



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

20 września 2017

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Informacje na dziś

- **US:** Dziś uwaga rynku skupiona będzie na posiedzeniu amerykańskiego Fed, który utrzyma stopy na niezmiennym poziomie, jednak kluczowa będzie wymowa komunikatu oraz szczegóły redukcji sumy bilansowej banku.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Dynamika produkcji przemysłowej przyspieszyła do 8,8% r/r z 6,2% r/r w lipcu. Wyraźnie przyspieszyła też dynamika produkcji po wyeliminowaniu czynników sezonowych, która w sierpniu wyniosła 8,1% r/r. To jej najlepszy rezultat od grudnia 2011r. Zwyżki produkcji miały szeroki zakres i objęły 30 spośród 34 branż. Objęły firmy produkujące zarówno na rynek krajowym, jak i branże o wysokim udziale sprzedaży eksportowej. Rosta produkcja producentów dóbr konsumpcyjnych, jak również dwucyfrowe wzrosty zanotowały firmy produkujące dobra inwestycyjne (producenci metali, wyrobów metalowych). Widać zatem, że pozytywnie na wyniki produkcji ma nie tylko wysoki popyt konsumpcyjny, ale także odbudowujące się inwestycje.
- **PL:** Ożywienie w zakresie inwestycji potwierdzają wyniki produkcji budowlano-montażowej, której dynamika w sierpniu przyspieszyła do 23,5% r/r z 19,8% r/r w lipcu, ponownie pozytywnie zaskakując rynki. To jej najwyższy wzrost od stycznia 2012r. Wciąż najsilniej rośnie produkcja firm specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej (+30,1% r/r), co potwierdza wyraźne odbicie inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków unijnych. To właśnie one będą głównym motorem odbicia inwestycji.
- **PL:** Sprzedaż detaliczna wzrosła w ujęciu realnym o 6,9% r/r w sierpniu wobec 6,8% r/r w lipcu. Jej zwyżki miały szeroki zakres i objęły wszystkie kategorie sprzedaży. Popyt konsumpcyjny pozostaje głównym motorem wzrostu gospodarki, wspierany przez rosnące dochody realne, a także optymistyczne nastroje gospodarstw domowych. W kolejnych miesiącach dynamika konsumpcji będzie utrzymywała się na wysokim poziomie, jednak ze względu na efekt bazy statystycznej może nieznacznie wyhamować pod koniec tego roku. Nie zmienia to jednak faktu, że konsumpcja prywatna pozostanie jednym z głównych motorów wzrostu gospodarczego. Opublikowane dane potwierdzają dobrą koniunkturę w polskiej gospodarce, która wspierana jest nie tylko przez popyt konsumpcyjny, ale coraz bardziej zauważalna jest pozytywna kontrybucja ze strony inwestycji. Biorąc pod uwagę dane wysokiej częstotliwości za lipiec i sierpień wydaje się, że wzrost gospodarczy w całym 3Q będzie przekroczył wyraźnie wynik z 2Q i zbliżył się do 4,5% r/r. Oznacza to, że luka popytowa pozostaje dodatnia, co będzie przekładało się na stopniowe nasilenie procesów inflacyjnych. Retoryka RPP w najbliższych miesiącach zapewne pozostanie niezmienną i Rada będzie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Jednak w naszej ocenie utrzymanie gospodarki na ścieżce wzrostu, w połączeniu z rosnącymi płacami i inflacją spowodują jej zaostrenie i pierwsza podwyżka stóp możliwa jest w naszej ocenie w połowie przyszłego roku.

Rynki na dziś

Bez wątpienia dzisiejszy dzień na rynkach zdominowany będzie przez oczekiwanie na wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. O ile nikt nie oczekuje zmian stóp procentowych, to kluczowe będą odpowiedzi na pytania, czy Fed rozpocznie redukcję bilansu banku oraz - najistotniejsze - jakie będzie przyszłoroczne tempo podwyżek stóp procentowych. J.Yellen już od kilku miesięcy przygotowywała rynki na proces redukcji bilansu, stąd prawdopodobna dzisiejsza decyzja miałaby relatywnie niewielki wpływ na rynki. Najprawdopodobniej Fed wybierze ścieżkę stopniowego ograniczania reinwestycji, pozwalając na stopniową redukcję sumy w wyniku wykupu papierów, zgodnie z ich terminem zapadalności. W grę nie wchodzi raczej sprzedaż posiadanych aktywów, gdyż zwiększenie podaży obligacji mocno wpłynęłoby na sytuację na rynku. Źródłem aprecjacji dolara może okazać się natomiast wykres dot-plot. Inwestorzy są zgodni, iż zakładana w czerwcu trzecia podwyżka stóp procentowych w 2017 roku nie będzie miała miejsca. Jeśli natomiast przedstawiciele Fed wskażą na możliwość np. czterech podwyżek kosztu pieniądza w przyszłym roku, to w naszej ocenie byłby to wystarczający argument za spadkiem eurodolara pomimo wyraźnego proeuroowego sentymentu. Złoty natomiast powinien raz jeszcze udowodnić swoją wysoką odporność na czynniki zewnętrzne. Bariera 4,30 w notowaniach EUR/PLN powinna utrzymać ewentualną negatywną presję na wycenę walut CEE pochodzącą z decyzji o dalszej normalizacji polityki monetarnej w USA.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2806	-0,2%
USD/PLN	3,5739	-0,3%
CHF/PLN	3,7126	-0,7%
EUR/USD	1,1977	0,1%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,79	3
5Y	2,70	8
10Y	3,33	5

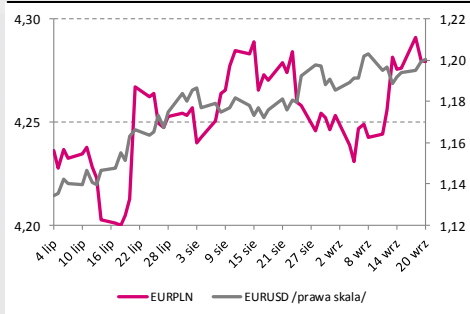
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,96	3
5Y	2,36	6
10Y	2,82	7

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,45	-1
US 10Y	2,23	1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG 30	2889,4	0,2
S&P 500	2506,7	0,1
Nikkei 225	20310,5	0,1

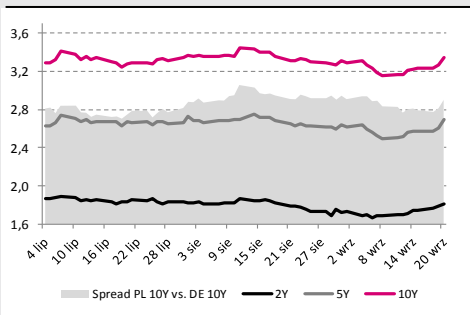
Źródło: Reuters
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



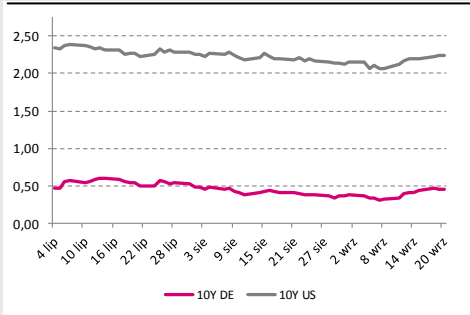
Źródło: Reuters

Rentowności polskich obligacji [%]



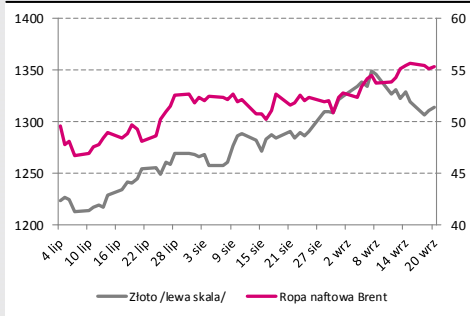
Źródło: Reuters

Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Reuters

Ceny surowców [USD]



Źródło: Reuters

Rynek krajowy

Drugi dzień z rzędu notowania EUR/PLN testowały poziom 4,2950 tj. szczyt z sierpnia. O nieskuteczności wczorajszego osłabienia polskiej waluty zdecydowały spekulacje na temat braku porozumienia pomiędzy członkami Rady Prezesów banku, co do tego kiedy należy rynkom zakomunikować datę zakończenia programu QE, gdy w październiku zapadnie decyzja o jego ograniczeniu. Wzrosło tym samym prawdopodobieństwo, iż na najbliższym posiedzeniu EBC (26 października) nie dojdzie do kompromisu, a o przyszłości programu skupu aktywów może zdecydować dopiero grudniowe posiedzenie. Wsparciem, choć umiarkowanym były także dane z krajowej gospodarki, który zaskoczyły pozytywnie. Wczorajszym liderem wzrostów wartości walut w regionie był jednak węgierski forint. Kurs EUR/HUF zmniejszył się o ponad 0,5%, w reakcji na decyzję Narodowego Banku Węgier, który obniżył limit środków, jakie instytucje finansowe będą mogły ulokować na 3-miesięcznym depozycie w banku centralnym w Q4. do 75 mld HUF z 300 mld HUF w Q3. MNB wykorzystuje wielkość 3-miesięcznych depozytów do sterowania płynnością w systemie. Obecnie jest to główny instrument niekonwencjonalnej polityki MNB, wykorzystywany do luzowania otoczenia monetarnego. Na krajowym rynku długu wtorek był kolejnym dniem wyraźnego wzrostu dochodowości obligacji. Zwyżka rentowności 10-letniego benchmarku wyniosła 5 bps do poziomu 3,33%. Jeszcze silniejszy wzrost dochodowości towarzyszył 5-latce. Tu zwyżka wyniosła aż 8 bps do poziomu 2,70%. W przeciwieństwie do poprzednich dni trudno wtorkowy ruch przypisywać sytuacji na rynkach bazowych, gdyż wczoraj wycena Bunda była stabilna. Wczorajszy ruch SPW - w szczególności, iż towarzyszył im wzrost stawek IRS - wiązałybyśmy z publikacją optymistycznych danych z polskiej gospodarki. Kolejne - po poniedziałkowych danych o płacach i zatrudnieniu - publikacje budują optymizm przed odczytem PKB za trzeci kwartał, a w konsekwencji mogą w 2018 roku być argumentem dla Rady Polityki Pieniężnej, by podwyższyć stopy procentowe.

Rynki zagraniczne

Za nami czwarta z rzędu wzrostowa sesja eurodolara, po której wyróżnić należy jedynie ponowne przekroczenie - po tygodniowej przerwie - poziomu 1,20. Zakres wahań pozostawał bowiem wyraźnie ograniczony. Od ubiegłego czwartku odskąd zaczęła się seria wzrostów kurs EUR/USD wzrósł o zaledwie centa. Co ciekawe w zwyżce nie zaszkoziły nieoficjalne informacje jakoby członkowie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego nie byli zgodni, co do tego, czy powinni ustalić ostateczną datę zakończenia programu skupu aktywów podczas październikowego posiedzenia banku. Źródłem obaw przed normalizacją polityki pieniężnej w strefie euro pozostaje uporczywie mocne euro. Emocji związanych z spekulacjami, co do najbliższego posiedzenia EBC nie było widać we wczorajszych notowaniach obligacji bazowych. Dochodowości Bunda i Treasuries zmieniły się o symboliczny 1 bps odpowiednio do 0,45% i 2,23%, co potwierdza, iż rynek koncentruje się na kończącym się dziś posiedzeniu Fed.

Kalendarium

Data	Godz.	Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus (prognoza Millennium)
09/15	11:00	Bilans handlowy SA	EU	Lipiec	22.3b	18.6b	20.3b
09/15	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Sierpień	0.3%	-0.2%	0.1%
09/15	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	USA	Sierpień	0.2%	-0.9%	0.1%
09/15	16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Wrzesień	96.8	95.3	95.0
09/18	11:00	Inflacja HICP r/r	EU	Sierpień	1.3%	1.5%	1.5%
09/18	11:00	Inflacja bazowa r/r	EU	Sierpień	1.2%	1.3%	1.2%
09/18	14:00	Płace r/r	Polska	Sierpień	4.9%	6.6%	5.7% (5.7%)
09/18	14:00	Zatrudnienie r/r	Polska	Sierpień	4.5%	4.6%	4.6% (4.6%)
09/19	10:00	Saldo rachunku bieżącego NSA	EU	Lipiec	29.8b	32.5b	
09/19	11:00	ZEW	Niemcy	Wrzesień	10.0	17.0	12.0
09/19	14:00	Produkcja sprzedana przemysłu r/r	Polska	Sierpień	6.2%	8.8%	5.9% (6.2%)
09/19	14:00	Inflacja PPI r/r	Polska	Sierpień	2.2%	3.0%	3.0% (3.0%)
09/19	14:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Sierpień	7.1%	7.6%	7.1% (6.1%)
09/20	08:00	Inflacja PPI r/r	Niemcy	Sierpień	2.3%	2.6%	2.5%
09/20	13:00	Liczba podań o kredyt hipoteczny MBA	USA	Wrzesień	9.9%		
09/20	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Sierpień	5.44m		5.47m
09/20	20:00	Decyzja w sprawie stóp procentowych	USA	Wrzesień	1.00%		1.00% (1.00%)
09/21	14:00	Opis posiedzenia banku centralnego	Polska	Wrzesień			
09/21	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA	Wrzesień	284k		
09/22	09:30	Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Wrzesień	59.3		59.0
09/22	09:30	Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Wrzesień	53.5		53.8
09/22	10:00	Stopa bezrobocia	Polska	Sierpień	7.1%		7.0%
09/22	10:00	Wstępny PMI w przemyśle	EU	Wrzesień	57.4		57.2
09/22	10:00	Wstępny PMI w usługach	EU	Wrzesień	54.7		54.8
09/22	14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Sierpień	5.0%		5.2%
09/22	15:45	Wstępny PMI w przemyśle	USA	Wrzesień	52.8		
09/22	15:45	Wstępny PMI w usługach	USA	Wrzesień	56.0		
09/25	10:00	Indeks IFO	Niemcy	Wrzesień	115.9		

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