

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

12 października 2017

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Podsumowanie miesiąca

- Dane za sierpień potwierdziły dobrą koniunkturę w polskiej gospodarce. Dynamika produkcji przemysłowej przyspieszyła do 8,8% r/r z 6,2% r/r w lipcu. Sierpień przyniósł też dalsze ożywienie w zakresie inwestycji infrastrukturalnych. Produkcja budowlano-montażowa była w sierpniu o 23,5% wyższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, to najwyższy jej wzrost od stycznia 2012r. Pomimo dynamicznych wzrostów indeks produkcji budowlano-montażowej nie powrócił do poziomów z 2015 roku, co oznacza, że branża budowlana nie odrobiła jeszcze strat po głębokim załamaniu produkcji w roku 2016. W solidnym tempie rośnie sprzedaż detaliczna, co potwierdza silny popyt konsumpcyjny. Niezmiennie wsparciem dla konsumpcji pozostają rosnące dochody rozporządzone gospodarstw domowych, a także optymistyczne nastroje. Krótkoterminowe perspektywy gospodarki pozostają optymistyczne. Na podstawie cząstkowych danych za 3Q, a także biorąc pod uwagę lepsze od naszych oczekiwań wyniki polskiej gospodarki w pierwszej połowie tego roku, zrewidowaliśmy nasze oczekiwania na drugą połowę roku i w konsekwencji prognozę wzrostu PKB na cały rok. W oparciu o dane za lipiec i sierpień szacujemy, że wzrost gospodarczy w 3Q może wynieść 4,7%, natomiast w całym roku wzrost PKB ma szansę osiągnąć 4,3%. Utrzymanie wzrostu na takim poziomie będzie jednak niemożliwe w dłuższym horyzoncie czasowym. Nasilające się ograniczenia podażowe, w tym coraz trudniejszy dostęp do siły roboczej, a także niska stopa inwestycji będą ograniczały potencjał wzrostu w dłuższym okresie.
- Październikowe posiedzenie RPP zakończyło się utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Stopa referencyjna wciąż wynosi 1,50%. Także wymowa komunikatu była zbliżona do wyrażanej w poprzednich miesiącach. W ocenie Rady bieżąca inflacja, także inflacja bazowa, utrzymują się na umiarkowanym poziomie. Zdaniem bankierów centralnych ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone. Prezes NBP A. Głapiński podtrzymał ocenę, iż do końca 2018 roku stopy procentowe powinny być utrzymane na aktualnym poziomie. Podwyżki stóp w przyszłym roku nie wykluczyła natomiast prof. G. Ancyparowicz, dodając jednak, iż tylko nadzwyczajne, zewnętrzne wydarzenia mogłyby wpłynąć na to, aby trzeba było rewidować politykę pieniężną. Potwierdza to szeroki konsensus w Radzie co do stabilizacji stóp procentowych w najbliższych miesiącach. W naszej ocenie komfort RPP będzie stopniowo zmniejszał się w przyszłym roku. W horyzoncie 2-3 lat, a taki jest horyzont działania RPP, inflacja będzie rosła, zbliżając się do celu banku centralnego, a nawet nieznacznie go przekraczając. Nasz scenariusz niezmiennie zakłada wzrost stóp procentowych w drugiej połowie przyszłego roku.
- Wrzesień był miesiącem spadku wartości złotego. Kurs EUR/PLN ustanowił na koniec ubiegłego miesiąca najwyższy od pół roku poziom, 4,33 choć jeszcze na początku omawianego okresu wynosił 10 groszy mniej. Niekorzystnie na wycenę złotego oddziaływał globalny sentyment inwestycyjny. Powrót do korelacji silny dolar to słabsze waluty regionu emerging markets sprawił, że deprecjacja złotego przyspieszyła w drugiej połowie września. W tym czasie kursy EUR/RON i EUR/TRY wyznaczyły historyczne maksima, a para EUR/HUF 4-miesięczny szczyt.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY	2
POLITYKA PIENIĘŻNA	7
POLITYKA FISKALNA	8
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY	9
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ...	9
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	1,00%-1,25%	31 paź-1 lis	1,00%-1,25%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	14 gru	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	26 paź	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	7-8 lis	1,50%

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

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

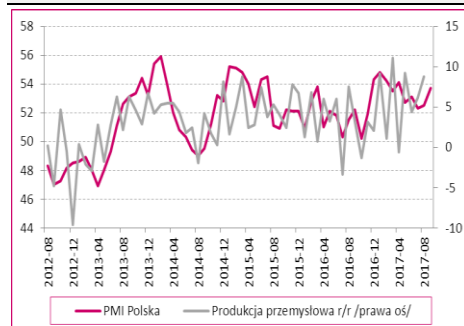
Utrzymuje się dobra koniunktura w przemyśle

Dane za sierpień potwierdziły dobrą koniunkturę w polskiej gospodarce. Dynamika produkcji przemysłowej przyspieszyła do 8,8% r/r z 6,2% r/r w lipcu. To bardzo dobry odczyt wpisujący się w obraz pozytywnych nastrojów w przemyśle. Jeszcze korzystniej wygląda, jeśli spojrzeć na dane po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych, które wskazały na wzrost produkcji o 8,1% r/r, najwyższy od grudnia 2011r. W samym sierpniu produkcja, eliminując wahania sezonowe, wzrosła o aż 3,2%. Wciąż głównym motorem produkcji pozostaje przetwórstwo przemysłowe, gdzie produkcja wzrosła o 8,6% r/r. Aż 30 z 34 branż przemysłu zanotowało zwiększenie produkcji, a najszybciej rosła w produkcji wyrobów z metali, pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, napojów, czy też metali. Z przeglądu branż widać, że wzrosty produkcji mają szeroki zakres i obejmują zarówno producentów dóbr konsumpcyjnych, jak i inwestycyjnych, eksporterów, a także dostawców na rynek krajowy. Pozytywne momentum w przemyśle potwierdził też odczyt indeksu PMI, który we wrześniu wzrósł do 53,7 pkt., poziomu najwyższego od kwietnia br., na co wpływ miał wzmożony napływ nowych zamówień, który we wrześniu był najsilniejszy od 31 miesięcy. To w dużym stopniu efekt rosnącego portfela zamówień eksportowych, których wzrost w minionym miesiącu był, według badania PMI, najszybszy od stycznia. Polski przemysł wyraźnie korzysta zatem na dobrej koniunkturze u naszych głównych partnerów handlowych. Indeksy PMI dla niemieckiego przemysłu, który we wrześniu wzrósł do poziomu najwyższego od kwietnia 2011r., sugerują utrzymanie korzystnych trendów w przemyśle także w kolejnych miesiącach.

Inwestycje infrastrukturalne głównym motorem odbicia produkcji budowlano-montażowej

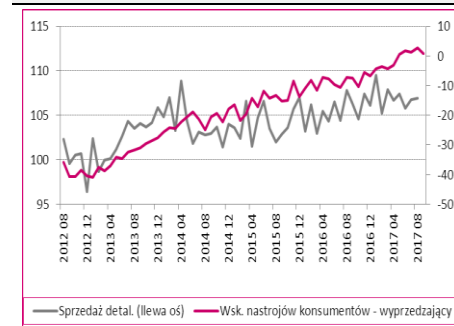
Sierpień przyniósł dalsze ożywienie w zakresie inwestycji infrastrukturalnych. Produkcja budowlano-montażowa była w sierpniu o 23,5% wyższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. To najszybszy jej wzrost od stycznia 2012r. Pomimo dynamicznych wzrostów indeksu produkcji budowlano-montażowej nie powrócił do poziomów z 2015 roku, co oznacza, że branża budowlana nie odrobiła jeszcze strat po głębokim załamaniu produkcji w roku 2016. Kolejny miesiąc dynamicznie rosła produkcja firm zajmujących się wznoszeniem obiektów inżynierii lądowej i wodnej, która była o 30,1% wyższa niż przed rokiem, wobec wzrostu w lipcu o 33,7% r/r. Potwierdza to ożywienie inwestycji publicznych i większą absorpcję środków unijnych. To one będą głównym motorem inwestycji w gospodarce.

Wykres 1 Indeks PMI [pkt.] oraz produkcja przemysłowa [% r/r]



Źródło: Datastream

Wykres 2 Sprzedaż detaliczna [% r/r] i nastroje konsumentów [pkt.]



Źródło: Datastream

Utrzymują się solidne wzrosty konsumpcji prywatnej

W solidnym tempie rośnie sprzedaż detaliczna, co potwierdza silny popyt konsumpcyjny. W sierpniu sprzedaż detaliczna wzrosła realnie o 6,9% r/r wobec 6,8% r/r w lipcu. Rosty wszystkie kategorie sprzedaży, wskazując na szeroki zakres wzrostów. Niezmiennie wsparciem dla konsumpcji pozostają rosnące dochody rozporządzone gospodarstw domowych, a także optymistyczne nastroje. Od maja br. wskaźniki ufności konsumenckiej - bieżący, jak i wyprzedzający - są dodatnie, choć we wrześniu nieznacznie się obniżyły. W dalszym jednak ciągu optymista przeważają nad pesymistami, co przekłada się na wyższą ich skłonność do zakupów. Wskaźnik odzwierciedlający skłonność do dokonywania ważniejszych zakupów wzrósł we wrześniu do nowego historycznego maksimum. Dobrze wróży to perspektywom konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach, choć ze względu na czynniki bazowe jej dynamika obniży się.

Makro i rynek

raport miesięczny

Poprawa perspektyw gospodarki w krótkim terminie. Ryzyka dla wzrostu w długim terminie nasilają się.

Korzystne trendy w wymianie handlowej utrzymują się

Ekspert usług na rekordowo wysokich poziomach

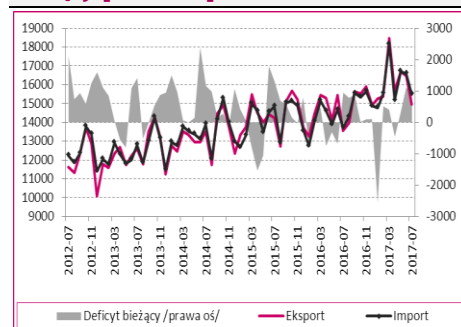
Wyплаты wynagrodzeń dla nierezydentów pogarszają saldo obrotów bieżących

Krótkoterminowe perspektywy gospodarki pozostają optymistyczne. Na podstawie cząstkowych danych za 3Q, a także biorąc pod uwagę lepsze od naszych oczekiwań wyniki polskiej gospodarki w pierwszej połowie tego roku, zrewidowaliśmy nasze oczekiwania na drugą połowę roku i w konsekwencji prognozę wzrostu PKB na cały rok. W oparciu o dane za lipiec i sierpień szacujemy, że wzrost gospodarczy w 3Q może wynieść 4,7%, natomiast w całym roku wzrost PKB ma szansę osiągnąć 4,3%. Podstawą rewizji było szybsze od wcześniejszych oczekiwań odbicie inwestycji infrastrukturalnych, a także utrzymanie solidnych wzrostów konsumpcji pomimo wyższej bazy statystycznej po uruchomieniu programu Rodzina 500+. Utrzymanie wzrostu na takim poziomie będzie jednak niemożliwe w dłuższym horyzoncie czasowym. Nasilające się ograniczenia podażowe, w tym coraz trudniejszy dostęp do siły roboczej, a także niska stopa inwestycji będą ograniczały potencjał wzrostu w dłuższym okresie. Na podażowe ograniczenia wzrostu produkcji wskazują sami przedsiębiorcy w badaniach koniunktury.

Deficyt obrotów bieżących spadł w lipcu do 878 mln EUR z 1,114 mld EUR miesiąc wcześniej. To w dużym stopniu efekt niższego deficytu na rachunku dochodów pierwotnych, w związku z mniejszymi wypłatami dochodów dla zagranicznych inwestorów. W zakresie wymiany handlowej utrzymuje się wzrostowa tendencja eksportu i importu towarów. Dobra koniunktura u naszych głównych partnerów handlowych, potwierdzana odczytami koniunktury w Niemczech i strefie euro, sprzyja polskiemu eksportowi. Nieco słabszy złoty poprawia natomiast jego optacalność. Obecny rynkowy kurs EUR/PLN i USD/PLN znajdują się wyraźnie powyżej progowych kursów optacalności eksportu, które kształtują się na poziomie odpowiednio 3,95 i 3,46. W lipcu dynamika eksportu, liczonego w euro, przyspieszyła do 10,2% r/r z 6,5% r/r w czerwcu. Natomiast import w tym samym czasie wzrósł o 8,3% r/r, napędzany przez mocny popyt konsumpcyjny i odbudowujący się popyt inwestycyjny. Z drugiej jednak strony, dynamikę importu zmniejszyły spadki cen ropy naftowej w pierwszej połowie tego roku.

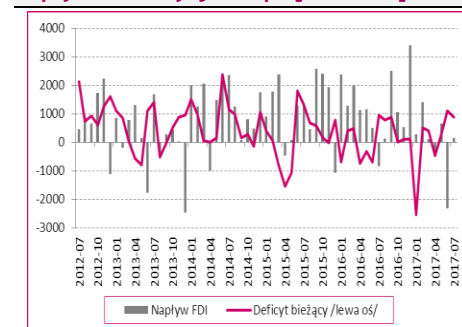
Niezmiennie korzystnie kształtuje się sytuacja w zakresie usług. Co prawda w samym lipcu saldo usług nieznacznie się obniżyło do 1,592 mld EUR z 1,603 mld EUR w czerwcu, jednak w dalszym ciągu utrzymuje się na poziomach zbliżonych do historycznych maksimów. Do rekordowo wysokiego poziomu wzrosła natomiast skumulowana za ostatnie 12 miesięcy nadwyżka w handlu usługami i wyniosła 15,688 mld EUR. Rekordowo wysoki poziom osiągnęły też przychody ze sprzedaży usług, które w lipcu wyniosły 4,484 mld EUR i były o 12,6% wyższe niż przed rokiem. Pokazuje to rosnącą rolę Polski jako dostawcy usług dla biznesu. W kolejnych kwartałach oczekiwać należy utrzymania tej tendencji.

Wykres 3 Import, eksport i deficyt bieżący [mln EUR]



Źródło: Datastream

Wykres 4 Deficyt obrotów bieżących i napływ inwestycji bezp. [mln EUR]



Źródło: Datastream

Dane kwartalne o bilansie płatniczym potwierdziły wzrost deficytu obrotów bieżących do 0,5% PKB w 2Q wobec nadwyżki 0,1% PKB po 1Q, w ujęciu płynnego roku. W dalszym ciągu jest to jednak poziom nie zagrażający stabilności polskiej gospodarki. Pogorszenie salda bilansu obrotów bieżących to częściowo efekt wzrostu deficytu na rachunku obrotów pierwotnych, na co złożył się nie tylko wyższy deficyt dochodów z inwestycji, ale także rosnący deficyt wynagrodzeń pracowników. W 2Q rozchody z tytułu wynagrodzeń wypłaconych nierezydentom wyniosły 1,256 mld EUR i był rekordowo wysoki poziom. Rekordowo wysoka była też nadwyżka wypłaconych wynagrodzeń dla nierezydentów w stosunku do przychodów z wynagrodzeń Polaków z

Pomimo wzrostu, deficyt na rachunku obrotów bieżących pozostanie relatywnie niski

Powrót spadków stopy bezrobocia

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw na ścieżce wzrostowej

Wzrost płac w sierpniu, częściowo przez przesunięcie premii w górnictwie

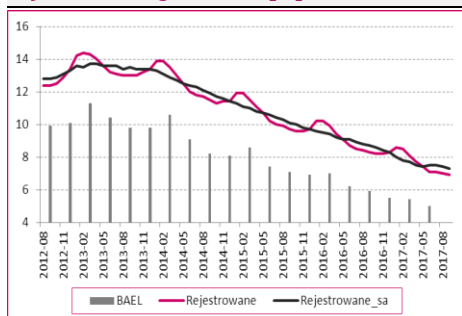
z zagranicy, która wyniosła w 2Q 514 mln EUR wobec 40 mln EUR w 1Q. To niewątpliwie efekt wzmożonej emigracji pracowników z Ukrainy.

W kolejnych miesiącach saldo na rachunku obrotów bieżących będzie ulegało dalszemu pogorszeniu na skutek pogłębienia deficytu towarów i wyższego deficytu dochodów pierwotnych. Wciąż silny popyt konsumpcyjny, a także spodziewana odbudowa inwestycji będą wspierały wzrost importu, co przy stabilnym wzroście eksportu będzie zwiększało deficyt towarowy. Częściowo będzie on łagodzony przez poprawę salda usług, co jest następstwem systematycznego rozwoju sektora usług outsourcingowych. Pod presją będzie znajdował się także rachunek dochodów pierwotnych, gdyż wypłaty wynagrodzeń pracownikom z zagranicy będą zwiększały deficyt. Pomimo wzrostu, deficyt pozostanie jednak niski, nie zagrażając stabilności polskiej gospodarki.

Po dwóch miesiącach stabilizacji stopa bezrobocia rejestrowanego powróciła do spadków i w sierpniu wyniosła 7,0% wobec 7,1% w lipcu i czerwcu. Według naszych szacunków obniżyła się także stopa bezrobocia po wyeliminowaniu czynników sezonowych i wyniosła w sierpniu 7,4% wobec 7,5% we wcześniejszych czterech miesiącach. Kondycja rynku pracy pozostaje dobra, a stopa bezrobocia rejestrowanego była 1,4 pkt. proc. niższa niż rok wcześniej, choć zmniejszają się przepływy na rynku pracy. Liczba nowozarejestrowanych bezrobotnych spadła o 5,0% r/r, natomiast liczba wyrejestrowanych była o 10,7% mniejsza niż przed rokiem. Przyspieszyła natomiast dynamika zgłoszonych do urzędów ofert pracy, co przy spadku liczby bezrobotnych znalazło odzwierciedlenie w niższej liczbie bezrobotnych przypadających na ofertę pracy. W sierpniu wyniosła ona 7,4, osiągając nowe historyczne minimum. Potwierdza to narastające napięcia na rynku pracy, co z punktu widzenia pracodawcy oznacza nasilającą się barierę rozwoju działalności gospodarczej. Według szacunków MRPIPS stopa bezrobocia rejestrowanego we wrześniu zanotowała dalszy spadek, obniżając się do poziomu 6,9%. Oznacza to, że odsezonowana stopa bezrobocia spadła w minionym miesiącu do nowego historycznego minimum na poziomie 6,3%.

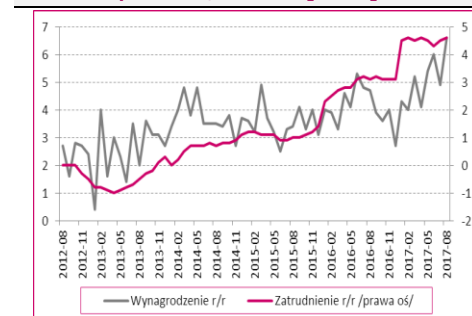
Utrzymujący się wzrost popytu na pracę potwierdziły dane z sektora przedsiębiorstw, gdzie zatrudnienie wzrosło w sierpniu o 4,6% r/r wobec 4,5% r/r w lipcu. Wzrost zatrudnienia w ujęciu branżowym ma szeroki zakres i obejmuje zdecydowaną większość sektorów polskiej gospodarki. Redukcja etatów widoczna jest w górnictwie i wydobywaniu, głównie węgla kamiennego, a w przetwórstwie przemysłowym zmniejsza się zatrudnienie w produkcji wyrobów farmaceutycznych i produkcji odzieży. Dynamiczne wzrosty widoczne są natomiast w usługach i handlu.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

Sierpień przyniósł nasilenie presji płacowej. Dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w ujęciu nominalnym 6,6% r/r, natomiast realnie płace wzrosły o 4,8% r/r, najszybciej od roku. Pozytywna niespodzianka po stronie płac w sierpniu to w dużej mierze efekt przesunięć wypłat premii i bonusów w górnictwie węgla kamiennego, gdzie w sierpniu płace wzrosły aż o 28,5% r/r, po ich spadku o 10,8% r/r w lipcu. Nie zmienia to faktu, że presja płacowa w polskiej gospodarce stopniowo się nasila, w ślad za rosnącymi problemami ze znalezieniem pracowników. Widać to szczególnie w handlu i budownictwie, gdzie płace wzrosły o odpowiednio 7,6% r/r i 7,5% r/r. W wyraźnym tempie rosną też płace w przemyśle, które w sierpniu były o 7,1% wyższe niż rok temu. Warto przy tym zwrócić uwagę, że problem z pozyskaniem pracowników oraz wzrost presji płacowej widoczny jest w całym regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Przy czym spośród krajów regionu Polska nie jest gospodarką z najszybciej rosnącymi płacami. Według danych Eurostatu za 2Q to w Rumunii oraz na Węgrzech

Przyspieszenie inflacji w sierpniu

Ceny żywności jednym z czynników proinflacyjnych

Inflacja bazowa pozostaje względnie niska

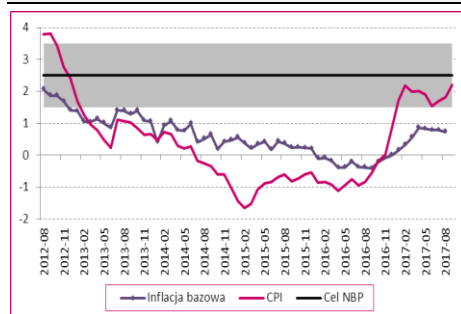
plące roły najsilniej, o odpowiednio 18,6% r/r i 13,0% r/r. W dwucyfrowym tempie roły wynagrodzenia także w Czechach, Bułgarii oraz Litwie. Polska ze wzrostem kosztów pracy w 2Q o 8,3% r/r nie wyróżnia się negatywnie, choć jest to dynamika ponad 4-krotnie wyższa niż średnio w strefie euro. W kolejnych kwartałach będzie się utrzymywała presja na wzrost płac, choć z badań koniunktury przedsiębiorstw wynika, że płace będą rosły, ale prawdopodobnie w tempie zbliżonym do dynamiki z poprzednich kwartałów. Z punktu widzenia gospodarki tendencje na rynku pracy - rosnące zatrudnienie i płace będą stanowiły wsparcie dla dochodów gospodarstw domowych i optymizmu konsumentów, co będzie sprzyjało wzrostowi konsumpcji.

Trzeci kwartał przyniósł przyspieszenie inflacji. W sierpniu wyniosła ona 1,8% r/r, natomiast według szybkiego szacunku GUS wskaźnik CPI wzrósł we wrześniu do 2,2% r/r, podczas gdy jeszcze w czerwcu znajdował się na poziomie dolnej granicy celu inflacyjnego, tj. 1,5% r/r. Nasilenie presji cenowej to efekt rosnących cen żywności i energii. Od lokalnego dołka w połowie czerwca, cena ropy naftowej Brent wzrosła o ok. 25% w ujęciu dolarowym. W przeliczeniu na złote wzrost był nieco mniejszy, czemu sprzyjało umocnienie złotego wobec dolara amerykańskiego. Biorąc pod uwagę sytuację na rynku ropy, dalsze wzrosty cen surowca wydają się ograniczone. Na rynku ropy wciąż utrzymuje się nadpodaż surowca, a wzrost gospodarczy i wyższy popyt na surowce energetyczne nie równoważy rynku. Szczególnie, że przy obecnych cenach rynkowych rośnie wydobywanie ropy w Stanach Zjednoczonych. W rezultacie ceny za baryłkę ropy Brent powinny stabilizować się wokół aktualnych poziomów, co przy rosnącej bazie statystycznej z roku ubiegłego będzie przekładało się na obniżenie rocznej dynamiki cen paliw.

Presja wzrostowa widoczna jest także w cenach żywności, których dynamika w sierpniu wyniosła 4,6% r/r wobec 4,7% r/r w lipcu. Najsilniej drożeją tłuszcze, których ceny w sierpniu były wyższe o 21,2% r/r, głównie na skutek gwałtownie rosnących cen masła. Wyhamowały natomiast wzrosty cen warzyw, które w poprzednich miesiącach drożały w reakcji na mniejsze zbiory, będące efektem niekorzystnych warunków pogodowych. Obniża się także dynamika cen mięsa, szczególnie wieprzowego, co może być sygnałem wychodzenia ze świńskiego dotka. Zwiększająca się podaż surowca może sprzyjać dalszej ich niższe w kolejnych miesiącach.

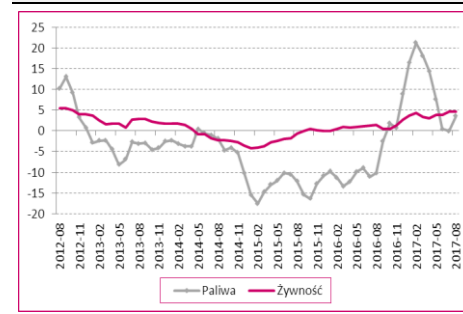
Presja ze strony popytu pozostaje umiarkowana, na co wskazują odczyty inflacji bazowej. Główna z nich, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się w sierpniu do 0,7% r/r z 0,8% r/r w lipcu. Warto jednak zauważyć, że dwie pozostałe miary - po wyłączeniu cen administrowanych, a także średnia obciążona, wzrosły do odpowiednio 1,9% r/r i 1,7% r/r. Czwarta z liczonych przez NBP miar, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych, ustabilizował się na poziomie 1,3% r/r w sierpniu. Bieżące odczyty wskazują więc na umiarkowaną presję cenową, jednak nasilają się sygnały sugerujące stopniowe narastanie presji inflacyjnej.

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



Źródło: Datastream

Wykres 8 Zmiany cen żywności i paliw [% r/r]



Źródło: Datastream

Drożejące surowce zwiększają presję na ceny producenta

W tym zakresie warto wskazać na wzrost cen producenta. Odzwierciedlający je indeks PPI wyniósł w sierpniu 3,0% r/r wobec 2,2% r/r w lipcu. Jego zwyzka to efekt rosnących kosztów, w następstwie drożejących na rynkach międzynarodowych ropy naftowej, węgla, a także metali przemysłowych. Dlatego też najsilniej wzrosły ceny w produkcji koks i produktów rafinacji ropy naftowej (+2,7% m/m). Przedsiębiorcy z przetwórstwa przemysłowego w ramach badania PMI zwracali uwagę, że tempo inflacji kosztów produkcji było we wrześniu najszybsze od czterech miesięcy, głównie z powodu wysokich cen stali. W efekcie przełożyło się to na podwyżki cen wyrobów gotowych,

Makro i rynek

raport miesięczny

Po przejściowym spadku na przełomie roku 2017 i 2018 inflacja powróci do wzrostów

których skala według wyników badania PMI była najwyższa od kwietnia 2011. Przy rosnących cenach surowców, a także płac, oczekiwać można utrzymywania się podwyższonej presji na ceny producentów. Ze względu na czynniki bazowe, związane ze wzrostami cen surowców przemysłowych na przełomie roku 2016 i 2017, roczny wskaźnik PPI będzie się obniżał poczynając od października, jednak w pierwszym kwartale przyszłego roku powinien zacząć ponownie przyspieszać.

Podobną trajektorię powinna mieć w naszej ocenie ścieżka wskaźnika CPI. W najbliższych miesiącach nieznacznie przyspieszy, jednak w grudniu obniży się w okolice 1,5% r/r i na zbliżonym poziomie powinna utrzymać się w pierwszym kwartale 2018. W dalszych miesiącach roku wskaźnik CPI powróci jednak do wzrostów, zbliżając się w okolice celu inflacyjnego. Poza wzrostem inflacji, zmieni się także jej struktura. Nasilenie się procesów inflacyjnych będzie w większym stopniu efektem wzrostu inflacji bazowej, podczas gdy czynniki podażowe będą miały bardziej neutralny wpływ na inflację. Będzie to sytuacja odwrotna do obecnej, kiedy podwyższony wskaźnik CPI jest w większym stopniu efektem czynników podażowych, podczas gdy presja popytowa utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

POLITYKA PIENIĘŻNA

Październikowe posiedzenie RPP zakończyło się utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Stopa referencyjna wciąż wynosi 1,50%. Także wymowa komunikatu była zbliżona do wyrażanej w poprzednich miesiącach. W ocenie Rady bieżąca inflacja, także inflacja bazowa, utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Zdaniem bankierów centralnych także w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana, a ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone. W rezultacie Rada podtrzymała ocenę, że w świetle aktualnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Sugeruje to utrzymanie neutralnego nastawienia Rady i stabilne stopy procentowe w perspektywie najbliższych miesięcy.

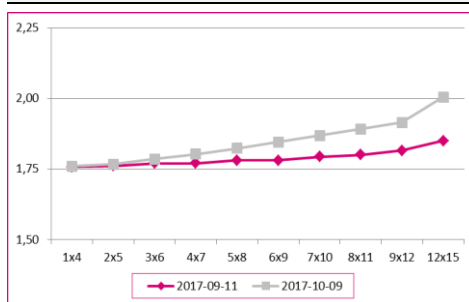
Na konferencji po posiedzeniu RPP prezes NBP A. Głapiński podtrzymał ocenę, iż do końca 2018 roku stopy procentowe powinny być utrzymane na aktualnym poziomie. Podstaw do zmiany nastawienia nie widział także obecny na konferencji R. Sura, w ocenie którego presja ze strony rynku pracy powinna w kolejnych miesiącach się stabilizować. Możliwość podwyżki stóp w przyszłym roku nie wykluczyła natomiast prof. G. Ancyparowicz, dodając jednak, iż tylko nadzwyczajne, zewnętrzne wydarzenia mogłyby wpłynąć na to, aby trzeba było rewidować politykę pieniężną. Potwierdza to szeroki konsensus w Radzie co do stabilizacji stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

Adam Głapiński	„Moja prywatne oczekiwania są takie, tego się spodziewam, że do końca 2018 r. stopy pozostaną bez zmian. Nie widzę powodu, żeby przy obecnych danych (...), i przypuszczam, że te stopy nie ulegną zmianie.” (04.10.2017)
Grażyna Ancyparowicz	„Musiałoby jakieś nadzwyczajne, zewnętrzne wydarzenia wpłynąć na to, kataklizmy wręcz, żeby trzeba było rewidować naszą politykę, która wyraźnie stabilizuje i rynek, i gospodarkę, przynajmniej przez najbliższe trzy kwartały, może cztery.” (04.10.2017)
Eugeniusz Gatnar	„Gdyby presja płacowa wzrosła zgodnie z moimi przewidywaniami i inflacja znalazła się w okolicach celu, to uważam, że w pierwszym kwartale przyszłego roku można byłoby rozważyć podwyżkę stóp procentowych” (21.09.2017)
Łukasz Hardt	„Stwierdzenie, że do końca 2018 roku w polityce pieniężnej nic się nie zmienia obarczone jest ryzykiem. W tym momencie nie wiemy, jaka będzie siła przełożenia wzrostu wynagrodzeń na presję cenową w gospodarce” (09.10.2017)
Jerzy Kropiwnicki	„Nie widzę zagrożeń ze strony ujemnych realnych stóp procentowych i na podstawie danych, które są obecnie dostępne nie widzę powodu do rewizji poziomu stóp procentowych w ciągu kolejnych 24 miesięcy. Zdanie to może ulegać zmianie wraz z napływem kolejnych informacji, szczególnie w listopadzie.” (15.09.2017)
Eryk Łon	„Być może w najbliższych kilku miesiącach pojawi się potrzeba złagodzenia polskiej polityki pieniężnej. Coraz bardziej intensywnie myślę o perspektywie obniżki stóp procentowych NBP o 50 pkt. bazowych.” (11.09.2017)
Jerzy Osiatyński	„Jeśli byłaby presja na ceny ze strony jednostkowych kosztów pracy i nie byłoby reakcji ze strony rządu (w formie umów ze związkami zawodowymi), to nie tylko byłbym skłonny poprzeć wniosek o podwyżkę stóp proc., ale mógłbym go również złożyć.” (14.07.2017)
Rafat Sura	„Presja, jeśli chodzi o rynek pracy, nie będzie tak duża i nastąpi w tym względzie w kolejnych miesiącach stabilizacja. Póki co, podstaw do zmiany nastawienia nie widzę” (04.10.2017)
Kamil Zubelewicz	„Stopy procentowe powinny zostać delikatnie podniesione teraz, jako że sytuacja gospodarcza jest korzystna.” (29.08.2017)
Jerzy Żyżyński	„Nie ma popytu na kredyt takiego, żeby zmuszało to do podwyższania stóp procentowych. Naszym celem jest ustabilizowanie oczekiwań i na razie nie ma powodu, żeby te oczekiwania zmieniać” (11.10.2017)

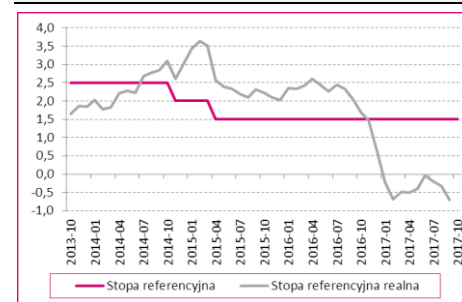
Źródło: PAP

Wykres 9 Notowania krajowych kontraktów FRA [%]



Źródło: Datastream, obliczenia własne

Wykres 10 Stopa referencyjna realna i nominalna [%]



Źródło: Datastream, obliczenia własne

W naszej ocenie komfort RPP będzie stopniowo zmniejszał się w przyszłym roku. O ile końcówka tego roku i początek przyszłego przyniosą wyhamowanie wskaźnika CPI do ok. 1,5% r/r, na co zwrócił uwagę sam prezes Głapiński, to trzeba pamiętać, że będzie to zjawisko przejściowe. W horyzoncie 2-3 lat, a taki jest horyzont działania RPP, inflacja będzie rosła, zbliżając się do celu banku centralnego, a nawet nieznacznie go przekraczając. Tym bardziej, że zmianie ulegać będzie struktura inflacji, która w większym stopniu będzie napędzana przez inflację bazową, a nie tak jak obecnie przez rosnące ceny energii i żywności. Scenariusz taki zaprezentowany był już w lipcowej projekcji PKB i inflacji, i potwierdzić go powinna także aktualizacja projekcji w listopadzie. Rynek terminowy stopy procentowej coraz bardziej wycenia podwyżkę stóp procentowych pod koniec przyszłego roku, co widać we wzroście stawek FRA. My podtrzymujemy naszą ocenę, że retoryka RPP w przyszłym roku będzie się stopniowo zmieniać w kierunku bardziej jastrzębiej. W naszym scenariuszu zakładamy wzrost stóp procentowych w drugiej połowie przyszłego roku.

Szczególnie, że warunki monetarne w polskiej gospodarce pozostają akomodacyjne, a indeks restrykcyjności polityki pieniężnej zanotował we wrześniu kolejny spadek. To efekt pogłębienia się ujemnych realnych stóp procentowych (inflacja CPI przyspieszyła do 2,2% r/r z 1,8% r/r w sierpniu). Wyhamował także trend umocnienia złotego. W takich uwarunkowaniach nieznaczna podwyżka stóp procentowych nie powinna mieć negatywnego wpływu na koniunkturę gospodarczą.

Wyższa realizacja dochodów wspiera budżet

Wsparcie dla budżetu stanowi też strona wydatkowa

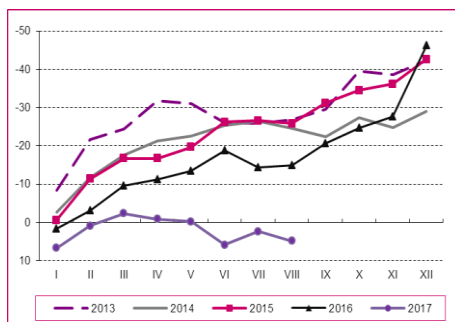
Sytuacja budżetowa w krótkim terminie pozostaje dobra, jednak ryzyka w długim terminie utrzymują się

POLITYKA FISKALNA

Wykonanie deficytu państwa nie przestaje zaskakiwać pozytywnie. Po sierpniu budżet zamknął się nadwyżką w kwocie 4,89 mld PLN, i podobnie jak w trzech wcześniejszych miesiącach był to najlepszy wynik budżetu na tym etapie roku. W samym sierpniu natomiast nadwyżka wyniosła 2,54 mld PLN. Niezmiennie korzystnie prezentuje się strona dochodowa. Dochody ogółem były po sierpniu o 9,6% wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Nieznacznie wyhamowała przy tym dynamika wpływów podatkowych, która po sierpniu wyniosła 15,5% r/r wobec 16,2% r/r po lipcu. Wciąż najszybciej rosną wpływy z podatku VAT, których dynamika po sierpniu wyniosła 23,3% r/r. Na ścieżce wzrostowej utrzymują się także wpływy z podatku CIT, które po ośmiu miesiącach tego roku były o 13,3% r/r, czemu pomaga dobra sytuacja finansowa firm. Sytuacja na rynku pracy i rosnące dochody gospodarstw domowych wspierają natomiast dochody z PIT, które wzrosły o 8,3% r/r.

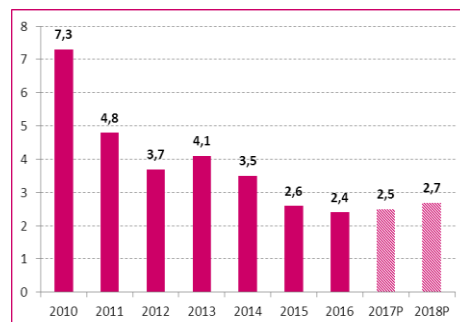
Realizację budżetu wspiera także strona wydatkowa. Po sierpniu wydatki ogółem były o zaledwie o 0,3% wyższe niż rok wcześniej. W samym sierpniu natomiast wydatki spadły o 0,5% r/r i był to czwarty miesiąc w tym roku z ujemną roczną dynamiką wydatków ogółem. Podobnie jak w miesiącach poprzednich to efekt przede wszystkim niższej dotacji do ZUS, w związku ze spadającym bezrobociem, wzrostem dochodów gospodarstw domowych oraz napływem Ukraińców na polski rynek pracy. Wyraźnie niższe niż przed rokiem są także wydatki w ramach rozliczeń z budżetem ogólnym Unii Europejskiej z tytułu środków własnych (-15,4% r/r po sierpniu), co może wiązać się z niższą aktywnością inwestycyjną.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

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

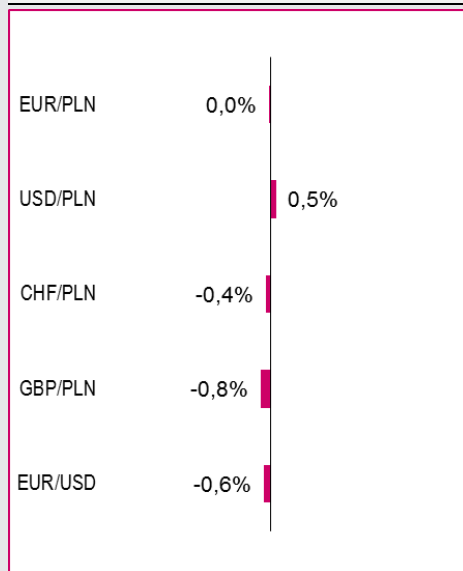


Źródło: Datastream, MinFin

W projekcie budżetu na 2018 rok rząd założył, że w całym bieżącym roku deficyt wyniesie 32,9 mld PLN i będzie o blisko 26,4 mld PLN niższy od planu. Oznacza to jednocześnie, że w ostatnich czterech miesiącach roku budżet wygeneruje deficyt blisko 38 mld PLN. Ostatnie miesiące roku sezonowo przynoszą wzrost deficytu, jednak tak znacznej skali poluzowania fiskalnego nie było od co najmniej 20. lat. Oznacza to, że część aktualnej poprawy budżetu może mieć charakter przejściowy, w związku z np. opóźnieniem zwrotów podatku VAT, które będą zrealizowane w ostatnich miesiącach roku. Budżetowi w tym roku sprzyjają też czynniki cykliczne i znacznie lepsza od oczekiwań sytuacja gospodarcza (wzrost konsumpcji i importu). Pozwoli to resortowi finansów sfinansować część przyszłorocznego deficytu jeszcze w tym roku. Tym samym zneutralizowane zostaną ewentualne napięcia w przyszłorocznym budżecie, co oznacza, że krótkoterminowe perspektywy finansów publicznych wyglądają dość optymistycznie. Biorąc jednak pod uwagę cykliczny charakter poprawy kondycji budżetu, a także jednorazowy charakter części oszczędności (opóźnianie zwrotów VAT, wysoka wpłata z zysku NBP) to ryzyko pogorszenia kondycji finansów publicznych w średnim okresie, szczególnie w warunkach słabszej koniunktury jest wysokie.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

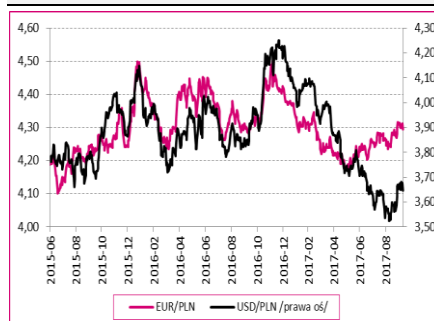
Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

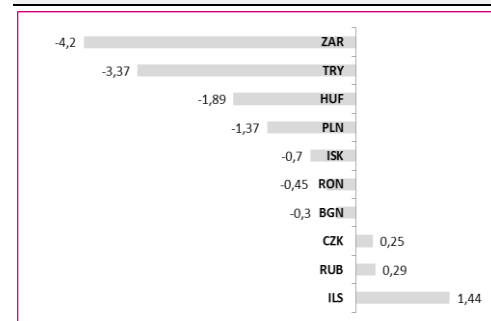
Wrzesień był miesiącem spadku wartości złotego. Kurs EUR/PLN ustanowił na koniec ubiegłego miesiąca najwyższy od pół roku poziom 4,33 choć jeszcze na początku omawianego okresu wynosił 10 groszy mniej. Początkowo źródłem przeceny złotego były informacje, iż Komisja Europejska przeszła do drugiego etapu w procedurze wobec Polski o naruszenie prawa UE, w związku z ustawą o ustroju sądów powszechnych oraz wystąpienie J.C.Junckera dotyczące wizji Europy, w którym upomniał Polskę. Niekorzystnie na wycenę polskiej waluty podziały ponadto wypowiedzi trzech członków Rady Polityki Pieniężnej, którzy zaprezentowali wyjątkowo łagodne stanowisko na kwestii stóp procentowych. Dodatkowo w drugiej połowie września niekorzystnie na wycenę złotego oddziaływał globalny sentyment inwestycyjny. Powrót do korelacji silny dolar to słabsze waluty regionu emerging markets sprawił, że deprecjacja złotego przyspieszyła. W tym czasie kursy EUR/RON i EUR/TRY wyznaczyły historyczne maksima, a para EUR/HUF 4-miesięczny szczyt.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Macrobond

Wykres 15 Najlepiej i najgorzej radzące sobie waluty EM we wrześniu [%]



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

W naszej ocenie na koniec roku kurs EUR/PLN znajdzie się na poziomie 4,25

Nasze oczekiwania co do wartości złotego w czwartym kwartale opieramy z jednej strony na solidnych fundamentach makroekonomicznych i solidnym wzroście gospodarczym, a z drugiej strony na czasowym wygaszeniu ryzyka politycznego w Europie. Uważamy, iż przy powrocie strategii risk-on rynek w większym stopniu koncentrować się będzie na wynikach gospodarki. Te natomiast powinny wspierać oczekiwania stopniowej zmiany nastawienia części członków Rady Polityki Pieniężnej, a finalnie decyzji o podwyżce stóp procentowych w drugiej połowie przyszłego roku. W tym kontekście ciekawie zapowiada się listopadowe posiedzenie Rady, na którym zaprezentowana zostanie najnowsza projekcja PKB i CPI. Niewykluczone również, iż wsparcie dla polskiej waluty stanowić będzie październikowy przegląd ratingu przez agencję Standard and Poor's, która utrzymuje najniższą spośród trzech głównych agencji ocenę wiarygodności kredytowej Polski. Źródłem ryzyka dla naszej prognozy która zakłada, iż na koniec roku kurs EUR/PLN znajdzie się na poziomie 4,25 stanowią będą momenty możliwej eskalacji kryzysu na Półwyspie Koreańskim, przyspieszenie reformy podatkowej w Stanach Zjednoczonych, czy start normalizacji polityki pieniężnej w strefie euro.

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

W trakcie minionego miesiąca notowania SPW podlegały dość silnym wahaniom

Porównując rentowność krajowego długu na początek i koniec września można dojść do wniosku, iż był to relatywnie spokojny miesiąc w notowaniach SPW. Dochodowość 10-latk z poziomu 3,31% wzrosła bowiem do 3,38%, a krótkiego końca krzywej zwykowała w miesiąc o 3 bps z poziomu 1,73% na początku września. W trakcie minionego miesiąca jednak notowania podlegały dość silnym wahaniom. Przejściowo 10-letni benchmark wyznaczył bowiem poziom 3,15% tj. najniższy od czerwca, a 2-latka 1,67% tj. roczne minimum. W drugiej połowie natomiast dochodowość systematycznie rosta. Rósł także spread pomiędzy 10-latką polską, a niemiecką. Z 280 pkt. baz. tj. 2-miesięcznego minimum wzrósł on powyżej 290 pkt. baz., a obecnie przekroczył już 300 pkt. baz. Ciekawie prezentował się również spread pomiędzy polskim, a czeskim 10-letnim benchmarkiem. Na przełomie września i października różnica w dochodowości tych papierów wyniosła 198 bps na korzyść polskiej obligacji

Tabela 3. Kalendarz oraz wyniki przetargów SPW w roku 2016 i 2017

X 2016			X 2017	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
06.10.16	OK1018/DS0727	6,0		
21.10.16	WZ0121/PS0422/WZ1122	10,0		
05.10.17			przetarg zamiany	6,8
25.10			OK0720/WZ112/PS0123/DS0727	4,0-8,0

Źródło: MinFin

Ministerstwo Finansów sfinansowało 86% tegorocznych potrzeb pożyczkowych

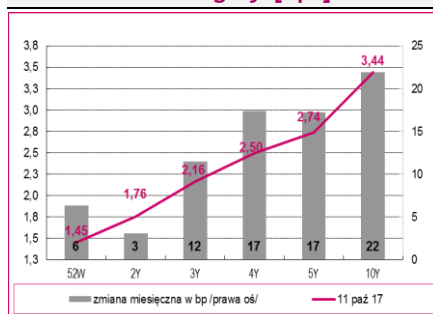
tj. najmniej od dwóch lat. Źródłem zmian były między innymi rozbieżne oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych (patrz tabela poniżej).

Polityka pieniężna banków w Europie Środkowo-Wschodniej

Październikowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej potwierdziło, iż większość członków Rady nie widzi obecnie powodów do zmiany stóp procentowych. Swoją opinię w tej kwestii podtrzymał także prezes NBP. A.Głapiński wciąż stoi na stanowisku, iż stopy procentowe powinny być utrzymane na niezmiennym poziomie w tym i w przyszłym roku. Oceny prezesa NBP nie zmieniły między innymi niedawne dane o wzroście inflacji i płac, a także spodziewane przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Nieco inaczej wygląda natomiast sytuacja nie tylko wśród największych banków świata (Fed, BoC, a wkrótce być może także BoE i EBC), ale i w zdecydowanie mniejszych bankach centralnych tej części Europy, gdzie normalizacja polityki pieniężnej postępuje. We wrześniu banku centralny Czech, utrzymał stopy procentowe, w tym benchmarkową, dwutygodniową stopę repo na poziomie 0,25% jednak na początku sierpnia - jako pierwszy bank w regionie - podwyższył stopę repo o 20 bps z obowiązującego od końca 2012 roku poziomu 0,05%. Co więcej mimo, iż w ubiegłym miesiącu prezes J.Rusnok powiedział, że "nie ma pośpiechu" z zacieśnianiem polityki monetarnej, a przed podjęciem należy wcześniej zapoznać się z nowymi projekcjami makroekonomicznymi, które zostaną przedstawione przy okazji listopadowego posiedzenia banku, to część inwestorów oczekuje, iż decyzja o kolejnej podwyżce stóp procentowych zapadnie podczas najbliższego posiedzenia tj. 2 listopada. W październiku do grona banków centralnych normalizujących politykę monetarną dołączył bank Rumunii. Mimo, iż pozostawił on bez zmian referencyjną stopę procentową na poziomie 1,75% to zawężił symetryczny korytarz stóp procentowych do 1,25% z uwagi na podwyższenie stopy depozytowej do 0,5% z 0,25% i obniżenie stopy lombardowej do 3,0% z 3,25%. Na przeciwnym biegunie znajdują się natomiast Węgry. Tamtejszy bank centralny we wrześniu obniżył stopę depozytów overnight o 10 bps do -0,15% i podjął inne niekonwencjonalne działania, by poluzować politykę pieniężną.

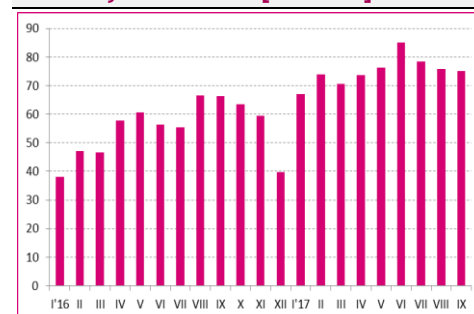
Koniec września to tradycyjna publikacja podaży obligacji na październik i czwarty kwartał. Ministerstwo Finansów planuje w tym miesiącu przeprowadzić jedną aukcję sprzedaży obligacji (25.10), na której zaoferuje papiery za 4,0 - 8,0 mld PLN. W październiku zaplanowany był także jeden przetarg zamiany obligacji, który odbył się na początku miesiąca. Na tym przetargu odkupowane były obligacje o terminach zapadalności przypadających w 2018 r., stąd stanowił on element prefinansowania potrzeb przyszłorocznych. Ich stopień po tym jak Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje WZ0118, PS0418, PS0718, OK1018 łącznie za 6,61 mld PLN, a sprzedało papiery OK0419, WZ1122, PS0123, WZ0126 i DS0727 za 6,83 mld PLN wynosi obecnie 9% - szacowanych na podstawie przewidywanego wykonania z projektu ustawy budżetowej na 2018 rok. Na ten rok natomiast Ministerstwo Finansów sfinansowało 86% potrzeb pożyczkowych. W czwartym kwartale natomiast resort finansów planuje dwa przetargi sprzedaży obligacji z łączną podażą 8,0 - 16,0 mld PLN oraz planuje przeprowadzić jeszcze dwa - gdyż jeden już się odbył - przetargi zamiany. Do odkupu planuje obligacje zapadające w 2018 roku. Według stanu na koniec września do wykupu w tym roku natomiast pozostaje dług o wartości nominalnej 16,6 mld PLN wobec 18,2 mld PLN na koniec poprzedniego miesiąca z czego 13,1 mld PLN stanowią obligacje hurtowe, 0,9 mld PLN przypada na obligacje detaliczne, a 2,7 mld PLN na obligacje i kredyty na rynkach zagranicznych.

Wykres 16 Miesięczna zmiana dochodowości obligacji [bps]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Wykres 17 Stan środków złotych i walutowych w MinFin [mld PLN]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Makro i rynek

raport miesięczny

Uważamy, iż dochodowość 10-latki na koniec roku wzrośnie do 3,6%

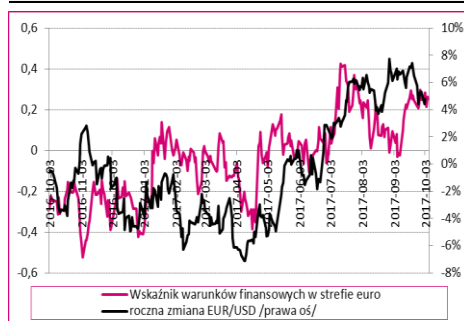
We wrześniowym raporcie pisaliśmy, że w kolejnych miesiącach presja na wzrost rentowności powinna się nasilać. Utożsamialiśmy ją przede wszystkim z otoczeniem zewnętrznym, w szczególności postępującą normalizacją polityki pieniężnej na świecie i dołączaniem do tego grona coraz to nowych banków centralnych - także z naszego regionu. Obecnie podtrzymujemy taki scenariusz uzupełniając go o możliwość stopniowego zaostrzenia polityki pieniężnej. Tylko w tym miesiącu Ł.Hardt i G.Ancyparowicz stwierdzili, że stopy procentowe w 2018 roku mogą ulec zmianie. Co więcej Ł.Hardt zaznaczył, iż „reakcja Rady może okazać się konieczna już na początku 2018 roku” nawiązując tym samym do wrześniowej wypowiedzi E.Gatnara, który gotów byłby rozważyć podwyżkę stóp procentowych w pierwszym kwartale przyszłego roku, jeśli presje płacowe będą rosły. Mimo, iż w naszej ocenie taki pogląd nie znajduje poparcia wymaganej większości w RPP to jastrzębie komentarze sprawiają, że rynek może kontynuować grę pod przyszłe podwyżki stóp procentowych widoczną obecnie z notowaniami kontraktów FRA. W szczególności, iż wzrost CPI i przyspieszenie PKB oraz przychylniejsze komentarze agencji ratingowych sprzyjać będą scenariuszowi stopniowego wzrostu rentowności SPW. W rezultacie uważamy, iż dochodowość 10-latki na koniec roku wzrośnie do 3,6%, a krótkiego końca krzywej do 1,9%.

RYNKI ZAGRANICZNE

Wrzesień w notowaniach eurodolara był niezwykle ciekawym miesiącem

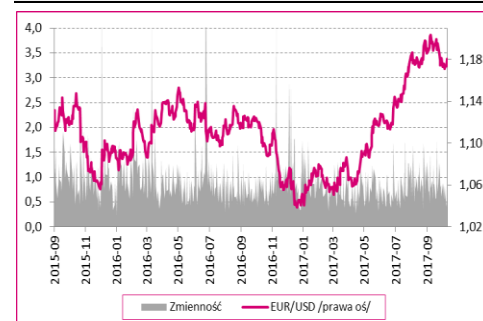
Wrzesień w notowaniach eurodolara był niezwykle ciekawym miesiącem. Z jednej strony kurs EUR/USD wyznaczył najwyższy od początku stycznia 2015 roku poziom 1,2092. Z drugiej natomiast notowania przełamały długoterminową wzrostową linię wsparcia i rozpoczęły ruch korekcyjny obniżając się w trzy tygodnie - od wrześniowego maksimum - o cztery centy. Co więcej ostatni tydzień września był jednym z najlepszych w tym roku tygodni pod względem skali umocnienia wobec euro. Zniżka eurodolara w tym czasie wyniosła bowiem niemal 2%. Źródłem spadku EUR/USD była między innymi sytuacja geopolityczna w Unii Europejskiej. Rynek negatywnie odebrał bowiem wysokie, trzecie miejsce populistycznej i antysystemowej partii AfD w wyborach parlamentarnych w Niemczech, która swój program oparła w głównej mierze na krytyce posunięć obozu rządzącego. Nerwowość wywoływała ponadto informacja o referendum niepodległościowym w Katalonii, którego wynik jest przedmiotem zawirowań rynkowych do chwili obecnej. Źródłem spadku eurodolara była ponadto nasilona w ostatnim czasie dysproporcja w podejściu do polityki pieniężnej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a strefą euro. We wrześniu Fed zaskoczył bowiem podtrzymaniem wcześniejszej prognozy co do trzeciej w tym roku podwyżki stóp procentowych, podczas gdy Europejski Bank Centralny opóźnił prawdopodobnie do końca października decyzję odnośnie ograniczania programu skupu aktywów. Komentując wrześniowe zmiany na rynkach warto również zwrócić uwagę na ustanowienie przez notowania ropy naftowej najwyższego od lipca 2015 roku poziomu tj. 59,49 USD za baryłkę ropy Brent oraz historyczne maksima na amerykańskiej giełdzie.

Wykres 18 Wskaźnik warunków finansowych w EMU i EUR/USD



Źródło: Macrobond

Wykres 19 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]



Źródło: Macrobond

W naszej ocenie o notowaniach eurodolara w tym roku decydować będą cztery czynniki. Pierwszy związany jest z referendum i jego implikacjami dla Hiszpanii, a pośrednio całej Unii Europejskiej. Wydarzenia w Hiszpanii były kolejnym w ostatnim czasie przypomnieniem o ryzykach politycznych drzemiących w Europie. Co więcej premier Katalonii na czas negocjacji tj. jak sam określił na kilka tygodni zawiesił

Makro i rynek

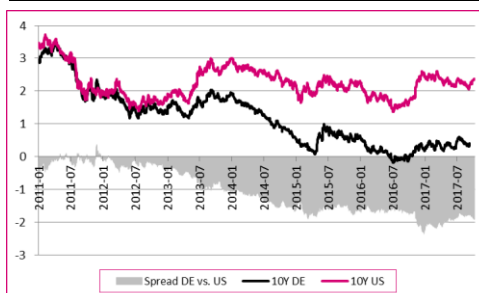
raport miesięczny

Politykę pieniężną w EMU uznajemy za najistotniejszy czynnik przemawiający za wzrostem EUR/USD

aspiracje niepodległościowe regionu, stąd temat secesji może powrócić jeszcze w tym roku. Przed nami także (najpóźniej do maja 2018 roku) wybory we Włoszech, gdzie nastroje antysystemowe - głoszone przez populistyczny Ruch Pięciu Gwiazd - są również obecne. Fakt, iż Unia Europejska nie jest już tak silnym ideowym monolitem niekorzystnie wpływa na wycenę wspólnej waluty. Pozytywnie na dolara może natomiast wpłynąć zbliżająca się nominacja nowego prezesa Rezerwy Federalnej. 4-letnia kadencja Janet Yellen skończy się 3 lutego 2018 roku. Mimo, iż ma ona szansę na reelekcję, to zgodnie z wypowiedziami D.Trumpa jest on jednym z czwórki kandydatów na prezesa Fed. Wyłączając wybór obecnej prezes Fed, gdzie reelekcja byłaby naturalnym przedłużeniem dotychczasowej polityki jakkolwiek inny wybór - według rynkowych spekulacji - niósłby ze sobą możliwość silniejszego niż obecnie tempa zacieśniania polityki pieniężnej. Oznaczałoby to mocniejszego dolara, w szczególności gdyby Europejski Bank Centralny wciąż był ostrożny w kwestii normalizacji polityki pieniężnej.

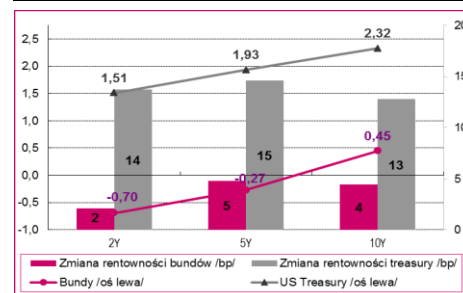
Wątek polityki pieniężnej w eurolandzie uznajemy za trzeci czynnik mogący zadecydować o kierunku notowań EUR/USD. W naszej ocenie jest to jedyny argument przemawiający za wzrostem eurodolara w tym roku. Po ostatnich zawirowaniach i niezdecydowaniu EBC co do konieczności wygaszania programu skupu aktywów rynek częściowo porzucił nadzieje na porozumienie wewnątrz Rady Prezesów. Uważamy jednak, iż ten rok - być może już październik - przyniesie decyzję o stopniowej redukcji programu QE od 2018 roku, co będzie sygnałem, iż EBC dotacza do globalnego trendu normalizacji polityki pieniężnej, co powinno potencjalnie wesprzeć euro. Należy jednak pamiętać, iż EBC będzie studził jakiegokolwiek oczekiwanie na szybkie podwyżki stóp procentowych. Ostatni, obecnie najmniej znaczący, ale z potencjalnie najsilniejszym wpływem w przypadku jego realizacji, czynnik to eskalacja konfliktu na Półwyspie Koreańskim. Październikowe wypowiedzi D.Trumpa wskazują, iż prezydent USA rozważa już tylko jeden scenariusz rozwiązania kryzysu sugerując, iż jest to scenariusz militarny. W przypadku konfliktu zbrojnego - podobnie jak w momentach podwyższonej awersji do ryzyka - należałoby się liczyć na rynku walut z aprecjacją dolara i franka szwajcarskiego. Podsumowując uważamy, iż do końca czwartego kwartału będziemy świadkami podwyższonej zmienności notowań eurodolara. Mimo, iż kurs EUR/USD ma przesłanki do wzrostu (głównie z uwagi na poprawiającą się sytuację gospodarczą w EMU), to w kierunku mocniejszego dolara oddziaływać będą wspomniane wcześniej argumenty. W rezultacie spodziewamy się, iż eurodolar będzie poruszał się w dość szerokim trendzie horyzontalnym. Element polityczny (aspiracje niepodległościowe Katalonii, nominacja szefowej Fed, czy konflikt na Półwyspie Koreańskim) sprawiają jednak, że nasze prognozy obciążone są wyższym niż zazwyczaj ryzykiem.

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



Źródło: Reuters

Wykres 21 Miesięczna zmiana dochodowości Bunda i UST



Źródło: Reuters

Wrześniowe notowania obligacji USA były bardzo burzliwe

Wrześniowe notowania obligacji USA były bardzo burzliwe. Gdy wydawało się, że nie ma szans na trzecią w tym roku, a czwartą w cyklu, podwyżkę stóp procentowych w USA wrześniowe posiedzenie Rezerwy Federalnej przyniosło nieoczekiwane deklarację o kontynuacji zacieśniania polityki pieniężnej jeszcze w tym roku. W reakcji dochodowość amerykańskiego długu wyraźnie wzrosła wzdłuż całej krzywej. Z 10-miesięcznego minimum na poziomie 2,06% ustanowionego na początku września rentowność 10-latk USA wzrosła o 25 bps. O 20 bps z kolei do 1,48% - najwyższego poziomu od 2008 roku - zwiększyła w minionym miesiącu dochodowość amerykańskiej 2-latk. Zdecydowanie bardziej spokojny przebieg miały notowania niemieckiego długu. Wrześniowa amplituda wahań Bunda wyniosła 17 bps z maksimum na poziomie 0,47%.

Makro i rynek

raport miesięczny

Wyraźnie zawężił się spread portugalskich i hiszpańskich obligacji

W przypadku obligacji USA w krótkim terminie większą wagę przykładalibyśmy do wyborów nowego prezesa Fed aniżeli publikacji danych makroekonomicznych

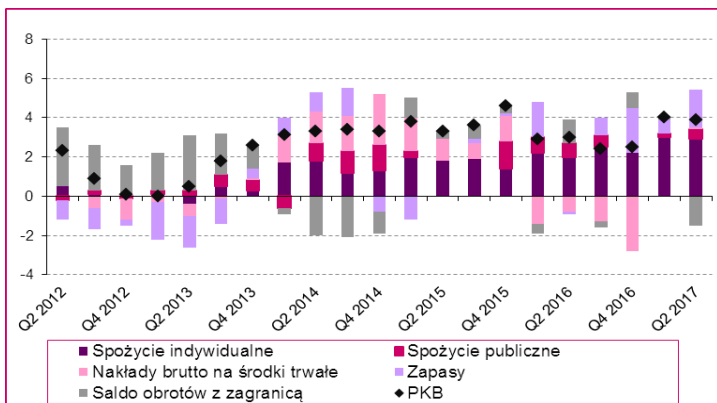
Przez większość miesiąca jednak notowania koncentrowały się wokół poziomu 0,44%. W rezultacie spread pomiędzy 10-latką USA, a Niemiec wzrósł do 188 bps tj. poziomu najwyższego od czerwca.

W ostatnich tygodniach spore zmiany obserwowane były w notowaniach obligacji państw południa Europy. Najbardziej spektakularnym przykładem jest dochodowość 10-latki portugalskiej, która z poziomu 2,86% na koniec sierpnia obniżyła się w drugiej połowie września do 2,37% tj. minimum z końca 2015 roku. Źródłem tak gwałtownego spadku była decyzja agencji Standard and Poor's o podwyższeniu ratingu z poziomu BB+ do BBB- z perspektywą stabilną. Oznacza to, że po pięciu latach Portugalia odzyskała ocenę wiarygodności kredytowej na poziomie inwestycyjnym. Zniżka dochodowości portugalskiego długu nie pokrywała się natomiast z trendami wśród pozostałych obligacji państw południa Europy, gdzie rosta dochodowość długu Hiszpanii, czy Włoch. Z tego powodu do najniższego od stycznia 2010 roku poziomu zawężił się spread pomiędzy 10-latką portugalską, a włoską. Z kolei różnica w oprocentowaniu analogicznych papierów Portugalii i Hiszpanii wyniosła 55 bps i była najmniejsza od końca 2015 roku.

Kluczowy dla kierunku notowań Bunda będzie wynik październikowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, na którym zgodnie z wcześniejszymi deklaracjami M. Draghiego ma zapadnąć większość decyzji w sprawie przyszłości programu skupu aktywów. Od tempa wygaszania QE i użytej retoryki określającej możliwy moment podwyżki stóp procentowych uzależnimy wycenę obligacji Niemiec. Prawdopodobne użycie jest sformułowania „well past” jako podkreślenie jak bardzo odległy będzie moment terminu podwyżki kosztu pieniądza po całkowitym wygaszeniu programu skupu aktywów. EBC nie będzie bowiem dążył do rozbudzenia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych, stąd nie spodziewamy się, aby decyzja o normalizacji polityki pieniężnej w EMU miała skutkować silnym wzrostem dochodowości europejskiego długu. W przypadku obligacji USA w krótkim terminie większą wagę przykładalibyśmy do wyborów nowego prezesa Fed aniżeli publikacji danych makroekonomicznych. Rynek jest niemal pewny, iż w grudniu dojdzie do podwyżki stóp procentowych, stąd źródłem zmienności może okazać się przyszłoroczna ścieżka zmian kosztu pieniądza. Ta natomiast w dużym stopniu zależna będzie od poglądów nowego prezesa Fed.

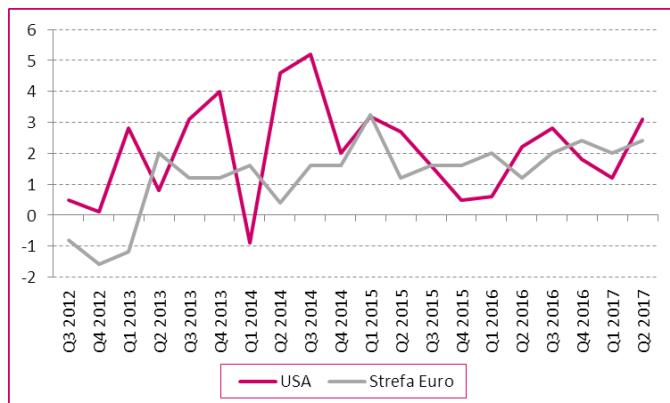
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Wzrost gospodarczy w Polsce oraz jego dekompozycja [pkt. proc.]



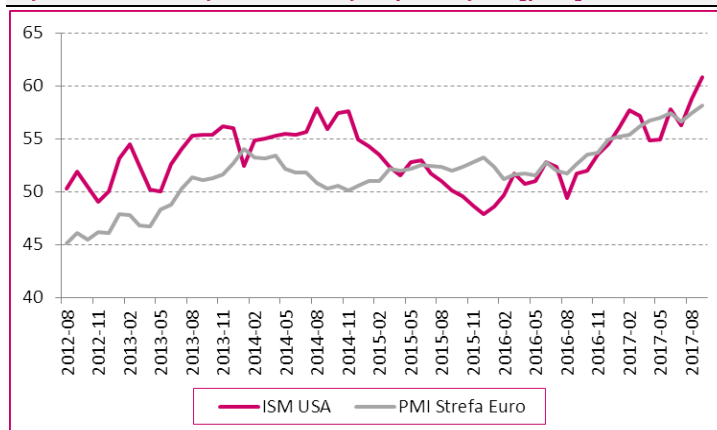
Źródło: Datastream

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



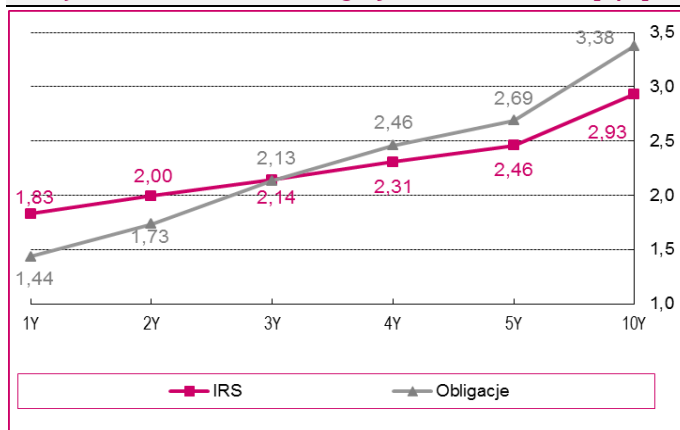
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



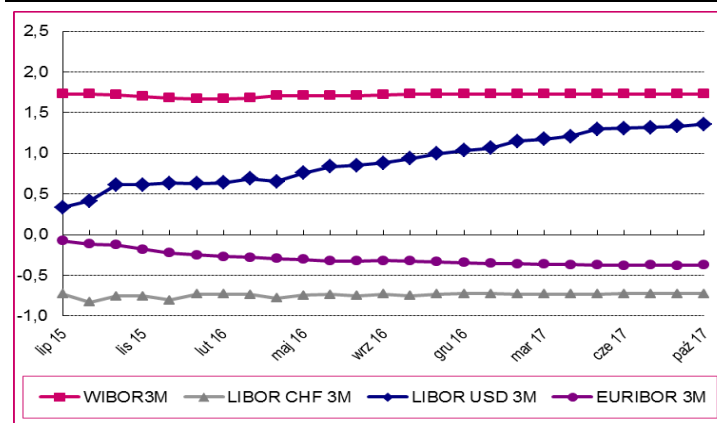
Źródło: Datastream

Wykres 25 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



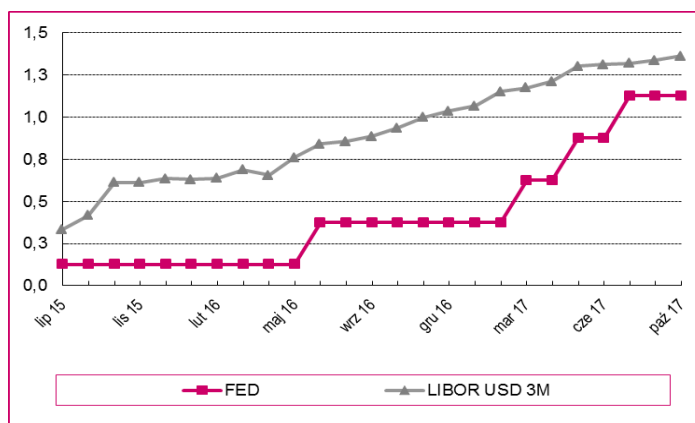
Źródło: Reuters

Wykres 26 Notowania stawek WIBOR, LIBOR CHF, LIBOR USD, EURIBOR [%]



Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17
Inflacja- CPI (% r/r)	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1
Inflacja bazowa (% r/r)	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,9
Ceny producenta - PPI (% r/r)	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,0	2,8
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,5	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,5	5,3	5,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	9,1	1,1	11,1	-0,6	9,2	4,4	6,2	8,8	4,5	10,2
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	9,5	5,2	7,9	6,7	7,4	5,8	6,8	6,9	7,1	7,4
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	2548	-514	-405	459	-297	-1114	-878	-770	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	15,1	6,4	19,7	2,5	18,5	6,5	10,2	10,0	-	-
Import (EUR, % r/r)	16,0	10,5	19,8	3,8	20,4	13,0	12,8	13,1	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	6,4
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,5
Stopa bezrobocia (%)	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,1	7,1	7,0	7,0	6,9
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)	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	2,19	2,22	2,00	1,99	1,92	1,91	1,84	1,72	1,76	1,79
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	3,17	3,13	2,92	2,90	2,66	2,65	2,73	2,62	2,70	2,75
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,89	3,82	3,51	3,43	3,24	3,33	3,37	3,29	3,38	3,45
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,28
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,65
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,08	1,06	1,06	1,09	1,12	1,14	1,18	1,19	1,18	1,17

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P
PKB (mld PLN)	1445,3	1566,8	1629,4	1656,8	1719,7	1799,3	1851,2	1963,0
PKB (wzrost realny, %)	3,6	5	1,6	1,4	3,3	3,8	2,7	4,3
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,4	4,5
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	2,6	3,3	0,8	0,3	2,6	3	3,8	4,7
Inwestycje (wzrost realny, %)	0	8,8	-1,8	-1,1	10	6,1	-7,9	4,4
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,3	7,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-1,0
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	1,6	3,1	1,4	1,1	0,5	0,2	0,0	1,0
Saldo sektora general government (% PKB)	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,5	-2,6	-2,4	-2,5
Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,75
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	3,97	4,47	4,08	4,15	4,29	4,26	4,40	4,25
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	2,97	3,45	3,09	3,02	3,54	3,92	4,18	3,68

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

KALENDARIUM

Październik / Listopad

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
			12 PL: CPI US: liczba nowych bezrobotnych, PPI	13 GE: CPI US: CPI, sprzedaż detaliczna, indeks uniwersytetu Michigan
16 EZ: bilans handlowy PL: rachunek obrotów bieżących	17 EZ: CPI, inflacja bazowa GE: ZEW PL: płace, zatrudnienie US: produkcja przemysłowa	18 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, liczba nowych domów, liczba pozwoleń na budowę, Beżowa Księga PL: PPI, sprzedaż detaliczna	19 PL: opis posiedzenia banku centralnego US: liczba nowych bezrobotnych	20 GE: PPI EZ: rachunek obrotów bieżących US: sprzedaż domów na rynku wtórnym PL: decyzja S&P w sprawie ratingu
23 PL: podaż pieniądza M3	24 GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI PL: stopa bezrobocia US: wstępny PMI	25 GE: IFO US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, zamówienia na dobra trwałego użytku, sprzedaż nowych domów	26 EZ: podaż pieniądza M3, decyzja w sprawie stóp procentowych US: liczba nowych bezrobotnych	27 US: indeks uniwersytetu Michigan
30 US: dochody i wydatki gospodarstw domowych, inflacja PCE, inflacja bazowa PCE GE: CPI	31 EZ: stopa bezrobocia, PKB, szacunek inflacji PL: CPI US: indeks CaseShiller, indeks Conference Board	01 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport ADP, ISM, PMI, decyzja w sprawie stóp procentowych	02 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: raport Challengeera, liczba nowych bezrobotnych	03 US: liczba nowych miejsc pracy poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia, zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałe, PMI
06 GE: zamówienia fabryczne, PMI w usługach EZ: PMI w usługach, Sentix, PPI	07 GE: produkcja przemysłowa EZ: sprzedaż detaliczna PL: stan rezerw NBP	08 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	09 US: liczba nowych bezrobotnych	10 PL: 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

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.