

# Makro i rynek

raport miesięczny

10 listopada 2017

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

**Grzegorz Maliszewski**

Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Mateusz Sutowicz**

Analitik rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

## Podsumowanie miesiąca

- Wrześniowe dane potwierdziły dobrą koniunkturę w gospodarce i przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 3Q. W całym trzecim kwartale wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 6,3% r/r z 4,2% r/r w 2Q, co oznacza przyspieszenie także wartości dodanej w przemyśle. Dane o napływie nowych zamówień, także eksportowych, oraz odczyty indeksów koniunktury GUS i PMI, nie tylko dla Polski, ale także dla Niemiec i całej strefy euro, sugerują utrzymanie dobrej koniunktury w przemyśle także w najbliższych miesiącach. Trzeci kwartał to okres wyraźnego przyspieszenia dynamiki produkcji budowlano- montażowej, która w okresie lipiec-wrzesień wzrosła o 19,6% r/r wobec wzrostu o 8,1% r/r w 2Q. To w dużej mierze efekt ożywienia inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków UE. Opublikowane dotychczas dane wysokiej częstotliwości sugerują przyspieszenie wzrostu gospodarczego w trzecim kwartale, który według naszych szacunków wyniósł 4,7% r/r wobec 3,9% r/r w 2Q. Głównym motorem gospodarki pozostała konsumpcja prywatna, której dynamika powinna być zbliżona do wyniku z 2Q, kiedy wyniosła 4,9% r/r. Inwestycje wzrosły w naszej ocenie w tempie ok. 4,5% r/r, głównie ze względu na wyraźne przyspieszenie inwestycji infrastrukturalnych. Bardziej ostrożni jesteśmy w zakresie perspektyw inwestycji prywatnych w maszyny i urządzenia.
- Listopadowe posiedzenie RPP nie przyniosło niespodzianki i zakończyło się utrzymaniem podstawowych stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Rada obniżyła natomiast stopę rezerwy obowiązkowej do 0% z 3,5% dla depozytów o zapadalności powyżej 2 lat. W komunikacie Rada uznała, że w najbliższych latach inflacja będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego, co oznacza nieznaczne zaostrzenie oceny, na co wpływ miała rewizja ścieżki inflacji w nowej projekcji, która w perspektywie roku 2019 przekracza cel inflacyjny. Pomimo tego RPP ocenia, iż obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Także prezes Glapiński podtrzymał opinię, iż stopy procentowe powinny być utrzymane na obecnym poziomie w tym i w przyszłym roku. Podtrzymujemy jednak naszą ocenę, że komfort RPP ze scenariuszem stabilnych stóp będzie zmniejszał się w przyszłym roku, gdyż inflacja powróci do wzrostów i już w drugiej jego połowie może przekroczyć cel inflacyjny. Powinno to w naszej ocenie skłonić RPP do podwyżki stóp w drugiej połowie roku.
- Październikowe zmiany na rynku EUR/PLN były odwróceniem tendencji z września, gdy wraz z początkiem miesiąca złoty zaczął tracić na wartości, a kurs EUR/PLN osiągnął w ostatnich dniach trzeciego kwartału maksimum na poziomie 4,33. W ubiegłym miesiącu natomiast polska waluta systematycznie zyskiwała na wartości, notując 10-groszowe umocnienie w stosunku do euro. W październiku 8 sesji z 21 zakończyło się wzrostem notowań EUR/PLN, z czego zaledwie 4 były osłabieniami przekraczającymi pół grosza. Warto podkreślić, iż złoty umacniając się o 2% wobec euro był najlepiej radzącą walutą tej części Europy w październiku.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY.....	2
POLITYKA PIENIĘŻNA .....	6
POLITYKA FISKALNA.....	7
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY .....	8
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ...	8
RYNKI ZAGRANICZNE.....	10
PRZEGLĄD DANYCH .....	12
DANE I PROGNOZY .....	13
KALENDARIUM .....	14

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	1,00%-1,25%	12-13 gru	1,25%-1,50%
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%	7 gru	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	4-5 gru	1,50%

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

### PRZEGLĄD GOSPODARCZY

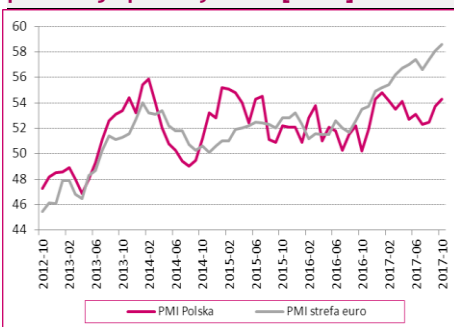
Dane za wrzesień potwierdziły poprawę koniunktury w całym 3Q

Wyniki produkcji budowlanej sugerują wyraźne odbicie inwestycji infrastrukturalnych

Wrześniowe dane potwierdziły dobrą koniunkturę w gospodarce i przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 3Q tego roku. Co prawda dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała we wrześniu do 4,3% r/r z 8,8% r/r w sierpniu, to związane to było w dużej mierze z negatywnym efektem kalendarzowym i mniejszą liczbą dni roboczych. W całym trzecim kwartale wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 6,3% r/r z 4,2% r/r w 2Q. To sugeruje też przyspieszenie dynamiki wartości dodanej w przemyśle. Dane o napływie nowych zamówień, w tym eksportowych, a także odczyty indeksów koniunktury GUS i PMI, nie tylko dla Polski, ale też dla Niemiec i całej strefy euro, sugerują utrzymanie dobrej koniunktury w przemyśle także w najbliższych miesiącach, choć ze względu na nasilające się ograniczenia podażowe (drożące surowce, trudności z pozyskaniem pracowników) możliwość dalszego przyspieszenia produkcji wydaje się ograniczona. Już teraz przedsiębiorcy w ramach badania PMI wskazują na narastającą zaległość produkcji. Z tego powodu, w naszej ocenie, wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu, coraz wyraźniej nie nadąża za wskaźnikami koniunktury w strefie euro.

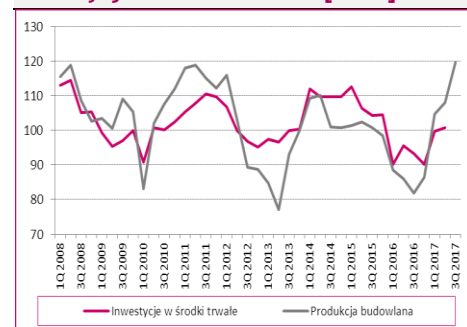
Trzeci kwartał to okres wyraźnego przyspieszenia dynamiki produkcji budowlano-montażowej, która w okresie lipiec-wrzesień wzrosła o 19,6% r/r wobec wzrostu o 8,1% r/r w 2Q. W samym wrześniu wzrost produkcji budowlanej wyniósł 15,5% r/r, spowalniając z 23,5% r/r w sierpniu, na co wpływ miała mniejsza liczba dni roboczych. Jak wskazywaliśmy we wcześniejszych komentarzach to w dużej mierze efekt ożywienia inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków UE. Znalazło to odzwierciedlenie w dynamicznym wzroście produkcji firm zajmujących się wznoszeniem obiektów inżynierii lądowej i wodnej. Wzrosty w budownictwie miały jednak szeroki zakres i objęły także wznoszenie budynków, co wiąże się z bardzo dobrą koniunkturą na rynku mieszkaniowym. Wkład budownictwa we wzrost wartości dodanej będzie więc w 3Q wyraźnie wyższy niż we wcześniejszych trzech miesiącach. Wpisuje się to w scenariusz odbicia inwestycji budowlanych i wyższą dynamikę inwestycji w środki trwałe.

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



Źródło: Datastream

Wykres 2 Produkcja budowlana i inwestycje w środki trwałe [% r/r]



Źródło: Datastream

Wciąż mocne wzrosty konsumpcji prywatnej

Zestaw danych po wrześniu sugeruje przyspieszenie dynamiki PKB do 4,7% r/r w 3Q

Konsumpcja prywatna pozostaje solidnym filarem wzrostu gospodarczego i wrześniowe dane o sprzedaży detalicznej potwierdziły ten obraz. Dynamika sprzedaży detalicznej przyspieszyła we wrześniu do 7,5% r/r w ujęciu realnym, natomiast w całym 3Q wzrost wyniósł 7,1% r/r wobec 6,6% r/r w 2Q. Wzrost konsumpcji prywatnej w 3Q powinien być więc zbliżony do wyniku z poprzedniego kwartału, kiedy wyniósł 4,9% r/r. Rosnące dochody rozporządzalne gospodarstw domowych, optymistyczne nastroje, a także ujemne realne stopy procentowe wspierają wzrost konsumpcji. W kolejnych kwartałach powinna ona pozostać silnym filarem wzrostu, choć oczekujemy stopniowego wyhamowania jej dynamiki.

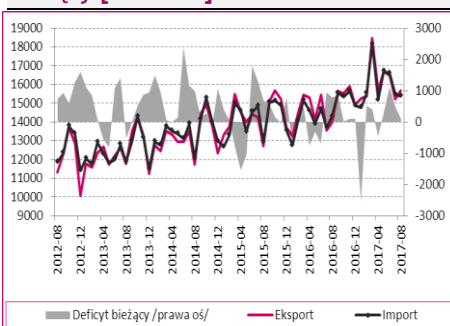
Opublikowane dotychczas dane wysokiej częstotliwości sugerują przyspieszenie wzrostu gospodarczego w trzecim kwartale, który według naszych szacunków wyniósł 4,7% r/r wobec 3,9% r/r w 2Q. Głównym motorem gospodarki pozostała konsumpcja prywatna, której dynamika powinna być zbliżona do wyniku z 2Q. Inwestycje wzrosły w naszej ocenie w tempie ok. 4,5% r/r, głównie ze względu na wyraźne przyspieszenie wzrostu inwestycji infrastrukturalnych. Bardziej ostrożni jesteśmy w zakresie inwestycji prywatnych w maszyny i urządzenia. Niepewność otoczenia prawno-

### Spadek deficytu obrotów bieżących w sierpniu

instytucjonalnego, a także ograniczenia w dostępie do pracowników stanowią obecnie najpoważniejsze bariery działalności inwestycyjnej firm. Potwierdzają to wyniki badania koniunktury NBP, z których wynika, iż aktywność inwestycyjna prywatnych firm pozostaje stabilna i nie nasila się, pomimo rosnącego popytu i wysokiego wykorzystania mocy wytwórczych. W całym bieżącym roku natomiast wzrost gospodarczy ma szansę wynieść 4,3%.

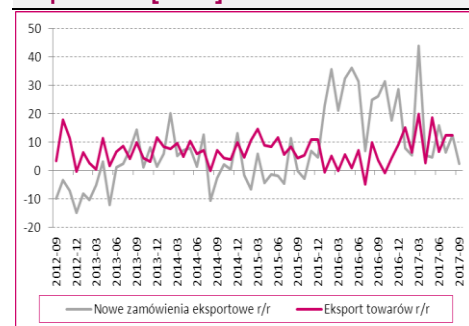
Bilans obrotów bieżących w sierpniu, to ostatnie dostępne dane, zamknął się deficytem wartości 100 mln EUR wobec deficytu 491 mln EUR w lipcu. W zakresie bilansu obrotów bieżących w sierpniu saldo poprawiło się saldo niemal we wszystkich jego komponentach. Bilans obrotów bieżących zamknął się w sierpniu nadwyżką 298 mln EUR wobec deficytu 241 mln EUR w lipcu. To w głównej mierze efekt utrzymania się wzrostowego trendu eksportu, którego dynamika wyniosła 12,3% r/r, licząc w euro, podczas gdy dynamika importu wyhamowała do 7,6% r/r. Dobra koniunktura u naszych partnerów handlowych wspiera wyniki polskiego eksportu, a w badaniach koniunktury PMI przedsiębiorcy wskazują na utrzymanie wzrostów portfela zamówień eksportowych. Wysokie odczyty indeksów PMI dla Niemiec i strefy euro pozwalają oczekiwać utrzymania tych trendów także w kolejnych miesiącach. Wyraźnie niższy niż miesiąc wcześniej był także deficyt na rachunku obrotów pierwotnych (-1666 mln EUR w sierpniu wobec -1930 mln EUR w lipcu), co wiąże się z mniejszymi wypłatami dywidend i odsetek dla inwestorów zagranicznych. Nieznacznie pogorszyło się w stosunku do miesiąca poprzedniego saldo usług, jednak w dalszym ciągu wykazuje ono wysoką nadwyżkę, która w sierpniu wyniosła 1,222 mld EUR.

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



Źródło: Datastream

**Wykres 4 Eksport i nowe zamówienia eksportowe [% r/r]**



Źródło: Datastream

W perspektywie kolejnych kwartałów saldo na rachunku obrotów bieżących będzie ulegało stopniowemu pogorszeniu na skutek pogłębienia deficytu towarów i wyższego deficytu dochodów pierwotnych. Silny popyt konsumpcyjny, a także spodziewana odbudowa inwestycji będą wspierać wyższą dynamikę importu, co przy stabilnym wzroście eksportu będzie zwiększało deficyt towarowy. Częściowo będzie on łagodzony przez poprawę salda usług, w następstwie 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.

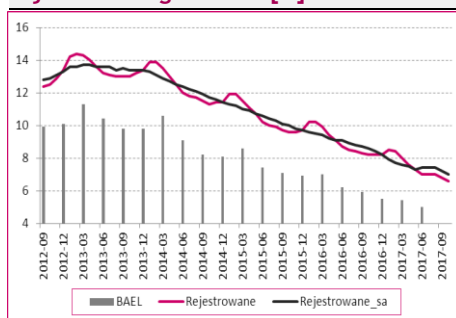
### Pogłębienie spadku bezrobocia we wrześniu

Obraz polskiego rynku pracy w ostatnich miesiącach pozostaje pozytywny i wrzesień przyniósł podtrzymanie tej oceny. Stopa bezrobocia spadła do 6,8%, nieco silniej niż wstępny szacunek MRPiPS. Obniżyła się także stopa bezrobocia po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych, która we wrześniu osiągnęła nowe historyczne minimum na poziomie 7,2% wobec 7,4% miesiąc wcześniej. W dwucyfrowym tempie spada liczba nowozarejestrowanych bezrobotnych, a także liczba wyrejestrowanych osób. W tempie wzrostowym utrzymuje się natomiast liczba ofert pracy, których we wrześniu zgłoszono do urzędów o 13,1% więcej niż przed rokiem. W rezultacie liczba bezrobotnych przypadająca na jedną ofertę pracy, jeden z mierników napięcia na rynku pracy, spadła do najniższego w historii poziomu. Potwierdza to, iż problemy ze znalezieniem pracowników należą obecnie, obok zmieniającego się otoczenia prawnego, do najważniejszych barier rozwoju przedsiębiorstw.

### Rosnący popyt na pracę oraz ograniczenia podaży nasilają napięcia na rynku pracy

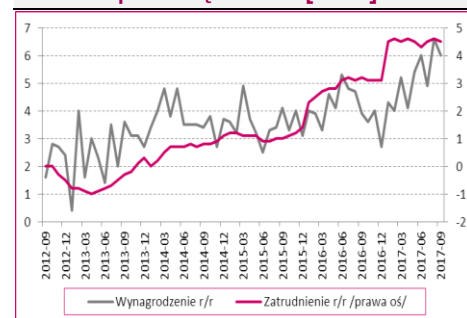
Stopa bezrobocia według metodologii BAEL spadła do 5,0% i co istotne zwiększył się też wskaźnik aktywności zawodowej do 56,7% w 2Q z 56,2% kwartał wcześniej. Liczba pracujących zwiększyła się w solidnym tempie 1,9% r/r. Co ciekawe, wśród pracowników najemnych najszybciej rosta liczba pracujących w sektorze publicznym (+2,9% r/r) niż w prywatnym (+2,7% r/r). Wzrost popytu na pracę potwierdzają też miesięczne dane z sektora przedsiębiorstw, gdzie zatrudnienie we wrześniu wzrosło o 4,5% r/r i był to kolejny z rzędu miesiąc przyrostu liczby etatów. Na utrzymanie tego trendu w kolejnych miesiącach wskazują wyniki badania PMI, w których przedsiębiorcy z sektora przemysłowego wskazywali na wzrost zatrudniania, a tempo rekrutowania było w październiku najszybsze od maja. Na wzrost zatrudnienia wskazują też wyniki koniunktury GUS, choć sygnalizują jego stopniowe wyhamowywanie. Zgadza się z takim scenariuszem, że w kolejnych miesiącach dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw będzie stopniowo wyhamowywała. Według badań NBP dynamika zatrudnienia pozostanie wysoka w większości branż - zarówno w przetwórstwie przemysłowym, w transporcie, w handlu, w pozostałych usługach, jak i w budownictwie. Spadek zatrudnienia nastąpi natomiast w energetyce i górnictwie. Należy jednak podkreślić, że napięcia na rynku pracy to nie tylko efekt rosnącego popytu na prace, ale także ograniczeń po stronie jej podaży.

**Wykres 4 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]**



Źródło: Datastream

**Wykres 5 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]**



Źródło: Datastream

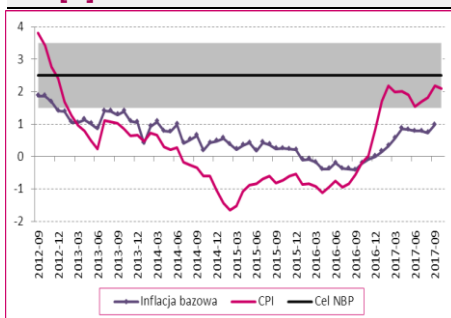
### Dynamika płac wyhamowała we wrześniu, jednak naciski na wzrost płac nasilają się

We wrześniu dynamika płac wyhamowała do 6,0% r/r z 6,6% r/r w sierpniu, co potwierdziło wcześniejsze przypuszczenia, że sierpniowe przyspieszenie było przejściowe i wiązało się z przesunięciami wypłat premii w górnictwie. Nie zmienia to jednak faktu, że presja na wzrost płac będzie stopniowo narastała, w ślad za dalszym narastaniem napięć na rynku pracy. Z badań NBP wynika, że rośnie odsetek firm zwiększających płace oraz udział zatrudnionych, których obejmą podwyżki wynagrodzeń. Stopniowo wzrasta także skala planowanych podwyżek. Odsetek firm, które odnotowują naciski płacowe, także tych w których widoczne jest ich nasilenie, w 3Q br., wzrósł do rekordowo wysokiego poziomu.

### Inflacja coraz bliżej celu NBP

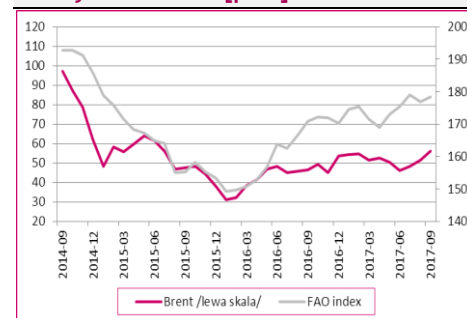
Inflacja utrzymuje się na ścieżce wzrostowej. Wskaźnik CPI wyniósł we wrześniu 2,2% r/r wobec 1,8% r/r w sierpniu. W skali miesiąca natomiast ceny wzrosły o 0,4%, najsilniej od stycznia br. Po deflacji, która zakończyła się w październiku 2016 roku nie ma już śladu, a wskaźnik CPI jest coraz bliżej celu banku centralnego. W dużej mierze jest to efekt rosnących cen surowców energetycznych, których dynamika według naszych szacunków wzrosła we wrześniu do 2,5% r/r z 2,2% r/r w sierpniu. Istotny wpływ na to miały wyższe ceny paliw, które we wrześniu tego roku były o 3,6% wyższe niż przed rokiem. Choć trzeba przypomnieć, że jeszcze na początku roku ich dynamika była dwucyfrowa. Wyraźny wkład w wyższą inflację mają też ceny żywności, które we wrześniu były wyższe o 5,3% r/r. To efekt rosnących cen masła, owoców i warzyw. W ostatnich tygodniach dynamiczne wzrosty widoczne są także w przypadku cen jaj. Z drugiej natomiast strony spada dynamika cen mięsa. Wzrosty cen żywności to nie tylko przypadłość polskiej gospodarki. Widoczne są one także w innych gospodarkach, także naszego regionu. Znajduje to też odzwierciedlenie w kontynuacji wzrostowego trendu indeksu cen żywności FAO, który we wrześniu był o 4,3% wyższy niż przed rokiem, choć dynamika wzrostu stopniowo wyhamowuje.

**Wykres 6 Inflacja oraz cel inflacyjny NBP [%]**



Źródło: Datastream

**Wykres 7 Cena ropy Brent [USD] i indeks cen żywności FAO [pkt.]**



Źródło: Datastream

### Przyspieszenie inflacji bazowej

Narastanie presji cenowej potwierdzają także dane o inflacji bazowej. We wrześniu wzrosły wszystkie cztery liczone przez NBP miary inflacji bazowej, a wrzesień był kolejnym miesiącem w roku, kiedy wszystkie wskaźniki inflacji bazowej wzrosły w stosunku do poprzedniego miesiąca. Główna z nich, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł we wrześniu 1,0% r/r wobec 0,7% r/r w sierpniu, co jest najwyższym odczytem od czerwca 2014r. Najsilniej wzrósł wskaźnik CPI po wyłączeniu cen administrowanych, który wyniósł 2,4% r/r. Wzrost inflacji to już nie tylko efekt negatywnych szoków podaźowych na rynku żywności i paliw, ale także nasilającej się presji popytowej, co nie dziwi biorąc pod uwagę wzrost gospodarczy powyżej potencjału. Za wzrostem inflacji w kolejnych miesiącach przemawia solidny wzrost gospodarczy, powyżej tempa wzrostu potencjalnego, napięcia na rynku pracy, a także rosnące ceny żywności. Na przełomie tego i przyszłego roku roczny wskaźnik inflacji nieznacznie obniży się ze względu na efekt wysokiej bazy statystycznej, jednak będzie to ruch przejściowy i presja inflacyjna będzie narastać. W połowie przyszłego roku wskaźnik CPI może przekroczyć cel inflacyjny banku centralnego. Ważne przy tym jest to, iż zmieniać się będzie struktura inflacji, która w coraz większym stopniu będzie napędzana przez inflację bazową.

### Rosnące ceny surowców przekładają się na wyżkę cen producenta

Rosnące ceny surowców znajdują odzwierciedlenie także w wyższych cenach producentów. Wskaźnik PPI wyniósł we wrześniu 3,1% r/r wobec 3,0% r/r w sierpniu, głównie na skutek rosnących cen w górnictwie i wydobywaniu (+19,5% r/r). W przetwórstwie przemysłowym najsilniej rosły ceny w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (+4,7% r/r), w ślad za zwiększającymi cenami ropy naftowej. W ramach badania PMI przedsiębiorcy zwracali uwagę, że średnie koszty zakupów wzrosły w październiku w najszybszym tempie od siedmiu miesięcy, w dużym stopniu ze względu na wzrost cen stali. Subindeks cen wyrobów gotowych natomiast, wskazuje na ich wyżkę w drugim najszybszym tempie od ponad 6. lat. Na wyżkę cen producenta wskazują też badania GUS, gdzie subindeks odzwierciedlający przewidywania cen wyrobów gotowych pozostaje na podwyższonych poziomach, choć jego roczny przyrost nieco wyhamował po silnym przyspieszeniu na początku tego roku. Podobny przebieg powinna mieć ścieżka PPI, która po przyspieszeniu w połowie roku, powinna ustabilizować się w październiku (szacujemy wskaźnik PPI na poziomie 3,0% r/r), by wyhamować na przełomie tego i przyszłego roku, głównie ze względu na efekt wysokiej bazy statystycznej.

## Łagodna retoryka RPP pomimo perspektyw przekroczenia przez inflację celu NBP

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

Adam Glapiński	„Jeśli by było tak, jak w tej projekcji, to uważam, że do końca 2018 r. najlepiej byłoby utrzymać obecny poziom stóp procentowych.” (08.11.2017)
Grażyna Ancyparowicz	„Musiałoby jakieś nadzwyczajne, zewnętrzne wydarzenie 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. (...) Jestem zwolennikiem stopniowego zacieśniania polityki monetarnej, czyli podwyżki o 25 punktów bazowych.” (25.10.2017)
Lukasz Hardt	„Dobrze wiemy jednak, jak działa transmisja od wyższych wynagrodzeń, chociażby do wyższej inflacji, to nie jest takie proste w dzisiejszych czasach. Tych argumentów, które każą mi widzieć rosnącą presję inflacyjną - one są, jednak nie są tak mocne w tym momencie, abym zgłaszał lub popierał teraz wnioski o podwyżkę stóp procentowych. To jest zdecydowanie za wcześnie.” (08.11.2017)
Jerzy Kropiwnicki	„Stopy procentowe powinny pozostać niezmiennie do połowy 2018 roku, ale o ewentualnej zmianie swojego stanowiska poinformuję pod koniec listopada.” (20.10.2017)
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	„Jestem zaniepokojony presją płacową, więcej będziemy wiedzieć w listopadzie. Jak będzie się dalej utrzymywać presja płacowa, to pamiętając o okresie oddziaływania RPP, być może decyzję o podwyżce stóp trzeba będzie podjąć wcześniej niż jest to teraz komunikowane. Może to być wcześniej niż w IV kw.” (20.10.2017)
Rafał 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 Żyziński	„Uważam, że sam fakt pojawienia się wzrostu CPI nie może być powodem podwyższania ceny pożyczania pieniądza, bo niekoniecznie ta inflacja wynika z czynników pieniężnych. Musielibyśmy podwyższać ceny pieniądza, kiedy inflacja byłaby efektem nadmiernej ekspansji kredytowej. Póki co, tak się nie dzieje” (08.11.2017)

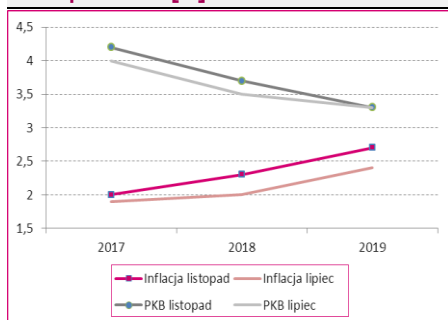
Źródło: PAP

## POLITYKA PIENIĘŻNA

Listopadowe posiedzenie RPP nie przyniosło niespodzianki i zakończyło się utrzymaniem podstawowych stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Rada obniżyła natomiast stopę rezerwy obowiązkowej do 0% z 3,5% dla depozytów o zapadalności powyżej 2 lat. Mimo iż jest to ruch, który w ocenie Rady ma na celu dostosowanie zasad ustalania rezerw do standardów obowiązujących w Eurosystemie oraz zrównania zasad dla depozytów składanych przez rezydentów i nierezydentów, to stanowi poluzowanie polityki pieniężnej.

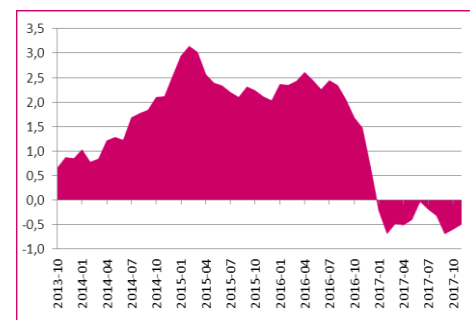
W komunikacie opublikowanym po posiedzeniu uwagę zwraca zmiana oceny perspektyw inflacji. We wcześniejszych miesiącach RPP oceniała ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie za ograniczone. Obecnie natomiast Rada uznaje, że w najbliższych latach inflacja będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego. To niewątpliwie efekt rewizji ścieżki inflacji w nowej projekcji, która w perspektywie roku 2019 przekracza cel inflacyjny. Centralna ścieżka inflacji, przy założeniu symetrycznych ryzyk, wzrosła do 2,3% z 2,0% w roku 2018 i do 2,7% z 2,5% w roku 2019. Pomimo tego Rada utrzymała twierdzenie z poprzednich miesięcy, że w świetle aktualnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Prezes Glapiński podtrzymał ponadto opinię, iż stopy procentowe powinny być utrzymane na obecnym poziomie w tym i w przyszłym roku. Warto przy tym zwrócić uwagę, że przy ścieżce inflacji zaprezentowanej w projekcji, a także przy scenariuszu stabilnych stóp procentowych sugerowanym przez prof. Glapińskiego realne stopy procentowe pozostawać będą ujemne przez cały horyzont projekcji, tj. co najmniej do końca 2019r. To może, choć nie musi być źródłem narastania nierównowag, jednak niepokojące jest, iż bankierzy centralni nie uwzględniają w swoim stanowisku potencjalnych ryzyk, szczególnie, że perspektywa ujemnych realnych stóp procentowych przypada na okres bardzo dobrej koniunktury i wzrostu gospodarczego przekraczającego potencjał.

Wykres 8 Projekcja inflacji i PKB z lipca i listopada br. [%]



Źródło: Datastream

Wykres 9 Stopa referencyjna realna [%]



Źródło: Datastream

Przebieg konferencji po listopadowym posiedzeniu RPP wskazuje, iż prof. Glapiński ma wciąż duży wpływ na poglądy części członków Rady, którzy mogą zmieniać stanowisko odnośnie oceny perspektyw stóp procentowych w stosunku do prezentowanych dotychczas. Scenariuszem bazowym na najbliższe miesiące pozostaje stabilizacja stóp procentowych. Komfort Rady w tym zakresie będzie wspierała nieznaczna zniżka inflacji na przelomie tego i przyszłego roku, która nastąpi ze względu na efekt wysokiej bazy statystycznej. Podtrzymujemy jednak ocenę, że komfort RPP będzie zmniejszał się w przyszłym roku, wraz ze wzrostem inflacji, która w drugiej połowie roku może przekroczyć cel inflacyjny. Powinno to w naszej ocenie skłonić RPP do podwyżki stóp, co i tak będzie reakcją na wzrost inflacji, a ruchem wyprzedzającym rosnącą presję inflacyjną. Biorąc pod uwagę obecną łagodną retorykę większości członków Rady, wydaje się bardziej prawdopodobne podjęcie takiej decyzji pod koniec przyszłego roku. Potencjalnym ryzykiem dla scenariusza podwyżek stóp procentowych w przyszłym roku, wskazywanym przez część inwestorów, może być kalendarz wyborczy i wybory samorządowe pod koniec przyszłego roku, co mogłoby powstrzymać bank centralny przed zacieśnieniem polityki pieniężnej. Zakładamy jednak, iż NBP zachowa niezależność decyzji od cykli wyborczych.

Nadwyżka budżetu utrzymała się także po wrześniu

Czynniki jednorazowe, a także koniunktura silnym wsparciem budżetu w tym roku

Dobra sytuacja budżetu to także efekt uszczelnienia systemu podatkowego

Poprawa koniunktury sprzyja niższym wydatkom

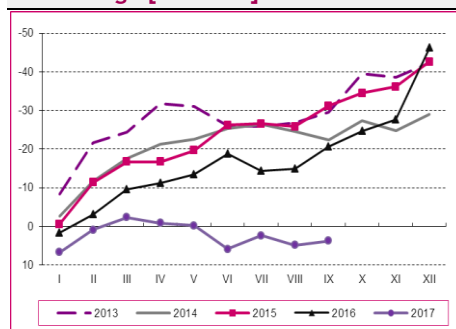
## POLITYKA FISKALNA

Po trzech kwartałach tego roku budżet państwa zamknął się nadwyżką 3,78 mld PLN. To najlepszy wynik budżetu na tym etapie roku, a jednocześnie druga nadwyżka budżetowa w historii dostępnych danych. Należy jednak zwrócić uwagę, że tak wyjątkowo dobra kondycja budżetu w tym roku, to w dużej mierze efekt czynników jednorazowych. W styczniu, który zamknął się nadwyżką rządu 6,75 mld PLN wsparcie stanowiły przesunięte na grudzień 2016 roku zwroty podatku VAT. W następstwie tego zabiegu księgowego efektywna stawka podatku VAT, tj. relacja wpływów z VAT do spożycia indywidualnego, spadła w 4Q ub. roku o 0,4% PKB w stosunku do 3Q. Przesunięciami w zwrotach VAT zainteresował się Eurostat, biuro statystyczne Unii Europejskiej, i prawdopodobnie w tym roku ten mechanizm przesuwania deficytu nie będzie wykorzystany.

Drugie silne wsparcie dla tegorocznego budżetu to wpłata z zysku NBP, która przełożyła się na nadwyżkę budżetową w czerwcu rządu 6,02 mld PLN. Wpłata z zysku NBP to pozycja dochodów, na którą ciężko liczyć w kolejnych latach. Eliminując wpływ powyższych dwóch czynników kondycja budżetu już tak wyjątkowa nie jest, aczkolwiek wciąż wygląda korzystnie. Dodatkowym wsparciem budżetu jest wzrost gospodarczy, w szczególności silny popyt konsumpcyjny, który w połączeniu z rosnącym zatrudnieniem i płacami przekładają się na lepszą realizację podatków VAT, PIT i CIT. Dochody podatkowe były po wrześniu o 15,2% wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego wobec 15,5% r/r po sierpniu i to wyhamowanie dynamiki wzrostu następuje systematycznie od lutego br.

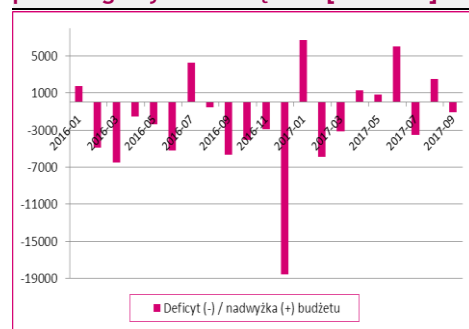
Nie należy też zapominać o pozytywnych skutkach uszczelnienia systemu podatkowego. Efektywna stawka podatkowa, czyli relacja wpływów z podatku VAT do konsumpcji prywatnej, która jest głównym przedmiotem opodatkowania VAT-em wzrosła po wrześniu br. do 13,6% PKB i była o 1,4 pkt. proc. wyższa niż przed rokiem. Skutkiem ubocznym wyższych wpływów z VAT jest jednak uszczerbek na płynności części firm, szczególnie z branży budowlanej, które objęte są tzw. odwróconym VAT-em.

Wykres 10 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: Datastream

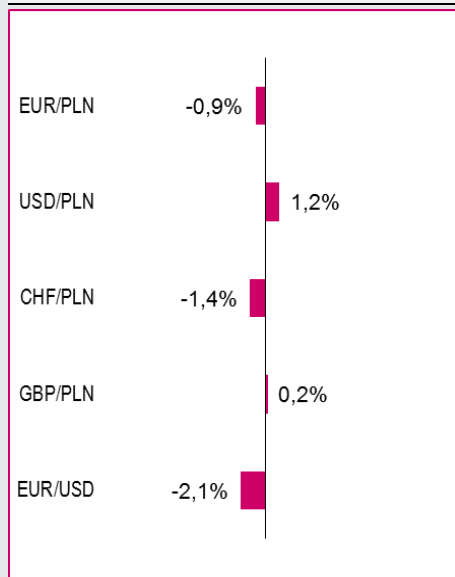
Wykres 11 Deficyt / nadwyżka budżetu w poszczególnych miesiącach [mld PLN]



Źródło: Datastream

Czynniki cykliczne wspierają też stronę wydatkową, ponieważ rekordowo niskie bezrobocie i rosnące płace zmniejszają dotację budżetu do ZUS. Opóźnienia w realizacji inwestycji zmniejszają natomiast wydatki w ramach rozliczeń z UE. Prawdopodobnie niższe od planu będą też tegoroczne koszty obniżenia wieku emerytalnego. Koszt wypłat świadczeń dla emerytów, którzy skorzystali z możliwości przejścia na emeryturę od października, był w minionym miesiącu niższy o 400 mln PLN, tj. 40% od wstępnych założeń, a do końca roku mogą one wynieść 500 mln PLN. W tym roku możliwe będą zatem pewne oszczędności w stosunku do planu, jednak fiskalne i gospodarcze skutki obniżenia wieku w długim terminie będą jednoznacznie negatywne.

**Wykres 12 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]**

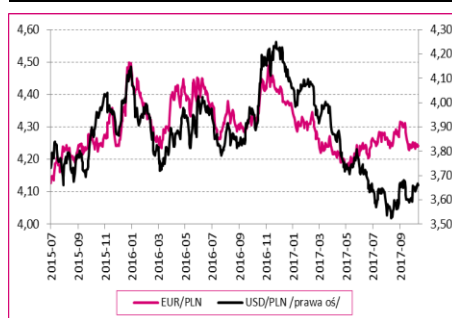


Źródło: Reuters

### KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

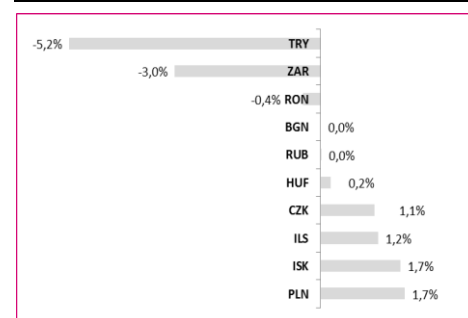
Październikowe zmiany na rynku EUR/PLN były odwróceniem tendencji z września, gdy wraz z początkiem miesiąca złoty zaczął tracić na wartości, a kurs EUR/PLN osiągnął maksimum na poziomie 4,33 w ostatnich dniach trzeciego kwartału. W ubiegłym miesiącu natomiast polska waluta systematycznie zyskiwała na wartości notując 10-groszowe umocnienie w stosunku do euro. W październiku 8 sesji z 21 zakończyło się wzrostem notowań EUR/PLN, z czego zaledwie 4 były osłabieniami przekraczającymi pół grosza. Warto podkreślić, iż złoty (z blisko 2% umocnieniem wobec euro) był najlepiej radzącą sobie walutą tej części Europy w październiku. Drugie miejsce zajęła - z aprecjacją równą 1,1% - czeska korona, którą napędzały oczekiwania na kolejną podwyżkę stóp procentowych. Spośród par złotych natomiast na szczególne wyróżnienie zasługują październikowe notowania CHF/PLN, które poziomem 3,6160 ustanowiły minimum ze stycznia 2015 roku tj. momentu, gdy bank centralny Szwajcarii porzucił obronę minimalnego kursu wymiany EUR/CHF na poziomie 1,20. Mimo sporych zawirowań na rynkach globalnych w październiku tarczą chroniącą złotego przed negatywnym wpływem czynników zewnętrznych były czynniki fundamentalne tj. solidne dane makroekonomiczne i stopniowo rosnące prawdopodobieństwo przyszłorocznych podwyżek stóp procentowych w Polsce.

**Wykres 13 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN**



Źródło: Macrobond

**Wykres 14 Najlepiej i najgorzej radzące waluty wobec EUR w październiku**



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

**Podtrzymujemy naszą ocenę, iż na koniec roku kurs EUR/PLN znajdzie się na poziomie 4,25**

Podtrzymujemy naszą prognozę z kwietnia, iż na koniec 2017 roku kurs EUR/PLN znajdzie się na poziomie 4,25. W naszej ocenie negatywny wpływ czynników zewnętrznych związanych z postępującą normalizacją polityki pieniężnej na świecie, czy utrzymującym się napięciem geopolitycznym powinien w dalszym ciągu być neutralizowany przez sytuację krajową, w szczególności dobre wyniki polskiej gospodarki. Po tym jak ostatnie tygodnie przyniosły rozstrzygnięcia w kwestii ograniczania programu skupu aktywów w strefie euro, czy wybór nowego prezesa Fed za najważniejsze wydarzenie czwartego kwartału uznajemy kontynuację prac nad reformą podatkową w USA. Niewątpliwie od postępu prac przy „największej w historii redukcji podatków” - jak określił reformę D.Trump - zależy globalny sentyment inwestycyjny. W przypadku gdyby zmiany udało się uchwalić w tym roku byłby to niewątpliwie silny argument prodolarowy i umiarkowanie niekorzystny dla walut emerging markets. Drugi potencjalnie najpoważniejszy czynnik zmienności aktywów to ewentualne dalsze prezydenckie nominacje do Rezerwy Federalnej. Obecnie do obsadzenia pozostają trzy wakaty w Radzie Gubernatorów, a wciąż niewyjaśniona jest przyszłość J.Yellen, której mimo końca prezesury w przyszłym roku mandat członka Fed wygasa dopiero w 2024 roku. Niewykluczone jednak, iż zdecyduje się ona skrócić rozpoczętą w 2010 roku kadencję. Z uwagi na wspomniane dwa istotne „dolarowe” czynniki ryzyka większą niepewnością obarczona jest nasza prognoza kursu USD/PLN. Mimo to nadal uważamy, iż najbardziej prawdopodobne jest, że na koniec roku kurs USD/PLN wyniesie 3,68.

### KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

W październiku 10-letni benchmark początkowo zyskiwał na wartości, częściowo w ślad za sytuacją na rynkach bazowych, a dochodowość z poziomu 3,50% obniżyła się o 22 bps. Dodatkowym wytłumaczeniem tak silnych zmian może być chęć alokacji kapitału do Polski z Turcji, gdzie na skutek napięcia dyplomatycznego na linii Waszyngton -

**W trakcie minionego miesiąca notowania SPW podlegały dość silnym wahaniom**



Ankara nastąpił wyraźny odpływ kapitału, po którym 10-latki tureckie bliskie były historycznemu maksimum dochodowości. Co ciekawe niższe dochodowości krajowego długu nie zatrzymały nawet szczegóły wzrostu inflacji CPI we wrześniu, które wskazały na dość szeroki zakres podwyżek cen, a także nieco silniejszy od konsensusu wzrostu inflacji bazowej. W drugiej połowie ubiegłego miesiąca sytuacja na rynku długoterminowego długu uległa zmianie. Długi koniec polskiej krzywej zaczął tracić na wartości i na koniec omawianego okresu rentowność powróciła do psychologicznej bariery 3,50%. Bardziej jednoznaczny przebieg miały natomiast notowania obligacji krótkoterminowych. Dochodowość 2-latki systematycznie zniżkowała w październiku z poziomu 1,75% do 1,61% tj. najniższego od sierpnia 2016 roku

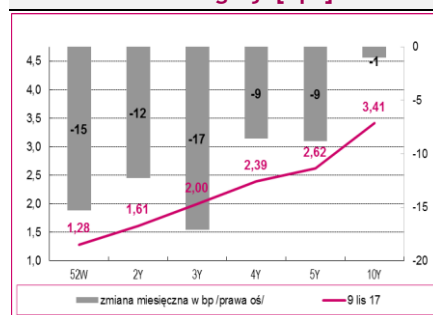
Październik na rynku stopy procentowej to także miesiąc, w którym rynek kontraktów FRA zaczął w pełni wyceniać termin pierwszej podwyżki stóp procentowych. Pod wpływem optymistycznych sygnałów z polskiej gospodarki oraz przyspieszenia inflacji inwestorzy zaczęli oczekiwać, iż w listopadzie 2018 roku Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych. Wyraźnie wzrosły także stawki kontraktów IRS. Październik to także zmiany w nachyleniu polskiej krzywej. Różnica w dochodowości pomiędzy 10- a 2-latką wzrosła w październiku do poziomu 181 bps tj. najwyższego poziomu od stycznia tego roku, kiedy to z kolei spread osiągnął najwyższy w historii poziom. Półroczne maksimum ustanowiła natomiast różnica dochodowości pomiędzy polską, a niemiecką 10-latką. Pod koniec października wyniosła ona 308 bps tj. o 17 bps więcej niż na początku ubiegłego miesiąca.

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

XI 2016			XI 2017	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
03.11.16	przetarg zamiany	3,9		
17.11.16	WZ0126/ PS0422/ WZ1122	3,65		
09.11.17			przetarg zamiany	8,0
23.10.17			OK0720/ WZ112/ PS0123/ DS0727/ WZ0528	4,0-8,0

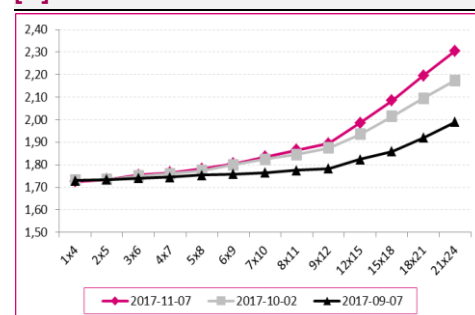
Źródło: MinFin

**Wykres 15 Miesięczna zmiana dochodowości obligacji [bps]**



Źródło: Datastream

**Wykres 16 Notowania kontraktów FRA [%]**



Źródło: Datastream

**Nie spodziewamy się dużej zmienności notowań SPW w listopadzie**

Na pierwotnym rynku obligacji najważniejszym wydarzeniem ubiegłego miesiąca był przetarg, na którym 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. Odkupienie obligacji o terminach wykupu przypadających w 2018 roku, stanowiło element prefinansowania potrzeb przyszłorocznych. Ich stopień 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.

Nie spodziewamy się większej zmienności notowań SPW w listopadzie. Dwukrotnie w ostatnim czasie poziom 3,50% okazywał się skuteczną barierą przed nadmiernym wzrostem notowań 10-latki. Z kolei poziom 3,30% zdaje się być minimum poniżej którego trudno będzie zejść ze względu na brak mocnych argumentów przemawiających za tak głębokim spadkiem rentowności. W dłuższym terminie oczekujemy natomiast umiarkowanej wyżki dochodowości 10-latki. Najważniejszym czynnikiem stanowiącym o wzroście cen SPW będzie postępująca normalizacja polityki pieniężnej na świecie. Presja z rynków bazowych związana ze stopniowym odwróceniem od ultra łagodnej polityki monetarnej w strefie euro oraz oczekiwana kolejną podwyżką stóp procentowych w USA w grudniu będzie się nasilać. Z punktu widzenia krajowych czynników z każdym kolejnym miesiącem na znaczeniu zyskiwać będą dane z polskiej gospodarki. Mogą one pogłębiać podziały w ramach Rady Polityki Pieniężnej, a w naszej ocenie w konsekwencji prowadzić do podwyżki stóp procentowych w drugiej połowie roku, mimo obecnie utrzymującego się oporu co do konieczności stabilizacji kosztu pieniądza. W kwestii podaży obligacji zakładamy natomiast umiarkowanie negatywny wpływ na wycenę SPW, choć dopiero od przyszłego roku. Według stanu na koniec października do wykupu w tym roku pozostaje dług o wartości

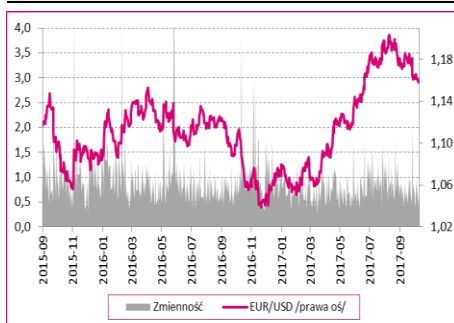
**Dzień październikowego posiedzenia EBC był momentem największego spadku eurodolara od czerwca 2016**

nominalnej 3,2 mld PLN - w tym obligacje detaliczne 0,6 mld PLN i obligacje oraz kredyty na rynkach zagranicznych na kwotę 2,6 mld PLN - co nie rodzi presji na zwiększenie dochodowości. Niewielki problem może pojawić się w roku przyszłym, gdy zakładana podaż obligacji jest wyższa.

### RYNKI ZAGRANICZNE

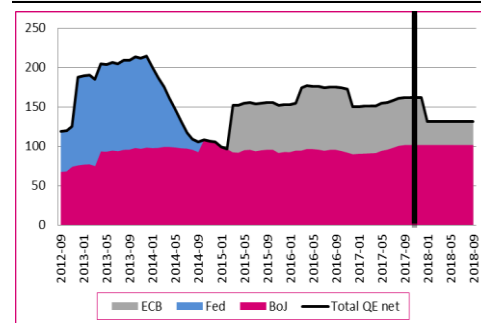
Październik był drugim po wrześniu miesiącem spadku kursu EUR/USD. Od początku tego trendu źródłem słabszej postawy euro wobec dolara jest odmienne niż w przypadku Fed podejście Europejskiego Banku Centralnego do normalizacji polityki pieniężnej. Październik tylko uwypuklił te tendencje. Z tego powodu dzień październikowego posiedzenia EBC był momentem największego spadku eurodolara od czerwca 2016 roku tj. wyników brexitowego referendum. Wymowa październikowe posiedzenia EBC uznana została za nieco bardziej łagodna od oczekiwań. Kwota przyszłorocznych zakupów aktywów w ramach programu QE była bowiem nieco wyższa od rynkowych spekulacji - i może zostać zwiększona, jeżeli pogorszą się perspektywy dla strefy euro, albo warunki finansowe nie będą wskazywać na dalszy postęp w trwałym dostosowaniu ścieżki inflacji - stąd przecena euro nie dziwiła. Tym bardziej, iż towarzyszył jej kolejny problem wspólnej waluty tj. powrót ryzyka politycznego w Unii Europejskiej. Tym razem w postaci wydarzeń w Katalonii. Dolar natomiast pozostawał mocny. Siłę zapewniały mu kolejne etapy prac nad „największą w historii” - jak zwykł mawiać D.Trump - obniżką podatków w USA oraz spekulacje na temat nowego prezesa Fed. Mimo, iż zwyciężył kandydat o łagodniejszych poglądach na politykę pieniężną niż na przykład J.Taylor, to i tak nie był to wystarczający argument za korektą. Sylwetkę nowego prezesa Fed przedstawiamy w ramce na następnej stronie.

**Wykres 17 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]**



Źródło: Datastream

**Wykres 18 Skup aktywów największych banków centralnych [mld EUR]**



Źródło: Macrobond

**Uważamy, iż w najbliższych tygodniach notowaniom eurodolara będą towarzyszyć mniejsze wahania**

W poprzednim raporcie uzależnialiśmy zachowanie eurodolara od czterech czynników (sytuacji w Hiszpanii, wyboru szefa Fed, kierunku polityki pieniężnej w strefie euro oraz najmniej znaczącego, choć z potencjalnie najsilniejszym wpływem w przypadku jego realizacji tj. rozwojem sytuacji na Półwyspie Koreańskim). Obecnie dwa czynniki - te związane z polityką pieniężną - zostały - poprzez nominację J.Powella i decyzję o przedłużeniu QE w strefie euro - wyjaśnione, a dwa związane z napięciem geopolitycznym (Hiszpania i Korea Północna) zeszyły na drugi plan. Z tego powodu uważamy, iż w najbliższych tygodniach notowaniom eurodolara mogą towarzyszyć mniejsze wahania. Poważniejszym źródłem zmienności EUR/USD w tym roku mogą okazać się jedynie sygnały dotyczące prac nad wspomnianą wcześniej ustawą o obniżce amerykańskich podatków. W przypadku gdyby tempo prac nad reformą przyspieszyło, to należałoby się liczyć ze spadkiem eurodolara nawet do poziomu 1,1480. Fiasko prac oznaczałoby natomiast wyraźny sygnał dla EUR/USD by powrócić powyżej poziomu 1,18. Podsumowując uważamy, iż w krótkim terminie dolar nadal ma możliwość aprecjacji, choć z mocno ograniczonym potencjałem. Grudzień prawdopodobnie będzie kolejnym miesiącem powiększenia się dysparytetu stóp procentowych pomiędzy USA, a strefą euro przy jednoczesnym podtrzymaniu szans na trzy podwyżki kosztu pieniądza w 2018 roku co nie jest obecnie zgodne z rynkowym scenariuszem.

### Jerome „Jay” Powell

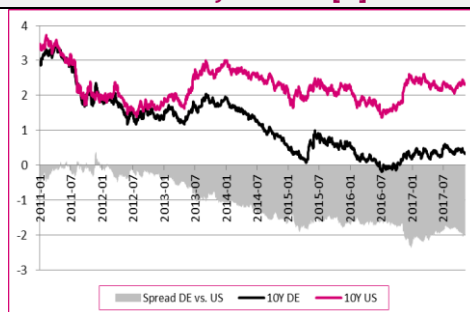
Na początku listopada prezydent D.Trump oficjalnie ogłosił, iż następcą J.Yellen na stanowisku prezesa Rezerwy Federalnej zostanie J.Powell. Wybór nie był zaskoczeniem, gdyż w ostatnich tygodniach dotychczasowy członek Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej był faworytem do objęcia stanowiska po J.Yellen. Kadencja obecnej prezes wygasa 3 lutego 2018 roku. Prezydencką nominację musi jeszcze zatwierdzić Senat USA, co wydaje się jednak formalnością.

J.Powell to 64-letni gubernator w systemie Rezerwy Federalnej. Z wykształcenia jest prawnikiem. W 1979 roku otrzymał dyplom doktora prawa na Uniwersytecie Georgetown. Co ciekawe może on być pierwszym od ponad trzech dekad szefem Rezerwy Federalnej, który nie posiada doktoratu z ekonomii. Doświadczenie zawodowe zdobywał jednak nie tylko jako prawnik, ale i bankier inwestycyjny w firmie Carlyle Group oraz pracownik administracji państwowej w resorcie skarbu, gdzie pracował za kadencji G.Busha seniora. W 2012 roku dołączył do Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej.

Mimo, iż J.Powell jest uważany za osobę o nieco bardziej jastrzębich poglądach od J.Yellen, to bywał też przedstawiany jako bliźniak J.Yellen, bądź nazywany „J.Yellen 2.0” z uwagi na podobne poglądy na politykę pieniężną. Faktycznie w jego historii ponad 40 posiedzeń Fed zawsze głosował tak samo jak urzędująca prezes Rezerwy Federalnej. Z rynkowego punktu widzenia nominacja J.Powella niesie ze sobą najmniej rynkowych implikacji. Do pewnego stopnia można uznać, iż będzie to kontynuacja dotychczasowej polityki monetarnej Fed, co wzmacniałoby oficjalną prognozę zakładającą trzy podwyżki stóp procentowych w 2018 roku w łącznym wymiarze 75 bps. Z punktu widzenia rynków akcji kandydatura J.Powella jest również neutralna. Jest on co prawda zwolennikiem łagodnego podejścia do regulacji sektora finansowych, ale jednocześnie popiera pokryzysową ustawę Dodd’a-Franka.

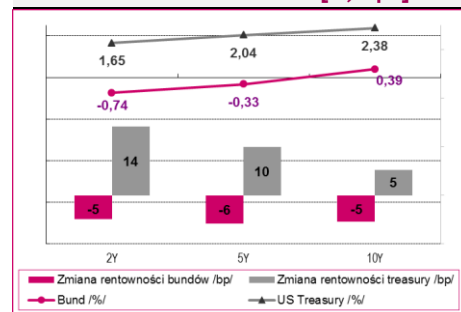
Niewykluczone, iż brak reelekcji J.Yellen - pierwszy taki przypadek od 1979 roku - nie będzie miał dalszych rynkowych konsekwencji. Nie jest bowiem jasne, czy J.Yellen zechce wypelnic rozpoczętą w 2010 roku 14-letnią kadencję członka Fed. W takim przypadku D.Trump musiałby obsadzić 4 miejsca w 12-osobowym składzie FOMC tj. głosujących członków. Przypomnijmy, iż w październiku swoją kadencję - z powodów osobistych - skrócił bliski współpracownik J.Yellen wiceprezes S.Fisher.

**Wykres 19 Notowania 10-latek niemieckich i amerykańskich [%]**



Źródło: Datastream

**Wykres 20 Miesięczna zmiana dochodowości Bunda i UST [%, bps]**



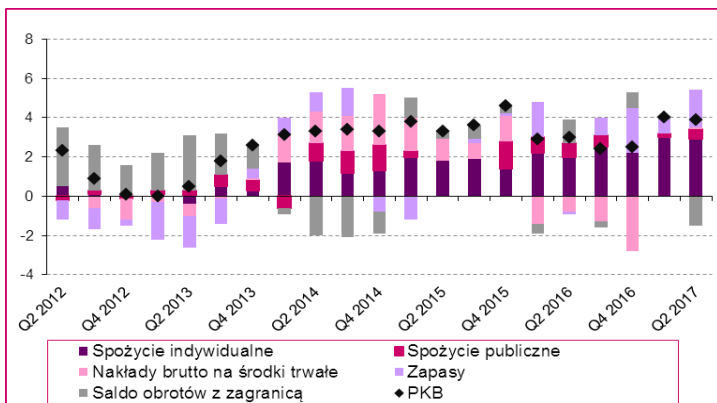
Źródło: Datastream

**W kolejnych tygodniach oczekujemy utrzymania dotychczasowych trendów**

W październiku najciekawsze zjawiska na bazowych rynkach długu obserwowane były w nachyleniu amerykańskiej krzywej oraz zmianach spreadu pomiędzy niemiecką, a amerykańską 10-latką. Nasilające się oczekiwania na grudniową podwyżkę stóp procentowych w USA obok relatywnie spokojnego otoczenia zewnętrznego przekładającego się na niewielkie zmiany 10-letnie UST sprawiły, że amerykańska krzywa była w minionym miesiącu najbardziej płaska od dekady. Różnica pomiędzy dochodowością amerykańskiej 2-latki (1,64%) i 10-latki (2,31%) wyniosła 67 bps. Relatywnie niewielki wzrost dochodowości 10-latki USA w połączeniu ze spadkiem rentowności Bunda skutkowało natomiast rozszerzeniem się spreadu pomiędzy tymi papierami do 204 bps tj. półrocznego minimum. O kierunku październikowych notowań Bunda zadecydowała łagodna wymowa posiedzenia EBC, która sprzyjała wzrostowi cen europejskiego długu. W kolejnych tygodniach oczekujemy utrzymania dotychczasowych tendencji, choć w mniejszym niż w październiku tempie, z uwagi na znaczące zdyskontowanie argumentów przemawiających za wyższą dochodowością USA i niższą rentownością Bunda. Być może nieco zmienności wprowadzą nominację kolejnych przedstawicieli Rezerwy Federalnej dokonane przez D.Trumpa w związku z trzema wakacjami.

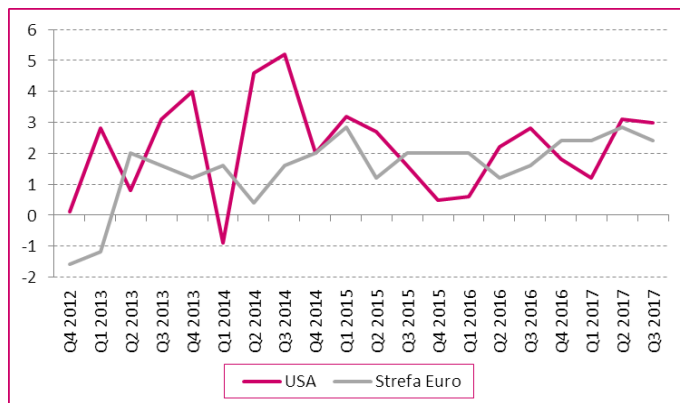
## PRZEGLĄD DANYCH

**Wykres 21** Wzrost gospodarczy w Polsce oraz jego dekompozycja [pkt. proc.]



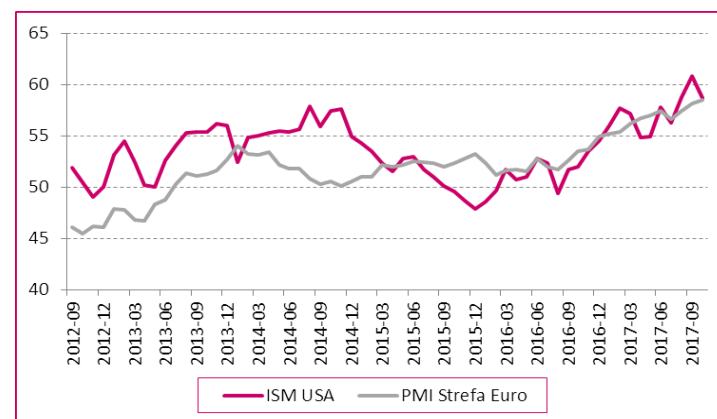
Źródło: Datastream

**Wykres 22** Zannualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



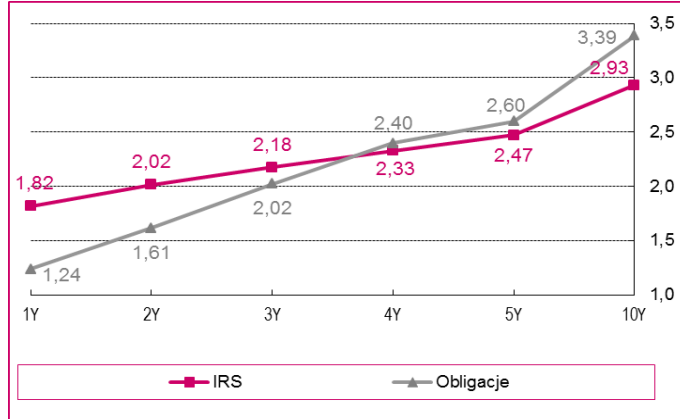
Źródło: Datastream

**Wykres 23** Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



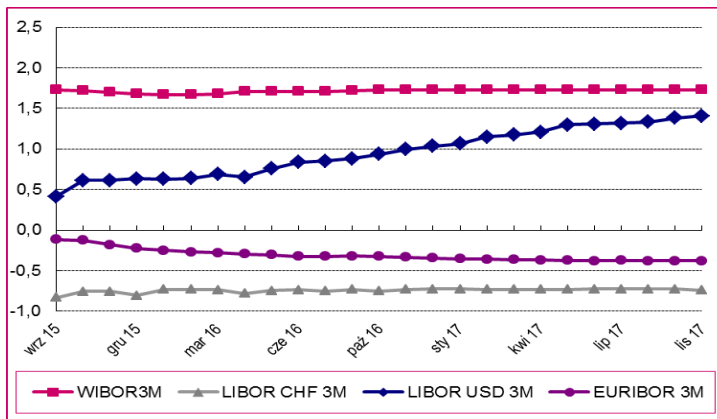
Źródło: Datastream

**Wykres 24** Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



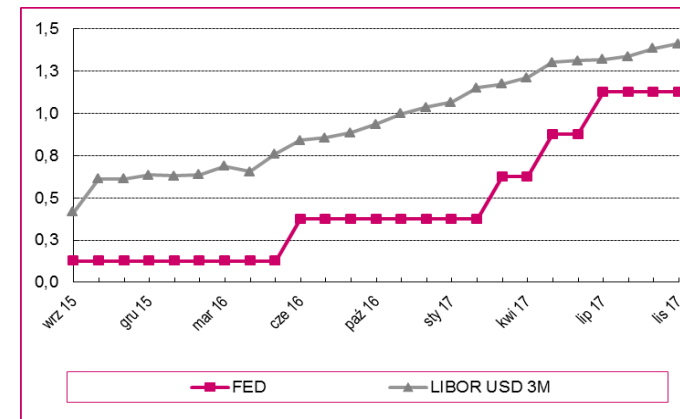
Źródło: Reuters

**Wykres 25** Notowania stawek WIBOR, LIBOR CHF, LIBOR USD, EURIBOR [%]



Źródło: Reuters

**Wykres 26** Notowania LIBOR USD 3M i Fed fund rate [%]



Źródło: Reuters

## DANE I PROGNOZY

### DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17
Inflacja- CPI (% r/r)	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,0
Inflacja bazowa (% r/r)	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,9	1,0
Ceny producenta - PPI (% r/r)	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,1	3,0	2,2
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,4	5,4	5,5	4,6
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1,1	11,1	-0,6	9,2	4,4	6,2	8,8	4,3	10,2	8,2
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	5,2	7,9	6,7	7,4	5,8	6,8	6,9	7,5	7,4	5,1
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-514	-405	459	-297	-1114	-491	-100	-140	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	6,4	19,7	2,5	18,5	6,5	12,4	12,3	9,4	-	-
Import (EUR, % r/r)	10,5	19,8	3,8	20,4	13,0	12,8	7,6	6,7	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	6,8	6,1
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,5	4,5
Stopa bezrobocia (%)	8,4	8,0	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,7	6,8
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)	2,22	2,00	1,99	1,92	1,91	1,84	1,72	1,76	1,63	1,66
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	3,13	2,92	2,90	2,66	2,65	2,73	2,62	2,70	2,66	2,70
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,82	3,51	3,43	3,24	3,33	3,37	3,29	3,38	3,44	3,48
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,25
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,65
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,06	1,06	1,09	1,12	1,14	1,18	1,19	1,18	1,16	1,16

### DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P
PKB (mld PLN)	1445,3	1566,8	1629,4	1656,9	1719,8	1799,4	1858,6	1963,0
PKB (wzrost realny, %)	3,6	5	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,3
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,2	4,5
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	2,6	3,3	0,8	0,3	2,6	3	3,9	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	6,9
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	4,50	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

### Listopad / Grudzień

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
13 PL: CPI	14 GE: PKB, CPI, ZEW PL: PKB, inflacja bazowa EZ: produkcja przemysłowa, PKB US: PPI	15 EZ: bilans handlowy US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, CPI, sprzedaż detaliczna	16 EZ: CPI, inflacja bazowa US: liczba nowych bezrobotnych, produkcja przemysłowa	17 EZ: rachunek obrotów bieżących PL: płace, zatrudnienie US: liczba nowych budów, liczba pozwoleń na budowę
20 GE: PPI PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna	21 US: sprzedaż domów na rynku wtórnym	22 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, zamówienia na dobra trwałe, indeks uniwersytetu Michigan, opis posiedzenia banku centralnego	23 GE: PKB, wstępny PMI w przemyśle i usługach EZ: wstępny PMI w przemyśle i usługach, opis posiedzenia banku centralnego PL: opis posiedzenia banku centralnego, podaź pieniądza M3	24 PL: stopa bezrobocia GE: IFO US: wstępny PMI w przemyśle i usługach
27 US: sprzedaż nowych domów GE: sprzedaż detaliczna	28 EZ: podaź pieniądza M3 US: indeks CaseShiller, indeks Conference Board	29 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, PKB, sprzedaż domów na rynku wtórnym, Beżowa Księga Fed GE: CPI	30 PL: PKB EZ: stopa bezrobocia, szacunek inflacji, inflacja bazowa PL: szacunek inflacji US: liczba nowych bezrobotnych, dochody i wydatki gosp. Domowych	01 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: PMI i ISM w przemyśle, ISM nowych zamówień, ISM zatrudnienia
04 EZ: indeks Sentix US: zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałe	05 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna, PKB US: bilans handlowy US: PMI w usługach PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	06 GE: zamówienia fabryczne US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport ADP	07 GE: produkcja przemysłowa US: raport Challenger, liczba nowych bezrobotnych PL: stan rezerw NBP	08 GE: bilans handlowy US: liczba nowych miejsc pracy poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia, indeks uniwersytetu Michigan PL: decyzja Fitch w sprawie ratingu
11 PL: CPI	12 GE: ZEW PL: inflacja bazowa US: PPI	13 GE: CPI EZ: produkcja przemysłowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, CPI, decyzja w sprawie stóp procentowych	14 GE: wstępny PMI w przemyśle i usługach EZ: wstępny PMI w przemyśle i usługach, decyzja w sprawie stóp procentowych US: liczba nowych bezrobotnych, sprzedaż detaliczna	15 EZ: bilans handlowy US: produkcja przemysłowa

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](mailto:grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl)

**Mateusz Sutowicz**

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

[mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl](mailto:mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl)

**Bank Millennium SA**

[www.millenet.pl](http://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.