

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

13 listopada 2018

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

PRZEGLĄD GOSPODARCZY	2
POLITYKA PIENIĘŻNA	7
POLITYKA FISKALNA	8
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY	9
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH..	10
RYNKI ZAGRANICZNE	11
PRZEGLĄD DANYCH	13
DANE I PROGNOZY	14
KALENDARIMUM	15

Podsumowanie miesiąca

- Wrześniowe dane z polskiej gospodarki wpisują się w obraz stopniowego wyhamowywania aktywności gospodarczej. Już na początku października wskazały na to dane o indeksie PMI dla polskiego przemysłu, który spadł do 50,5 pkt., poziomu tylko nieznacznie wyższego od bariery 50 pkt. oddzielającej ekspansję od recesji. W dalszej części miesiąca znalazło to odzwierciedlenie w słabszych odczytach produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej. Naszym zdaniem jednak spowolnienie w gospodarce będzie miało stopniowy przebieg, a nie gwałtowne hamowanie, co mogłyby sugerować indeksy PMI. Konsumpcja prywatna pozostaje głównym motorem wzrostu, choć dynamika sprzedaży detalicznej wyhamowała we wrześniu do 3,6% r/r z 6,7% r/r w sierpniu. Nastroje konsumentów pozostają optymistyczne, choć wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej obniżył się w październiku do poziomu najniższego w tym roku. Rośnie natomiast skłonność do wydatków konsumpcyjnych, a odzwierciedlający ją subindeks koniunktury osiągnął w październiku najwyższy poziom w historii badania GUS. Dane wysokiej częstotliwości obejmujące lipiec-wrzesień sugerują, że wzrost gospodarczy w 3Q wyhamował do 4,7% z 5,1% r/r w 2Q. W całym roku 2018 wyniesie natomiast w naszej ocenie 4,8%.
- Listopadowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło niespodzianek i zakończyło się decyzją o pozostawieniu parametrów polityki pieniężnej bez zmian. Podstawowa stopa procentowa banku centralnego pozostaje zatem na rekordowo niskim poziomie 1,50%. Podczas listopadowego posiedzenia RPP zapoznana się z nową projekcją makroekonomiczną, w której znacznie podwyższono prognozę średniorocznej inflacji CPI w 2019 r. - do 3,2% z 2,7% w lipcu. Podczas konferencji prezes NBP A. Głapiński zaznaczył, że nowe prognozy nie wpłynęły jednak na jego przewidywania co do ścieżki stóp procentowych w przyszłości, tj. nie ulegną one zmianie w 2019 r. i możliwe, że także w 2020 r. Stwierdził bowiem, że założenia w projekcji dotyczące cen energii elektrycznej są konserwatywne, a prognozy inflacji bazowej, nie budzą niepokoju. Listopadowe posiedzenie Rady nie zmienia w istotny sposób oczekiwań dotyczących parametrów polityki pieniężnej w Polsce. Według naszej prognozy pozostaną one na obecnych poziomach jeszcze co najmniej przez rok.
- Opisując notowania złotego w październiku warto zwrócić uwagę na wysoką odporność polskiej waluty na zawirowania na rynkach globalnych. Wbrew słabszym nastrojom na świecie, które nasilały między innymi obawy o globalny wzrost gospodarczy, po tym jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył prognozy dla światowej koniunktury w tym i przyszłym roku tłumacząc to nasilającym się protekcjonizmem w handlu oraz turbulencjami na rynkach wschodzących, zmienność EUR/PLN wyniosła niecałe osiem groszy tj. tyle co we wrześniu i sierpniu. Kurs koncentrował się przez większość omawianego okresu wokół poziomu 4,31 jedynie przejściowo osiągając najwyższe zamknięcie od lipca trzy grosze wyżej. Pozytywnym dla złotego momentem październikowych notowań była rewizja ratingu Polski przez agencję Standard and Poor's. Tym samym ocena wiarygodności kredytowej w przypadku tej agencji powróciła do poziomu A- tj. sprzed obniżki ratingu na początku 2016 roku.

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
Fed - Federal Funds Rate	2,00%-2,25%	18-19 gru	2,25%-2,50%
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%	13 gru	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	4-5 gru	1,50%

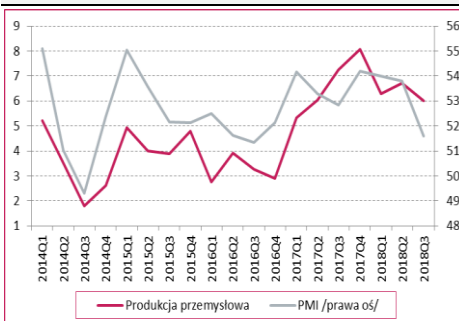
Źródło: Narodowy Bank Polski, Swiss National Bank, Federal Reserve, European Central Bank

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Stopniowe spowolnienie w polskiej gospodarce

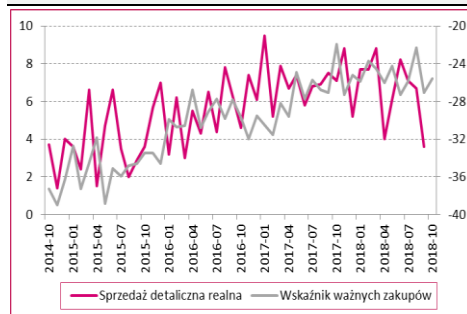
Wrześniowe dane z polskiej gospodarki wpisują się w obraz stopniowego wyhamowywania aktywności gospodarczej. Już na początku października wskazały na to dane o indeksie PMI dla polskiego przemysłu, który spadł do 50,5 pkt., poziomu tylko nieznacznie wyższego od bariery 50 pkt. oddzielającej ekspansję od recesji. Pogorszenie nastrojów polskich przedsiębiorstw przemysłowych to efekt stopniowo słabnących perspektyw wzrostu gospodarki strefy euro, naszego głównego partnera handlowego. W dalszej części miesiąca znalazło to odzwierciedlenie w słabszych odczytach produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej. Naszym zdaniem jednak spowolnienie w gospodarce będzie miało stopniowy przebieg, a nie gwałtowne hamowanie, co mogłyby sugerować indeksy PMI. Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała we wrześniu do 2,8% r/r z 5,0% r/r w sierpniu. Częściowo związane to było z czynnikami kalendarzowymi i mniejszą liczbą dni roboczych. Eliminując wpływ czynników sezonowych dynamika produkcji nieco przyspieszyła i wyniosła we wrześniu 5,4% r/r wobec 5,0% r/r w sierpniu. Na spowolnienie w przemyśle wskazują jednak dane kwartalne, ponieważ w okresie lipiec-wrzesień wzrost produkcji wyniósł 6,0% r/r (dane nieodsezonowane) wobec 7,1% r/r kwartał wcześniej. Uwagę zwraca wzrost liczby branż notujących spadek produkcji, w tym również w branżach o wysokim udziale eksportu (m.in. produkcja mebli, produkcja komputerów, produkcja wyrobów farmaceutycznych), co może sugerować spadek popytu zagranicznego na polskie produkty. Nie znajduje to jednak potwierdzenia w danych GUS dotyczących nowych zamówień eksportowych. Bardziej pesymistyczne w tym względzie są wskazania indeksu PMI, w ramach którego komponent odzwierciedlający nowe zamówienia eksportowe wskazuje na ich spadek już trzeci miesiąc z rzędu. Być może jednak większy pesymizm przedsiębiorców to bardziej efekt obaw o skutki globalnych wojen handlowych, niż realny spadek popytu na wytwarzane produkty.

Wykres 1 Wzrost produkcji przemysłowej [sa %, r/r] i PMI [pkt.]



Źródło: Macrobond

Wykres 2 Sprzedaż detaliczna [% r/r] i wskaźnik GUS ważnych zakupów [pkt.]



Źródło: Macrobond

Konsumpcja pozostaje głównym motorem gospodarki, choć dynamika sprzedaży detalicznej wyhamowuje

Konsumpcja prywatna wyhamowuje, choć pozostaje ona głównym motorem wzrostu. Sprzedaż detaliczna wzrosła we wrześniu do 3,6% r/r wobec 6,7% r/r w sierpniu. Najniższy od marca 2016 roku wzrost sprzedaży był w dużym stopniu efektem czynników jednorazowych związanych z różnicą w dniach handlowych, a także spadkiem sprzedaży samochodów po ich dynamicznym wzroście przed wejściem w życie 1 września br. nowych norm emisji spalin. W całym 3Q sprzedaż wzrosła o 5,8% r/r wobec 6,1% r/r w 2Q. Konsumpcja wciąż wspierana jest przez rosnące dochody gospodarstw domowych, choć dynamika realnej płacy wyhamowała w 3Q. Pozytywne pozostają także nastroje konsumentów, choć wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej obniżył się w październiku do poziomu najniższego w tym roku. Rośnie natomiast skłonność do wydatków konsumpcyjnych, a odzwierciedlający ją subindeks koniunktury osiągnął w październiku poziom najwyższy poziom w historii badania GUS. Konsumpcja pozostanie zatem głównym motorem wzrostu, choć jej dynamika nieznacznie wyhamuje w stosunku do poziomów z pierwszej połowy tego roku.

Inwestycje infrastrukturalne wciąż wspierają produkcję budowlaną

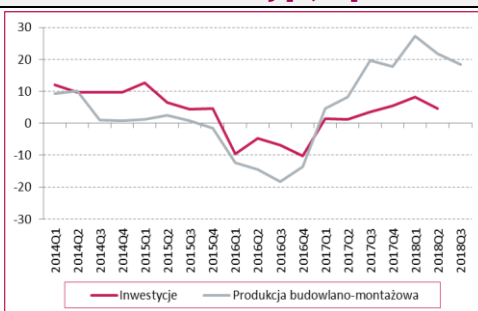
Wyhamowała też produkcja budowlano-montażowa, choć w dalszym ciągu rośnie ona w solidnym dwucyfrowym tempie. We wrześniu jej dynamika wyniosła 16,4% r/r wobec 20,1% r/r przed miesiącem. Słabszy wynik września to efekt czynnika kalendarzowego, a pomijając czynniki sezonowe dynamika produkcji budowlanej przyspieszyła do 19,9% r/r z 19,0% r/r w sierpniu. W całym 3Q natomiast jej wzrost wyhamował do 18,4% r/r z 21,7% r/r kwartał wcześniej. Wciąż głównym motorem wzrostu w budownictwie

Makro i rynek

raport miesięczny

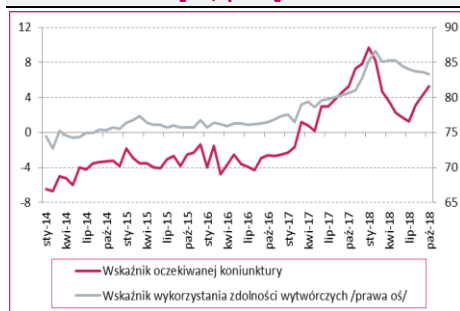
pozostają inwestycje infrastrukturalne, których kumulacja nastąpiła przed wyborami samorządowymi. We wrześniu produkcja w zakresie inżynierii lądowej była o 28,7% wyższa niż przed rokiem. Wciąż w dwucyfrowym tempie rośnie też produkcja firm zajmujących się wznoszeniem budynków, jednak spadająca liczba pozwoleń na budowę oraz liczba rozpoczętych budów sugeruje wyhamowanie jej wzrostu w perspektywie kolejnych miesięcy. Możliwość utrzymania wysokiej dynamiki produkcji budowlanej są dodatkowo ograniczane przez wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych oraz ograniczenia po stronie podaży pracy. O ile więc ten rok upłynie pod znakiem solidnych wzrostów inwestycji infrastrukturalnych, to perspektywy na rok 2019 pozostają w tym względzie nieco słabsze.

Wykres 3 Wzrost inwestycji i produkcji budowlano-montażowej [%r/r]



Źródło: Macrobond

Wykres 4 Wskaźniki koniunktury w budownictwie [sa, pkt.]



Źródło: Macrobond

W kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy będzie wyhamowywał

Dane wysokiej częstotliwości obejmujące lipiec-wrzesień sugerują, że wzrost gospodarczy w 3Q wyhamował do 4,7% r/r z 5,1% r/r w 2Q. W całym roku 2018 wyniesie natomiast w naszej ocenie 4,8%. Filarem wzrostu pozostaje konsumpcja prywatna, choć według naszych szacunków jej dynamika wyhamowała do 4,6% r/r. Dynamika nakładów na środki trwałe w naszej ocenie przyspieszyła w 3Q do 7,1% r/r, choć w dalszym ciągu głównym motorem będą inwestycje infrastrukturalne. Spowolnienie koniunktury u naszych partnerów handlowych, przy wciąż solidnym popycie krajowym oznacza, że eksport netto będzie miał w kolejnych kwartałach mniej korzystną kontrybucję do wyników PKB. Rosnąca niepewność co do perspektyw wzrostu globalnego, w kontekście nasilających się wojen handlowych, może natomiast ograniczać skłonność firm do inwestycji, choć wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych i ograniczenia po stronie podaży pracy powinny stanowić argument za wzrostem nakładów na poprawę produktywności i wydajności. Na podobny scenariusz wskazują też aktualne prognozy Komisji Europejskiej, która szacuje wzrost gospodarczy w tym roku na poziomie 4,8% (korekta w górę z 4,6%) oraz 3,7% w roku 2019.

W sierpniu nieco mniejszy deficyt salda obrotów bieżących

W sierpniu saldo obrotów bieżących uległo poprawie w stosunku do poprzedniego miesiąca, pozostało jednak ujemne. Deficyt wyniósł 547 mln EUR wobec deficytu 750 mln EUR w lipcu. Poprawa ta wynikała w największym stopniu ze spadku deficytu na rachunku dochodów pierwotnych do -1417 mln EUR z -2019 mln EUR w lipcu. Zmniejszył się również deficyt handlu towarami, lecz w znaczenie mniejszej skali, bo do 329 mln EUR z 344 mln przed miesiącem. Poprawa salda wymiany towarowej miała miejsce przy spadku dynamiki eksportu do 7,4% r/r (licząc w euro) z 9,2% r/r, co jest zgodne z obniżeniem się tempa wzrostu produkcji przemysłowej w sierpniu. Ponadto przyspieszył wzrost importu do 11,2% r/r z 10,3% r/r potwierdzając nadal wysoki popyt krajowy w 3Q br. W kierunku pogorszenia wyniku bilansu obrotów bieżących oddziaływały niższe salda usług, a także salda dochodów wtórnych.

W 2018 r. eksport netto mniej korzystny niż w 2017 r.

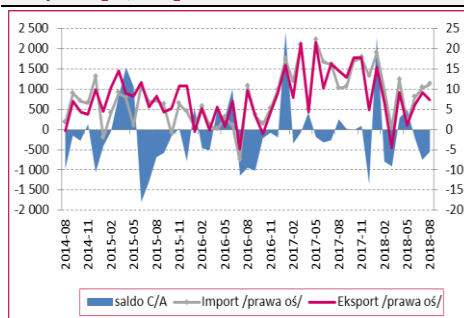
Sądzymy, że w najbliższych miesiącach deficyt na rachunku obrotów bieżących będzie utrzymywał się, a saldo obrotów handlowych (towarów i usług) z zagranicą będzie mniej korzystne w 3Q br. dla dynamiki PKB niż miało to miejsce w poprzedzającym kwartale. Również w 4Q wzrost eksportu może słabnąć. Wskaźniki koniunktury sygnalizują kontynuację spadku aktywności w przemyśle Eurolandu, w tym w Niemczech, gdzie indeksy PMI obniżyły się w październiku do najniższych poziomów od blisko 2,5 roku. Znalazło to odzwierciedlenie we wskaźniku PMI dla polskiego przemysłu, którego komponent zamówień eksportowych obniżył się w październiku najszybciej od sześciu lat. Spodziewanemu spowolnieniu wzrostu eksportu najprawdopodobniej towarzyszyć będzie wysoka dynamika importu, w związku z wysokim popytem krajowym. W konsekwencji, eksport netto powinien w całym 2018 r.

Makro i rynek

raport miesięczny

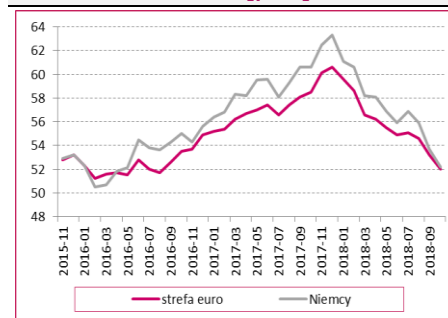
mieć mniej korzystny wpływ na wzrost gospodarczy niż w ub. roku. Natomiast w 2019 r. eksport netto powinien być bardziej zrównoważony niż w tym roku, ze względu na niższy popyt krajowy, w związku ze spodziewanym spowolnieniem tempa wzrostu krajowej gospodarki. Prognoza ta obarczona jest jednak znaczącą niepewnością w związku z ryzykami dla handlu światowego w kontekście polityki protekcjonistycznej i brexitu.

Wykres 5 Saldo C/A [mln EUR] i import i eksport [% , r/r]



Źródło: Macrobond

Wykres 6 PMI dla przemysłu w strefie euro i w Niemczech [pkt.]



Źródło: Macrobond

Stabilna stopa bezrobocia w październiku

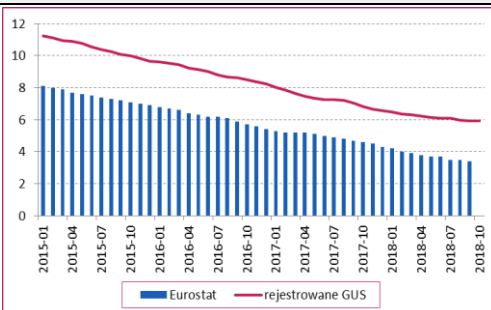
W 3Q sytuacja na rynku pracy pozostawała bardzo dobra. Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła na koniec września 5,7%, natomiast po usunięciu wahań sezonowych obniżyła się do 6,0%, co jest najniższym poziomem od 1990 r. Liczba osób zarejestrowanych jako bezrobotne spadła o blisko 9 tys. do 947,4 tys., najniższej wartości w historii. Na początku 4Q liczba ta uległa dalszemu obniżeniu. Zgodnie z danymi Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej liczba osób bezrobotnych obniżyła się w październiku do 938,5 tys. osób, co przełożyło się na utrzymanie stopy bezrobocia na poziomie 5,7%. Po usunięciu wahań sezonowych kategoria ta również nie uległa zmianie w stosunku do poprzedzającego miesiąca.

Sygnaly słabnącej koniunktury na krajowym rynku pracy

W ostatnim okresie pojawiły się sygnaly słabnącej nieco koniunktury na krajowym rynku pracy. We wrześniu wzrost liczby zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw spowolnił do 3,2% r/r z 3,4% r/r, tj. do najniższego tempa od ponad 1,5 roku. W ujęciu miesięcznym przeciętne zatrudnienie obniżyło się o 4,2 tys. etatów, najsilniej od grudnia 2013 r. Czynnikiem, który w ostatnim okresie hamował przyrosty zatrudnienia była ograniczona podaż pracowników o poszukiwanych przez pracodawców kwalifikacjach. Szacunki z końca 3Q 2018 r. wskazują jednak, że słabnąc może też popyt na pracę. Potwierdzają to dane o zgłoszonych ofertach pracy. Ich liczba, aczkolwiek nadal wysoka, znajduje się w trendzie spadkowym. Ponadto wyniki badania PMI obrazującego koniunkturę w przemyśle przetwórczym wskazują, że po raz pierwszy od lipca 2013 r. przedsiębiorstwa z tego sektora zmniejszyły zatrudnienie.

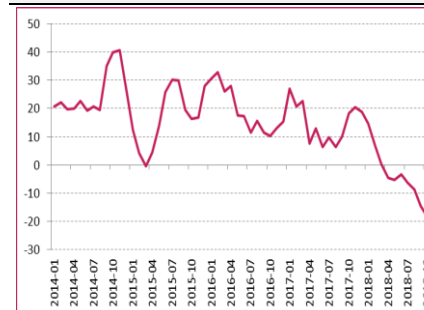
Stopa bezrobocia powinna pozostawać względnie stabilna

Wykres 7 Stopa bezrobocia wg. metod Eurostat i GUS [% , wyrównane sezonowo]



Źródło: Macrobond, Eurostat

Wykres 8 Zgłoszone do urzędów pracy oferty zatrud. [średnia 3M, %, r/r]



Źródło: Macrobond

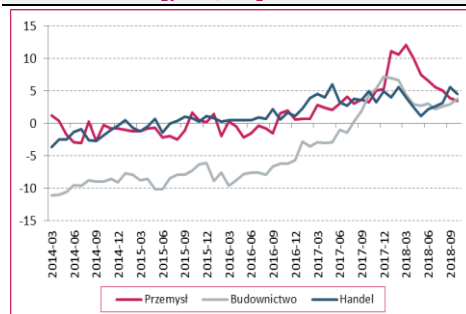
Sądzymy, że w nadchodzących miesiącach dynamika zatrudnienia będzie nadal powoli obniżała się, do czego przyczyniać będzie się efekt wysokiej bazy sprzed roku. Ponadto perspektywy zatrudnienia pozostają różnicowane pomiędzy sektorami gospodarki. Wraz z hamującą nieco aktywnością w przemyśle, popyt na pracę w tym sektorze najprawdopodobniej nie będzie już tak silny, pomimo nadal wysokiego stopnia wykorzystania zdolności wytwórczych. Wpływ ten będzie ograniczany jednak przez

Makro i rynek

raport miesięczny

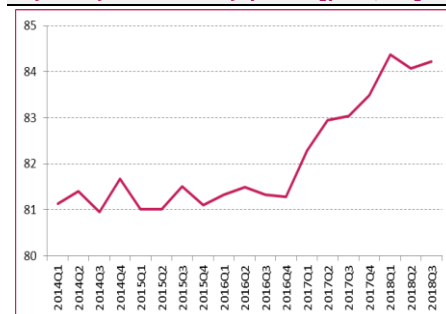
zapotrzebowanie na nowych pracowników w budownictwie i usługach. Według *Szybkiego Monitoringu NBP* odsetek firm raportujących nieobsadzone stanowiska pracy nadal kształtuje się na względnie wysokim poziomie. Stopy bezrobocia powinna natomiast pozostać stabilna, zarówno w krótkim, jak i średnim okresie. W warunkach słabnącej 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 9 Wskaźnik GUS oczekiwanego zatrudnienia [pkt., sa]



Źródło: Macrobond

Wykres 10 Średni poziom wykorzystania mocy prod. [pkt., sa]

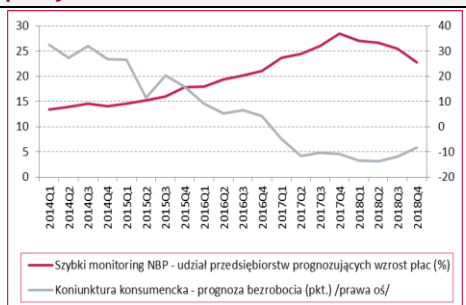


Źródło: Szybki monitoring NBP

Nadal słabnący nieco wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw w tym roku

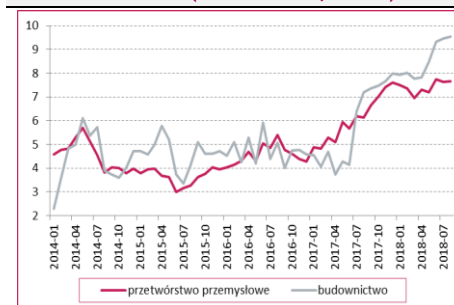
W 3Q tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw stopniowo obniżało się. We wrześniu wyniosło ono 6,7% r/r i było najniższe od sześciu miesięcy. Trend ten wynikać może ze słabnącego nieco popytu na pracę i zgodnie z naszymi oczekiwaniami najprawdopodobniej będzie kontynuowany w 4Q br. Prognozę tą wspierają wyniki *Szybkiego monitoringu NBP*. Zgodnie z nimi odsetek firm planujących podwyżki obniżył się. Jednocześnie po raz kolejny spadła presja pracowników na wzrost płac. Ponadto, dane GUS o koniunkturze konsumenckiej wskazują na percepcję gospodarstw domowych dotyczącą rosnącego poziomu bezrobocia. W 2019 r. wzrost płac może ulec natomiast pewnej stabilizacji. Z jednej strony bowiem dalej słabnąć będzie popyt na pracę. Z drugiej strony jednak, wobec braku silnych wzrostów stopy bezrobocia, pracownicy mogą zwiększać żądania płacowe ze względu na spodziewane przyspieszenie inflacji. W naszej ocenie właśnie spirala ceny - wynagrodzenia stanowi najważniejszy element niepewności dla presji płacowej w przyszłości. 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. Pewnym czynnikiem ryzyka dla wyższych prognoz płac są możliwe podwyżki w sektorze publicznym, w szczególności w kontekście wyborów europejskich i parlamentarnych w przyszłym roku. W tym samym kierunku oddziaływałoby wprowadzenie w Niemczech możliwości zatrudnienia pracowników z Ukrainy, co wpłynęłoby na odpływ ich części z Polski i tym samym na podniesienie presji płacowej.

Wykres 11 Oczekiwania dot. rynku pracy w Polsce



Źródło: Macrobond, NBP

Wykres 12 Wzrost płac w przemyśle i budownictwie* (średnia 3M, % r/r)



Źródło: Macrobond
*Dane z sektora przedsiębiorstw

Wyhamowanie inflacji we wrześniu i październiku

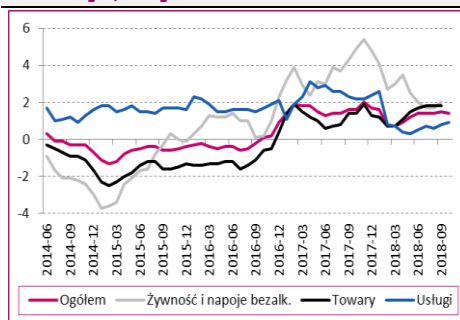
Presja inflacyjna pozostaje umiarkowana. We wrześniu wskaźnik inflacji obniżył się do 1,9% r/r z 2,0% w sierpniu. Obniżyła się także inflacja bazowa, a wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł 0,8% r/r wobec 0,9% r/r w sierpniu. Jej przyspieszenie w sierpniu było więc krótkoterminowe i nie znalazło potwierdzenia w

Makro i rynek

raport miesięczny

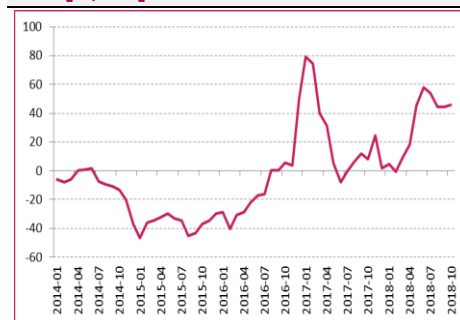
danych za kolejny miesiąc. Wciąż głównym czynnikiem odpowiedzialnym za zmienność inflacji pozostają elementy podażowe, w szczególności ceny żywności i paliw. W ostatnich miesiącach tego roku inflacja pozostanie niska i w grudniu znajdzie się na poziomie nieznacznie powyżej dolnej granicy odchyłań inflacji od celu. Według szybkiego szacunku GUS w październiku inflacja kontynuowała zniżkę i wyniosła 1,7% r/r. Wyhamowanie inflacji w ostatnich miesiącach tego roku nie zmieniają średniokresowych perspektyw inflacji.

Wykres 13 Wskaźniki inflacji HICP w Polsce [% , r/r]



Źródło: Macrobond

Wykres 14 Wzrost cen ropy naftowej w PLN [% , r/r]



Źródło: Macrobond

Na początku 2019 roku inflacja powróci do wzrostów

Już na początku przyszłego roku inflacja, mierzona wskaźnikiem CPI zacznie rosnać, przekraczając cel inflacyjny. Podwyższoną presję inflacyjną widać już teraz na poziomie cen producenta i cen produkcji budowlano-montażowej. Wskaźnik PPI obniżył się co prawda we wrześniu do 2,9% r/r z 3,0% r/r w sierpniu, jednak przedsiębiorcy zwracają uwagę na rosnące koszty produkcji. Systematycznie rosna też ceny w budownictwie, a ich roczna dynamika we wrześniu na poziomie 3,3% r/r była najwyższa od 10 lat. W kontekście cen konsumenta w kierunku wyższej inflacji działać będzie zarówno rosnąca inflacja bazowa, ale także ceny energii elektrycznej, których poziom jest obecnie znacznie wyższy niż w roku ubiegłym. Ceny energii dla gospodarstw domowych są regulowane, więc skala podwyżek cen dla klientów detalicznych będzie zapewne umiarkowana. Znacznie wyższe koszty energii ponosić będzie sektor przedsiębiorstw, co wpłynie na wzrost cen usług i części towarów. Będzie to dodatkowy czynnik, wpływający na wzrost inflacji bazowej w przyszłym roku. Warto przy tym zaznaczyć, że drożeje nie tylko energia elektryczna, ale też inne surowce energetyczne, w tym ropa naftowa. Co prawda jej ceny obniżyły się w ostatnich tygodniach, to w ujęciu złotowym są one o blisko 50% wyższe niż przed rokiem.

RPP utrzymuje łagodne nastawienie pomimo oczekiwanego znacznego wzrostu inflacji w 2019 r.

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

Adam Glapiński	„Uważam, że w świetle tej projekcji nie widzę w tej chwili żadnych przesłanek, by w 2019 roku stopy miały ulec zmianie (...), chyba, że nastąpią niespodziewane dla mnie okoliczności. Co do 2020 roku trudno coś powiedzieć - to odległy termin. Mogę tylko powiedzieć, że jeśli nie pojawią się nowe elementy - to samo odnosi się do 2020 roku. Ale zwykle jakieś elementy się pojawiają” (7.11.2018)
Grażyna Ancyparowicz	„Ogólny przekaz jest taki, że w polityce pieniężnej przez najbliższe kwartały raczej nie powinny dokonywać się żadne istotne zmiany”. (18.10.2018)
Eugeniusz Gatnar	„(...) Uważam, że jest przestrzeń do jednej lub dwóch podwyżek stóp po 25 punktów bazowych w naszym kraju w horyzoncie najbliższych 4-6 kwartałów. (...) 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” (25.10.2018)
Łukasz Hardt	„Realna stopa procentowa w Polsce jest ujemna, co w sposób oczywisty wspiera konsumpcję. Jest pewna obawa, na przykład moja, czy długie utrzymywanie się ujemnej realnej stopy proc. nie będzie obniżało stopy oszczędności. Na razie tego nie widzimy”. (22.10.2018)
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 czasu następnego raportu i projekcji inflacji w marcu, gdy będziemy mieli za sobą decyzje URE i wyjaśni się kilka innych zmiennych dotyczących także cen żywności, jest mi bardzo trudno odpowiedzieć na pytanie (o preferowaną ścieżkę stóp procentowych) (...), stąd się biorą moje wątpliwości, jak długo jest możliwe utrzymywanie stałych stóp procentowych, co skądinąd dla gospodarki jest korzystne”. (7.11.2018)
Rafat Sura	„Niewątpliwie rok 2019 r., wydaje mi się, że najbardziej optymalnym scenariuszem dla polskiej gospodarki jest stabilizacja stóp”. (07.11.2018)
Kamil Zubelewicz	„Przedziałowe rozumienie celu inflacyjnego przez niektórych członków RPP budzi w mnie poważne obawy. W praktyce oznaczałoby ono, że RPP będzie skłonna tolerować wyższą inflację”. (12.10.2018)
Jerzy Żyżyński	„Być może przez cały 2019 rok nie będzie potrzeby, by zmienić stopy procentowe. Obecnie nie ma na tyle silnych sygnałów”. (26.10.2018)

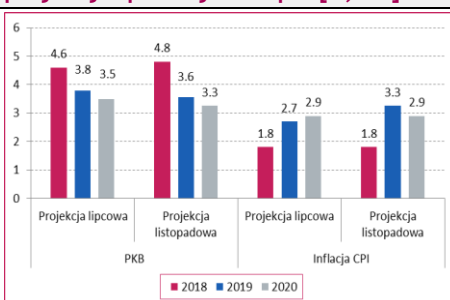
Źródło: PAP

POLITYKA PIENIĘŻNA

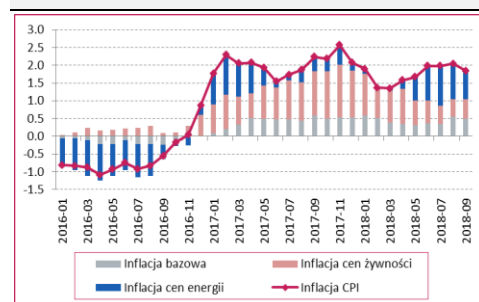
Listopadowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło niespodzianek i zakończyło się decyzją o pozostawieniu parametrów polityki pieniężnej bez zmian. Podstawowa stopa procentowa banku centralnego pozostaje zatem na rekordowo niskim poziomie 1,50% od marca 2015 r.

Podczas listopadowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej zapoznana się z nową projekcją makroekonomiczną opracowaną w przy założeniu stałych stóp procentowych. W komunikacie przedstawiono przedziały, według których inflacja CPI i wzrost gospodarczy ukształtują się w horyzoncie do 2020 r. Przyjmując ich symetryczność można oszacować, że prognoza dynamiki PKB na 2018 r. została podwyższona do 4,8% z 4,6% szacowanego podczas lipcowej rundy projekcyjnej. Obniżono przy tym oczekiwania na lata 2019-2020, średnio o 0,3 pkt. proc. Znacznie silniej podwyższono prognozę średniorocznej inflacji CPI w 2019 r. - do 3,3% z 2,7% w lipcu. Oczekiwania wynoszące 1,8% na 2018 i 2,9% na 2020 nie uległy w listopadzie korektom. W komunikacie Rada podkreśla że do zwiększenia inflacji CPI w 2019 r. będzie przyczyniać się wzrost cen energii, co pozostaje poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Zaznaczono jednocześnie, że pomimo oczekiwań przekroczenia w 2019 r. poziomu celu inflacyjnego to dynamika cen konsumenta znajdzie się w przedziale dopuszczalnych odchyłań od celu. W efekcie Rada nadal ocenia, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Wykres 15 Wzrost PKB i inflacja CPI w projekcji lipcowej i listop.* [% , r/r]



Wykres 16 Struktura inflacji CPI



Źródło: Macrobond

*Dane dot. projekcji list. to środki przedziałów i opublikowanych w komunikacie po posiedzeniu RPP

Źródło: NBP

Scenariusz ten potwierdził podczas konferencji prezes NBP A. Glapiński zaznaczając, że nowa projekcja nie wpłynęła na jego przewidywania co do ścieżki stóp procentowych w przyszłości, tj. nie ulegną one zmianie w 2019 r. i możliwe, że także w 2020 r. W opinii prezesa założenia w projekcji dotyczące cen energii elektrycznej są konserwatywne, a prognozy inflacji bazowej, tj. nie uwzględniającej komponentów wrażliwych na czynniki podażowe, nie budzą niepokoju. Należy zauważyć jednak, że prezes już mniej stanowczo mówił o perspektywie stabilizacji cen w 2019 r., warunkując ją brakiem wystąpienia istotnych, nieprzewidywalnych obecnie wydarzeń.

Pomimo tego zastrzeżenia retoryka większości członków Rady pozostaje gołębia. Nowa projekcja, komunikat po posiedzeniu, a także wypowiedzi obecnych na konferencji członków Rady nie zmieniają w istotny sposób oczekiwań dotyczących parametrów polityki pieniężnej w Polsce. Utrzymanie w listopadzie stóp procentowych, wobec wysokiej prognozy inflacji CPI na 2019 r., potwierdza tolerancję większości członków Rady na wzrost dynamiki cen konsumenta do poziomu zbliżonego do górnego ograniczenia pasma celu inflacyjnego. Nie sądzimy jednak, aby Rada dopuszczała do wzrostu inflacji bazowej do tego poziomu. Obecnie w niskim stopniu wspiera ona wzrost całości koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych, lecz w scenariuszu, w którym wyższe ceny energii wpływają na podniesienie oczekiwań inflacyjnych i tym samym napędzenie spirali płace-inflacja mogłaby ona znacząco wzrosnąć. Nie sądzimy jednak, aby scenariusz ten się w najbliższych kwartałach materializował. Utrzymujemy zatem nasze oczekiwania dotyczące braku zmian stóp procentowych w Polsce co najmniej jeszcze przez rok.

Kolejna nadwyżka w budżecie państwa

W całym roku deficyt budżetowy może być niższy niż zakładane dotychczas 25 mld PLN

Deficyt sektora finansów publicznych może spaść poniżej 1% PKB w 2018 roku

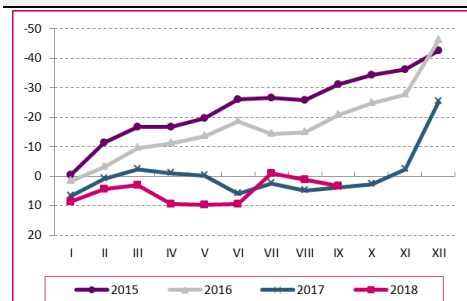
Agencja S&P podniosła rating Polski

POLITYKA FISKALNA

Trzeci kwartał tego roku zamknął się w budżecie państwa nadwyżką 3,18 mld PLN. Oznacza to, że w samym wrześniu nadwyżka budżetu wyniosła 2,13 mld PLN. Dane dotyczące budżetu przyzwyczały do pozytywnych niespodzianek, a jedynie po lipcu tegoroczny budżet zamknął się deficytem. Dobra koniunktura gospodarcza, poprawa efektywności podatkowej, a także kontrola strony wydatkowej sprzyjają poprawie kondycji budżetu. Dochody budżetowe po dziewięciu miesiącach tego roku były o 4,0% wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku (3,6% po sierpniu), natomiast w samym wrześniu ich dynamika wyniosła 7,3% r/r wobec 7,5% r/r w sierpniu. Wciąż najsilniej rosną wpływy z podatków dochodowych - PIT i CIT, wspierane przez rosnące dochody gospodarstw domowych oraz dobre wyniki finansowe firm. Dynamika wpływów z podatku VAT obniżyla się we wrześniu, jednak w okresie styczeń-wrzesień pozostała na poziomie 4,8% r/r. Po stronie wydatków budżetowych warto zwrócić uwagę na kolejny miesiąc solidnego wzrostu wydatków na współfinansowanie projektów z udziałem środków Unii Europejskiej, co sugeruje przyspieszenie inwestycji publicznych. W samym wrześniu były one niemal dwukrotnie wyższe niż przed rokiem.

W całym roku deficyt budżetu centralnego będzie zapewne niższy niż planowana przez resort finansów realizacja na poziomie 25 mld PLN i może być zbliżona do 20 mld PLN. Ostateczny wynik budżetu będzie zależał od dyskrejonalnych decyzji Ministerstwa Finansów w zakresie tego, jaką część przyszłorocznego deficytu przenieść na ten rok. Nie zmienia to jednak faktu, że krótkoterminowe perspektywy finansów publicznych pozostają pozytywne, a realizacja budżetu przebiega korzystnie. Narastająco za ostatnie 12 miesięcy deficyt wyniósł 25,9 mld PLN. Zakładając podobną jak w roku ubiegłym realizację budżetu w 4Q ub., co jest założeniem konserwatywnym, to na zbliżonym poziomie deficytu 25 mld PLN zamknie się budżet w całym 2018 roku. W naszej ocenie jednak rzeczywiste wykonanie budżetu w 4Q będzie lepsze od ubiegłorocznego.

Wykres 17 Wynik budżetu państwa [narastająco, mld PLN]



Źródło: Macrobond

Wykres 18 Deficyt sektora finansów publicznych i jego prognoza KE [% PKB]



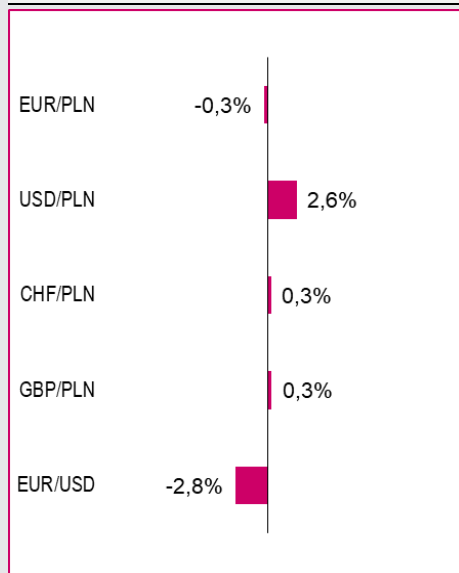
Źródło: Macrobond

Według statystyk Eurostatu deficyt sektora finansów publicznych w Polsce w 2017 roku wyniósł 1,4% PKB, co oznacza jego spadek o 0,8 pkt. proc. w porównaniu z rokiem 2016. To jego najniższy poziom od 1995r., od kiedy dostępne są dane. Pomimo znacznej poprawy salda finansów publicznych Polska wciąż znajduje się w grupie krajów z deficytem budżetowym, podczas gdy aż 13 krajów w UE osiągnęło nadwyżkę budżetową, a najwyższą wartość 3,5% PKB osiągnęła Malta. Na drugim biegunie znalazła się Hiszpania z deficytem 3,1% PKB. Deficyt general government w Polsce za 2018 r. będzie utrzymywał się w trendzie spadkowym i w całym bieżącym roku prawdopodobnie nie przekroczy 1% PKB. To bardzo dobry wynik, jednak w dużej mierze osiągnięty przez korzystne otoczenie makroekonomiczne. Deficyt strukturalny, wynik sektora finansów publicznych skorygowany o czynniki cykliczne, obniżył się w mniejszej skali. O ile więc krótkoterminowe perspektywy finansów publicznych pozostają dobre, to budżet może znaleźć się pod presją w warunkach nadchodzącego spowolnienia gospodarczego.

Poprawa krótkoterminowych perspektyw fiskalnych była jednym z argumentów za korektą oceny wiarygodności kredytowej Polski przez Agencję S&P, która podniosła rating Polski do A- z BBB+, zmieniając jednocześnie perspektywę na neutralną z pozytywnej. Ruch ten traktujemy jako korektę decyzji sprzed dwóch lat, kiedy S&P jako jedyna agencja ratingowa obciążyła ocenę wiarygodności kredytowej Polski.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 19 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Datastream

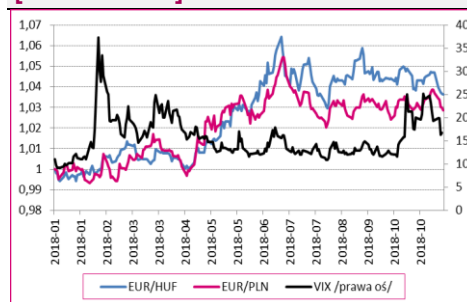
Opisując notowania złotego w październiku warto zacząć od wysokiej odporności polskiej waluty na zawirowania na rynkach globalnych. Wbrew słabszym nastrojom na świecie, które nasilały między innymi obawy o globalny wzrost gospodarczy, po tym jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył prognozy dla światowej koniunktury w tym i przyszłym roku tłumacząc to nasilającym się protekcjonizmem w handlu oraz turbulencjami na rynkach wschodzących, zmienność EUR/PLN wyniosła niecałe osiem groszy tj. tyle co we wrześniu i sierpniu. Kurs koncentrował się przez większość omawianego okresu wokół poziomu 4,31 jedynie przejściowo osiągając najwyższe zamknięcie od lipca trzy grosze wyżej. Amplitudy wahań nie zwiększyła ponadto największa od dziesięciu lat miesięczna przecena na amerykańskiej giełdzie, a także słabsze dane z krajowego przemysłu oraz informacja, iż Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej przychylił się do wniosku Komisji Europejskiej o zastosowanie środka tymczasowego i zawieszeniu stosowania przepisów ustawy o Sądzie Najwyższym. Pozytywnym dla złotego momentem październikowych notowań była rewizja ratingu Polski przez agencję Standard and Poor's. Tym samym ocena wiarygodności kredytowej w przypadku tej agencji powróciła do poziomu A- tj. sprzed obniżki ratingu na początku 2016 roku. W reakcji złoty umocnił się czasowo neutralizując wpływ wspomnianych wcześniej negatywnych zdarzeń.

Wykres 20 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Macrobond

Wykres 21 Kursy EUR/PLN i EUR/HUF [01.2018=100] oraz indeks strachu VIX



Źródło: Macrobond

Zakładając utrzymanie odwrotnej korelacji dolara i złotego spodziewamy się powrotu umiarkowanej siły polskiej waluty

Wzorem poprzednich miesięcy nie należy spodziewać się podwyższonej amplitudy wahań kursu EUR/PLN

W poprzednim raporcie wskazywaliśmy, iż kurs EUR/PLN przesunie 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 odwrotnie proporcjonalnej korelacji. Obecnie - spodziewamy się powrotu umiarkowanej siły polskiej waluty. Źródłem wzrostu wartości złotego będzie oczekiwana przez nas zmiana trendu na rynku eurodolara. Zniżka kursu EUR/USD do poziomu 1,13 wiązała się w naszej ocenie ze zdyskontowaniem dużej ilości pozytywnych dla amerykańskiej waluty informacji (rozwińcie w dalszej części raportu w sekcji Rynki zagraniczne). Czynnikiem wspierającym wzrost wartości złotego będzie ponadto uspokojenie nastrojów na rynkach *emerging markets* związane z zażegnaniem konfliktu na linii Turcja - USA (uwolnienie amerykańskiego pastora), spadkiem napięcia politycznego w Brazylii (koniec wyborów prezydenckich), czy poprawy sytuacji ekonomicznej w Argentynie (uspokojenie oczekiwań inflacyjnych, nominacja nowego szefa banku centralnego).

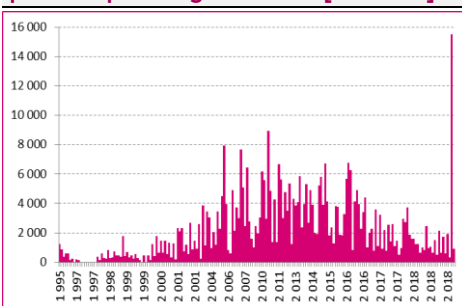
Wzorem poprzednich miesięcy nie spodziewamy się podwyższonej amplitudy wahań kursu EUR/PLN. Wycena złotego pozostaje bowiem relatywnie odporna na zawirowania na rynkach globalnych. Potencjalny wpływ czynników krajowych określamy natomiast jako marginalny, w szczególności po tym jak agencja Standard and Poor's podniosła rating Polski. Wyjątkiem może być sytuacja, gdyby udało się zażegnać spór z Trybunałem Sprawiedliwości Unii Europejskiej, co bazując na ostatnich wypowiedziach ministra spraw zagranicznych jest prawdopodobne. Dane makroekonomiczne wciąż nie powinny natomiast mieć silnego przełożenia na wycenę złotego ponieważ nie będą wpływały na nastawienie Rady Polityki Pieniężnej. Zgodnie z dotychczasową retoryką Rada z wysokim prawdopodobieństwem będzie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie co najmniej przez rok.

Wycena krajowego długu pozytywnie wyróżniła się spośród obligacji w regionie

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

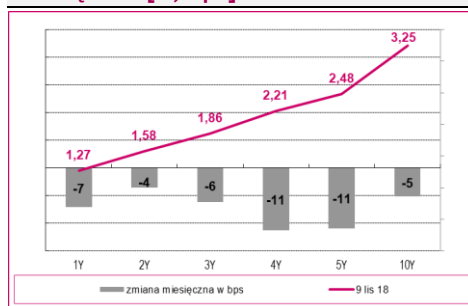
Październik był miesiącem wyraźnego wzrostu cen krajowego długu. Częściowo był to efekt kopiowania sytuacji na rynkach bazowych, w szczególności niemieckiego Bunda, z którym polska 10-latką pozostawała przez większość ubiegłego miesiąca w ścisłej korelacji. Została ona zaburzona dopiero pod koniec października, gdy Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej przychylił się do wniosku Komisji Europejskiej o zastosowanie środka tymczasowego i zawieszeniu stosowania przepisów ustawy o Sądzie Najwyższym. Wywołało to przecenę SPW i czasowe rozkorelowanie się z rynkami bazowymi. Nieco odmienny przebieg miały październikowe notowania obligacji w regionie. Dochodowość węgierskich 10-latek wyznaczyła 3-letnie maksimum, wspierana silniejszym od oczekiwań wzrostem inflacji CPI na Węgrzech. Z kolei czeskie obligacje z długiego końca krzywej pozostawały stabilne, pomimo jastrzębich wypowiedzi bankierów centralnych, które doprowadziły do kolejnej podwyżki stóp procentowych podczas listopadowego posiedzenia CNB. Obecnie podstawowa stopa procentowa w Czechach wynosi 1,75% i po raz pierwszy w historii jest wyższa niż w Polsce.

Wykres 22 Popyt na 10-letnie obligacje podczas przetargów MinFin [mln PLN]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Wykres 23 Rentowność SPW i zmiana miesięczna [% , bps]



Źródło: Macrobond

Nie uważamy jednak, by październikowe zmiany na wtórnym rynku długu dobrze odzwierciedlały ogólną sytuację na rynku SPW

Nie uważamy jednak, by październikowe zmiany na wtórnym rynku długu dobrze odzwierciedlały ogólną sytuację na rynku SPW. Czynnikiem zaburzającym sytuację na rynku obligacji w październiku był wykup obligacji serii OK1018 na kwotę 12 mld PLN. Powracający na rynek kapitał sprawił, iż na przetargu 26 października popyt wyniósł aż 31 mld PLN. Tylko w przypadku obligacji 10-letnich (WS0428) popyt wyniósł niemal 15,5 mld PLN i był najwyższy w historii dostępnych danych tj. od 1995 roku. Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za łącznie 10 mld PLN, a wspomniane wysokie zainteresowanie inwestorów skutkowało ogłoszeniem przetargu uzupełniającego, na którym MinFin sprzedał obligacje za dodatkowe 2 mld PLN.

Z tego powodu uważamy, iż w listopadzie powinno dojść do odreagowania na krajowym rynku długu. W naszej ocenie presja na wzrost rentowności krajowego długu powinna się stopniowo nasilać, w szczególności na długim końcu krzywej. Uważamy, iż dochodowość 10-letniego długu będzie kierować się w stronę bariery 3,30% wspierana sytuacją na rynkach bazowych, gdzie normalizacja polityki pieniężnej przekłada się na coraz wyższe poziomy rentowności. W przypadku obligacji z krótkiego końca krzywej spodziewamy się - w ślad za niezmiennie łagodną retoryką Rady Polityki Pieniężnej oraz zakupami obligacji ze strony banków komercyjnych - stabilizacji dochodowości wokół poziomu 1,55%, co doprowadzi do wystromienia krzywej SPW.

Czynnikiem istotnym dla wyceny krajowego długu pod koniec roku będzie - przełożona na 14 listopada - rozprawa Trybunału Konstytucyjnego, w trakcie której rozpatrywana będzie zaskarżona przez prezydenta 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). 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. Projekt budżetu państwa na 2019 rok nie uwzględnia bowiem takiego scenariusza. 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.

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

XI 2017			XI 2018	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
09.11.17	przetarg zamiany			
23.11.17	OK0720/ WZ1122/ PS0123/ DS0727/ WZ0528	4,0		
15.11.18			przetarg zamiany	
29.11.18			OK0720/ PS0424/ WZ0524/ WS0428/ WZ0528	

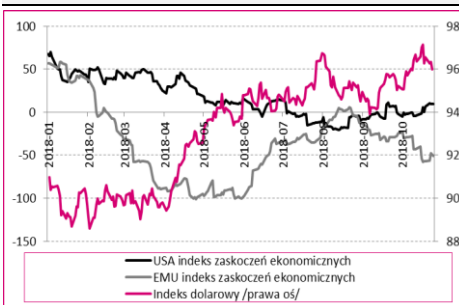
Źródło: MinFin

W październiku kurs EUR/USD ustanowił najniższe zamknięcie od 16 miesięcy

RYNKI ZAGRANICZNE

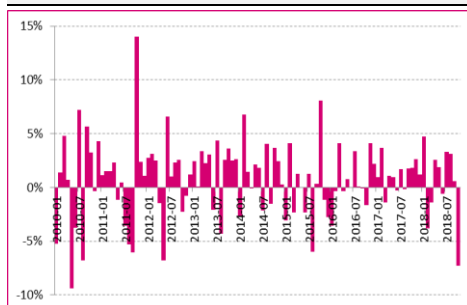
W minionym miesiącu kontynuowany był, rozpoczęty w połowie września, spadkowy trend w notowaniach eurodolara. Był on wynikiem odmiennych perspektyw polityki pieniężnej w USA i strefie euro zaprezentowanych podczas wrześniowych posiedzeń banków centralnych wzmocniony październikowym zestawem rozbieżnych danych z czołowych gospodarek. Podczas, gdy publikacje w Stanach Zjednoczonych zaskakiwały pozytywnie, to te z unii monetarnej okazywały się wyraźnie gorsze od oczekiwań. Sytuację dobrze obrazowały wypowiedzi prezesów Fed i Europejskiego Banku Centralnego. W październiku J.Powell mówił o "wybitnie pozytywnej prognozie" dla amerykańskiej gospodarki która, jego zdaniem, jest u progu "historycznie rzadko spotykanej" epoki z bardzo niskim bezrobociem i stabilnym poziomem cen. Tymczasem M.Draghi, mierząc się z problemami dotyczącymi groźby niekontrolowanego brexitu, czy eskalacji kryzysu wokół włoskiego budżetu, mówił o „słabszym momentum wzrostu” w strefie euro i niegasnącej potrzebie znaczącej stymulacji poprzez politykę pieniężną. W rezultacie kursu EUR/USD obniżył się z poziomu 1,18 - pod koniec września - do 1,13 ostatniego dnia października. Był to najniższe zamknięcie notowań od czerwca 2017 roku.

Wykres 24 Indeks zaskoczeń ekonomicznych oraz indeks dolarowy



Źródło: Macrobond

Wykres 25 Miesięczna zmiana indeksu S&P 500 [%]



Źródło: Macrobond

Indeks S&P 500 zanotował procentowo największy miesięczny spadek od maja 2010 roku

W tym czasie wycenę dolara, jako aktywa safe-haven tj. bezpiecznej przystani, wspierał pogarszający się sentyment na rynkach globalnych. Szczególnie widoczny był on na amerykańskim rynku akcji, gdzie indeks S&P 500 zanotował procentowo największy miesięczny spadek od maja 2010 roku. Źródłem giełdowej przeceny były kwartalne wyniki spółek, które mimo, iż w większości zaskakiwały pozytywnie, to raportowały nasilające się ryzyka związane z protekcjonizmem w światowym handlu. Nie bez znaczenia była ponadto zaostrzająca się w tym czasie retoryka przedstawicieli Rezerwy Federalnej w kwestii podwyżek stóp procentowych i to pomimo wypowiedzi D.Trumpa, który krytykował bankierów centralnych za zbyt agresywne - w jego ocenie - tempo zacieśniania polityki pieniężnej.

Potencjalny wpływ wyborów do amerykańskiego Kongresu na rynki finansowe

6 listopada br. odbyły się wybory do amerykańskiego Kongresu (*mid-term elections*), w których Amerykanie wybierali 435 przedstawicieli w Izbie Reprezentantów i 35 senatorów, a także 36 gubernatorów stanowych i trzech gubernatorów innych okręgów. Największą uwagę skupiały wybory do Kongresu (Izba Reprezentantów i Senat). Wybory - z uwagi na ich charakter środka kadencji - były traktowane jako test poparcia dla urzędującego prezydenta USA. Dotychczas D.Trump dysponował większością w obu izbach Kongresu, co znacznie ułatwiało realizację procesu legislacyjnego, gdyż nie było ryzyka, że nieprzychylna prezydentowi większość w Kongresie będzie blokować jego inicjatywy. W przypadku D. Trumpa stawka była jeszcze większa - w przypadku, gdyby demokraci zdobyli większość w obu izbach Kongresu - wzrosłyby szanse na rozpoczęcie procedury impeachmentu, czyli usunięcia prezydenta ze stanowiska.

Wyniki potwierdziły sondażowe prognozy, które wskazywały, iż Republikanie utrzymają kontrolę nad Senatem, lecz tracą - po raz pierwszy od 2010 roku - na rzecz Demokratów Izbę Reprezentantów. W praktyce oznacza to, iż Demokraci będą mieli możliwość kontrolowania śledztwa w sprawie podatków D.Trumpa, wpływu Rosji na wynik wyborów prezydenckich w USA w 2016 roku. Izba będzie mogła ponadto zmusić D.Trumpa do rezygnacji z części jego wyborczych obietnic, jak budowa muru na granicy z Meksykiem, druga runda obniżki podatków, czy złagodzenie narracji w kwestii protekcjonizmu w handlu. Z rynkowego punktu widzenia oznacza to mniejsze prawdopodobieństwo spadku kursu EUR/USD poniżej bariery 1,12 co - zgodnie z obowiązującą obecnie korelacją - zmniejsza także ryzyko wyższości pary EUR/PLN powyżej poziomu 4,34.

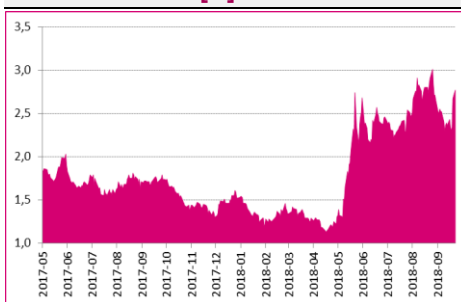
Makro i rynek

raport miesięczny

Uważamy, iż poziom 1,1210 może być punktem zwrotnym w notowaniach EUR/USD

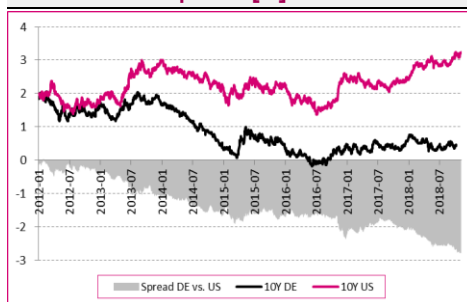
W naszej ocenie bieżąca wycena amerykańskiej waluty wiąże się ze zdyskontowaniem zbyt dużej ilości pozytywnych dla dolara informacji. O dotychczasowej sile dolara przesądzały dobre wyniki gospodarki USA napędzające oczekiwania na sprawną normalizację polityki pieniężnej, co stało w kontrze do sytuacji w strefie euro. Siła dolara była także wynikiem aktualnej słabości euro motywowanej czynnikami politycznymi, których natura jest gwałtowna, lecz krótkotrwała. Kłopoty dotyczące włoskiego budżetu, czy wciąż nierozstrzygniętej kwestii warunków opuszczenia Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię skutecznie zwiększały negatywną presję na wycenę wspólnej waluty. Z tego powodu uważamy, iż osiągnięty w październiku przez kursu EUR/USD poziom 1,1210 powinien być punktem zwrotnym w notowaniach eurodolara. Trudno bowiem o kolejne pozytywne niespodzianki wspierające dolara. Z kolei zakończenie serii słabszych danych makro w strefie euro pozwoliłoby wspólnej walucie na umocnienie, w szczególności, gdyby inwestorzy zaczęli dyskutować scenariusz rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych pod koniec 2019 roku. Ryzykiem dla wyceny euro pozostaje kwestia warunków brexitu. Tymczasem 27 listopada sędziowie Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) rozpatrzą, czy Wielka Brytania mogłaby jednostronnie wycofać swoją decyzję o opuszczeniu UE. Sprawa została wniesiona przez szwajcarski sąd, jako że szwajcarscy politycy sprzeciwiający się brexitowi zwrócili się do TSUE o wyjaśnienie interpretacji artykułu 50 traktatu UE, na mocy którego Londyn w zeszłym roku powiadomił o odejściu z UE.

Wykres 26 Spread 10-letniego długu Niemiec i Włoch [%]



Źródło: Datastream

Wykres 27 Notowania 10-latk USA i Niemiec oraz spread [%]



Źródło: Datastream

Spread pomiędzy 10-latką USA, a Bundem jest największy od 1987 roku...

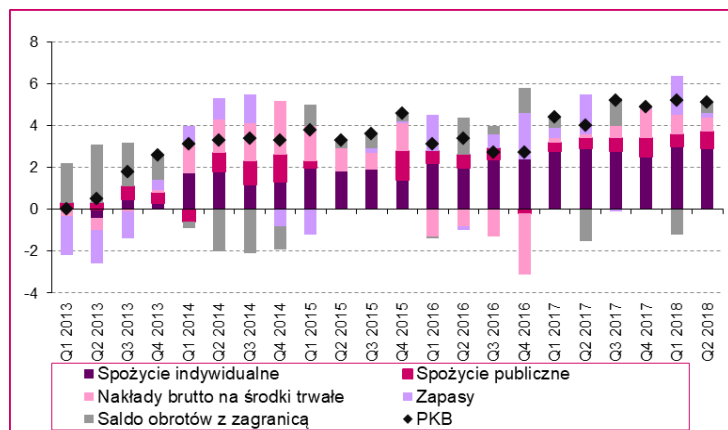
Z uwagi na największą od 2010 roku miesięczną przecenę amerykańskiej giełdy w październiku powodzeniem cieszyły się obligacje USA i Niemiec, czyli aktywa uznawane powszechnie za bezpieczne w chwilach rynkowych zawirowań. Zniżka dochodowości szczególnie widoczna była na rynku Bunda, który dodatkowo zyskiwał na wartości ze względu na awersję do ryzyka motywowaną napięciem pomiędzy Komisją Europejską, a Włochami w sprawie budżetu. W rezultacie dochodowość 10-latk niemieckiej obniżyła się z najwyższego poziomu od maja tj. 0,56% do 0,35% na koniec miesiąca. Spadek rentowności towarzyszył ponadto wycenie obligacji z krótkiego końca niemieckiej krzywej mimo, iż posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego nie przyniosło korekt dotychczasowego *forward guidance*. Na rynku amerykańskiego długu sytuacja była bardziej złożona, gdyż pozytywna dla cen Treasuries przecena akcji neutralizowana była utrzymaniem planowanego tempa podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, które sprzyjało spadkowi cen długu. W rezultacie notowania długu pozostawały relatywnie stabilne w ubiegłym miesiącu. Doprowadziło to do rozszerzenia się - po blisko czterech miesiącach stabilizacji - spreadu pomiędzy 10-latką USA i Niemiec do niemal poziomu 280 bps tj. największego od 1987 roku.

...i ma podstawy, by wciąż się powiększać.

Perspektywy dla rentowności długu USA i Niemiec pozostają odmienne głównie z uwagi na rozbieżne polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego i Rezerwy Federalnej. Oczekujemy zatem dalszego rozszerzania się spreadu pomiędzy obligacjami wymienionych państw mimo wieloletnich maksimów, w szczególności, gdyby eskalacji uległy ryzyka dla strefy euro związane z sytuacją we Włoszech (budżet) i Wielkiej Brytanii (brexit). Po listopadowym posiedzeniu Fed nie widzimy natomiast zagrożeń dla scenariusza grudniowej podwyżki stóp procentowych w USA i trzech kolejnych w 2019 roku, co nadal stanowi podstawową przesłankę dla wyższej dochodowości amerykańskiego długu.

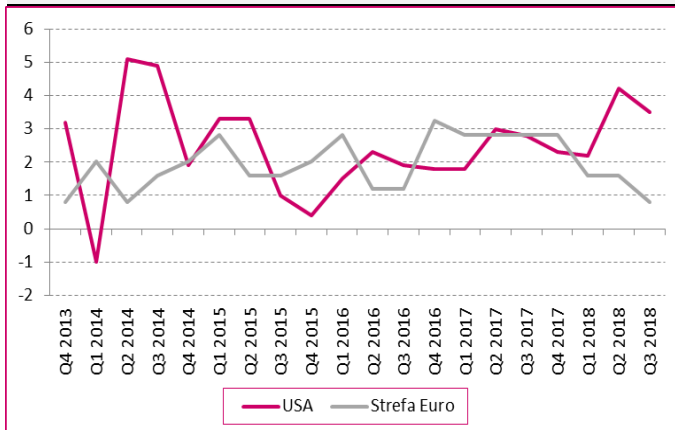
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 28 Dekompozycja wzrostu PKB r/r [pkt. proc.]



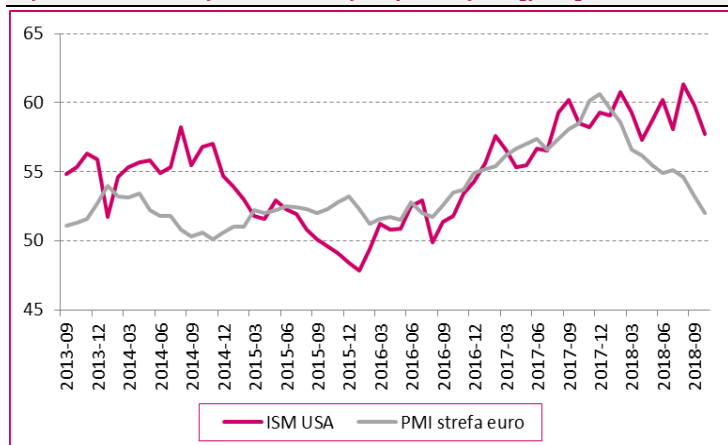
Źródło: Datastream

Wykres 29 Zannualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



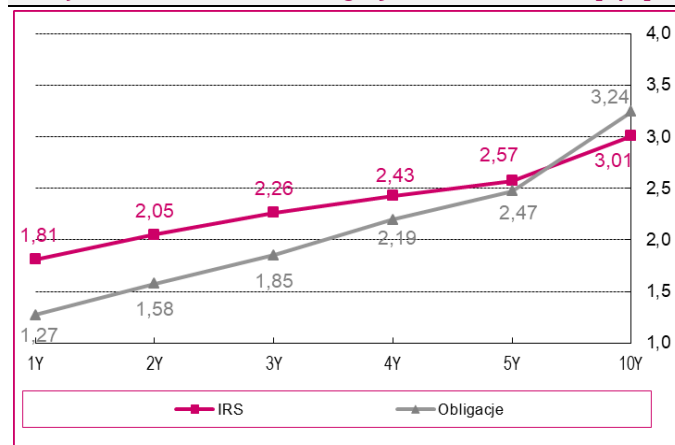
Źródło: Datastream

Wykres 30 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



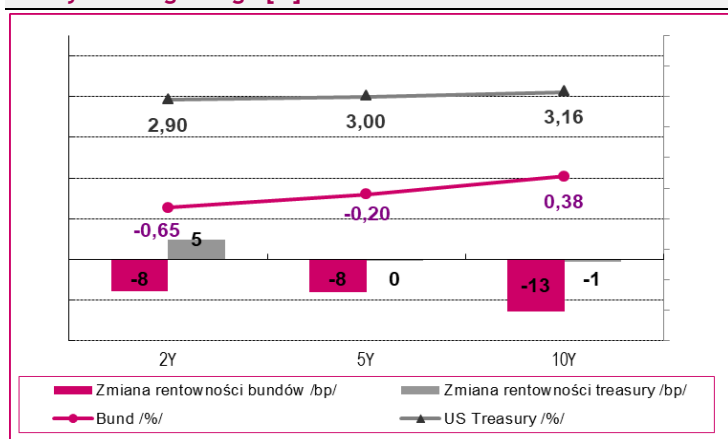
Źródło: Datastream

Wykres 31 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



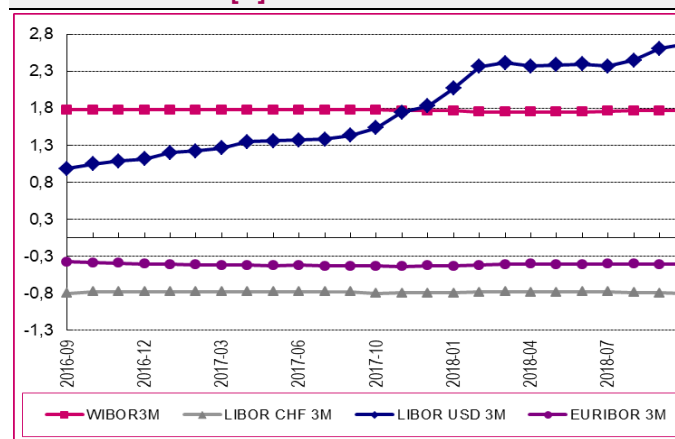
Źródło: Datastream

Wykres 32 Miesięczna zmiana dochodowości niemieckiego i amerykańskiego długu [%]



Źródło: Datastream

Wykres 33 Notowania WIBOR 3M, LIBOR CHF 3M, EURIBOR 3M i LIBOR USD 3M [%]



Źródło: Datastream

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18
Inflacja- CPI (% r/r)	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7
Inflacja bazowa (% r/r)	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,8
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	2,9	2,8	3,0
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	4,9	5,8	5,7	6,6	7,3	7,3	7,5	7,9	7,8	7,9
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,3	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,8	6,9	4,6
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	7,7	8,8	4,0	6,1	8,2	7,1	6,7	3,6	5,0	4,9
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-792	-914	291	495	-200	-750	-549	-707	-495	-
Eksport (EUR, % r/r)	6,6	-4,4	9,1	1,1	6,2	9,2	7,4	6,5	-	-
Import (EUR, % r/r)	9,5	0,3	12,4	1,4	7,9	10,3	11,2	10,2	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	6,3	6,7
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,1
Stopa bezrobocia (%)	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,6	5,7

	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 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	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,71
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,65	1,50	1,51	1,58	1,63	1,64	1,57	1,58	1,56	1,56
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,61	2,35	2,37	2,45	2,54	2,54	2,52	2,55	2,47	2,49
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,35	3,17	3,08	3,28	3,21	3,19	3,18	3,24	3,21	3,28
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,30
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,22	1,23	1,21	1,17	1,17	1,17	1,16	1,16	1,13	1,13

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	-0,9
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	3,70

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

KALENDARIUM

Listopad / Grudzień

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
	13 GE: CPI, ZEW PL: rachunek obrotów bieżących, bilans handlowy	14 PL: CPI, PKB EZ: produkcja przemysłowa US: CPI	15 EZ: bilans handlowy Inflacja bazowa US: sprzedaż detaliczna	16 EZ: CPI US: produkcja przemysłowa
19 PL: płace, zatrudnienie	20 GE: PPI PL: produkcja przemysłowa, PPI US: pozwolenia na budowę, liczba nowych budów	21 US: zamówienia na dobra trwałego użytku, sprzedaż domów na rynku wtórnym, indeks uniwersytetu Michigan	22 PL: sprzedaż detaliczna, opis posiedzenia banku centralnego	23 GE: PKB, wstępny PMI w przemyśle i usługach EZ: wstępny PMI w przemyśle i usługach US: wstępny PMI w przemyśle i usługach PL: podaż pieniądza M3
26 PL: stopa bezrobocia GE: IFO	27 US: indeks CaseShiller, Conference Board	28 US: PKB, inflacja bazowa PCE, sprzedaż nowych domów	29 GE: CPI US: dochody i wydatki prywatne, inflacja PCE, opis posiedzenia banku centralnego	30 PL: PKB EZ: szacunek inflacji CPI, inflacja bazowa, stopa bezrobocia
03 GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: ISM w przemyśle, ISM nowych zamówień	04 EZ: PPI	05 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: PMI i ISM w usługach, raport ADP, Beżowa Księga Fed	06 US: bilans handlowy, zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałego użytku	07 EZ: PKB PL: stan rezerw NBP US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, płaca godzinowa, indeks uniwersytetu Michigan
10 GE: bilans handlowy EZ: indeks Sentix	11 GE: ZEW US: PPI	12 EZ: zatrudnienie	13 PL: inflacja bazowa US: sprzedaż detaliczna	14 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

Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

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.