotnych, co wiązało się z mniejszymi napływami środków unijnych. Dane te potwierdzają niski stopień nierównowagi zewnętrznej gospodarki i brak ryzyka dla złotego. W perspektywie najbliższych kwartałów deficyt C/A powinien się zwiększać, ale pozostanie na niskim poziomie.

### Członkowie RPP o polityce pieniężnej

Członek RPP Ł. Hardt powiedział w wywiadzie dla Rzeczypospolitej, iż jeśli scenariusz z projekcji będzie się realizował i wszystko będzie wskazywało, że inflacja w 2019 roku będzie powyżej celu, to w lutym lub w marcu będzie można rozważyć „małą” podwyżkę stóp. Wypowiedź członka nieco zaskakuje, szczególnie, że w ubiegłym tygodniu na konferencji po posiedzeniu RPP Ł. Hardt w obecności prezesa Glapińskiego wypowiadał się łagodnie, wskazując tylko na potencjał do nasilenia presji inflacyjnej, uznając że za wcześnie na podwyżki stóp procentowych, a ewentualne decyzje o stopach w Polsce będą zależeć od m.in. polityki monetarnej EBC. Natomiast E. Gatnar podtrzymał pogląd, że wzrost inflacji będzie prawdopodobnie następował szybciej niż zakłada to listopadowa projekcja NBP i prawdopodobnie osiągnie cel NBP na poziomie 2,5% już w 1Q 2018 r. i może poniżej tej granicy nie zejść. Ścieżka ta dotyczy też inflacji bazowej, która będzie konwergowała do ogólnego wskaźnika CPI, ze względu na nasilającą się presję popytową. W jego ocenie zatem jako działanie wyprzedzające RPP mogłaby podjąć decyzję o podwyżce stóp procentowych o 25 pbs na początku przyszłego roku. Prof. Gatnar konsekwentnie utrzymuje pogląd wskazujący na konieczność podwyżek stóp procentowych w przyszłym roku. Co prawda aktualnie nie zyskuje on poparcia większości Rady, jednak w naszej ocenie wraz ze wzrostem inflacji i utrzymaniem solidnego wzrostu gospodarczego i rosnących płac komfort Rady ze scenariusze stabilnych stóp, sugerowanego obecnie przez prof. Glapińskiego, będzie się zmniejszał. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy podwyżkę stóp NBP w drugiej połowie przyszłego roku.

## Gospodarki zagraniczne

## Wyhamowanie sprzedaży detalicznej w USA

Sprzedaż detaliczna w USA wzrosła w październiku o 0,2% m/m wobec zwyżki o 1,9% m/m we wrześniu i był to odczyt lepszy od konsensusu wskazującego na stabilizację sprzedaży. Z wykluczeniem aut natomiast sprzedaż zwiększyła się w październiku o 0,1% m/m wobec spodziewanej zwyżki o 0,2%.

## Inflacja w USA zgodna z oczekiwaniami

Inflacja CPI wzrosła w USA w październiku o 0,1% m/m i 2,0% r/r, co było wynikiem zgodnym z oczekiwaniami. Nieco wyższa od oczekiwań okazała się natomiast inflacja bazowa, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen paliw i żywności, która wyniosła 0,2% m/m i 1,8% r/r, wobec konsensusu na poziomie 1,7% r/r.

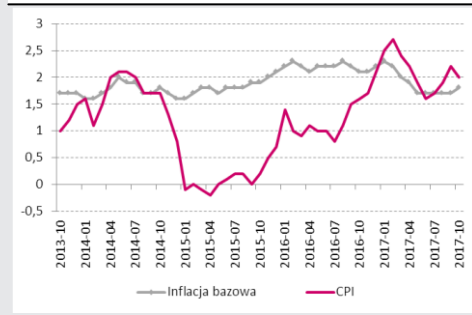
## Solidny wzrost produkcji przemysłowej w USA

Produkcja przemysłowa w USA wzrosła w październiku o 0,9% m/m wobec wzrostu o 0,4% we wrześniu i był to wynik wyraźnie lepszy od konsensusu rynkowego na poziomie 0,5% m/m. Dane te wpisują się w obraz pozytywnej koniunktury w gospodarce USA.

## Inflacja w strefie euro zgodna ze wstępny szacunkiem

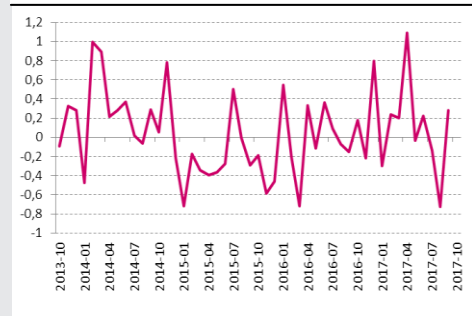
Inflacja strefie euro wyniosła 1,4% r/r w październiku i na taki wynik wskazywał wstępny szacunek Eurostatu podany na początku miesiąca. W stosunku do września roczny wskaźnik inflacji obniżył się z 1,5% r/r. Wskaźnik inflacji bazowej obniżył się natomiast do 0,9% r/r w październiku z 1,1% r/r we wrześniu.

Inflacja w USA [% r/r]



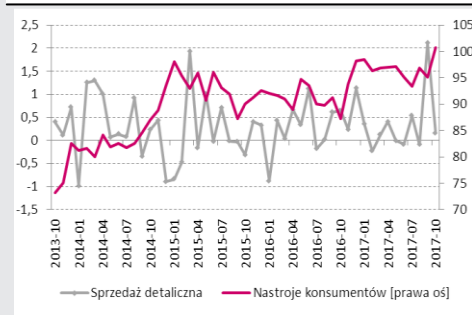
Źródło: Macrobond

Wskaźniki PMI w Niemczech [pkt.]



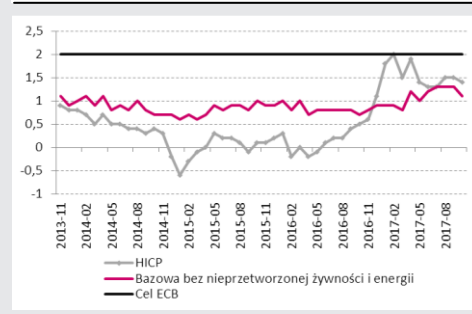
Źródło: Macrobond

Sprzedaż detaliczna w USA [% r/r]



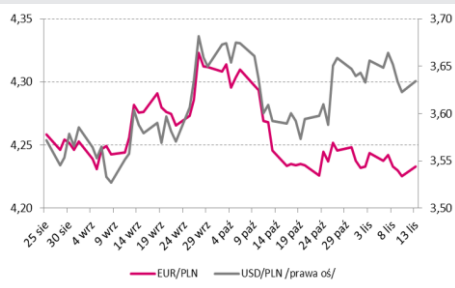
Źródło: Datastream

Indeks PMI i wzrost PKB w strefie euro



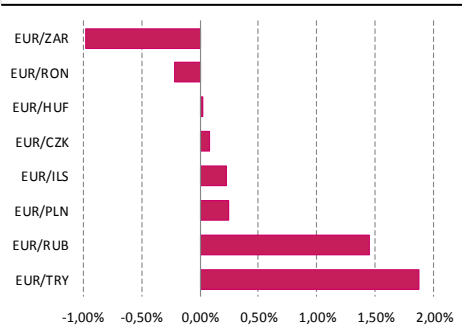
Źródło: Datastream

## Kurs EUR/PLN i USD/PLN



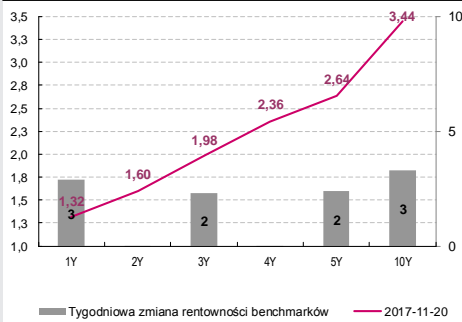
Źródło: Reuters

## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



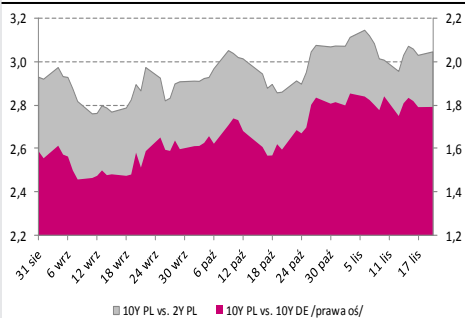
Źródło: Reuters

## Rentowności obligacji krajowych [%]



Źródło: Reuters

## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW



Źródło: Reuters

## Rynek krajowy - FX i stopa procentowa

### Rynek walutowy - PLN

Początek ubiegłego tygodnia - zdominowany przez wydarzenia krajowe tj. publikację inflacji CPI i rachunku obrotów bieżących - zakończył się największym od trzech tygodni wzrostem notowań EUR/PLN. Ruch ten miał jednak charakter korekcyjny, po tym jak notowania dotarły wcześniej do dolnego ograniczenia trendu horyzontalnego, w którym kurs EUR/PLN porusza się od ponad miesiąca. W kolejnych dniach natomiast złoty zyskiwał na wartości - zawracając z poziomu 4,25. Źródłem aprecjacji były lepsze od konsensusu dane o PKB za trzeci kwartał w polskiej gospodarce, po których notowania obniżyły się do 4,2250. Notowania EUR/PLN w drugiej połowie tygodnia przebiegały zgodnie z obowiązującym od przeszło miesiąca scenariuszem tj. koncentracją kursu wokół poziomu 4,24 i niewielką, bo maksymalnie 2-groszową zmiennością. Amplitudy wahań nie zwiększyły zarówno czynniki krajowe tj. wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej, ani wydarzenia zewnętrzne. Z ubiegłotygodniowych notowań wyróżnić należy parę NOK/PLN, która za sprawą niekorzystnych sygnałów z norweskiej gospodarki, w tym rynku mieszkaniowego, zniżkowała do minimum ze stycznia 2009 roku.

### Obligacje PL

Ubiegły tydzień na krajowym rynku długu był okresem umiarkowanego wystromienia krzywej SPW. Dochodowość 2-latki zniżkowała bowiem o 4 bps do 1,60%, podczas rentowność na długim końcu wzrosła o 2 bps z 3,41% przed tygodniem. Zmienności obligacji nie wywoływały między innymi wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej oraz dane makro. Ł.Hardt stwierdził, że możliwa jest „mała” podwyżka stóp procentowych w lutym, bądź marcu, podczas gdy G.Ancyparowicz uznała, iż nie ma żadnego powodu, by rozważać podwyżkę stóp procentowych w perspektywie najbliższych czterech kwartałów.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w tym tygodniu jest stabilizacja notowań EUR/PLN. Utrzymujące się ryzyko polityczne na świecie powinno kierować kurs w stronę wyższych poziomów, jednak prawdopodobnie optymistyczne dane z krajowej gospodarki oraz nasilające się mniej gołębie wypowiedzi członków RPP będą czynnikiem neutralizującym ewentualną przecenę złotego w tym tygodniu.
USD/PLN	↑	Wszystko to sprawia, że o kierunku notowań EUR/PLN decydować będzie sytuacja na rynku eurodolara. Ta natomiast pozostaje umiarkowanie niekorzystna dla wspólnej waluty. Źródłem obaw pozostaje sytuacja w Niemczech, po fiasku rozmów w sprawie utworzenia rządu. Zmienność eurodolarowi nadawać będą ponadto opisy posiedzeń Fed i EBC, przy czym większego pola do zaskoczeń oczekujemy po stronie amerykańskiego banku centralnego. Podtrzymanie dotychczasowych planów zacieśniania polityki pieniężnej powinno wspierać dolara, w szczególności, iż ten tydzień jest teoretycznie wolny od wpływu polityki w USA z uwagi na przerwę w pracach nad reformą podatków.
PL 10Y (%)	↑	W naszej ocenie ten tydzień powinien zakończyć proces wystramiania krzywej dochodowości. Coraz silniej akcentowana przez członków RPP potrzeba podwyżek stóp procentowych powinna przeciwdziałać zniżce rentowności 2-latki. Z kolei długi koniec krzywej dysponuje w naszej ocenie ograniczonym potencjałem do wzrostu dochodowości z uwagi na bliskość poziomu 3,5%.

## Rynki bazowe - FX i stopa procentowa

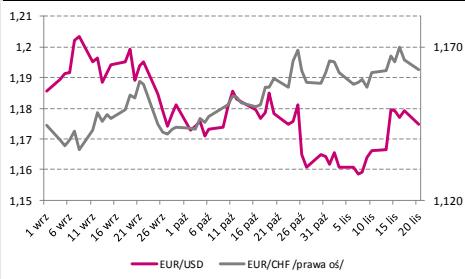
### Rynek walutowy

Gdyby nie wtorek, to każda z sesji ubiegłego tygodnia na eurodolarze kończyłaby się wygenerowaniem maksymalnie pół-centowej zmienności. We wtorek natomiast doszło do prawdziwej eksplozji notowań EUR/USD, które wzrosły o ponad 1% tj. najsilniej od sierpnia. Źródłem zwyżki były przede wszystkim lepsze od oczekiwań dane dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w Niemczech, ale pozytywne nastroje wzmocniły także wyższy odczyt PKB we Włoszech. Z drugiej tj. dolarowej strony utrzymywała się zaś niepewność, co do reformy podatkowej w USA, która może nieco odbiegać od pierwotnej formy, nie tylko w szczegółach, ale i późniejszej dacie wejścia w życie. Z tych powodów kurs EUR/USD wzrósł czasowo do poziomu 1,1860. W drugiej połowie tygodnia powrócił w okolice 1,18. W tym czasie źródłem siły dolara okazały się dane ze Stanów Zjednoczonych. Mimo, iż odczyt inflacji CPI był zgodny z konsensem, to małą niespodzianką okazała się wyższa inflacja bazowa oraz wyraźnie lepsze dane o sprzedaży detalicznej. Dodatkowo rynek spekulował o możliwym modyfikacji celu inflacyjnego Fed pod rządami nowego prezesa J.Powella.

### Obligacje bazowe

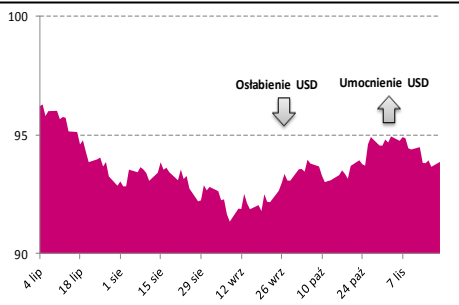
Na rynku długu miniony tydzień nie dostarczył większych emocji. Zmiany 10-latk USA i Niemiec miały kosmetyczny charakter. Dochodowość Bunda zakończyła tydzień na poziomie 0,37% wobec 0,38% na zamknięciu w czwartek i 0,39% przed tygodniem. W przypadku UST rentowność wyniosła w piątek 2,35% tj. tyle samo co dzień wcześniej i 4 bps mniej niż w miniony poniedziałek. Miniony tydzień był natomiast kolejnym okresem wyplaszczania krzywej w USA. Dochodowość krótkiego końca zwykłała bowiem pod wpływem dobrych danych z USA. W rezultacie spread pomiędzy 10- i 2-latką obniżył się do 64 bps tj. 10-letniego minimum.

Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



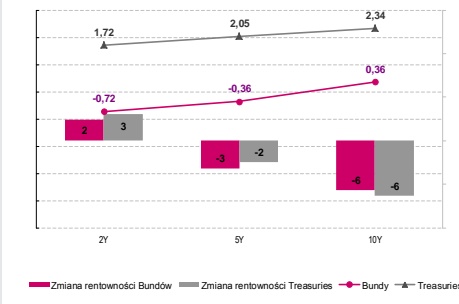
Źródło: Reuters

Notowania indeksu dolarowego



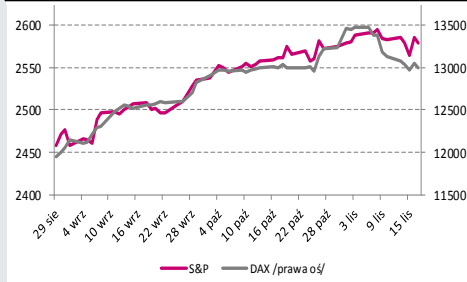
Źródło: Reuters

Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Reuters

Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Reuters

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/USD	↓	Poniedziałek rozpoczyna się od negatywnych dla wspólnej waluty informacji o fiasku negocjacji koalicyjnych w sprawie utworzenia rządu w Niemczech. W dalszej części tygodnia nastrój do spadku eurodolara mogą wzmacniać opisy posiedzeń Fed i ECB, które powinny wskazać na rosnące różnice w politykach pieniężnych w USA i strefie euro.
10Y DE (%)	↑	Sentyment do Bundu uzależniony będzie od wydarzeń na świecie, w szczególności ze strefy euro. Mimo coraz lepszych wyników gospodarki EMU wspierających spadek cen niemieckiego długu, źródłem spadku dochodowości w tym tygodniu może okazać się opis posiedzenia EBC oraz nerwowość związana z powrotem ryzyka politycznego na świecie.
10Y US (%)	↑	Wycena UST uzależniona będzie retoryki opisu z ostatniego posiedzenia Fed. W naszej ocenie powinien on podtrzymać szansę na podwyżkę stóp procentowych w grudniu, a tym samym sprzyjać zwyżce 10-latk USA.

## Kurs EUR/PLN

### Analiza techniczna

- Kurs EUR/PLN poruszał się w ramach krótkoterminowego trendu bocznego,
- Od góry notowania zabezpieczane są przez linię 100-dniowej średniej ruchomej tj. poziom 4,2526 która teraz stała się linią oporu przed wzrostem,
- Wskaźnik RSI porusza się w neutralnej części notowań i nie generuje żadnych sygnałów, jednak tworzy formację trójkąta, z której może wkrótce dojść do wybicia,
- MACD daleki jest od uwidocznienia jakichkolwiek wskazań.

	Wsparcie/Opór	
O2		4,3000
O1		4,2526
W1		4,2250
W2		4,2065



Źródło: Reuters; interwał dzienny

## Kurs USD/PLN

### Analiza techniczna

- Notowania pary USD/PLN odbiły się od poziomu 3,6581 tj. 100-dniowej średniej ruchomej i przetłamały dolne ograniczenie poprowadzone po dołkach z września i października,
- Wskaźnik RSI nie generuje żadnych sygnałów transakcyjnych, jednak stopniowo zbliża się do poziomów wyprzedania rynku,

	Wsparcie/Opór	
O2		3,6581
O1		3,6250
W1		3,5695
W2		3,5557



Źródło: Reuters; interwał dzienny

## Kurs EUR/USD

### Analiza techniczna

- Notowania EUR/USD wybiły się górą z 3-miesięcznej formacji spadkowej,
- Obecnie tworzą krótkoterminowy trend horyzontalny skupiony wokół 14-dniowej średniej ruchomej,
- Potencjał wzrostowy wygasa przy poziomie 1,1880,
- Niewielką przestrzeń do wzrostów widzi także skaźnik RSI, który w ubiegłym tygodniu zbliżył się do poziomów wykupienia rynku,
- Oscylator stochastyczny wygenerował natomiast sygnał kupna euro,
- Notowania wciąż poruszają się poniżej zakresu chmury Ichimoku.

	Wsparcie/Opór	
O2		1,2004
O1		1,1880
W1		1,1641
W2		1,1489



Źródło: Reuters; interwał dzienny

## DANE I PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17*
<b>Produkcja przemysłowa (r/r)</b>	1,1	11,1	-0,6	9,2	4,4	6,2	8,7	4,3	10,2
dane odsezonowane	4,9	7,9	4,1	6,6	6,4	7,0	8,0	6,9	
<b>Produkcja budowlana (r/r)</b>	-5,3	17,2	4,3	8,4	11,6	19,8	23,5	15,5	23,5
dane odsezonowane	-2,7	9,9	8,2	6,7	14,1	17,6	22,4	17,9	
<b>Zatrudnienie w sek. przeds. (r/r)</b>	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4
<b>Place w sek. przeds. (r/r)</b>	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4
<b>Stopa bezrobocia</b>	8,4	8,0	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6
<b>Saldo CA (mln EUR)</b>	-514	-405	459	-297	-1114	-491	-80	-100	
<b>CPI (r/r)</b>	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1
<b>Inflacja bazowa (r/r)</b>	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8
<b>PPI (r/r)</b>	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,1	3,0
<b>Podaż pieniądza M3 % (r/r)</b>	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,4	5,4	5,5
<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>	2,22	2,00	1,99	1,92	1,91	1,84	1,72	1,76	1,63
<b>Obligacja 5-letnia</b>	3,13	2,92	2,90	2,66	2,65	2,73	2,62	2,70	2,66
<b>Obligacja 10-letnia</b>	3,82	3,51	3,43	3,24	3,33	3,37	3,29	3,38	3,44
<b>EUR/PLN</b>	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24
<b>USD/PLN</b>	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64
<b>EUR/USD</b>	1,06	1,06	1,09	1,12	1,14	1,18	1,19	1,18	1,16

## Dane i prognozy kwartalne

	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17	2017*	2018*
<b>PKB (% r/r)</b>	2,5	2,9	4,0	3,9	4,7	4,3	3,8
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>	8,3	8,3	8,1	7,1	6,8	6,9	6,5
<b>Inflacja (% r/r) **</b>	0,2	-0,6	2,0	1,8	1,9	1,9	2,3
<b>Stopa referencyjna (%)</b>	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
<b>Obligacja 2-letnia (%)</b>	2,04□	2,04□	2,00□	1,91□	1,77	1,80	2,10
<b>Obligacja 5-letnia (%)</b>	2,89□	2,89□	2,92	2,65□	2,36	2,80	3,20
<b>Obligacja 10-letnia (%)</b>	3,63□	3,63□	3,51□	3,33□	2,92	3,60	4,00
<b>USD/PLN</b>	4,18	4,18	3,97	3,70	3,65	3,68	3,59
<b>EUR/PLN</b>	4,40	4,40	4,23	4,23	4,31	4,25	4,20

\* 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)
11/17	14:00	Płace r/r	Polska	Październik	6.0%	7.4%	6.6%
11/17	14:00	Zatrudnienie r/r	Polska	Październik	4.5%	4.4%	4.5%
11/17	14:30	Liczba rozpoczętych budów domów	USA	Październik	1127k	1290k	1190k
11/17	14:30	Liczba pozwoleń na budowę	USA	Październik	1215k	1297k	1250k
11/20	08:00	Inflacja PPI r/r	Niemcy	Październik	3.1%	2.7%	2.6%
<b>11/20</b>	<b>14:00</b>	<b>Produkcja sprzedana przemysłu r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Październik</b>	<b>4.3%</b>		<b>9.9% (10.2%)</b>
<b>11/20</b>	<b>14:00</b>	<b>Inflacja PPI r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Październik</b>	<b>3.1%</b>		<b>2.9% (3.0%)</b>
<b>11/20</b>	<b>14:00</b>	<b>Sprzedaż detaliczna r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Październik</b>	<b>8.6%</b>		<b>8.5% (8.9%)</b>
11/21	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Październik	5.39m		5.41m
11/22	13:00	Liczba podań o kredyt hipoteczny MBA	USA	Listopad	3.1%		
11/22	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA	Listopad	249k		240k
11/22	14:30	Zamówienia na dobra trwałe	USA	Październik	2.0%		0.3%
11/22	16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Listopad	97.8		98.0
11/22	20:00	Opis posiedzenia banku centralnego	USA	Listopad			
11/23	08:00	PKB WDA r/r	Niemcy	3Q	2.8%		2.8%
11/23	09:30	Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Listopad	60.6		60.4
11/23	09:30	Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Listopad	54.7		55.0
11/23	10:00	Wstępny PMI w przemyśle	EU	Listopad	58.5		58.2
11/23	10:00	Wstępny PMI w usługach	EU	Listopad	55.0		55.2
11/23	11:30	Sprzedaż obligacji	Polska				
11/23	13:30	Opis posiedzenia banku centralnego	EU				
11/23	14:00	Opis posiedzenia banku centralnego	Polska				
11/23	14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Październik	5.4%		5.5%
11/24	10:00	Stopa bezrobocia	Polska	Październik	6.8%		6.7%
11/24	10:00	IFO	Niemcy	Listopad	116.7		116.5
11/24	15:45	Wstępny PMI w przemyśle	USA	Listopad	54.6		55.0
11/24	15:45	Wstępny PMI w usługach	USA	Listopad	55.3		55.4
11/27	16:00	Sprzedaż nowych domów m/m	USA	Październik	18.9%		-7.8%
11/27	12/03	Sprzedaż detaliczna r/r	Niemcy	Październik	4.1%		

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