

# Makro i rynek

## raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

11 października 2018

**Grzegorz Maliszewski**

Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Andrzej Kamiński**

Ekonomista  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**

Analitik rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

### Podsumowanie miesiąca

- Dane z polskiej gospodarki za lipiec i sierpień wskazują na utrzymanie dobrej koniunktury gospodarczej, choć widoczne są sygnały wytracania impetu przez polską gospodarkę, a wyprzedzające indeksy koniunktury sugerują utrzymanie tego trendu także w kolejnych miesiącach. Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała w sierpniu do 5,0% r/r z 10,3% r/r miesiąc wcześniej. Spowolnienie w przemyśle potwierdzają też dane po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych. Nie licząc marca tego roku, to najniższy wzrost od lutego 2017r. Spowolnienie wzrostu produkcji miało szeroki zakres i objęło zdecydowaną większość branż. Na wytracenie impetu w przemyśle wskazują spadki indeksu PMI, który we wrześniu obniżył się do 50,5 pkt., poziomu najniższego od niemal dwóch lat. W jego strukturze nastąpiła zniżka subindeksu zamówień, w tym eksportowych. Odzwierciedla to skutki wyhamowania wzrostu w strefie euro, naszego głównego partnera handlowego, a także obawy o skutki rosnącego protekcjonizmu w handlu globalnym. Głównym motorem wzrostu pozostaje konsumpcja prywatna. Sugerują to dane o sprzedaży detalicznej, która wzrosła w sierpniu 6,7% r/r w ujęciu realnym, choć również w tym zakresie widoczne jest nieznaczne wyhamowanie względem wcześniejszego miesiąca. W zakresie inwestycji, wciąż głównym ich motorem pozostają nakłady na infrastrukturę, realizowane głównie przez samorządy lokalne. Utrzymują się ponadto ograniczenia podażowe, głównie po stronie rynku pracy, ze względu na utrudniony dostęp do pracowników oraz wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych. Po szczycie koniunktury, który osiągnięty został w pierwszej połowie tego roku w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy będzie stopniowo wyhamowywał, w ślad za słabnącym wzrostem gospodarczym w otoczeniu zewnętrznym.
- Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała na październikowym posiedzeniu dotychczasowe poziomy stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego. Stopa referencyjna pozostaje zatem historycznie niska i wynosi 1,5%. Komunikat, a także wypowiedzi prezesa NBP i innych obecnych na konferencji po posiedzeniu członków Rady nie zmieniają jej dotychczasowej retoryki. Nie jest to zaskoczeniem, gdyż scenariusz makroekonomiczny przedstawiony w projekcji lipcowej w dużej mierze materializuje się - szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy relatywnie niska presja inflacyjna. Większość członków Rady będzie zatem dążyła do stabilizacji stóp procentowych w Polsce przez dłuższy czas.
- Przez większość września złoty stopniowo zyskiwał na wartości zawracając z poziomu 4,34. Amplituda miesięcznych wahań wyniosła jednak zaledwie około siedmiu groszy i była najmniejsza od kwietnia tego roku. Duży w tym udział wskazań technicznych. Poziomy 4,34 i 4,2650 były bowiem istotnymi oporami, bądź wsparciami w poprzednich miesiącach. Na gruncie fundamentalnym zaś we wrześniu wsparcie dla polskiej waluty zapewniało uspokojenie sytuacji na rynkach *emerging markets*, w szczególności w Turcji. W minionym miesiącu ciekawy przebieg miały także notowania pozostałych par złotowych. Podwyższona zmienność widoczna była w notowaniach pary CHF/PLN, która pod wpływem przeceny złotego i umocnienia franka na globalnym rynku wyznaczyła poziom 3,85 tj. najwyższy od 13 miesięcy.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY .....	2
POLITYKA PIENIĘŻNA .....	8
POLITYKA FISKALNA .....	9
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY .....	10
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ..	10
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	2,00%-2,25%	7-8 lis	2,00%-2,25%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	13 gru	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	25 paź	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	6-7 lis	1,50%

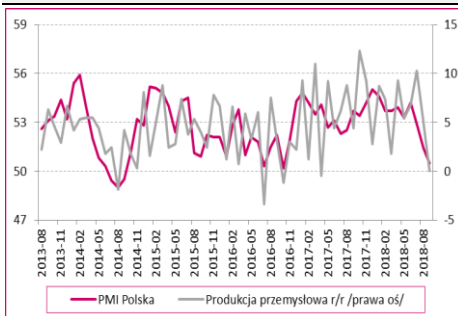
Źródło: Narodowy Bank Polski, Swiss National Bank, Federal Reserve, European Central Bank

## PRZEGLĄD GOSPODARCZY

**W sierpniu koniunktura pozostała dobra, choć widać coraz więcej sygnałów wskazujących na wyhamowanie wzrostu gospodarczego**

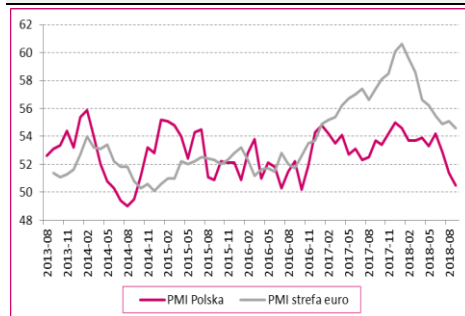
Dane z polskiej gospodarki za lipiec i sierpień wskazują na utrzymanie dobrej koniunktury, choć widoczne są sygnały wytracania impetu przez polską gospodarkę, a wyprzedzające indeksy koniunktury sugerują utrzymanie tego trendu także w kolejnych miesiącach. Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała w sierpniu do 5,0% r/r z 10,3% r/r miesiąc wcześniej. Co prawda częściowo jest to efekt czynników statystycznych i kalendarzowych, niemniej także dane po wyeliminowaniu czynników sezonowych wskazują na wyhamowanie wzrostu produkcji do 5,0% r/r w sierpniu z 7,8% r/r w lipcu. Nie licząc marca tego roku, to najniższy wzrost od lutego 2017r. Spowolnienie w przemyśle miało szeroki zakres i objęło zdecydowaną większość branż. Z trendu tego wyłamali się producenci w sekcji produkcja pozostałego sprzętu transportowego, gdzie produkcja wzrosła o 30,6% r/r. Na wytracenie impetu w przemyśle wskazują spadki indeksu PMI, który we wrześniu obniżył się do 50,5 pkt., poziomu najniższego od niemal dwóch lat. W jego strukturze nastąpiła zniżka subindeksu odzwierciedlającego zamówienia, w tym szczególnie zamówienia eksportowe. Odzwierciedla to skutki wyhamowania wzrostu w strefie euro, naszego głównego partnera handlowego, a także obawy o skutki rosnącego protekcjonizmu w handlu globalnym. Odczyt indeksu PMI na poziomie 50,5 pkt. jest bliski bariery 50 pkt., która oddziela recesję od ekspansji. W naszej ocenie tak silny spadek indeksu PMI nie musi oznaczać gwałtownego pogorszenia perspektyw gospodarki, ponieważ nie znajduje to odzwierciedlenia w innych indeksach koniunktury, publikowanych m.in. przez GUS. Być może więc jest to krótkoterminowe zaburzenia wywołane zawirowaniami geopolitycznymi (brexit, zawirowania polityczne we Włoszech), a także obawami o skutki wojen handlowych. Nie zmienia to jednak faktu, że wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach będzie wyhamowywał, a szczyt koniunktury przypadł na pierwszą połowę tego roku. Otoczenie zewnętrzne będzie w kolejnych kwartałach dostarczało mniej paliwa polskiej gospodarce.

**Wykres 1 PMI w Polsce [pkt.] i wzrost produkcji przemysłowej [% r/r]**



Źródło: Macrobond

**Wykres 2 PMI w Polsce i w strefie euro**



Źródło: Macrobond

**Konsumpcja prywatna pozostaje głównym motorem gospodarki**

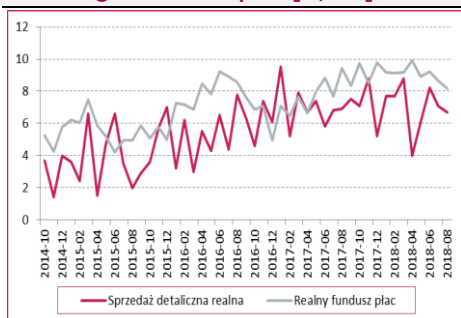
Głównym motorem wzrostu pozostaje konsumpcja prywatna. Sugerują to dane o sprzedaży detalicznej, która wzrosła w sierpniu 6,7% r/r w ujęciu realnym, choć również w tym zakresie widoczne jest nieznaczne wyhamowanie względem wcześniejszego miesiąca. Konsumpcji niezmiennie sprzyja dobra sytuacja na rynku pracy, korzystnie nastoje gospodarstw domowych, rosnące dochody, a także niski poziom stóp procentowych. Możliwości dalszego przyspieszenia konsumpcji wydają się jednak ograniczone, na co wskazuje stabilizacja wskaźnika nastrojów konsumenckich, choć wciąż utrzymuje się on na relatywnie wysokim poziomie. W danych wrześniowych uwagę zwraca pogorszenie subindeksu odzwierciedlającego skłonność konsumentów do dokonywania ważnych zakupów. Niemniej jednak, nawet jeśli dynamika konsumpcji nieco wyhamuje, to utrzyma się na solidnym poziomie. Potencjalnym wsparciem dla konsumpcji w przyszłym roku mogą być ewentualne podwyżki płac w sferze budżetowej i ewentualne podwyżki transferów socjalnych, które rząd może uruchomić przed przyszłorocznymi wyborami parlamentarnymi.

**Nakłady na infrastrukturę pozostają głównym motorem wzrostu inwestycji, choć rosną ryzyka dla utrzymania tego trendu**

W zakresie inwestycji, wciąż głównym ich motorem pozostają nakłady na infrastrukturę, realizowane głównie przez samorządy lokalne. Wyniki budownictwa potwierdzają, że również trzeci kwartał będzie pod tym względem bardzo korzystny. W sierpniu dynamika produkcji budowlano-montażowej przyspieszyła do 20,0% r/r z 18,7% r/r miesiąc wcześniej. Natomiast w firmach, zajmujących się wznoszeniem obiektów inżynierii lądowej i wodnej produkcja wzrosła aż o 30,5% r/r. Utrzymanie tak

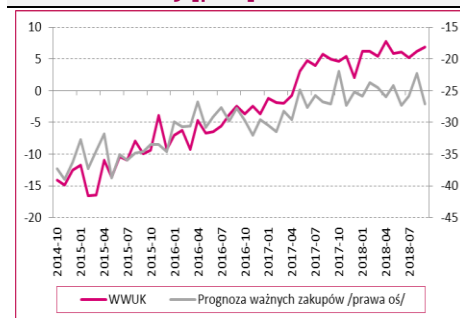
dynamicznych wzrostów inwestycji infrastrukturalnych w kolejnych kwartałach będzie jednak niemożliwe, częściowo w wyniku wysokiej bazy z roku bieżącego, kiedy perspektywa wyborów samorządowych napędzała inwestycje w infrastrukturę. Kluczowym czynnikiem ograniczającym wzrosty produkcji budowlanej będą jednak nasilające się ograniczenia podażowe, głównie po stronie rynku pracy. Utrudniony dostęp do pracowników oraz wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych ograniczają potencjał dalszego wzrostu produkcji budowlanej.

**Wykres 3 Wzrost sprzedaży detalicznej i realnego funduszu płac [% , r/r]**



Źródło: Macrobond

**Wykres 4 Wskaźniki koniunktury konsumenckiej [pkt.]**

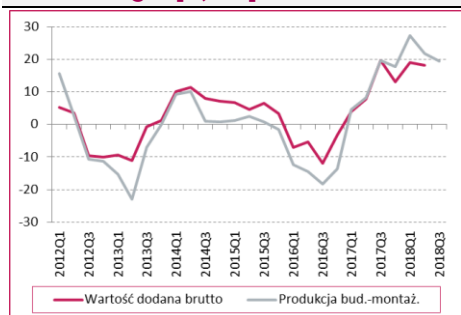


Źródło: Macrobond

**Firmy prywatne ostrożne w zakresie inwestycji, choć rosnące koszty pracy mogą dać impuls do nakładów poprawiających wydajność firm**

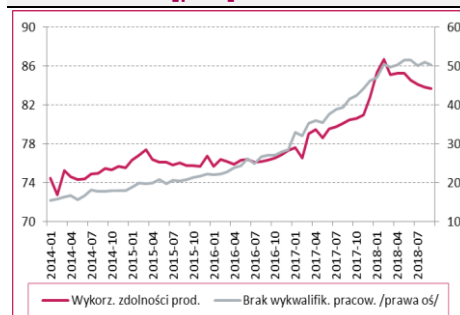
Nie oczekujemy silnego odbicia inwestycji firm prywatnych, choć utrudniony dostęp do pracowników może skłaniać firmy, szczególnie duże firmy z przemysłu, do inwestycji w poprawę wydajności i produktywności. Do tej pory firmy z sektora prywatnego, szczególnie małe i średnie, były sceptyczne w zakresie inwestycji, pomimo wysokiego wykorzystania mocy wytwórczych, dobrej koniunktury na zewnątrz, a także dobrych wyników finansowych. Rosnące płace, a także zwiększające koszty energii, niepewność w zakresie perspektyw gospodarczych, częściowo w kontekście rosnącego protekcjonizmu w handlu międzynarodowym nie będą czynnikami sprzyjającymi aktywizacji działalności inwestycyjnej firm, szczególnie w sektorze MSP. Niemniej chęć poprawy wydajności i konkurencyjności, szczególnie w warunkach rosnących kosztów płac, może być impulsem do wzrostu nakładów dla części firm, szczególnie z przemysłu.

**Wykres 5 Dane dla sektora budowlanego\* [% , r/r]**



\*Dla 2018Q3 średnia z dynamiki produkcji budowlano-montażowej dla lipca i sierpnia br.  
Źródło: Macrobond

**Wykres 6 Wskaźniki koniunktury dla budownictwa [pkt.]**



Źródło: Macrobond

**W kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy będzie wyhamowywał**

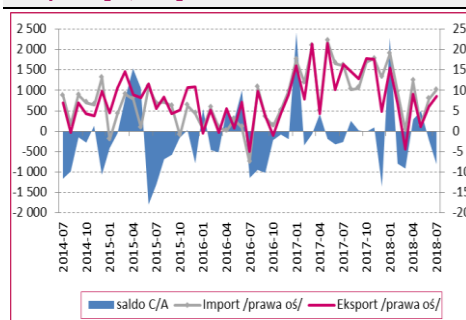
Po szczycie koniunktury, który osiągnięty został w pierwszej połowie tego roku w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy będzie stopniowo wyhamowywał, w ślad za słabnącym wzrostem gospodarczym w otoczeniu zewnętrznym. Przemawiają za tym wskaźniki koniunktury w Niemczech, gdzie indeks PMI spadł do poziomu najniższego od połowy 2016 r. Na scenariusz wolniejszego wzrostu globalnego wskazują też aktualne prognozy wzrostu gospodarki światowej przygotowane przez MFW, które w aktualnym raporcie zostały zrewidowane w dół do 3,7% w tym i w przyszłym roku z 3,9% prognozowanych poprzednio. Struktura wzrostu gospodarczego w Polsce pozostanie zasadniczo niezmienną, ponieważ głównym motorem gospodarki pozostanie konsumpcja prywatna, która w przyszłym roku może być dodatkowo wsparta przez ewentualne podwyżki płac w sferze budżetowej lub podwyżki świadczeń socjalnych. Czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB będzie ujemna kontrybucja eksportu netto, szczególnie w warunkach słabnącego popytu zewnętrznego i utrzymującego się

**W lipcu pogłębienie deficytu na rachunku obrotów bieżących**

solidnego wzrostu konsumpcji, który będzie przekładał się na wzrost importu i pogorszenie salda handlowego.

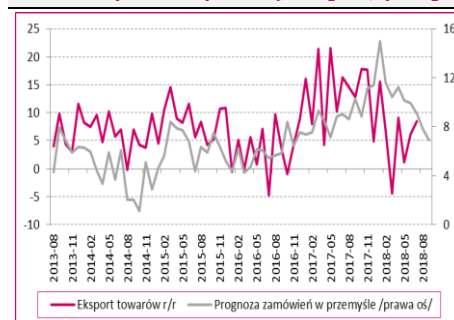
Na początku 3Q 2018 eksport dóbr i usług przyspieszył (licząc w EUR) do 8,6% r/r w lipcu z 7,9% r/r w czerwcu. Potwierdza to, że obserwowane pogorszenie koniunktury u najważniejszych partnerów handlowych Polski nie przekłada się silnie na spadek aktywności krajowych przedsiębiorstw. Wzrosła również dynamika importu - do 10,4% r/r z 9,3% r/r, czemu sprzyja utrzymujący się silny popyt krajowy. W efekcie saldo handlowe dóbr i usług nieznacznie się obniżyło. Pomimo tego odnotowano w lipcu wyraźne pogorszenie salda rachunku obrotów bieżących do -809 mln EUR z -240 mln EUR w czerwcu. Wynikało to w szczególności z wyraźnego pogorszenia salda dochodów pierwotnych, w związku z ujemnym wynikiem rozliczeń z Unią Europejską. Pogłębienie deficytu na rachunku bieżącym nie zwiększa jednak istotnie ryzyka dla stabilności rynków finansowych w Polsce, gdyż słabszy wynik dochodów pierwotnych ma najprawdopodobniej przejściowy charakter. Ponadto korzystne perspektywy wzrostu krajowej gospodarki przy dobrej sytuacji fiskalnej stanowi pewien bufor bezpieczeństwa dla narastania nierównowag zewnętrznych Polski. Jest to tym bardziej istotne, że obecnie utrzymuje się podwyższona niepewność dotycząca perspektyw niektórych rynków wschodzących.

**Wykres 7 Saldo C/A [mln EUR] i import i eksport [% r/r]**



Źródło: Macrobond

**Wykres 8 Eksport [% r/r] i prognoza zam. eksport. w przemyśle [sa., pkt.]**



Źródło: Macrobond

**Eksport netto nieco słabszy niż przed rokiem**

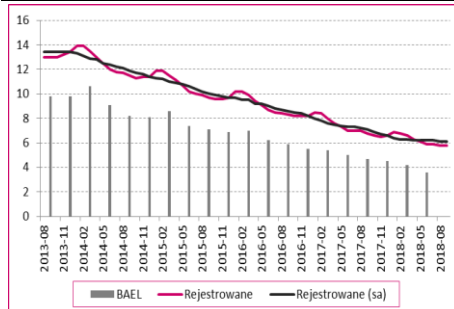
W najbliższych kwartałach wzrost eksportu może nieznacznie słabnąć. Wskaźniki koniunktury wskazują na kontynuację spadku aktywności w przemyśle Eurolandu, w tym w Niemczech, gdzie indeksy PMI obniżyły się we wrześniu do najniższych poziomów od ok. 2 lat. Jednocześnie wzrost produkcji przemysłowej w Niemczech znajdował się w trendzie spadkowym. Słabnąca koniunktura w przemyśle Niemiec znalazła odzwierciedlenie w wynikach indeksu PMI dla polskiego przemysłu, w ramach którego subindeks nowych zamówień eksportowych sugeruje ich spadek po raz pierwszy od 2 lat. Podobnie wnioski płyną z badania koniunktury GUS dla przemysłu. Spodziewanemu spowolnieniu wzrostu eksportu towarzyszyć będzie nadal silny popyt importowy, w związku z wysokim popytem krajowym. W konsekwencji eksport netto powinien w najbliższych kwartałach mieć mniej korzystny wpływ na wzrost gospodarczy niż miało to miejsce w 2017 r. Wkład tej kategorii do wzrostu byłby jeszcze niższy, gdyby przyspieszeniu uległy inwestycje przedsiębiorstw w maszyny i urządzenia charakteryzujące się wysokim stopniem importochłonności.

**Bezrobocie rejestrowane najniżej w historii**

W 3Q sytuacja na rynku pracy pozostawała bardzo dobra. Stopa bezrobocia rejestrowanego, zgodnie z szacunkami Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej wyniosła na koniec września 5,8%. Po usunięciu wahań sezonowych obniżyła się ona do 6,0%, co jest najniższym poziomem w historii dostępnych danych. Liczba osób zarejestrowanych jako bezrobotne również spadła o blisko 10 tys. do 948,9 tys., najniższej wartości w historii. Jeszcze lepszy obraz krajowego rynku pracy rysuje się z danych według metodologii Eurostat, według których stopa bezrobocia w Polsce wyniosła w sierpniu 3,4%, podobnie jak w Niemczech. Jest to drugi najniższy wynik wśród członków Unii Europejskiej, po Czechach i znacznie niższy niż szacunek dla całej Unii Europejskiej wynoszący 6,8%. Bardzo niska stopa bezrobocia w Polsce potwierdza utrzymujący się nadal wysoki popyt na pracę, choć dynamika zatrudnienia stopniowo obniża się. W sierpniu średnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 3,4% r/r, a więc nieco wolniej niż w lipcu (3,5% r/r). W całym 3Q dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, według naszych szacunków, wyniesie 3,4% r/r, co oznacza spadek w stosunku do 2Q 2018, gdy średni wzrost tej kategorii kształtował się na poziomie 3,7% r/r. Czynnikiem, który w ostatnim okresie hamował przyrosty

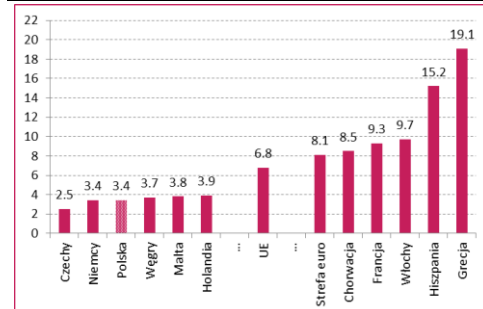
zatrudnienia jest ograniczona podaż pracowników o poszukiwanych przez pracodawców kwalifikacjach. Trudności z pozyskaniem pracowników zgłaszają w szczególności firmy z przemysłu i budownictwa. Wskaźniki GUS dla tych sektorów obrazujące barierę rozwoju firm jaką jest brak pracowników o odpowiednich kwalifikacjach kształtują się na bardzo wysokich poziomach.

**Wykres 9 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]**



Źródło: Macrobond

**Wykres 10 Stopa bezrobocia wg. metodologii Eurostat [%]**

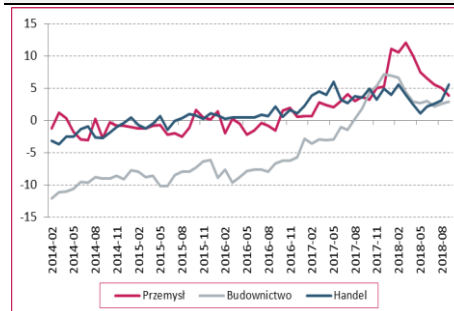


Źródło: Macrobond

**Stopa bezrobocia powinna pozostać względnie stabilna**

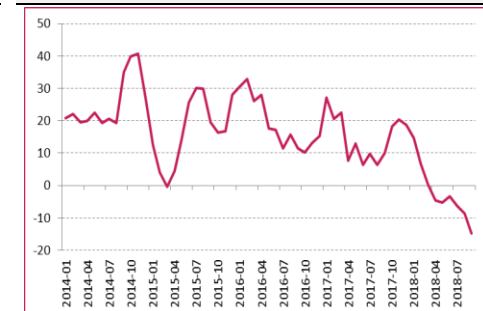
Sądzymy, że w nadchodzących miesiącach dynamika zatrudnienia będzie nadal powoli obniżać się, głównie z powodu ograniczeń podaży na rynku pracy. W coraz większym stopniu hamować będzie jednak popyt na pracę. Wskazują na to dane o nowozgłoszonych ofertach pracy. Ich liczba, aczkolwiek nadal wysoka, znajduje się w trendzie spadkowym. We wrześniu wyniosła ona 117 tys. i pomijając dane dla grudnia ub. roku była najniższa od niespełna 2 lat. Ponadto komponent zatrudnienia indeksu PMI wskazuje nadal na zwiększanie zatrudnienia w przemyśle, choć tempo jego wzrostu spadło do najniższego poziomu od 9 miesięcy. Stopa bezrobocia powinna natomiast pozostać stabilna, zarówno w krótkim, jak i średnim okresie. W warunkach stabilnej koniunktury firmy świadome ograniczeń w liczbie wykwalifikowanych pracowników będą odkładać ewentualne decyzje o zwolnieniach. Ponadto, wraz ze starzeniem się społeczeństwa w Polsce liczba osób aktywnych zawodowo będzie spadać, łagodząc presję na wzrost stopy bezrobocia.

**Wykres 11 Wskaźnik GUS oczekiwanego zatrudnienia [pkt.]**



Źródło: Macrobond

**Wykres 12 Zgłoszone do urzędów pracy oferty zatrudnienia [średnia 3M, %, r/r]**



Źródło: Macrobond

**Stabilny wzrost płac w nadchodzących miesiącach**

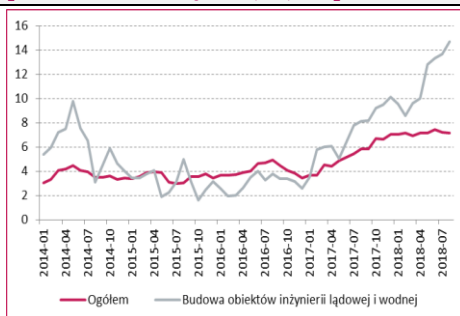
Silny popyt na pracę wspierał wzrost płac także w 3Q. Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w lipcu i sierpniu średnio 7,0% r/r, tj. była nieco niższa niż w 2Q 2018. W nadchodzących kwartałach dynamika wynagrodzeń w całym sektorze przedsiębiorstw powinna pozostać stabilna, choć najprawdopodobniej będzie zróżnicowana pomiędzy sektorami. Płace w budownictwie powinny nadal rosnąć nieco szybciej, podobnie jak ma no miejsce obecnie. W sierpniu wzrost wynagrodzeń wśród firm zajmujących się budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej sięgnął bowiem 18,1% r/r, natomiast średnio w całym roku wyniósł blisko 12,5% r/r. Popyt na usługi budowlane będzie pozostawał silny, ze względu na oczekiwaną realizację inwestycji infrastrukturalnych w związku z intensyfikacją absorpcji środków z budżetu Unii Europejskiej. Ponadto silniejsza presja płacowa powinna utrzymywać się w usługach, co, podobnie jak w przypadku budownictwa, wynika z konieczności znacznego zaangażowania siły roboczej. Wzrost płac w całości gospodarki najprawdopodobniej będzie jednak stabilizowany przez branżę przemysłową. Na złagodzenie presji płacowej w tym sektorze powinien oddziaływać słabnący nieco

# Makro i rynek

raport miesięczny

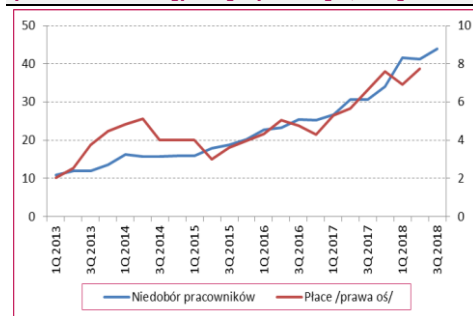
popyt na pracę, wynikający z oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego przy słabnących zamówieniach z zagranicy. Ponadto spodziewamy się nieco silniejszego odbicia inwestycji przedsiębiorstw w maszyny i urządzenia, czego efektem byłoby zmniejszenie się zapotrzebowania firm na pracowników. Jednocześnie dalszy napływ imigrantów, głównie z Ukrainy w najbliższym czasie będzie łagodził ograniczenia w podaży pracy, choć czynnik ten będzie stopniowo słabł. Stabilizacji tempa wzrostu płac sprzyja także podniesienie w 2019 r. płacy minimalnej z 2100 PLN do 2250 PLN, a tj. o 7,1%.

**Wykres 13 Wzrost płac w sektorze firm [średnia 3-miesięczna, %, r/r]**



Źródło: Macrobond

**Wykres 14 Przemysł: niedobór pracowników [pkt.] i płace [% r/r]**



Źródło: Macrobond

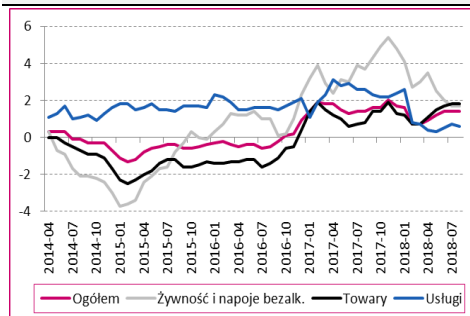
**Wzrost ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy**

Istotnym elementem niepewności dla kształtowania się płac, choć w nieco dłuższym terminie, jest możliwość wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy, polegających na zwiększeniu oczekiwań płacowych w wyniku wzrostu cen konsumpcyjnych. Rosnące ceny energii elektrycznej na rynku hurtowym oraz cen ropy naftowej przełożą się w pewnym stopniu, w przypadku zgody Urzędu Regulacji Energetyki, na wzrosty stawek dla gospodarstw domowych. Uważamy jednak, że przestrzeń do silnego zwiększenia funduszu płac i w konsekwencji zmniejszenia marż przedsiębiorstw nie jest znaczna, ze względu na wysoką konkurencję na rynku.

**Wzrost inflacji bazowej w sierpniu**

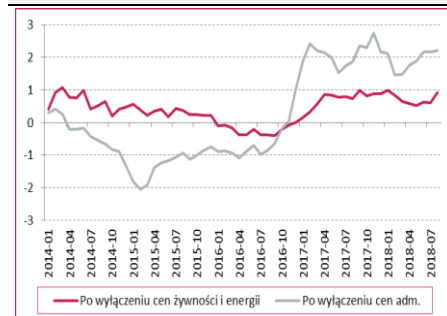
Inflacja mierzona wskaźnikiem CPI ustabilizowała się w miesiącach letnich i w sierpniu wyniosła, podobnie jak we wcześniejszych dwóch miesiącach 2,0% r/r. W sierpniu wyraźnym zmianom uległa natomiast struktura inflacji. O ile wyhamowały wzrosty cen żywności i paliw, które we wcześniejszych miesiącach podbiły inflację, to wzrosła inflacja bazowa. W sierpniu inflacja bazowa, mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 0,9% r/r z 0,6% r/r w lipcu, osiągając poziom najwyższy od stycznia 2018 r. Wzrosły także trzy pozostałe liczone przez NBP miary inflacji bazowej i był to trzeci miesiąc w tym roku, kiedy rosły wszystkie wskaźniki inflacji bazowej. W skali miesiąca ceny konsumpcyjne nie zmieniły się, jednak w kierunku wzrostu inflacji działały ceny usług, w szczególności ubezpieczeń, usług transportowych i telekomunikacyjne. Ceny usług były także odpowiedzialne za przyspieszenie rocznego wskaźnika inflacji. W zakresie towarów uwagę zwraca mniejszy niż w latach poprzednich sezonowy spadek cen odzieży i obuwi, co może częściowo wiązać się z mocnym popytem konsumpcyjnym i rosnącymi dochodami gospodarstw domowych.

**Wykres 15 Wskaźniki inflacji HICP w Polsce [% r/r]**



Źródło: Macrobond

**Wykres 16 Inflacja konsumencka [% r/r]**



Źródło: Macrobond

Sierpniowe dane, szczególnie o inflacji bazowej, stanowią potencjalny sygnał wzrostu presji cenowej w polskiej gospodarce. Dotychczas presja inflacyjna pozostawała

# Makro i rynek

raport miesięczny

umiarkowana, pomimo wzrostu gospodarczego przekraczającego potencjał, spadającego bezrobocia i rosnących dochodów gospodarstw domowych. Wstępne dane GUS za wrzesień, według których inflacja CPI spadła do 1,8% r/r, ostudziły nieco obawy o silne narastanie presji cenowej. Według naszych szacunków inflacja bazowa, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, obniżyła się do 0,7-0,8% r/r. Nie zmienia to jednak średnio i długookresowych perspektyw inflacji, które wskazują na nasilenie się procesów cenowych, także w zakresie inflacji bazowej. Poza wzrostem presji popytowej, a także rosnącymi kosztami pracy przekładającymi się na wzrost cen m.in. usług (widać to już w budownictwie oraz usługach transportowych), dodatkowym czynnikiem proinflacyjnym będą rosnące ceny energii i surowców energetycznych.

### RPP utrzymuje dotychczasową retorykę

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

Adam Glapiński	„Nigdy nie zapowiadałem stabilności (stóp procentowych) do końca 2020 roku, odważnie wybiegałem w przód, że - z olbrzymim prawdopodobieństwem - stopy pozostaną stabilne do końca 2019 roku, a gdyby nic się nie zmieniło - to dalej. (...) Na razie sytuacja jest stabilna i zakładam, że w 2019 roku dalej tak będzie” (5.10.2018)
Grażyna Ancyparowicz	„Jeżeli nie będzie żadnych zagrożeń zewnętrznych, a raczej ich nie widzę, to w polityce pieniężnej nie powinny nastąpić żadne zmiany i Rada może utrzymać stabilne stopy procentowe przez całą kadencję”. (17.07.2018)
Eugeniusz Gatnar	„(...) Retorykę można by zmieniać już jesienią, bo wtedy, wraz z początkiem cyklu wyborczego, zobaczymy bardziej wyraźne żądania płacowe, a pierwszy sygnał w postaci podwyżki o 25 pb Rada powinna wystąpić na początku przyszłego roku” (19.07.2018)
Łukasz Hardt	„Na razie najlepszą strategią jest brak zmiany stopy procentowej, natomiast nie wykluczam konieczności reakcji w górę w przyszłym roku, jeżeli czynniki proinflacyjne przeważą i, co istotne, jeżeli politykę zacząłby zmieniać Europejski Bank Centralny”. (24.09.2018)
Jerzy Kropiwnicki	„(...) perspektywa, w której mogłaby powstać konieczność podwyżki stóp proc., oddala się do końca 2019 r.”. (26.09.2018)
Eryk Łon	„Stabilne stopy procentowe są z punktu widzenia kredytobiorców bardzo dobre, koszt obsługi tego kredytu jest stosunkowo korzystny dla nich. A z punktu widzenia inwestycji, te stabilne stopy procentowe powinny wspierać inwestycje”. (5.10.2018)
Jerzy Osiatyński	„Do końca 2019 r., zważywszy na to, że jest to rok wyborczy, stopy procentowe najprawdopodobniej pozostaną bez zmian, nawet jeśli moje poglądy nie są do końca takie”. (18.06.2018)
Rafał Sura	„(...) prawdopodobieństwo stabilizacji stóp proc. przez cały 2019 jest bardzo duże”. (30.07.2018)
Kamil Zubelewicz	„(...) w Radzie narasta niepewność odnośnie do otoczenia zewnętrznego, co wymusza większą ostrożność w wypowiedziach dotyczących możliwej stabilności poziomu stóp procentowych w Polsce. Widać w Radzie zmianę nastawienia w tym względzie. Dominuje narracja, że stopy mogą pozostać bez zmian do końca 2019 roku, niekoniecznie zaś także w 2020 roku”. (21.09.2018)
Jerzy Żyżyński	„Jesteśmy poniżej (celu inflacyjnego). Nie ma powodu, by ingerować w to co się dzieje w gospodarce”. (5.09.2018)

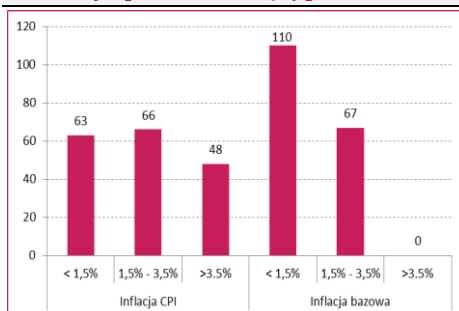
Źródło: PAP

## POLITYKA PIENIĘŻNA

Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała na październikowym posiedzeniu dotychczasowe poziomy stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego. Stopa referencyjna pozostaje zatem historycznie niska i wynosi 1,5%. Jednostronnicowy komunikat po posiedzeniu nie przyniósł niespodzianek. W ocenie Rady bieżące dane i prognozy wskazują na korzystne perspektywy aktywności gospodarczej w Polsce, choć oczekuje się nieznacznego spowolnienia tempa wzrostu PKB w kolejnych latach. Jednocześnie inflacja CPI będzie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej utrzymywała się w pobliżu celu inflacyjnego. W rezultacie, w ocenie RPP obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz równowagi makroekonomicznej.

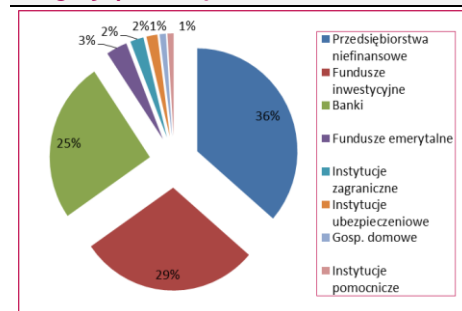
Prezes NBP A.Głapiński podczas konferencji po posiedzeniu podtrzymał swoje wcześniejsze zdanie, iż stopy procentowe w Polsce z wysokim prawdopodobieństwem nie ulegną zmianie do końca 2019 r. Zaostrzył on przy tym, naszym zdaniem, swoją retorykę dotyczącą 2020 r., gdyż już nie tak stanowczo w odniesieniu do poprzednich wypowiedzi, mówił o braku potrzeby zmian parametrów polityki w tym okresie. Prezes poinformował ponadto, że Rada poświęciła dużo czasu analizie wzrostów cen ropy naftowej i energii elektrycznej jednak w ocenie prezesa, listopadowa projekcja PKB i inflacji nie przyniesie „rewolucyjnych” zmian w stosunku do poprzedniej.

Wykres 17 Cel inflacyjny i jego realizacja [liczba miesięcy]



Źródło: Macrobond

Wykres 18 Struktura posiadania obligacji przedsiębiorstw w VIII 2018



Źródło: NBP

Podczas konferencji A.Głapiński zapytany o charakter celu inflacyjnego powiedział, że dopóki inflacja znajduje się w zapisanym w założeniach polityki pieniężnej przedziale 2,5% r/r +/- 1 pkt. proc. to jest ona zgodna z celem inflacyjnym. Opinia ta wyrażana wcześniej przez innych członków Rady sugeruje, że gremium to może tolerować inflację zbliżoną do górnego ograniczenia celu. Nie sądzimy jednak, aby Rada dopuszczała wzrost do tego poziomu inflacji bazowej, gdyż w przypadku wystąpienia negatywnych szoków podaźowych zwiększających silne ceny żywności i energii dynamika całości koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych przekroczyłaby poziom 3,5% r/r, co mogłoby wpłynąć na wzrost oczekiwań inflacyjnych i tym samym napędzenie spirali płace-inflacja. Nie sądzimy jednak, aby scenariusz ten się zmaterializował.

Komunikat, a także wypowiedzi prezesa NBP i innych obecnych na konferencji po posiedzeniu członków Rady nie zmieniają jej dotychczasowej retoryki. Nie jest to zaskoczeniem, gdyż scenariusz makroekonomiczny przedstawiony w projekcji lipcowej w dużej mierze materializuje się - szybkim wzrostowi gospodarczemu towarzyszy relatywnie niska presja inflacyjna. Większość członków Rady będzie zatem dążyła do stabilizacji stóp procentowych w Polsce przez dłuższy czas.

We wrześniu członek Rady Ł.Hardt zakomunikował, że zaproponuje temu gremium wprowadzenie do instrumentarium NBP operacji otwartego rynku - 3-miesięcznych i 6-miesięcznych transakcji repo pod zastaw obligacji korporacyjnych i infrastrukturalnych. Ich celem byłoby zwiększenie płynności i aktywności na rynku międzybankowym oraz finansowanie inwestycji dużych spółek skarbu państwa. Prezes NBP na październikowej konferencji nie rozwinął zaproponowanych rozwiązań. Powiedział natomiast, że Rada poddała analizie narzędzia stosowane przez banki centralne w innych krajach rozwiniętych i mieszczą się one w obowiązujących w Polsce założeniach polityki monetarnej. Ich ewentualna implementacja pozostaje jednak kwestią przyszłości, w wypadku wyraźnego pogorszenia koniunktury gospodarczej.



Saldo budżetu po sierpniu wróciło do nadwyżki

Brak zagrożeń dla realizacji budżetu w tym roku

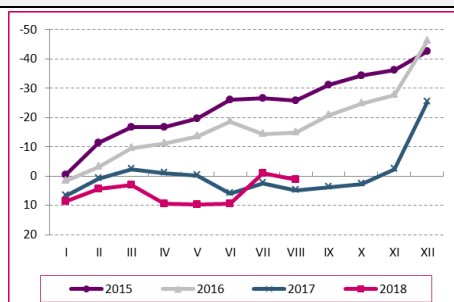
Wyższa zmienność wyniku budżetu i mniejsza czytelność danych

## POLITYKA FISKALNA

Po deficycie w lipcu, budżet ponownie powrócił do nadwyżki, która po ośmiu miesiącach tego roku wyniosła 1,05 mld PLN. Oznacza to, że w samym sierpniu saldo budżetu zamknęło się nadwyżką wartości 1,91 mld PLN. Poprawie wyniku budżetu sprzyjała lepsza realizacja dochodów podatkowych, które po sierpniu były o 7,5% wyższe niż przed rokiem wobec wzrostu o 6,8% r/r po lipcu. W sierpniu dochody podatkowe zwiększyły się o 12,5% r/r, co w głównej mierze było efektem poprawy realizacji wpływów z podatku VAT, które były o 19,3% wyższe niż przed rokiem. Dynamicznie rosną też wpływy z podatku CIT, których dynamika w sierpniu wyniosła 17,1% r/r. Strona dochodowa budżetu potwierdza dobrą koniunkturę w polskiej gospodarce.

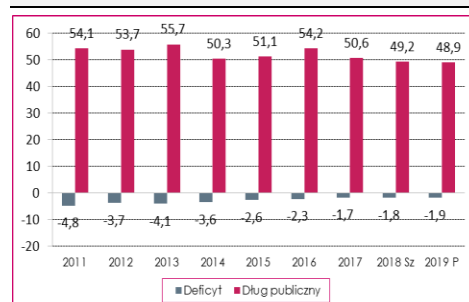
Pod kontrolą znajduje się także strona wydatkowa, choć wzrost wydatków w okresie styczeń-sierpień przyspieszył do 5,3% r/r z 4,5% po pierwszych siedmiu miesiącach tego roku. W stosunku do poprzedniego miesiąca nastąpiło wyhamowanie wzrostu wydatków na obsługę długu skarbu państwa, natomiast przyspieszyły wydatki bieżące jednostek budżetowych, co może być związane z wypłatą świadczeń w ramach programu „Dobry Start”, obejmujący wypłatę świadczenia w kwocie 300 PLN na każde uczące się dziecko w wieku do 18. lat. Sytuacja budżetu na ten rok pozostaje niezagrażona i deficyt budżetowy w całym roku wyniesie ok. 25 mld PLN wobec 41,5 mld PLN założonych w ustawie budżetowej.

Wykres 19 Wynik budżetu państwa [mld PLN]



Źródło: MinFin

Wykres 20 Dług publiczny i deficyt sektora finansów publ. [% PKB]

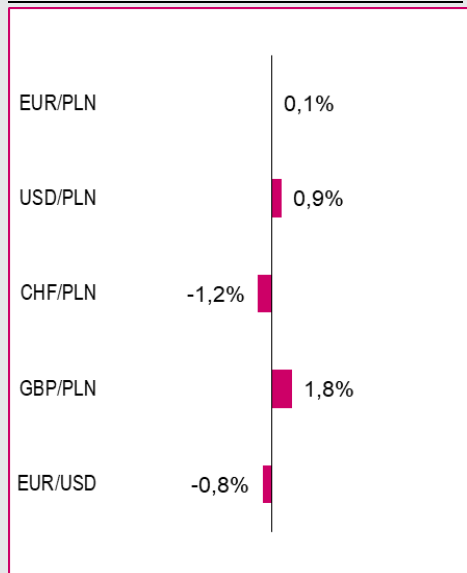


Źródło: Macrobond

W ostatnich miesiącach wyniki budżetu podlegają silnym zmianom, będących bardziej efektem dyskrejonalnych działań resortu finansów, niż czynników koniunkturalnych. Działania te obejmują m.in. aktywne zarządzanie terminami zwrotu podatku VAT, a w ostatnich miesiącach również operacje swapowe. Efekty tych operacji były bardzo widoczne w danych za grudzień 2016, kiedy przyspieszone zwroty podatku VAT spowodowały znacznie gorszą w stosunku do poprzednich miesięcy realizację wpływów podatkowych, natomiast w danych za lipiec br. operacje swapowe spowodowały skokowy wzrost kosztów obsługi długu publicznego, które w samym lipcu wyniosły 11,7 mld PLN. Działania tych nie należy oceniać negatywnie, ponieważ pozwalają one aktywnie zarządzać płynnością budżetu i optymalizować strukturę płatności z tytułu obsługi długu publicznego, rozładując płatności w okresach ich kumulacji. Szczególnie, że dobra sytuacja budżetu w tym roku daje więcej elastyczności Ministerstwu Finansów w tym roku. Niemniej jednak działania te, ze względu na ich dyskrejonalny charakter utrudniają analizę bieżącej sytuacji budżetu. W takich uwarunkowaniach ważnym uzupełnieniem danych o sytuacji finansów publicznych są dane o zadłużeniu Skarbu Państwa. Zadłużenie to stopniowo się zwiększa w stosunku do roku ubiegłego w ujęciu nominalnym i według danych MinFin poziom krajowego długu rynkowego wyniosła na koniec września br. 620,6 mld PLN wobec 605,7 mld PLN na koniec 2017 r. Niemniej jednak w relacji do PKB stopniowo się obniża.

### KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 21 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



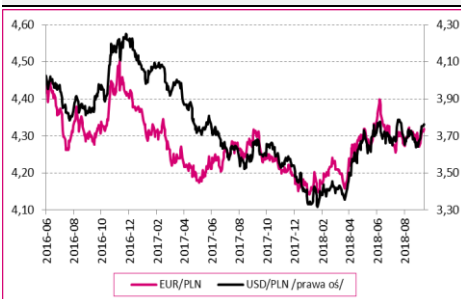
Źródło: Reuters

### Przed złotym czas politycznych zawirowań

Dochodowość 2-latki obniżyła się do poziomu 1,56% tj. najniższego od maja

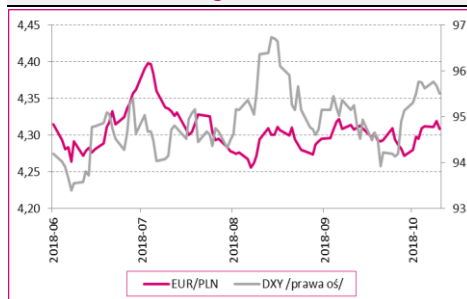
Przez większość września złoty stopniowo zyskiwał na wartości zawracając z poziomu 4,34. Amplituda miesięcznych wahań wyniosła jednak zaledwie około siedmiu groszy i była najmniejsza od kwietnia tego roku. Duży w tym udział wskazań technicznych. Poziomy 4,34 i 4,2650 były bowiem istotnymi oporami, bądź wsparciami w poprzednich miesiącach. Na gruncie fundamentalnym zaś we wrześniu wsparcie dla polskiej waluty zapewniało uspokojenie sytuacji na rynkach *emerging markets*, w szczególności w Turcji. Wbrew naciskom prezydenta Erdogana tamtejszy bank centralny podniósł stopy procentowe, co czasowo ustabilizowało sytuację na tureckiej lirze, a pośrednio i rynkach wschodzących. W minionym miesiącu ciekawy przebieg miały także notowania pozostałych par złotych. Podwyższona zmienność widoczna była w notowaniach pary CHF/PLN, która pod wpływem przeceny złotego i umocnienia franka na globalnym rynku wyznaczyła poziom 3,85 tj. najwyższy od 13 miesięcy. Wzrost wartości franka był wynikiem przekierowania kapitału do tzw. bezpiecznych aktywów.

Wykres 22 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Macrobond

Wykres 23 Notowania EUR/PLN oraz indeksu dolarowego



Źródło: Macrobond

W najbliższych tygodniach uważamy, iż kurs EUR/PLN powinien przesunąć się nieznacznie powyżej bariery 4,30 reagując na nerwowość inwestorów wynikającą z sytuacji wokół włoskiego budżetu, negocjacji brexitowych oraz umocnienia dolara na globalnym rynku, z którym pozostaje w odwrotnej proporcjonalnej korelacji. Wzorem poprzednich miesięcy - od lipca kurs EUR/PLN tkwi 9-groszowym przedziale - zmienność nie powinna być jednak duża. Wiele zależy będzie od wyniku zaplanowanego na 18 października szczytu "ostatniej szansy" jak określane jest spotkanie przywódców Unii Europejskiej w sprawie brexitu. Czynnikiem stabilizującym do pewnego stopnia wrażliwość złotego na zewnętrzne informacje będą wyniki gospodarki, choć - po tym jak szczyt aktywności w tym cyklu został już osiągnięty - kolejne miesiące powinny przynieść stopniowe wyhamowanie koniunktury. Pozostanie ona jednak wciąż solidna na tle europejskim. Sygnałem do wzrostu wartości polskiej waluty byłoby podwyższenie ratingu Polski. Najbliższy okazja ku temu będzie w piątek 12 października, gdy rewizję oceny wiarygodności kredytowej przeprowadzą dwie agencje - Fitch oraz Standard and Poor's. Z uwagi jednak na spór z Komisją Europejską nie oczekujemy zmiany ratingu nawet w przypadku agencji S&P, która posiada najniższą ocenę polskiego długu, a w kwietniu podwyższyła perspektywę ratingu Polski do pozytywnej. W miarę zbliżania się do końca roku uważamy, iż powyższe zewnętrzne czynniki ryzyka powinny ustępować. W rezultacie w naszej ocenie na koniec roku kurs EUR/PLN wyniesie 4,28.

### KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Wrześniowe notowania krajowego długu miały dość spokojny przebieg. Dochodowość 10-letniej obligacji poruszała się w wąskim przedziale 3,20 - 3,30%. Umiarkowaną presję na wzrost rentowności pochodzącą z rynków bazowych neutralizowały doniesienia krajowe, w tym niezmiennie łagodne komentarze przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej, informacja o nadwyżce budżetowej po sierpniu, czy sytuacja podażowa obligacji. Ta ostatnia największy wpływ miała na notowania krótkiego końca krzywej i była źródłem wzrostu wartości 2-latki, gdy Ministerstwo Finansów zdecydowało o anulowaniu przetargu zamiany, który MinFin pierwotnie planował na 20 września. W reakcji na ograniczenie podaży dochodowość 2-latki gwałtownie obniżyła się do 1,56% tj. o 8 bps do najniższego poziomu od maja tego roku.

Różnica pomiędzy dochodowością 10-latki Polski i USA jest trzecią najmniejszą w historii

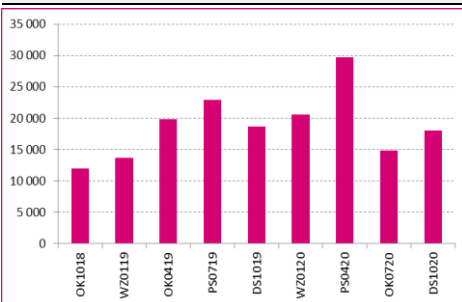
Tabela 3. Kalendarz oraz wyniki przetargów SPW w roku 2017 i 2018

X 2017		X 2018		
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
05.10.17	przetarg zamiany			
25.10.17	OK0720/ WZ1122/ PS0123/ DS0727/ WS0447	8,0		
04.10.18			OK0720/ PS0424/ WZ0524/ WS0428/ WZ0528/ WS0447	5,0
26.10.18			OK0720/ PS0424/ WZ0524/ WS0428/ WZ0528	

Źródło: MinFin

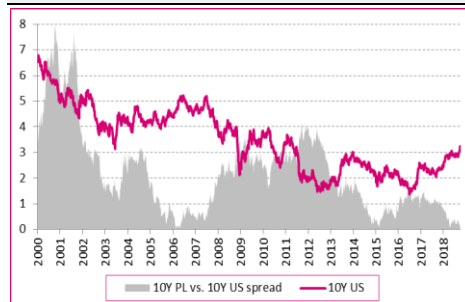
Negatywnie na wspólną walutę oddziaływały informacje z Włoch

Wykres 24 Wykupy obligacji według serii [mln PLN]



Źródło: Datastream, opracowanie własne

Wykres 25 Spread pomiędzy polską i amerykańską 10-latką [%]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Wraz z początkiem października w ślad za dynamiczną zwyżką dochodowości amerykańskiego długu wzrosła także rentowność polskiej 10-latki. Z poziomu 3,20% w zaledwie dziesięć dni dochodowość długiego końca krzywej wzrosła o 15 bps - tj. o więcej niż amplituda wrześniowych wahań - do najwyższego od marca poziomu. Ciekawostką tych zmian jest fakt, iż premia za ryzyko określana jako różnica pomiędzy dochodowością 10-latki Polski i USA wynosi obecnie około 5 bps i jest trzecią najmniejszą w historii.

Mimo, iż fundamentalnie sytuacja polskiego długu wygląda korzystnie z uwagi na sytuację budżetową, to jest ona w dużej mierze zdyskontowana przez inwestorów. W odniesieniu do przewidywanego wykonania Ministerstwo Finansów sfinansowało 85% tegorocznych potrzeb i prefinansowało 6% potrzeb na 2019 rok. Zgodnie z przedstawionym planem podaży na czwarty kwartał tego roku odbędą się trzy przetargi sprzedaży obligacji łącznie na 11 - 22 mld PLN oraz jeszcze 1-2 przetargi zamiany (po tym jak na początku października odbył się jeden przetarg zamiany) uzależnione od sytuacji rynkowej i budżetowej.

Czynnikiem istotnym dla wyceny krajowego długu pod koniec roku będzie - zaplanowana na 30 października - rozprawa Trybunału Konstytucyjnego, w trakcie której rozpatrywana będzie ustawa o tzw. zniesieniu limitu 30-krotności. Ustawa zakłada zniesienie górnego limitu składek na ubezpieczenia emerytalne i rentowe, powyżej którego obecnie nie płaci się składek (tzw. 30-krotność). Składka na ubezpieczenia emerytalne i rentowe byłaby odprowadzana od całości przychodu, a więc analogicznie jak w przypadku ubezpieczenia chorobowego i wypadkowego. Gdyby Trybunał zniósł limit oznaczałoby to zastrzyk około 7 mld PLN dodatkowych wpływów do przyszłorocznego budżetu, co mogłoby skutecznie zmniejszyć potrzeby pożyczkowe na 2019 rok. Pod warunkiem, iż taka kwota zmniejszyłaby wydatki, co w roku wyborów parlamentarnych może być trudne. W ustawie budżetowej na 2019 rok - zatwierdzonej przez rząd we wrześniu - założono potrzeby pożyczkowe netto na poziomie 46 mld PLN wobec około 43 mld PLN w 2018 roku. Wsparciem dla październikowej wyceny SPW będą ponadto wykupy obligacji OK1018 tj. około 12 mld PLN. Środki te powinny powrócić na rynek.

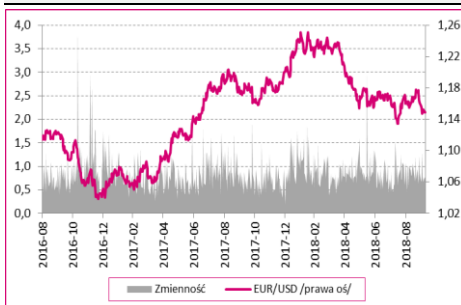
Wymienione powyżej czynniki byłyby jednak jedynie neutralizatorami wzrostowego trendu dochodowości pochodzącego z rynków bazowych. Ma on fundamentalne oparcie w przyspieszającej gospodarce USA, normalizacji polityki pieniężnej na świecie, czy rosnących cenach surowców. Z tego powodu uważamy, iż dochodowość krajowego długu w tym roku powinna kontynuować trend wzrostowy, choć czynniki krajowe, w pewnym stopniu, będą go ograniczały.

### RYNKI ZAGRANICZNE

Mimo, iż przez większość września kurs EUR/USD zwyżkował, to dynamiczny spadek w ostatnich dniach ubiegłego miesiąca zdecydował o finalnej zniżce eurodolara. Źródłem zmian były optymistyczne odczyty z gospodarki USA, wspierające wycenę dolara, oraz negatywne informacje polityczne obciążające wartość euro. Eurodolar zareagował spadkiem na wypowiedź brytyjskiej premier o impasie w rozmowach na temat brexitu, co zwiększyło obawy o niekontrolowane wyjście Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Negatywnie na wspólną walutę oddziaływały ponadto informacje z Włoch, gdzie rząd zatwierdził budżet z deficytem wyższym w stosunku do uzgodnień

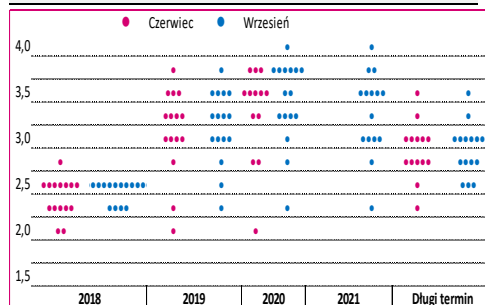
wpracowanych z Komisją Europejską przez poprzedni rząd centrolewicy. Nastroj prodolarowy nasiliło umocnienie konsensusu wśród członków Fed na trzy podwyżki stóp procentowych w przyszłym roku oraz optymistyczne wypowiedzi prezesa J.Powella na temat perspektyw gospodarki Stanów Zjednoczonych.

**Wykres 26 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]**



Źródło: Datastream

**Wykres 27 Oczekiwany przez Fed poziom stóp procentowych w USA [%]**



Źródło: Federal Reserve

**W połowie września SNB przeprowadził interwencję walutową na największą od kwietnia skalę**

Zawirowania polityczne w Europie skutkowało napływem kapitału także w kierunku szwajcarskiego franka. W reakcji kurs EUR/CHF obniżył się, po raz pierwszy od lipca 2017 roku, do poziomu 1,1185. Oznaczało to ponad 6% spadek notowań w stosunku do majowego maksimum. Mimo to wrześniowe posiedzenie banku centralnego Szwajcarii nie przyniosło korekt w dotychczasowej retoryce dotyczącej wartości franka. Jak wynika jednak z danych SNB w połowie września bank przeprowadził interwencję walutową na największą od kwietnia skalę.

**W krótkim terminie uważamy, iż amerykańska waluta ma podstawy by zyskiwać na wartości**

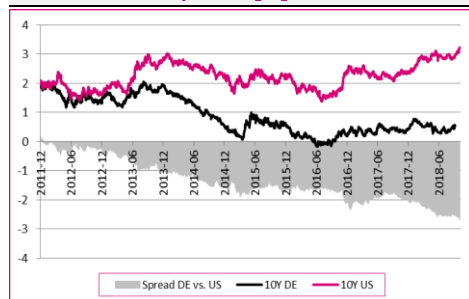
Podtrzymujemy nasze oczekiwania z poprzedniego miesiąca, gdy wskazywaliśmy argumenty za wzrostem wartości dolara i podwyższoną zmiennością kursu EUR/USD. W krótkim terminie uważamy, iż amerykańska waluta ma podstawy by zyskiwać na wartości. Stan koniunktury USA pozytywnie wyróżnia się na tle europejskim, co ma swoje konsekwencje także dla perspektyw polityki pieniężnej Fed i Europejskiego Banku Centralnego. Bieżąca siła dolara jest także wynikiem aktualnej słabości euro motywowanej czynnikami politycznymi, których natura jest gwałtowna, lecz krótkotrwała. Z tego też powodu uważamy, iż w perspektywie końca roku notowania eurodolara powinny powrócić do poziomu długoterminowej średniej tj. 1,1750. Tym bardziej, iż w przypadku dolara mamy do czynienia ze zdyskontowaniem znaczącej ilości pozytywnych wydarzeń jak podwyżki stóp procentowych, sytuacja gospodarcza przy pomijaniu zagrożeń wynikających z protekcjonizmu w globalnym handlu, czy czasowym wygaszeniu ryzyk geopolitycznych na świecie - za wyjątkiem Europy.

**Wykres 28 Rentowność 10-letniego długu Włoch [%]**



Źródło: Datastream

**Wykres 29 Notowania 10-latk USA i Niemiec oraz spread [%]**



Źródło: Datastream

**Spread pomiędzy 10-latką włoską, a Bundem jest najwyższy od 2013 roku**

Najważniejszym wydarzeniem września na rynku amerykańskiego długu było skuteczne wybitcie się rentowności 10-laki USA powyżej psychologicznej bariery 3,0%. Wzrostowy trend dochodowości kontynuowany był także w październiku, gdy wspomniana obligacja była najtańsza od 2011 roku, a 30-letni benchmark od 2014. Trend wzrostu dochodowości obserwowany był ponadto w notowaniach niemieckiego długu, gdzie Bund wybił się z 4-miesięcznego trendu bocznego, gdy poruszał się w wąskim przedziale 0,3 - 0,5%. Zwykła rentowności niemieckiej 10-latki sięgnęła poziomu

# Makro i rynek

raport miesięczny

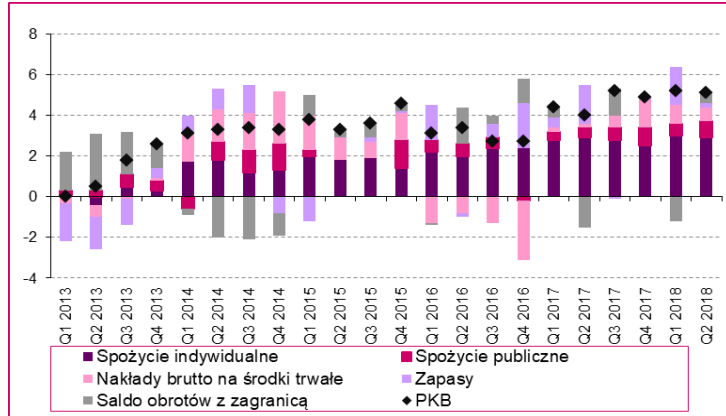
**Z kolei spread pomiędzy 10-latką USA, a Bundem osiągnął blisko 30-letnie maksimum**

0,56%. Byłaby ona większa, gdyby nie informacje z Włoch, które skutkowały wzrostem awersji do ryzyka w Europie. Wyższy od oczekiwań deficyt włoskiego budżetu sprawił, że dochodowość tamtejszej 10-latki zwyżkowała do 4-letniego maksimum na poziomie 3,60%, choć jeszcze na początku września wynosiła 2,60%. Spread pomiędzy włoską 10-latką, a Bundem przekroczył w październiku 300 bps i był najwyższy od 2013 roku.

Nieco inaczej w stosunku do sytuacji Treasuries prezentuje się natomiast perspektywa obligacji Niemiec. Przede wszystkim z uwagi na odmienną perspektywę polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego, który dopiero wygasza program skupu aktywów. Istnieją ponadto czynniki ryzyka wewnątrz strefy euro związane z sytuacją we Włoszech (budżet) i Wielkiej Brytanii (brexit). Ponadto stan gospodarki kontrastuje z sytuacją w Stanach Zjednoczonych. Z tych powodów uważamy, iż ewentualna zwyżka dochodowości niemieckiej 10-latki będzie znacząco mniejsza niż w przypadku analogicznego długu USA, co skutkować będzie dalszym rozszerzaniem się spreadu pomiędzy obligacjami tych państw. Obecnie wynosi on 267 bps i jest największy od 1989 roku.

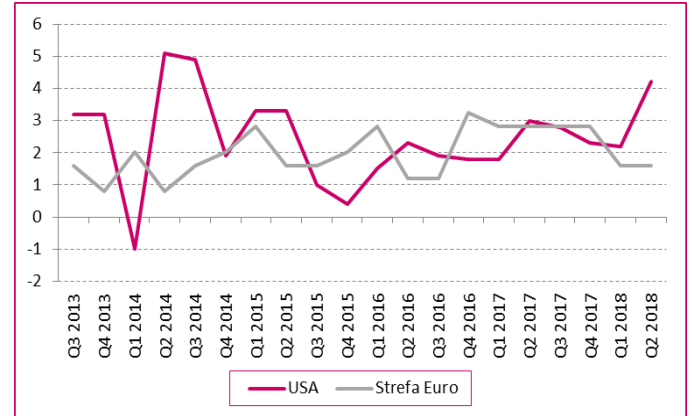
## PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 30 Dekompozycja wzrostu PKB r/r [pkt. proc.]



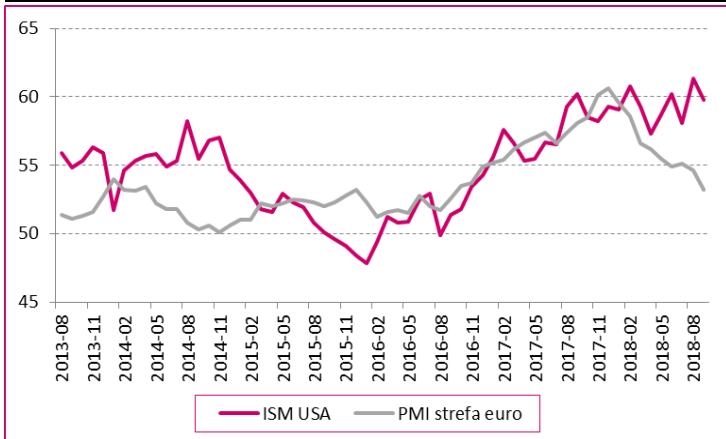
Źródło: Datastream

Wykres 31 Annualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



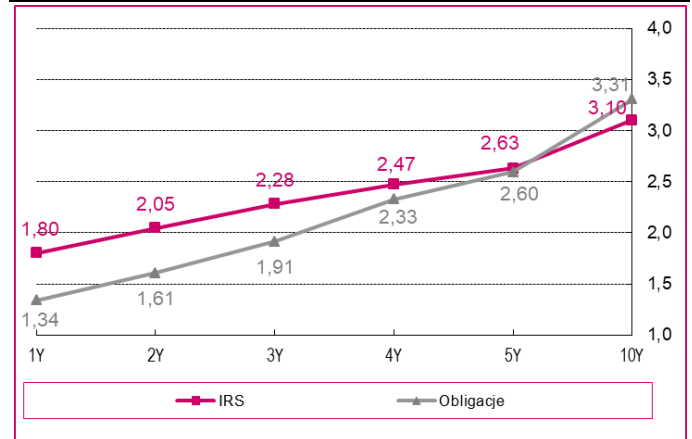
Źródło: Datastream

Wykres 32 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



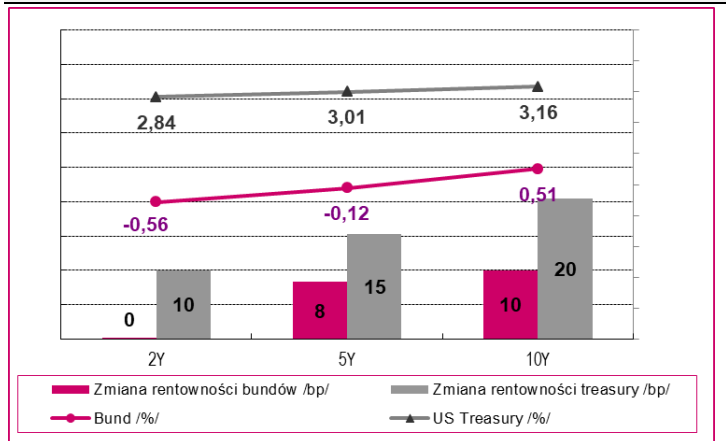
Źródło: Datastream

Wykres 33 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



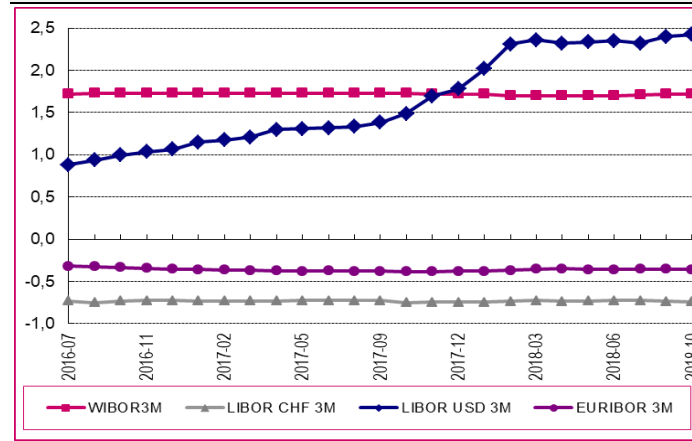
Źródło: Thomson Reuters

Wykres 34 Miesięczna zmiana dochodowości niemieckiego i amerykańskiego długu [%]



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 35 Notowania WIBOR 3M, LIBOR CHF 3M, EURIBOR 3M i LIBOR USD 3M [%]



Źródło: Thomson Reuters

## DANE I PROGNOZY

### DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18
Inflacja- CPI (% r/r)	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8
Inflacja bazowa (% r/r)	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,7	0,8
Ceny producenta - PPI (% r/r)	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	2,9	2,9
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	4,8	4,9	5,8	5,7	6,6	7,3	7,3	7,5		
Produkcja przemysłowa (% r/r)	8,6	7,3	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	5,2	8,4
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	7,7	7,7	8,8	4,0	6,1	8,2	7,1	6,7	6,2	6,4
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	2289	-792	-914	291	495	-200	-809	-707	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	15,5	6,6	-4,4	9,1	1,1	6,2	8,5	6,5	-	-
Import (EUR, % r/r)	19,0	9,5	0,3	12,4	1,4	7,9	10,2	10,2	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	7,2	6,8
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,4	3,4
Stopa bezrobocia (%)	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	5,9	5,8	5,8	5,8
	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18
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)	1,65	1,65	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,64	1,65	1,50	1,51	1,58	1,63	1,64	1,57	1,58	1,60
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,78	2,61	2,35	2,37	2,45	2,54	2,54	2,52	2,55	2,59
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,62	3,35	3,17	3,08	3,28	3,21	3,19	3,18	3,24	3,30
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,31
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,74
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,24	1,22	1,23	1,21	1,17	1,17	1,17	1,16	1,16	1,15

### DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P
PKB (mld PLN)	1566,8	1629,4	1656,9	1719,8	1799,4	1858,6	1989,7	2109,8
PKB (wzrost realny, %)	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,8	4,8
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,2	4,9	5,1
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,7
Inwestycje (wzrost realny, %)	8,8	-1,8	-1,1	10	6,1	-7,9	3,9	6,0
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	6,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,3	-0,8
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	3,1	1,4	1,1	0,5	0,2	0,0	0,9	1,0
Saldo sektora general government (% PKB)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,7	-1,7
Stopa referencyjna (koniec okresu)	4,50	4,50	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,71
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,47	4,08	4,15	4,29	4,26	4,40	4,18	4,28
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,45	3,09	3,02	3,54	3,92	4,18	3,48	3,65

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

## KALENDARIUM

### Październik / Listopad

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
15 PL: inflacja CPI, bilans handlowy US: sprzedaż detaliczna	16 PL: płace, zatrudnienie, inflacja bazowa GE: ZEW US: produkcja przemysłowa EZ: bilans handlowy	17 PL: produkcja przemysłowa, PPI EZ: inflacja CPI, inflacja bazowa US: pozwolenia na budowę domów, liczba pozwoleń na budowę, opis posiedzenia banku centralnego	18 US: indeks Filadelfia Fed	19 PL: sprzedaż detaliczna US: sprzedaż domów na rynku wtórnym
22 PL: PPI	23 GE: PPI PL: stopa bezrobocia	24 GE: wstępny PMI w przemyśle i usługach EZ: wstępny PMI w przemyśle i usługach US: wstępny PMI w przemyśle i usługach, sprzedaż nowych domów, Beżowa Księga Fed	25 GE: IFO EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych PL: opis posiedzenia banku centralnego US: zamówienia na dobra trwałego użytku	26 US: PKB, indeks uniwersytetu Michigan,
29 US: dochody i wydatki prywatne, inflacja bazowa PCE	30 GE: CPI EZ: PKB US: Conference Board,	31 PL: inflacja CPI EZ: stopa bezrobocia US: raport ADP	01 US: raport Challengeera, PMI w przemyśle, ISM w przemyśle, ISM nowych zamówień	02 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia, płaca godzinowa, zamówienia fabryczne
05 EZ: indeks Sentix US: PMI w usługach	06 GE: zamówienia fabryczne, PMI w usługach EZ: inflacja PPI	07 GE: produkcja przemysłowa EZ: sprzedaż detaliczna PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	08 GE: bilans handlowy US: decyzja w sprawie stóp procentowych	09 US: inflacja PPI, indeksu uniwersytetu Michigan
12	13 GE: inflacja CPI, ZEW PL: rachunek obrotów bieżących	14 GE: PKB PL: inflacja CPI, PKB EZ: produkcja przemysłowa, PKB US: CPI	15 PL: inflacja bazowa US: sprzedaż detaliczna	16 EZ: inflacja CPI 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)

#### Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

[andrzej.kaminski@bankmillennium.pl](mailto:andrzej.kaminski@bankmillennium.pl)

#### Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych

+48 22 598 22 36

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

#### Bank Millennium SA

[www.bankmillennium.pl](http://www.bankmillennium.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 jakiejkolwiek 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.