

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

14 października 2019

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

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Wynik wyborów parlamentarnych pozostanie neutralny dla wyceny polskich aktywów. Podobnie jak weekendowy przegląd ratingu Polski dokonany przez agencję S&P. Nowy tydzień przynosi natomiast utrzymanie optymizmu towarzyszącego negocjacjom brexitowym - mimo, iż Unia Europejska studzi nieco oczekiwania o postępie w rozmowach - oraz handlowym, gdzie osiągnięto pierwszy, znaczący etap porozumienia. Wstępne porozumienie dotyczy własności intelektualnej, usług finansowych i eksportu produktów rolnych. Spisanie umowy - zdaniem prezydenta USA - dotyczącej tych ustaleń zajmie do pięciu tygodni. Amerykański prezydent zawiesił ponadto podwyżkę taryf na chińskie dobra eksportowe warte 250 mld USD, które miały wejść w życie jutro, a Chiny obiecały zwiększyć zakupy amerykańskich produktów rolnych.

Najważniejsze dane tego tygodnia

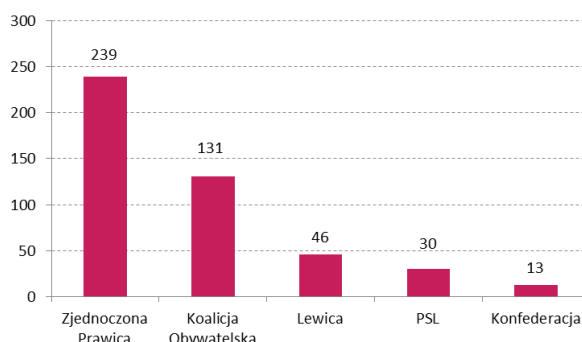
W tym tygodniu istotne dane z sektora przemysłowego

W piątek o godz. 10:00 opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej we wrześniu. Dane te są o tyle istotne, że wskażą, czy bardzo słaby odczyt za sierpień (-1,3% r/r) odzwierciedla w pełni koniunkturę w tym sektorze. Przypuszczać można bowiem, że do tego wyniku mogły przyczynić się intensyfikacja okresów urlopowych w sierpniu. Naszym zdaniem wzrost produkcji odbił we wrześniu do 4,7% r/r, czemu sprzyja pozytywny wpływ układu kalendarza. Dane te najpewniej potwierdzą jednak mocne negatywne oddziaływanie recesji w przemyśle strefy euro na krajowy sektor wytwórczy.

Tendencje na rynku pracy bez zmian

We czwartek o godz. 10:00 poznamy dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu. Nasza prognoza wskazuje, że wzrost zatrudnienia wyniósł 2,6% r/r podobnie jak przed miesiącem. Z kolei wzrost wynagrodzeń, według naszych oczekiwań, nieco spowolnił - do 7,1% r/r z 7,4% r/r przed miesiącem. W szerszym kontekście dane te najpewniej potwierdzą dotychczasowe tendencje na rynku pracy - powoli słabnącą dynamiką zatrudnienia i stabilnego wzrostu wynagrodzeń. Dane z rynku pracy, wraz z szacunkami inflacji CPI wskazują, na słabszy w 3Q wzrost realnego funduszu płac. Naszym zdaniem czynnik ten będzie neutralizowany jednak przez poluzowanie fiskalne, co powinno utrzymać wzrost konsumpcji gospodarstw domowych odnotowany w 2Q (4,4% r/r).

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Według wyników sondażu *late poll* rządząca Zjednoczona Prawica zdobyła 239 mandatów, co zapewniłoby jej samodzielną większość w sejmie. Dostępne częściowe dane uprawdopodobniają ten scenariusz. Utrzymanie samodzielnej większości w sejmie oznacza kontynuację dotychczasowej polityki gospodarczej wspierającej fiskalnie wzrost gospodarczy w krótkim okresie, co jednak ogranicza możliwości finansowania projektów długofalowych poprawiających potencjał gospodarki.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2950	-0,8%
USD/PLN	3,8906	-1,2%
CHF/PLN	3,9091	-1,3%
EUR/USD	1,1039	0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,63	-1
WIBOR 3M	1,71	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,51	2
5Y	1,75	11
10Y	1,99	10

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,75	4
5Y	1,71	10
10Y	1,73	11

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,47	11
US 10Y	1,73	19

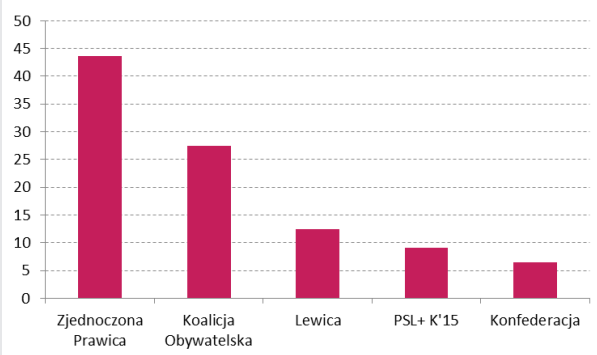
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	56798,2	1,4
S&P 500	2970,3	0,6
Nikkei 225	21798,9	1,8

Źródło: Thomson Reuters

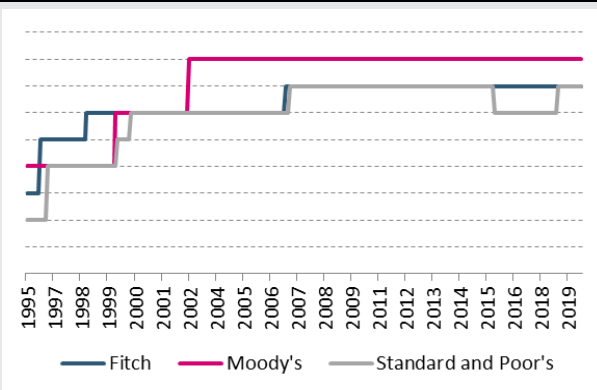
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

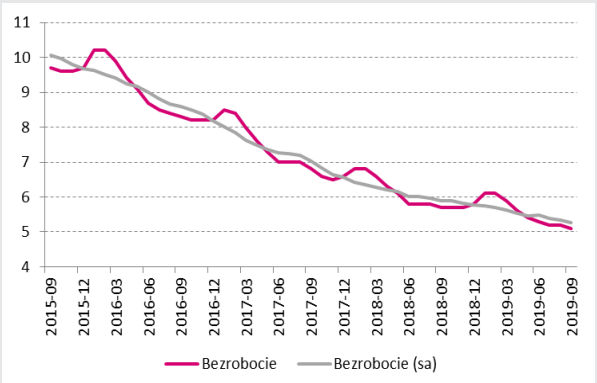
Wyniki late poll wyborów do sejmu w 2019 r. [%]



Rating Polski



Stopa bezrobocia rejestrowanego [%]



Sondaże late poll dają PiS większość sejmową

Według wyników sondażu late poll zwycięzcą wyborów parlamentarnych zostało rządzące dotychczas Prawo i Sprawiedliwość, które uzyskało 43,6% głosów, zapewniając najpewniej samodzielną większość w Sejmie. Rezultat ten nie stanowi zaskoczenia, gdyż sondaże od dłuższego czasu wskazywały na taki scenariusz. Wynik wyborczy wskazuje w dużej mierze na kontynuację dotychczasowej polityki gospodarczej państwa. W szczególności wicepremier Jacek Sasin powiedział, że nie przewiduje, aby przekazany przez rząd do Sejmu projekt ustawy budżetowej na 2020 r. podlegał poważnym zmianom, a więc planowane zrównoważenie budżetu zostanie utrzymane. Dodaje również, że Funduszu Ubezpieczeń Społecznych znajdują się środki na wypłatę w 2020 r. 13 emerytur. Jednocześnie projekt budżetu obejmuje dochody ze zniesienia limitu 30-krotności składek ZUS, aczkolwiek według docierających z rządu doniesień jeszcze kwestia ta miała zostać ostatecznie rozstrzygnięta po wyborach. Wydaje się, że większość parlamentarna będzie dążyła do utrzymania zapisów związanych ze zrównoważeniem budżetu centralnego. Jednak w przypadku utrzymania 13 emerytur i limitu składek ZUS, co wydaje się tym bardziej prawdopodobnie, że w przyszłym roku odbędą się wybory prezydenckie, ustawa może dokonać pewnych przesunięć środków między znajdującym się w dobrej kondycji FUS, a budżetem centralnym. W przypadku nieco słabszych od oczekiwań wpływów do FUS w przyszłym roku deficyt całości sektora finansów publicznych może być nieco większy od założonego 0,3% PKB i zwiększyć potrzeby pożyczkowe netto na 2020 r., które rząd pierwotnie szacuje na 19,4 mld PLN. Nawet w przypadku większego od oczekiwań deficytu sektora general government obraz dobrej sytuacji fiskalnej państwa nie uległby zamazaniu.

Wiarygodność kredytowa Polski bez zmian

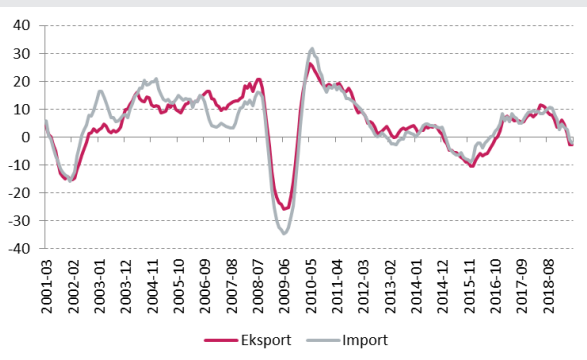
Agencja S&P utrzymała rating Polski i jego perspektywę na dotychczasowym poziomie „A-”, co jest według tej metodologii jest 7 oceną w 22 stopniowej skali. Agencja Moody's natomiast nie dokonała przeglądu ratingu Polski, co oznacza utrzymanie oceny na poziomie A2 z perspektywą stabilną. Jest to 6 z 22 stopni oceny przyznawanej przez Moody's. Brak zmian ratingu przez obie agencje był zgodny z oczekiwaniami. W raporcie S&P wskazuje, że polityka fiskalna jest mocną stroną oceny wiarygodności kredytowej pomimo luzowania fiskalnego. Agencja podkreśla, że nawet w przypadku konserwatywnych założeń dotyczących sytuacji budżetowej nie spodziewa się znaczących ryzyk dla stabilności fiskalnej i makroekonomicznej kraju. W swojej ocenie S&P zakłada, że wzrost PKB w 2019 r. wyniesie 4,3%, a w 2020 r. 3,2%, co oznacza rewizję w górę względem lipca o odpowiednio 0,2 i 0,1 pkt. proc. Agencja prognozuje ponadto, że deficyt sektora finansów publicznych wyniesie w tym roku 1,5% PKB, a w 2020 i 2021 r. 2,5% PKB.

Stopa bezrobocia we wrześniu na poziomie 5,1%

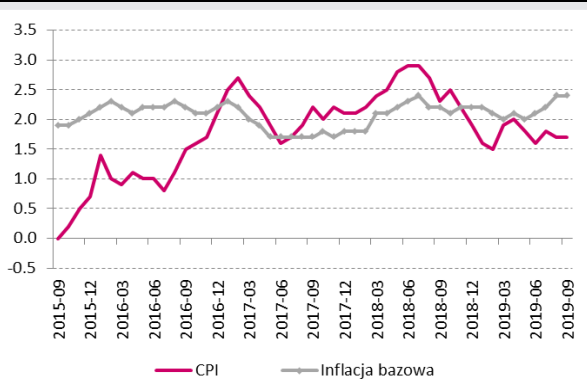
Według danych Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki społecznej stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się we wrześniu do 5,1% z 5,2%. Pomijając wyjątkowy 1990 r. jest to najniższa wartość od początku transformacji ustrojowej w Polsce. Do tego spadku przyczyniły się czynniki sezonowe. Po ich wyeliminowaniu stopa bezrobocia ustabilizowała się na poziomie 5,3%, a więc wyrównała rekordowo niską wartość sprzed miesiąca. Dane te wskazują, że popyt na pracę nadal utrzymuje się, choć rynek pracy stopniowo zbiega do stanu nasycenia. Spodziewamy się, że jeszcze w tym roku stopa bezrobocia obniży się do 5,0%, a w 2020 r. będzie pozostawała (po korekcie sezonowości) na stabilnym poziomie wraz z mocniej niż w tym roku hamującym wzrostem gospodarczym.

Makro - zagranica

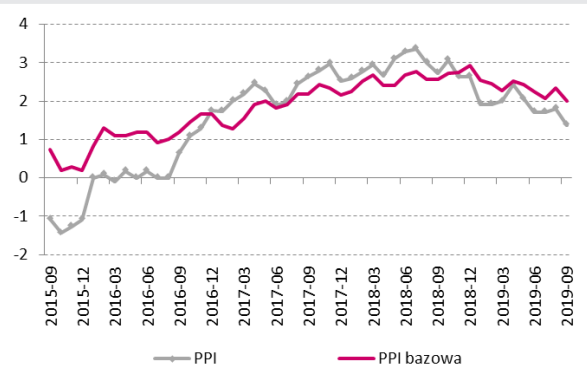
Eksport i import USA [% r/r, MA3]



Inflacja konsumencka w USA [% r/r]



Inflacja PPI w USA [% r/r]



Źródło: Macrobond

USA zawarła wstępne porozumienie handlowe z Chinami

Stany Zjednoczone i Chiny osiągnęły wstępne porozumienie dotyczące wzajemnej polityki handlowej. Uzgodnienia dotyczą własności intelektualnej, usług finansowych produktów rolnych. W konsekwencji tych ustaleń USA zawieszają mającą wejść w życie w ten wtorek podwyżkę taryf celnych na chińskie towary o wartości 250 mld USD. Z kolei strona chińska zobowiązała się zwiększyć import z USA produktów rolnych. Według prezydenta USA D.Trumpa podpisanie umów dotyczących tych ustaleń zajmie 5 tygodni.

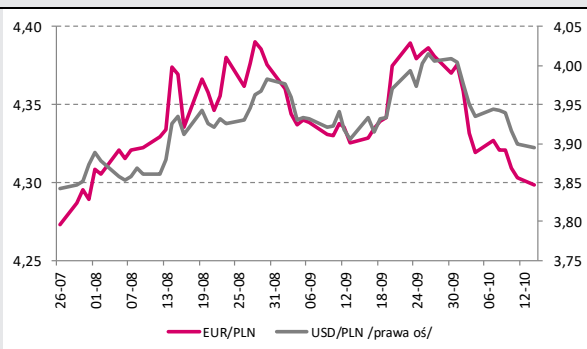
Stabilizacja inflacji w USA

Inflacja CPI w USA wyniosła we wrześniu 1,7% r/r, podobnie jak przed miesiącem. Dane te są tylko nieznacznie niższe od konsensusu rynkowego, który wyniósł 1,8% r/r. Wskaźnik bazowy, tj. CPI po wyłączeniu cen żywności i energii także pozostał we wrześniu na poziomie z sierpnia, gdy wyniósł 2,4% r/r. Dane te potwierdzają stabilizację presji inflacyjnej w USA, co nie wpływa na rewizję oczekiwań rynkowych dotyczących obniżki stóp procentowych przez Fed o 25 bps podczas najbliższego posiedzenia pod koniec miesiąca.

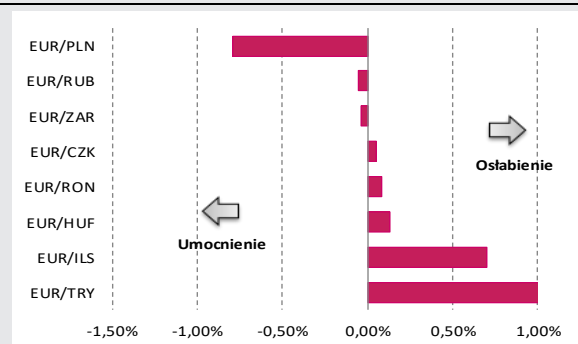
Inflacja PPI w USA poniżej oczekiwań

Inflacja cen produkcji sprzedanej w USA obniżyła się we wrześniu do 1,4% r/r z 1,8% r/r przed miesiącem. Okazała się ona wyraźnie niższa niż konsensus rynkowy, który wskazywał na stabilizację indeksu. Do spowolnienia wzrostu cen producenta we wrześniu przyczyniło się pogłębienie spadków r/r cen sprzedawanej energii, co powiązane jest z niższymi niż przed rokiem cenami ropy naftowej na rynkach światowych. Po wyłączeniu cen energii jak i żywności inflacja cen wyprodukowanych dóbr wyniosła 0,9% r/r wobec 1,0% r/r przed miesiącem i kontynuuje trend spadkowy, podobnie jak koniunktura w amerykańskim sektorze przemysłowym. Dane o inflacji PPI wskazują na słabnącą presję inflacyjną po stronie producenta, co tylko częściowo tłumaczyć można czynnikami podażowymi.

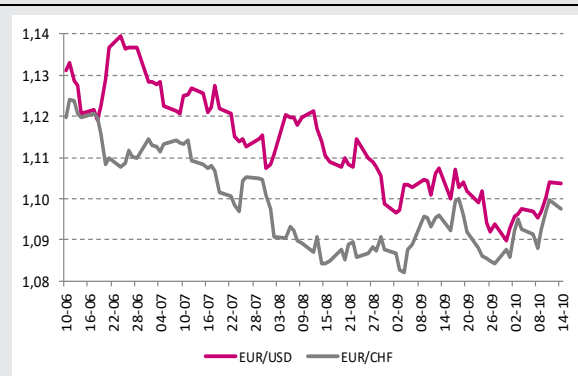
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



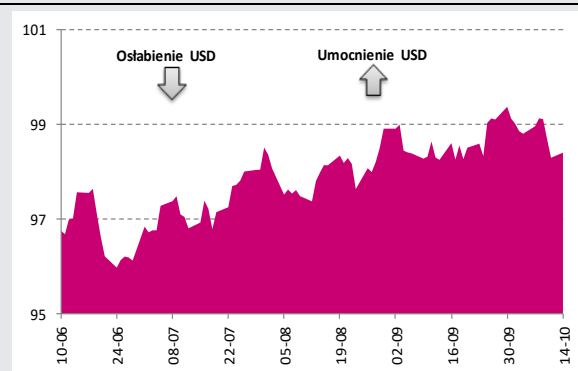
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Thomson Reuters Datastream

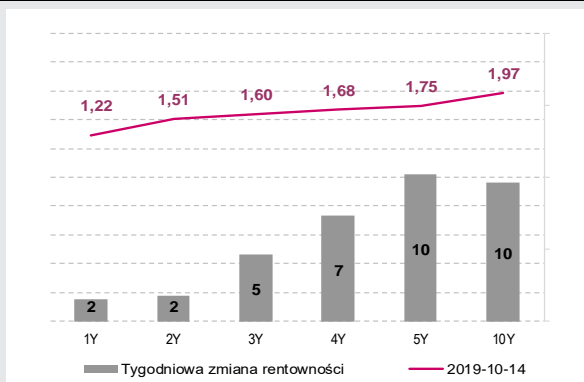
Rynek walutowy

W minionym tygodniu złoty wykorzystał moment poprawy apetytu na ryzyko motywowanego wzrostem prawdopodobieństwa zawarcia porozumienia pomiędzy Unią Europejską, a Wielką Brytanią w sprawie brexitu, a także negocjacjami handlowymi na linii USA-Chiny, do zniżki w kierunku bariery 4,30 za EUR. Momentami kurs EUR/PLN obniżył się do poziomu 4,2977, co było najniższym poziomem od początku sierpnia. Umocnienie złotego w połączeniu z globalną przeceną walut tzw. bezpiecznych przystani (dolara i franka) skutkowało natomiast spadkiem notowań do USD/PLN i CHF/PLN poniżej 3,90. Na rynkach bazowych eurodolar kontynuował w minionym tygodniu wzrosty na fali optymizmu co do wspomnianych wcześniej rozstrzygnięć dotyczących brexitu i wojen handlowych. Kurs EUR/USD osiągnął w piątek poziom powyżej 1,1050, tj. miesięczne maksimum. Apetyt na ryzyko widoczny był także w notowaniach pary EUR/CHF, która zwykowała powyżej poziomu 100-dniowej średniej tj. 1,1006 i osiągnął poziom najwyższy od końca lipca.

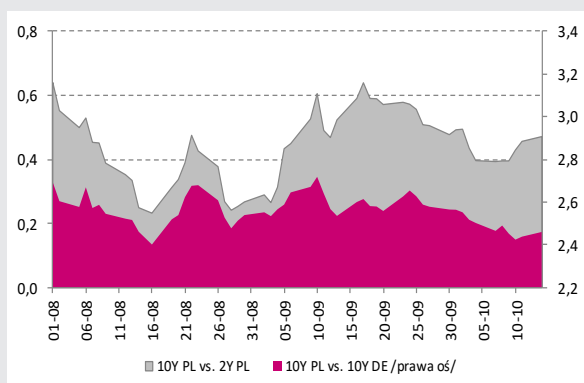
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	W naszej ocenie wycena złotego, po dynamicznym umocnieniu w ubiegłym tygodniu, w najbliższych dniach będzie dość stabilna. Wyczerpują się bowiem czynniki, które zadecydowały o tak silnej aprecjacji polskiej waluty. Przedłużenie entuzjazmu dotyczącego amerykańsko-chińskich rozmów handlowych wymagałoby bowiem dodatkowych informacji, na które nie liczymy w tym tygodniu. Co więcej Unia Europejska studi nieco optymizm związany z możliwością wypracowania umowy wyjścia Wielkiej Brytanii z jej struktur. Kalendarium wydarzeń makroekonomicznych rozbudowane jest po stronie publikacji krajowych, które jednak nie będą wpływały na polskie aktywa. Podsumowując uznajemy, iż w tym tygodniu kurs EUR/PLN koncentrować się będzie wokół poziomu 4,30 tj. 200-dniowej średniej ruchomej.
USD/PLN	↔	Uspokojenia zmienności oczekujemy także po notowaniach USD/PLN, co będzie udziałem zarówno ograniczonych zmian wyceny złotego, jak i eurodolara. Inwestorzy będą bowiem oczekiwać na sygnały w sprawie możliwego porozumienia w sprawie Brexitu.
EUR/USD	↔	Paliwo do kontynuacji zwyczajki notowań eurodolara stopniowo - w naszej ocenie - wyczerpuje się. Notowania mogą zatem przejść w tryb horyzontalny oczekując na nowe informacje w sprawie najważniejszych wydarzeń października tj. Brexitu i negocjacji handlowych, których najświeższa runda uznana została za udaną. Zakładamy zatem, iż w najbliższych dniach eurodolar oscylować będzie wokół poziomu 1,1050. Uspokojeniu zmienności sprzyjać będzie ponadto oczekiwanie na posiedzenie Fed, które odbędzie się pod koniec miesiąca.

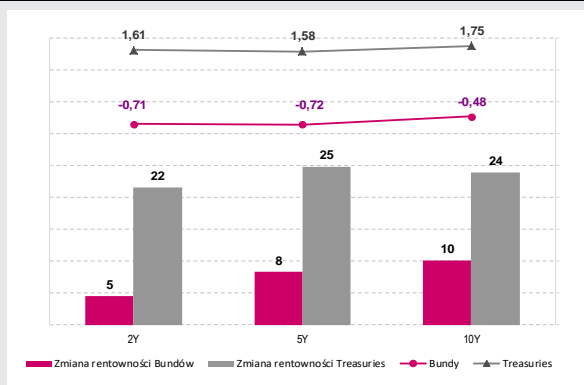
Rentowność obligacji krajowych [%]



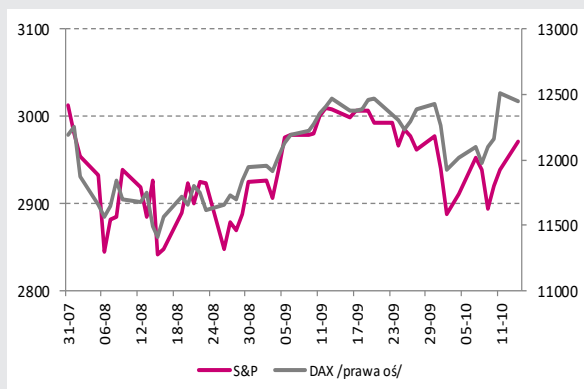
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Rynek obligacji

Wyraźny wzrost dochodowości obligacji średnio i długoterminowych towarzyszył notowaniom krajowego długu w zakończonym tygodniu. W przypadku 10-letniego benchmarku oznaczano to wyżkę o 9 bps do poziomu 1,97%, a dla 5-latkki o 11 bps do 1,75%. Relatywnie stabilne wokół poziomu 1,50% były natomiast 2-latki, co oznaczało wystromienie krzywej. Źródłem zmian na polskim rynku było zachowanie obligacji bazowych, gdzie wyżka 10-latkki Niemiec i USA - odpowiednio o 10 i 19 bps do -0,48% i 1,73% - motywowana była wzrostem apetytu na ryzyko w związku z optymizmem towarzyszącym negocjacom brexitowym oraz handlowym. Możliwość zawarcia porozumienia pomiędzy USA, a Chinami działała tonująco na oczekiwania co do skali cięcia stóp procentowych przez Fed w tym roku.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	Krajowy rynek długu wyżkuje w ślad za rynkami bazowymi. Potencjał do wzrostów dochodowości wynikający z napływających informacji w sprawie postępów w negocjacjach brexitowych, czy handlowych stopniowo wygasa. Docelowo spodziewamy się jednak wyżki do poziomu 2,0% w przypadku 10-letniego długu.
10Y DE (%)	↑	Mimo, iż na drugi plan zszedł temat luzowania fiskalnego, to optymizm inwestycyjny towarzyszący negocjacom w sprawie dwóch najistotniejszych obecnie problemów światowej gospodarki (wojnem handlowym oraz Brexitu) skutecznie zwiększył apetyt na ryzyko. W odwrócenie są zatem obligacje typu safe-haven, w tym Bund. Zakres potencjalnego ruchu wzrostu dochodowości uznajemy jednak za ograniczony poziomem -0,45%. Ruch w kierunku wyższych poziomów wymagałby nowych impulsów o co w tym tygodniu może być jednak trudno.
10Y US (%)	↔	Nastroje na rynkach finansowych wyznaczył przebieg amerykańsko-chińskich rozmów handlowych, które rynek odbiera jako optymistyczne. W naszej ocenie jednak w bieżącym tygodniu trudno będzie o kontynuację wzrostu dochodowości długu USA, gdyż doniesienia strony chińskiej co do możliwego podpisania projektu umowy w przyszłym miesiącu są nieco mniej entuzjastyczne niż przekaz strony amerykańskiej. Źródła zmienności Treasuries nie powinno stanowić także kalendarium publikacji danych z USA. Z tego powodu liczymy na stabilizację notowań 10-letniego benchmarku.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 14 października					
14:00 Rachunek obrotów bieżących	Polska	Sierpień	-814m	-555m	-380m
Wtorek 15 października					
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Październik	-22.5	-28.1	
Środa 16 października					
11:00 Bilans handlowy SA	EZ	Sierpień	19.0b		
11:00 Inflacja CPI r/r	EZ	Wrzesień	1.0%	0.9%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Wrzesień	2.3%	2.2%	2.3%
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Wrzesień	0.4%	0.3%	
20:00 Beżowa Księga	USA	Wrzesień			
Czwartek 17 października					
10:00 Płace r/r	Polska	Wrzesień	6.8%	7.1%	7.1%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Wrzesień	2.6%	2.6%	2.7%
14:00 Opis posiedzenia banku centralnego	Polska	Październik			
14:30 Pozwolenia na budowę	USA	Wrzesień	1419k	1340k	
14:30 Liczba budów domów	USA	Wrzesień	1364k	1320k	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Wrzesień	0.6%	-0.1%	
Piątek 18 października					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Wrzesień	-1.3%	4.7%	4.7%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Wrzesień	0.7%	0.5%	0.5%
Poniedziałek 21 października					
10:00 Sprzedaż detaliczna realna r/r	Polska	Wrzesień	4.4%	6.6%	5.6%

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

Dane i prognozy

	2018	2019	2020	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420
PKB	5,1	4,6	3,7	4,9	4,7	4,5	4,4	4,5	4,0	3,8	3,5	3,4
Stopa bezrobocia	5,8	5,5	5,4	5,8	5,9	5,2	5,1	5,3	5,5	5,0	5,1	5,3
Inflacja CPI (% r/r) **	1,6	2,1	2,8	1,4	1,2	2,4	2,8	2,9	3,8	3,1	3,0	2,9
Ropa naftowa Brent **	71,7	67,0	68,0	72,2	63,3	69,8	62,0	65,0	65,0	68,0	67,0	65,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (%)	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,63	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
WIBOR 3M (%)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
WIBOR 6M (%)	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79
Obligacja 2-letnia (%)	1,33	1,60	1,66	1,33	1,67	1,60	1,52	1,55	1,55	1,55	1,55	1,60
Obligacja 10-letnia (%)	2,82	2,40	2,50	2,82	2,83	2,40	2,00	2,05	2,10	2,10	2,15	2,20
EUR/PLN	4,30	4,21	4,25	4,30	4,30	4,25	4,37	4,30	4,30	4,29	4,28	4,26
USD/PLN	3,76	3,75	3,70	3,76	3,84	3,73	4,00	3,95	3,92	3,90	3,90	3,88
GBP/PLN	4,79	4,80	4,80	4,79	5,00	4,73	4,93	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80
EUR/USD	1,14	1,12	1,15	1,14	1,12	1,14	1,09	1,09	1,10	1,10	1,10	1,10
EURIBOR 3M	-0,31	-0,38	-0,33	-0,31	-0,35	-0,39	-0,42	-0,43	-0,43	-0,42	-0,42	-0,41
LIBOR 3M USD	2,81	2,35	2,40	2,81	2,60	2,32	2,09	1,90	1,70	1,70	1,75	1,75

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium ** średnio w okresie

Źródło: GUS, NBP, Thomson Reuters, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.