



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

22 września 2017

## Informacje na dziś

- **EU:** Dziś opublikowane będą wstępne odczyty indeksów PMI dla europejskiego sektora przemysłu i usług. Możliwy jest ich nieznaczny spadek, jednak w dalszym ciągu są to odczyty potwierdzające dobrą koniunkturę w gospodarce strefy euro.

## Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Sprawozdanie po wrześniowym posiedzeniu RPP, na którym parametry polityki pieniężnej utrzymane zostały na niezmiennym poziomie, potwierdziło przekonanie większości Rady co do konieczności stabilizacji stóp. Członkowie RPP ocenili, że pomimo korzystnej koniunktury oraz dobrej sytuacji na rynku pracy, presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. W ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest niewielkie. Niemniej jednak pojawiają się odrębne stanowiska, gdyż w opinii niektórych członków, jeśli napływające w kolejnych kwartalach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, to uzasadnione może być rozważenie zaostrzenia polityki pieniężnej, biorąc pod uwagę wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na akcję kredytową i oszczędności. Rada dyskutowała też o wielkości oraz strukturze oszczędności w gospodarce. Również w tym zakresie poglądy były podzielone. Część członków Rady oceniała, że ich skłonność do oszczędzania zależy bardziej od dochodu, a nie oczekiwanej stopy zwrotu, przez co wraz ze wzrostem zatrudnienia i płac powinna się zwiększać. Inni członkowie zwracali uwagę, że utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie w warunkach stopniowo rosnącej inflacji może negatywnie wpływać na skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania lub zachęcać je do przesuwania środków w kierunku bardziej ryzykownych aktywów. Sprawozdanie z posiedzenia RPP potwierdza poparcie dla stabilizacji stóp w najbliższych miesiącach, jednak nasilające się głosy w kwestii podwyżek oprocentowania mogą doprowadzić do ich podwyżki w połowie przyszłego roku.
- **PL:** Jastrzębim głosem w ramach RPP jest niewątpliwie prof. E. Gatnar, który zwrócił uwagę, że wśród członków Rady rośnie świadomość negatywnych efektów zbyt długiego pozostawiania ujemnych realnych stóp procentowych. W jego ocenie, jeśli decyzja w sprawie podwyżki stóp będzie zbyt późna to może zaszkodzić gospodarce. W ocenie prof. Gatnara jeśli presja płacowa będzie narastać zgodnie z oczekiwaniami i inflacja dojdzie do okolic celu, to podwyżka stóp możliwa by była w 1Q przyszłego roku. Wypowiedź prof. Gatnara wskazuje na narastające wątpliwości w ramach RPP odnośnie skutków utrzymywania się ujemnych realnych stóp procentowych. Wraz ze wzrostem inflacji może to wpłynąć na zmianę retoryki Rady i pierwszą podwyżkę stop procentowych w połowie przyszłego roku.

## Rynki na dziś

Zapowiedź testu bomby wodorowej na Pacyfiku przez północnokoreańskiego ministra spraw zagranicznych teoretycznie powinna osłabić nieco apetyt na ryzyko, jednak rynek skupia się obecnie na dzisiejszych licznych wystąpieniach przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego, amerykańskiej Rezerwy Federalnej i brytyjskiej premier T.May oraz wyborom parlamentarnym w Niemczech w weekend. Złoty kontynuuje niewielkie umocnienie. O trwałości tego ruchu zadecyduje jednak - prawdopodobnie poniedziałkowa - prezentacja projektu reformy sądownictwa przygotowana przez prezydenta A.Dudę. Od kształtu reformy uzależniany początek przyszłego tygodnia w notowaniach złotego.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2736	0,0%
USD/PLN	3,5863	0,6%
CHF/PLN	3,6856	-0,5%
EUR/USD	1,1917	-0,7%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,80	1
5Y	2,72	4
10Y	3,37	5

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,97	1
5Y	2,41	4
10Y	2,86	3

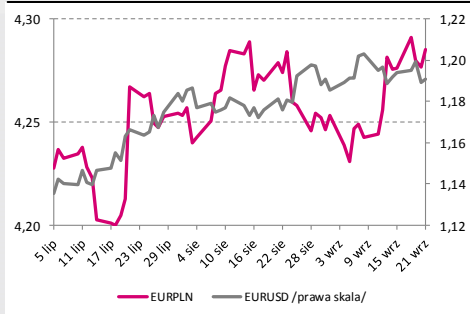
Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,45	2
US 10Y	2,26	2

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG 30	2871,4	-0,6
S&P 500	2508,2	0,1
Nikkei 225	20347,5	0,2

Źródło: Reuters

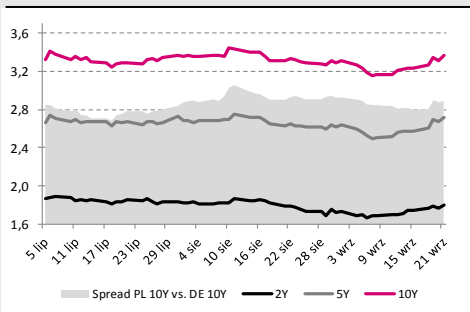
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



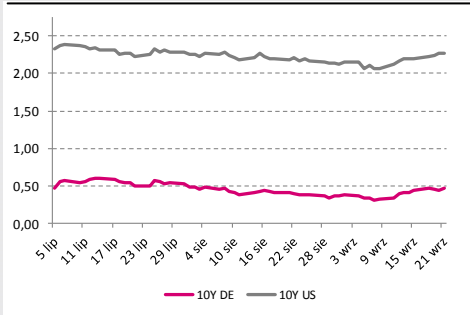
Źródło: Reuters

## Rentowności polskich obligacji [%]



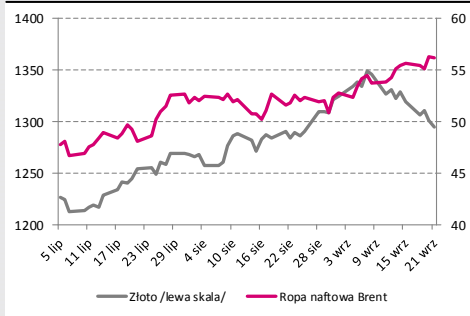
Źródło: Reuters

## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Reuters

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Reuters

## Rynek krajowy

Wczorajsza sesja była kolejnym dowodem na - podkreślaną przez nas wielokrotnie w raportach - wysoką odporność złotego na czynniki zewnętrzne. Kurs EUR/PLN przez większość dnia koncentrował się wokół poziomu 4,2750 tj. zamknięcia w środę, a 1,5-groszowa zmienność była typowa dla ostatnich amplitud kursu. Inaczej natomiast wyglądała sytuacja w notowaniach pozostałych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Kurs EUR/HUF wzrósł wczoraj w najszybszym od miesiąca tempie tj. około 0,75%, a poziomem 310,79 ustanowił 4-miesięczne maksimum. Niewiele lepiej radziły sobie notowania tureckiej liry - która wczoraj osłabiła się mniej niż forint, ale kursu EUR/TRY powrócił do historycznego szczytu - czy rumuńskiego leja - gdzie EUR/RON koncentrował się blisko 5-letniego maksimum. Na krajowym rynku długu natomiast czwartek był kolejnym dniem wzrostu dochodowości, który - wbrew poprzednim dniom - utożsamiać należy z zachowaniem rynków bazowych. Wczoraj dochodowość 10-latk wzrosła o 5 bps do 3,37%, a od początku tygodnia o 13 bps. Zdecydowanie bardziej stabilne były notowania krótkiego końca, którego rentowność wzrosła wczoraj o 1 bps do 1,80%, a od poniedziałku o 7 bps. Wypowiedź E.Gatnara, który gotów byłby rozważyć podwyżkę stóp procentowych w pierwszym kwartale przyszłego roku, jeśli presje płacowe będą rosnąć, a inflacja zbliży się do celu nie miała większego wpływu na rynek w sytuacji, gdy opublikowane minutes z wrześniowego posiedzenia potwierdziły szeroki konsensus co do stabilizacji kosztu pieniądza. W naszej ocenie pogłębiające się podziały w ramach RPP będą potencjalnym źródłem wyżki krótkiego końca dopiero w 2018 roku.

## Rynki zagraniczne

Wbrew czynnikom fundamentalnym wczorajszy dzień zakończył się wyżką notowań eurodolara, która wykasowała połowę spadkowego ruchu z środy, gdy bardziej jastrzębia od oczekiwań postawa Rezerwy Federalnej skutkowałą aprecjacją dolara na rynkach. Kolejny raz zatem sentyment okazał się na tyle proeurowy, że zignorował w naszej ocenie poważne przesłanki do niżki kursu EUR/USD jakim jest ponowne rozszerzenie dysproporcji pomiędzy politykami w USA - gdzie oczekuje już za trzy miesiące dojdzie prawdopodobnie do kolejnej podwyżki stóp procentowych - a strefą euro - gdzie normalizacja polityki pieniężnej wciąż pozostaje niepewna. Wczoraj siła euro uwidoczniła się jednak przede wszystkim w parze z frankiem szwajcarskim. Kurs EUR/CHF - po raz pierwszy od stycznia 2015 roku wzrósł do poziomu 1,16. Na rynku obligacji bazowych wczorajszy dzień przyniósł niewielką wyżkę dochodowości 10-latk niemieckiej i amerykańskiej. Rentowności obu papierów wzrosły o 2 bps odpowiednio do 0,45% i 2,26%.

## 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%
<b>09/18</b>	<b>14:00</b>	<b>Płace r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Sierpień</b>	<b>4.9%</b>	<b>6.6%</b>	<b>5.7% (5.7%)</b>
<b>09/18</b>	<b>14:00</b>	<b>Zatrudnienie r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Sierpień</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.6% (4.6%)</b>
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
<b>09/19</b>	<b>14:00</b>	<b>Produkcja sprzedana przemysłu r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Sierpień</b>	<b>6.2%</b>	<b>8.8%</b>	<b>5.9% (6.2%)</b>
<b>09/19</b>	<b>14:00</b>	<b>Inflacja PPI r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Sierpień</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0% (3.0%)</b>
<b>09/19</b>	<b>14:00</b>	<b>Sprzedaż detaliczna r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Sierpień</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.1% (6.1%)</b>
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%	-9.7%	
09/20	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Sierpień	5.44m	5.35m	5.47m
<b>09/20</b>	<b>20:00</b>	<b>Decyzja w sprawie stóp procentowych</b>	<b>USA</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>1.00%</b>	<b>1.00%</b>	<b>1.00% (1.00%)</b>
09/21	14:00	Opis posiedzenia banku centralnego	Polska	Wrzesień			
09/21	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA	Wrzesień	282k	259k	
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
<b>09/22</b>	<b>10:00</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>Polska</b>	<b>Sierpień</b>	<b>7.1%</b>		<b>7.0% (7.1%)</b>
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
<b>09/22</b>	<b>14:00</b>	<b>Podaż pieniądza M3 r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Sierpień</b>	<b>5.0%</b>		<b>5.2% (5.2%)</b>
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