

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

20 lutego 2017

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Urszula Kryńska

Ekonomistka
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Rozpoczynający się tydzień nie będzie bogaty w dane krajowe, jedynie w czwartek poznamy ostateczną stopę bezrobocia za styczeń (szacunek 8,7%). Wydarzeniem tygodnia na rynkach bazowych może być śródowa publikacja *minutes* z lutowego posiedzenia Fed, która może wpłynąć na kształtowanie się oczekiwań na termin podwyżek stóp w USA, podobnie jak wypowiedzi członków FOMC. Jutro zostaną natomiast opublikowane wstępne indeksy PMI dla głównych gospodarek, oczekiwana jest ich stabilizacja na obecnych, relatywnie wysokich poziomach.

Wydarzenia tygodnia

Inflacja CPI powróciła do pasma dopuszczalnych odchyień od celu

Inflacja wzrosła w styczniu do 1,8% r/r z 0,8% r/r w grudniu ub. roku, tym samym po raz pierwszy od stycznia 2013 r. wskaźnik CPI znalazł się w dopuszczalnym paśmie odchyień od celu banku centralnego. Opublikowane przez GUS dane oparte są na starym koszyku inflacyjnym, stąd mogą ulec rewizji w kolejnym miesiącu. Dane potwierdzają, że przyspieszenie inflacji jest efektem rosnących cen energii i żywności, a także niskiej bazy statystycznej. W kolejnych miesiącach wskaźnik CPI jeszcze stopniowo się zwiększy przekraczając nieznacznie 2% r/r, osiągając szczyt w marcu-kwietniu, po czym ustabilizuje się na poziomie ok. 2%. Jeśli nie nastąpi gwałtowny wzrost cen ropy naftowej, inflacja nie osiągnie celu inflacyjnego na poziomie 2,5%. Dane nie zmieniły naszych oczekiwań co do polityki pieniężnej. W naszej ocenie wciąż najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest brak podwyżek stóp w tym roku.

Efekt kalendarzowy wspierał wysoki poziom produkcji w styczniu br.

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w styczniu o 9,0% r/r po wzroście o 2,3% r/r w grudniu. W styczniu dane były pod pozytywnym wpływem dodatkowych dwóch dni roboczych w ujęciu rok do roku, jednak również po wyeliminowaniu czynników sezonowych roczny wzrost produkcji przyspieszył do 4,1% r/r z 3,9% r/r. Ożywienie produkcji było bardzo szerokie, a jej wzrost dotyczył aż 30 działów. Oznacza to, że utrzymuje się solidny popyt na polskie towary i to zarówno krajowy jak i zagraniczny. Jest to spójne z dobrymi odczytami indeksu PMI w ostatnich miesiącach.

Pierwszy od ponad roku wzrost produkcji budowlano-montażowej

Po ponad roku spadków, produkcja budowlano-montażowa wykazała dodatnią dynamikę 2,1% r/r, która była wyższa od oczekiwań. Co prawda po odsezonowaniu, produkcja była o 1,4% m/m niższa niż w grudniu, jednak dane potwierdzają w naszej ocenie ożywienie inwestycji publicznych obserwowane od listopada ubiegłego roku, w wyniku przyspieszenia wykorzystywania środków z nowej perspektywy finansowej UE.

Solidny wzrost konsumpcji w styczniu

Dane o sprzedaży detalicznej potwierdziły mocną i przyspieszającą konsumpcję prywatną. W ujęciu nominalnym sprzedaż wzrosła o 11,4% r/r, realnie odnotowano wzrost o 9,6% r/r. W ujęciu realnym wzrost sprzedaży dotyczył wszystkich kategorii. Konsumpcja ma podstawy do dalszego wzrostu i w najbliższych kwartałach pozostanie głównym motorem wzrostu gospodarczego.

Ubiegły tydzień na rynkach finansowych

Złoty nie najlepiej rozpoczął nowy tydzień. Kurs EUR/PLN wzrósł bowiem w najsolidniejszym od grudnia ubiegłego roku tempie zwiększając momentami o ponad trzy grosze do poziomu 4,32. W piątek mimo braku potencjalnych impulsów notowania pary EUR/PLN dość nieoczekiwanie wygenerowały 3-groszową zmienność tj. największej od tygodnia i wybiły się górą z obowiązującego od początku lutego przedziału 4,2880 - 4,3210. Co ciekawe mimo, iż poniedziałkowe zmiany na pozostałych rynkach emerging markets w większości pokrywały się z trendami obserwowanymi na złotym to miały znacznie mniejszy zakres.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3257	0,3%
USD/PLN	4,0725	0,1%
CHF/PLN	4,0602	0,4%
EUR/USD	1,0620	0,2%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	2,26	4
5Y	3,20	2
10Y	3,85	-4

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	2,09	3
5Y	2,63	0
10Y	3,08	-3

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,31	-2
US 10Y	2,42	-2

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG 30	2532,8	1,1
S&P 500	2351,2	1,5
Nikkei 225	19251,1	-1,1

Źródło: Reuters
Dane z dnia dzisiejszego godz. 9.00 i zmiany tygodniowe

Inflacja CPI powróciła do pasma dopuszczalnych odchyłeń od celu**Gospodarka polska**

Inflacja wzrosła w styczniu do 1,8% r/r z 0,8% r/r w grudniu ub. roku, tym samym po raz pierwszy od stycznia 2013 r. wskaźnik CPI znalazł się w dopuszczalnym paśmie odchyłeń od celu banku centralnego. Opublikowane przez GUS dane mają charakter wstępny, gdyż oparte są na starym koszyku inflacyjnym, stąd mogą ulec rewizji w kolejnym miesiącu, kiedy będzie podany nowy koszyk inflacyjny. Z podanych informacji wynika, że głównym źródłem wyższego od oczekiwań odczytu CPI była silniejsza od naszych założeń zwyżka cen żywności, która w styczniu podrożała o 1,8% m/m i 3,3% r/r. Nieco wyższy od naszych szacunków był także wzrost cen użytkowania mieszkania, które były pod wpływem podwyżki cen energii. Opublikowane dane potwierdzają, że przyspieszenie inflacji jest efektem rosnących cen energii i żywności, a także niskiej bazy statystycznej z roku ubiegłego. W kolejnych miesiącach wskaźnik CPI jeszcze stopniowo się zwiększy przekraczając nieznacznie 2% r/r, osiągając szczyt w marcu-kwietniu, po czym ustabilizuje się na poziomie ok. 2%. Jeśli nie nastąpi gwałtowny wzrost cen ropy naftowej, inflacja w naszej ocenie nie osiągnie celu inflacyjnego na poziomie 2,5%. Dane nie zmieniły naszych oczekiwań co do polityki pieniężnej. W naszej ocenie wciąż najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest brak podwyżek stóp w tym roku.

Efekt kalendarzowy wspierał wyskok produkcji w styczniu br.

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w styczniu o 9,0% r/r po wzroście o 2,3% r/r w grudniu, powyżej konsensusu i zgodnie z naszym szacunkiem. W styczniu dane były pod pozytywnym wpływem dodatkowych dwóch dni roboczych w ujęciu rok do roku, jednak również po wyeliminowaniu czynników sezonowych roczny wzrost produkcji przyspieszył do 4,1% r/r z 3,9% r/r. Produkcja najsilniej rosła w przetwórstwie przemysłowym (o 10,2% r/r), podczas gdy jej dynamika w górnictwie była nadal ujemna, równa -0,5% r/r. Żywnienie produkcji było bardzo szerokie, a jej wzrost dotyczył aż 30 działów, podczas gdy spadek odnotowano w 4 działach. Oznacza to, że utrzymuje się solidny popyt na polskie towary i to zarówno krajowy jak i zagraniczny. Jest to spójne z dobrymi odczytami indeksu PMI w ostatnich miesiącach.

Pierwszy od ponad roku wzrost produkcji budowlano-montażowej

Po ponad roku spadków, produkcja budowlano-montażowa wykazała dodatnią dynamikę 2,1% r/r, która była wyższa od oczekiwań. W ujęciu rok do roku odnotowano wzrost produkcji w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej (o 5,7%) oraz w podmiotach specjalizujących się we wznoszeniu budynków (o 4,6%), spadła natomiast produkcja w jednostkach wykonujących roboty specjalistyczne (o 4,4%). Co prawda po odsezonowaniu, produkcja była o 1,4% m/m niższa niż w grudniu, jednak dane potwierdzają w naszej ocenie ożywienie inwestycji publicznych obserwowane od listopada ubiegłego roku, w wyniku przyspieszenia wykorzystywania środków z nowej perspektywy finansowej UE.

Solidny wzrost konsumpcji w styczniu

Dane o sprzedaży detalicznej potwierdziły mocną i przyspieszającą konsumpcję prywatną. W ujęciu nominalnym sprzedaż wzrosła o 11,4% r/r, realnie odnotowano wzrost o 9,6% r/r, różnica między dynamikami odzwierciedla rosnące ceny konsumpcji. W ujęciu realnym wzrost sprzedaży dotyczył wszystkich kategorii. Przyspieszająca konsumpcja jest wspierana przez bardzo dobrą sytuację na rynku pracy, stabilny (choć nadal niezbyt wysoki) wzrost wynagrodzeń oraz wypłatę świadczeń w ramach programu Rodzina 500+. Konsumpcja ma podstawy do dalszego wzrostu i w najbliższych kwartałach pozostanie głównym motorem wzrostu gospodarczego.

Przyspieszenie wzrostu PKB w Q4

Szybki szacunek Produktu Krajowego Brutto w Q4 2016r. pokazał, że w ostatnich trzech miesiącach ubiegłego roku nastąpiło przyspieszenie wzrostu gospodarczego po wyraźnym spowolnieniu w Q3. PKB w cenach średnich roku poprzedniego wzrósł w Q4 o 2,7% r/r po wzroście o 2,5% r/r w Q3 i był nieco lepszy od oczekiwań. Odczyt za Q4 znalazł się w górnym ograniczeniu przedziału możliwej dynamiki PKB wyszacowanej na podstawie danych rocznych. W samym Q4 odnotowano bardzo solidny wzrost odsezonowanego PKB o 1,7% kw./kw., co daje imponujące annualizowane tempo wzrostu 7,0%. Potwierdza to, że gospodarka minęła już punkt zwrotny, a w kolejnych miesiącach można się spodziewać dalszego stopniowego przyspieszenia PKB. W kolejnych kwartałach spodziewamy się przyspieszenia wzrostu gospodarczego, wraz z odbudową inwestycji publicznych połączoną z efektem niskiej bazy statystycznej. Wysoka niepewność może jednak ograniczać prywatne inwestycje przedsiębiorstw. W pierwszej połowie roku wsparciem dla wzrostu będzie też program Rodzina 500+, którego wpływ na roczną dynamikę konsumpcji

Rekordowy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w grudniu

wygaśnie jednak pod koniec roku. W całym roku wzrost gospodarczy szacujemy na poziomie 3,1%, wobec 2,8% w 2016r, choć dane m.in. z sektora budowlanego za ostatnie dwa miesiące wskazują na możliwość nieco lepszego odczytu.

Rok 2017 zaczął się bardzo dobrze na polskim rynku pracy. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było w styczniu o 4,5% wyższe niż przed rokiem po wdrożeniu o 3,1% r/r miesiąc wcześniej i wyraźnie powyżej oczekiwań. Dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw na początku roku są zaburzone przez coroczne dostosowanie próby statystycznej. Największy w historii (co najmniej od 1998r.) wzrost zatrudnienia o 161 tys. odnotowany w ubiegłym miesiącu odzwierciedla standardowe niedoszacowanie wzrostu zatrudnienia w poprzednim roku w przedsiębiorstwach, które w trakcie roku przekroczyły próg 9 zatrudnionych. Dodatkowo, skalę dostosowania zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło wprowadzenie minimalnej stawki godzinowej, które może zachęcać do przechodzenia na etaty. Niemniej jednak dane pokazują, że sytuacja na rynku pracy jest bardzo dobra, a tworzenie nowych etatów powinno być kontynuowane w trakcie roku.

Przyspieszenie wynagrodzeń na początku roku

Również dane o wynagrodzeniu zaskoczyły pozytywnie. Wzrost przyspieszył do 4,3% r/r z 2,7% r/r w grudniu, kiedy dane były zaburzone przez ograniczanie wydatków dodatkowych wynagrodzeń w górnictwie. Przyspieszenie płac na początku 2017r., odzwierciedla dodatkowo podwyżkę płacy minimalnej (do 2000 PLN z 1850 PLN, czyli o 8,1%), które mogło objąć 10% zatrudnionych. Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w styczniu o 9,0% r/r w ujęciu nominalnym oraz o 7,1% r/r realnie. Nominalny wzrost funduszu był najszybszy od stycznia 2012r., natomiast wzrost realny zaczął być ograniczany przez przyspieszającą inflację CPI. Biorąc pod uwagę rekordowo niski poziom bezrobocia, wzrost płac jest bardzo umiarkowany i spodziewamy się jego przyspieszenia w kolejnych miesiącach w marę wzrostu inflacji oraz intensyfikacji problemów ze znalezieniem odpowiednich pracowników. Rynek pracy pozostaje wsparciem dla konsumpcji, która również w 2017r. będzie głównym filarem wzrostu gospodarczego.

Przyspieszenie importu w grudniu

Rachunek bieżący wykazał w grudniu 2016r. deficyt równy 533 mln EUR wobec zrewidowanego w dół deficytu 188 mln EUR w listopadzie. W grudniu zaobserwowaliśmy przyspieszenie importu towarów, który był o 9,0% wyższy niż przed rokiem, podczas gdy eksport również przyspieszył, ale jego dynamika była niższa i wyniosła 6,7% r/r. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego wzrostu eksportu, za sprawą utrzymującego się popytu na polskie towary. Oczekujemy ponadto utrzymania szybszego tempa wzrostu importu niż eksportu, ponieważ motorem wzrostu importu jest głównie popyt konsumpcyjny. Zaowocuje to pewnym pogorszeniem salda wymiany towarowej, co może przełożyć się na pogorszenie salda rachunku bieżącego ogółem. Powinno ono jednak pozostać na niskim poziomie. Szacujemy, że w 2016r. deficyt bieżący stanowił 0,5% PKB wobec 0,6% PKB w 2015r. Niski deficyt jest z nawiązką pokryty przez rachunek kapitałowy, na którym ujęte są środki z infrastrukturalnych funduszy UE, których napływ przyspieszył pod koniec roku.

Surowce wspierają wzrost inflacji PPI

Odczyt indeksu PPI, który wzrósł w styczniu silniej od oczekiwań, do 4,1% r/r z 3,2% r/r, potwierdził rosnącą presję na ceny producenta w związku z rosnącymi cenami surowców na rynkach międzynarodowych.

Sezonowy spadek depozytów w styczniu

Podaż pieniądza M3 była w styczniu o 8,5% wyższa niż przed rokiem po wdrożeniu o 9,6% r/r w grudniu. W ciągu miesiąca agregat M3 spadł o 17 mld PLN, głównie za sprawą sezonowego spadku depozytów przedsiębiorstw, które zmalały o 13,3 mld PLN, odwracając przyrost z ostatniego miesiąca ubiegłego roku. Depozyty gospodarstw domowych praktycznie nie zmieniły się w ciągu miesiąca, odnotowano natomiast spadek depozytów FUS (o 1,9 mld PLN) i gotówki w obiegu (o 3,1 mld PLN).

KE nieco obniżyła prognozy wzrostu dla Polski

Komisja Europejska obniżyła prognozę dynamiki polskiego PKB w 2017 r. do 3,2% z 3,4%, a w 2018 r. do 3,1% z 3,2%. wcześniej. Zdaniem ekonomistów Komisji inflacja wzrośnie na początku br. do okolic 2%, ale nie przekroczy poziomu 2,5% przynajmniej do końca 2018 r. Taki scenariusz jest zgodny z naszymi prognozami.

Gospodarki zagraniczne

Zbyt długie zwlekanie z podwyżkami groźne dla gospodarki USA

Janet Yellen, która przedstawiła we wtorek półroczny raport o polityce monetarnej przed komisją amerykańskiego Senatu stwierdziła, że zbyt długie zwlekanie z odejściem od akomodacji monetarnej byłoby nieroztropne i potencjalnie mogłoby spowodować, iż FOMC musiałby podnosić stopy procentowe w szybkim tempie, co spowodowałoby ryzyko wystąpienia zakłóceń na rynkach finansowych i mogłoby wciągnąć gospodarkę w recesję. Szefowa Fed dodała, że w trakcie nadchodzących posiedzeń, FOMC oceni, czy zatrudnienie i inflacja ciągle rozwijają się zgodnie z oczekiwaniami, a jeżeli tak, to dalsze zmiany poziomu stopy funduszy federalnych będą właściwe. Wystąpienie jest naszym zdaniem spójne z prognozą trzech podwyżek stóp w USA w tym roku, niekoniecznie już na posiedzeniu w marcu.

Ożywienie konsumpcji w USA

Sprzedaż detaliczna w USA wzrosła w styczniu o 0,4% m/m po zrewidowanym w górę wzroście o 1,0% m/m w grudniu i była wyraźnie lepsza od oczekiwań kształtujących się na poziomie 0,1% m/m. Również sprzedaż detaliczna, z wykluczeniem zmiennej sprzedaży aut wzrosła w styczniu silniej od oczekiwań, o 0,8% m/m wobec zrewidowanego wzrostu o 0,4% m/m miesiąc wcześniej. Ożywienie sprzedaży na początku roku było szerokie i wynikało z dobrych fundamentów (niskie bezrobocie, wzrost płac i poprawa nastrojów), sugeruje to, że konsumpcja będzie filarem wzrostu gospodarczego USA w tym roku.

Przyspieszenie amerykańskiej inflacji

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w USA wzrosły w styczniu o 2,5% r/r po wzroście o 2,1% r/r w grudniu, najsilniej od marca 2012r. i powyżej oczekiwań, które kształtowały się na poziomie 2,4%. Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i paliw, wyniosła 2,3% r/r wobec 2,2% przed miesiącem i oczekiwań na poziomie 2,1% r/r. W ciągu miesiąca ceny wzrosły o 0,6%, najsilniej od lutego 2013r., głównie za sprawą wyższych cen paliw, a także cen mieszkania, ubrań i samochodów. Dane wspierają oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.

Pogoda przyczyną spadku produkcji przemysłowej w USA

Produkcja przemysłowa w USA spadła w styczniu o 0,3% m/m po zrewidowanym w dół wzroście o 0,6% m/m w grudniu i wobec oczekiwanej stabilizacji na poziomie sprzed miesiąca. Produkcja w przetwórstwie wzrosła o 0,2% m/m, a dane ogółem były zaburzone przez wyraźny spadek produkcji usług komunalnych (elektryczność, ciepło), co było związane z wysokimi temperaturami w styczniu.

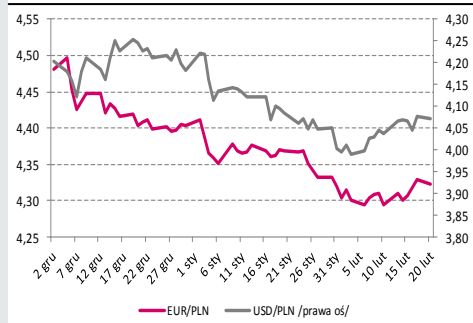
Obecna stymulacja monetarna niezbędna do osiągnięcia celu ECB

Z opisu dyskusji na styczniowym posiedzeniu ECB wynika, że zdaniem europejskich bankierów centralnych utrzymanie obecnego poziomu stymulacji monetarnej jest niezbędne dla utrzymania obecnego wzrostu cen, a ograniczenie QE spowodowałoby ryzyko dla trwałego dostosowania inflacji w kierunku celu EBC.

Spadek indeksu ZEW w lutym

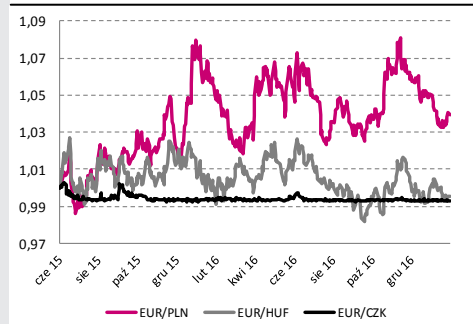
Indeks ZEW, który mierzy oczekiwania niemieckich analityków i inwestorów instytucjonalnych co do wzrostu gospodarczego Niemiec spadł w lutym do 10,4 pkt. z 16,6 pkt. i był wyraźnie niższy od oczekiwań. Indeks ocen bieżącej sytuacji również się obniżył, do 76,4 pkt. z 77,3 pkt. w poprzednim miesiącu. W połączeniu z nieco gorszym od oczekiwań wzrostem PKB w Q4, sugeruje to pewne zawirowania w największej europejskiej gospodarce.

Kursy USD/PLN i EUR/PLN



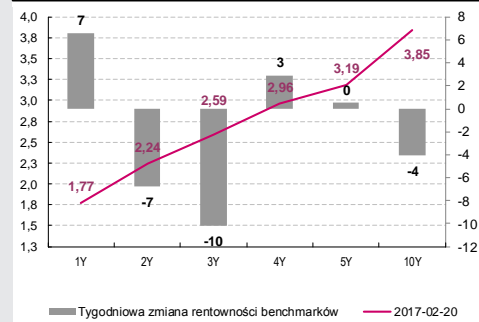
Źródło: Reuters

Względna zmiana walut CEE3



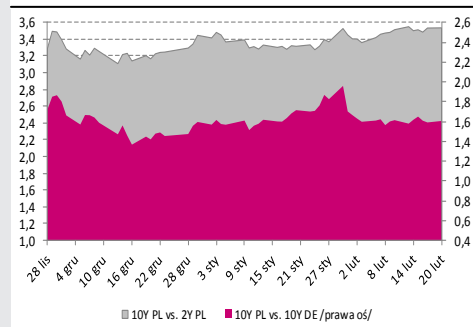
Źródło: Reuters

Rentowności obligacji krajowych [%]



Źródło: Reuters

Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW



Źródło: Reuters

Rynek krajowy - FX i stopa procentowa

Rynek walutowy - PLN

Złoty nie najlepiej rozpoczął nowy tydzień. Kurs EUR/PLN wzrósł bowiem w najsolidniejszym od grudnia ubiegłego roku tempie zwyżkując momentami o ponad trzy grosze do poziomu 4,32. Co ciekawe mimo, iż poniedziałkowe zmiany na pozostałych rynkach emerging markets w większości pokrywały się z trendami obserwowanymi na złotym jednak miały znacznie mniejszy zakres. Przecena złotego w połączeniu ze spadkiem eurodolara skutkowałą natomiast zwyżką pary USD/PLN do 2-tygodniowego maksimum na poziomie 4,06. Kolejne dni przyniosły natomiast uspokojenie notowań. Za najważniejsze wydarzenia ubiegłego tygodnia należy uznać publikację krajowych danych dotyczących tempa PKB w czwartym kwartale ubiegłego roku oraz wystąpienie prezes Fed przed amerykańskim Kongresem. Wrażliwość polskiej waluty na oba wydarzenia okazała się jednak niewielka i to pomimo pozytywnej niespodzianki w danych krajowych oraz utrzymania dość jastrzębiej retoryki J.Yellen pomimo ostatnich słabszych danych o amerykańskim PKB. Szefowa Fed używając jastrzębiej retoryki powtórzyła, iż zwlekanie z podwyżkami kosztu pieniądza będzie błędem, gdyż może skutkować koniecznością późniejszego, gwałtownego i niekorzystnego dla gospodarki dostosowania stóp procentowych. Wpływu na wycenę złotego nie miały również piątkowe optymistyczne odczyty produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W piątek mimo braku potencjalnych impulsów notowania pary EUR/PLN dość nieoczekiwanie wygenerowały 3-groszową zmienność, największą od tygodnia i wybiły się górą z obowiązującego od początku lutego przedziału 4,2880 - 4,3210. W zakończonym tygodniu optymistyczne nastroje obserwowane były na warszawskiej giełdzie, gdzie indeks WIG20 wzrósł do maksimum z sierpnia 2015 roku.

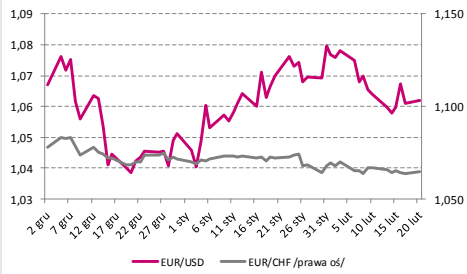
Obligacje PL

Wydarzeniem tygodnia na krajowym rynku długu był przetarg, na którym Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje OK0419/PS0422/WZ1122/WZ0126/DS0727/WS0447 za łącznie 7,0 mld PLN tj. zgodnie z maksymalną podażą, przy popycie 12,86 mld PLN. Ciekawostką była pierwsza w historii oferta obligacji WS0447 tj. 30-letniego papieru. Zgodnie z wcześniejszymi wypowiedziami wiceministra finansów była to odpowiedź na zainteresowanie inwestorów, w tym firm ubezpieczeniowych. Finalnie MinFin sprzedało aż 2,1 mld PLN serii WS0447 tj. 30% całej puli. P.Nowak z resortu finansów podkreślał korzystne warunki sprzedaży tej obligacji. Spread powyżej 10-letnich obligacji wyniósł ok. 40 bps podczas gdy analogiczny spread na rynku niemieckim wynosił ok. 80 bps. Dodatkowo oferta wydłużyła krzywą zapadalności i daje inwestorom możliwość zajęcia pozycji w segmencie. Dominacja sprzedaży obligacji 30-letniej względem pozostałych tenorów sprawiła, iż część popytu na pozostałe papiery nie została zaspokojona, co spotkało się ze spadkiem dochodowości na rynku wtórnym. Ostatecznie dochodowość 10-latków zmalała w zakończonym tygodniu o 3 bps do 3,85%, podczas gdy krótki koniec krzywej wzrósł o 4 bps do 2,26% reagując w ten sposób na zestaw optymistycznych danych z krajowej gospodarki.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

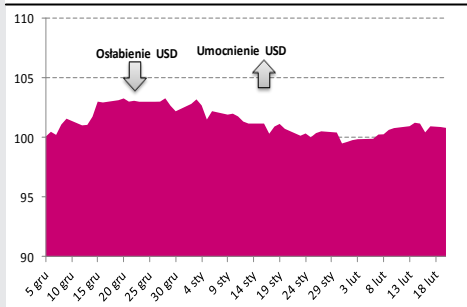
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Po wybiciu się górą z trendu bocznego złoty prawdopodobnie pozostanie pod presją sprzedających. W szczególności, gdyby wypowiedzi przedstawicieli Fed oraz publikacja <i>minutes</i> z ostatniego posiedzenia Rezerwy Federalnej miały jastrzębi wydzwięk, krajowe publikacje mimo optymistycznej wymowy pozostają bez wpływu na wycenę polskiej waluty.
USD/PLN	↑	Prawdopodobna kontynuacja spadków eurodolara - związana między innymi z obawami o Grecję - w połączeniu z oczekiwaną przez nas przeceną złotego powinna skutkować wzrostem notowań kursu USD/PLN.
PL 10Y (%)	↓	Możliwy niewielki spadek rentowności - jeszcze jako konsekwencja ubiegłotygodniowej aukcji - i późniejsza stabilizacja notowań 10-letniego długu w oczekiwaniu na nowe impulsy.

Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



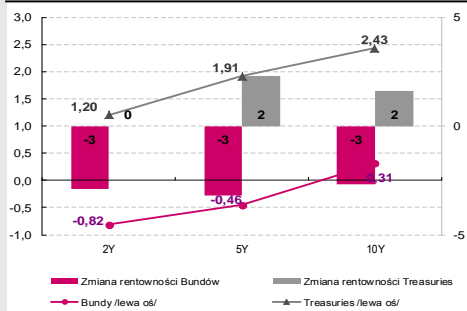
Źródło: Reuters

Indeks dolarowy



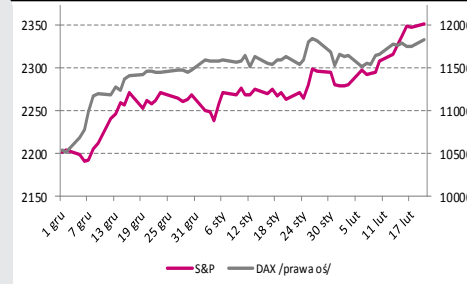
Źródło: Reuters

Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Reuters

Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Reuters

Rynki bazowe - FX i stopa procentowa

Rynek walutowy

Spora zmienność towarzyszyła ubiegłotygodniowym notowaniom eurodolara. W pierwszej połowie tygodnia kurs EUR/USD zniżkował bowiem do poziomu 1,0520 tj. najniższego od połowy stycznia, by pod koniec tygodnia zwyżkować momentami do 1,0680. Początkowym źródłem aprecjacji amerykańskiej waluty było wystąpienie prezes Fed przed Kongresem. Potwierdziły się nasze przypuszczenia, iż J.Yellen wskaże, że gospodarka Stanów Zjednoczonych rozwija się w zakładanym przez Rezerwę Federalną tempie. Co więcej, prezes Fed powtórzyła, iż zwlekanie z podwyżkami kosztu pieniądza będzie błędem, gdyż może skutkować koniecznością późniejszego, gwałtownego dostosowania stóp procentowych. Amerykańscy bankierzy centralni są natomiast zgodni, co do stopniowych ruchów na stopach procentowych. Fed nie zamierza również czekać na propozycje reform gospodarczych przygotowywanych przez administrację prezydenta D.Trumpa. Retoryka wypowiedzi J.Yellen skutkowałą znaczącym wzrostem prawdopodobieństwa podwyżki stóp procentowych już podczas najbliższego posiedzenia Fed tj. 15 marca (choć nadal jest ono niższe od 50%). O ile uważamy, iż takie oczekiwania mogą okazać się przedczesne, to realizacja grudniowej prognozy Fed zakładającej trzy podwyżki kosztu pieniądza w tym roku ma szansę realizacji. Wspomniane wcześniej minimum eurodolara na poziomie 1,0520 zostało osiągnięte wraz z publikacją lepszych danych dotyczących sprzedaży detalicznej i inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych. Odczyty wpisywały się w oczekiwania inwestorów, iż poprawa koniunktury w USA przybliży Fed do decyzji o kolejnej podwyżce stóp procentowych. Optymizm rynku ostudziła dopiero publikacja słabszych danych o produkcji przemysłowej. Ciekawostką ubiegłego tygodnia z rynku surowcowego było opublikowanie przez OPEC danych na temat wydobycia w styczniu tj. pierwszym miesiącu obowiązywania porozumienia w sprawie ograniczenia wydobycia. Z raportu wynikało, iż porozumienie jest realizowane w około 90% założonej wielkości cięć wydobycia. Dane nie miały większego przełożenia na notowania ropy naftowej. Cena baryłki ropy Brent od dwóch miesięcy koncentruje się wokół poziomu 55 USD.

Obligacje bazowe

Miniony tydzień na rynku amerykańskiego długu to okres wzrostu dochodowości obligacji w reakcji na jastrzębią retorykę wypowiedzi prezes Fed oraz optymistyczne dane z gospodarki USA. W reakcji rentowność 10-latk Stanów Zjednoczonych wyznaczyła poziom 2,51% tj. lutowe maksimum. W kolejnych dniach notowania oddały jednak część zwyżki. Spadek zainteresowania bezpiecznymi aktywami częściowo wynikał ze wzrostu apetytu na ryzyko widocznego na amerykańskiej giełdzie, gdzie główne indeksy wzrosły oscylując wokół historycznych maksimów. W przypadku Bundów zmiany były nieco mniejsze. Dochodowość 10-latk Niemiec zakończyła tydzień na poziomie 0,31% tj. 2 bps niżej niż w piątek przed dwoma tygodniami.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/USD	↓	Możliwa kontynuacja spadków eurodolara w przypadku, gdy wymowa minutes Fed podtrzyma ostatnią jastrzębią retorykę J.Yellen, a zaplanowane wypowiedzi części członków FOMC także będą jastrzębie.
10Y DE (%)	↓	Stabilizacja notowań Bunda kontrastująca z sytuacją długu w innych europejskich krajach, w szczególności Francji, Włoszech, Grecji, gdzie lokalne problemy skutkują zwyżkami dochodowości, Kontynuacja zwyżek rentowności pod wpływem możliwych wypowiedzi przedstawicieli Fed, pozytywnych sygnałów z gospodarki USA oraz możliwej jastrzębiej retoryki minutes z lutowego posiedzenia Rezerwy Federalnej.
10Y US (%)	↑	

Kurs EUR/PLN

Analiza techniczna

- Kurs EUR/PLN wybił się górą z obowiązującego w lutym kanału bocznego, czym dał wyraźny sygnał o możliwej dalszej przecenie złotego,
- Wskaźnik RSI mimo, iż jest blisko poziomów wykupienia rynku - sygnalizujących możliwe odwrócenie trendu, dysponuje jeszcze przestrzenią do wzrostów,
- Oscylator MACD wygenerował natomiast sygnał sprzedaży polskiej waluty,
- Potencjalny zakres osłabienia złotego to poziom 4,3558 tj. 100-dniowa średnia ruchoma.

	Wsparcie/Opór	
O2		4,3656
O1		4,3558
W1		4,3000
W2		4,2730



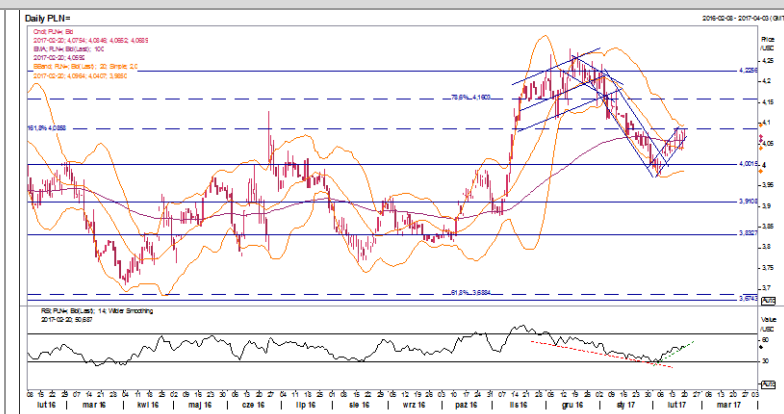
Źródło: Reuters; interwał dzienny

Kurs USD/PLN

Analiza techniczna

- Notowania pary USD/PLN oscylują wokół 100-dniowej średniej ruchomej, mając jednak problem z trwałym wybięciem się powyżej poziomu 4,0858,
- Wskaźnik RSI porusza się blisko neutralnych poziomów nie generując żadnych sygnałów transakcyjnych,
- Oscylator stochastyczny nie generuje obecnie żadnych sygnałów transakcyjnych.

	Wsparcie/Opór	
O2		4,1000
O1		4,0858
W1		4,0667
W2		4,0015



Źródło: Reuters; interwał dzienny

Kurs EUR/USD

Analiza techniczna

- Od kilku dni kurs EUR/USD porusza się w ramach kanału wzrostowego,
- Wskaźnik RSI porusza się blisko neutralnych poziomów dysponując nie generując żadnych sygnałów transakcyjnych,
- Oscylator stochastyczny natomiast utrzymuje wygenerowany w ubiegłym tygodniu sygnał kupna wspólnej waluty,
- Kurs EUR/USD porusza się w ramach chmury Ichimoku,
- Poziom 1,0554 zabezpiecza notowania przed ewentualnym spadkiem kursu EUR/USD. Z kolei 100-dniowa średnia tj. poziom 1,0738 chroni przed zwyżką.

	Wsparcie/Opór	
O2		1,0854
O1		1,0738
W1		1,0554
W2		1,0493



Źródło: Reuters; interwał dzienny

DANE I PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17*
Produkcja przemysłowa (r/r)	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,1	2,3	9,0
dane odsezonowane	3,4	3,4	1,8	5,1	3,1	1,5	3,0	3,9	4,1
Produkcja budowlana(r/r)	-13,7	-13,0	-18,8	-20,5	-15,3	-20,1	-12,8	-8,0	2,1
dane odsezonowane	-13,6	-12,9	-15,2	-19,6	-16,4	-16,3	-12,6	-9,8	-2,6
Zatrudnienie w sek. przeds. (r/r)	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5
Place w sek. przeds. (r/r)	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3
Stopa bezrobocia	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,7
Saldo CA (mln EUR)	1392	-723	-993	-739	-445	-531	-188	-533	-
CPI (r/r)	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,6	-0,2	0,0	0,8	1,8
Inflacja bazowa (r/r)	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	-
PPI (r/r)	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,1
Podaż pieniądza M3 % (r/r)	11,6	11,4	10,7	10,1	9,4	8,7	9,7	9,6	8,5
Stopa referencyjna	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M	1,59	1,65	1,65	1,65	1,65	1,66	1,66	1,66	1,66
WIBOR 3M	1,68	1,71	1,71	1,71	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73
Obligacja 2-letnia	1,61	1,66	1,64	1,64	1,77	1,81	1,96	2,04	2,19
Obligacja 5-letnia	2,32	2,24	2,29	2,15	2,35	2,51	2,87	2,89	3,17
Obligacja 10-letnia	3,11	2,91	2,88	2,77	2,92	3,10	3,65	3,63	3,89
EUR/PLN	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32
USD/PLN	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00
EUR/USD	1,11	1,11	1,12	1,12	1,12	1,10	1,06	1,05	1,08

Dane i prognozy kwartalne

	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	2017*
PKB (% r/r)	3,9	3,0	3,1	2,5	2,7	2,8	3,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	9,9	8,7	8,3	8,3	8,3	8,1
Inflacja (% r/r) **	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	-0,6	1,6
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Obligacja 2-letnia (%)	1,58	1,45	1,66	1,77	2,04□	2,04□	2,30
Obligacja 5-letnia (%)	2,23	2,20	2,24	2,35	2,89□	2,89□	3,40
Obligacja 10-letnia (%)	2,95	2,86	2,91	2,92	3,63□	3,63□	4,00
USD/PLN	3,90	3,73	3,94	3,82	4,20	4,20	4,15
EUR/PLN	4,26	4,24	4,38	4,29	4,40	4,40	4,30

* prognozy i szacunki Banku Millennium SA ** średnio w okresie

Źródło: GUS, NBP, Reuters, Datastream, Bank Millennium SA

Kalendarium

Data	Godz.	Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus (prognoza Millennium)
02/17	10:00	Saldo rachunku bieżącego NSA	EU	Grudzień	40.5b	47.0b	
02/17	14:00	Produkcja sprzedana przemysłu r/r	Polska	Styczeń	2.3%	9.0%	8.1%
02/17	14:00	Inflacja PPI r/r	Polska	Styczeń	3.0%	4.1%	3.7%
02/17	14:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Styczeń	6.4%	11.4%	7.7%
02/20	08:00	Inflacja PPI r/r	Niemcy	Styczeń	1.0%	2.4%	2.0%
02/20	08:00	Inflacja PPI m/m	Niemcy	Styczeń	0.4%	0.7%	0.3%
02/21	09:30	Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Luty	56.4		56.1
02/21	09:30	Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Luty	53.4		53.6
02/21	10:00	Wstępny PMI w przemyśle	EU	Luty	55.2		55.0
02/21	10:00	Wstępny PMI w usługach	EU	Luty	53.7		53.7
02/21	15:45	Wstępny PMI w przemyśle	USA	Luty	55.0		54.7
02/21	15:45	Wstępny PMI w usługach	USA	Luty	55.6		55.7
02/22	10:00	IFO	Niemcy	Luty	109.8		109.7
02/22	11:00	Inflacja CPI r/r	EU	Styczeń	1.8%		1.8%
02/22	11:00	Inflacja bazowa r/r	EU	Styczeń	0.9%		0.9%
02/22	13:00	Liczba podań o kredyt hipoteczny MBA	USA	Luty	-3.7%		
02/22	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Styczeń	5.49m		5.55m
02/22	20:00	Opis posiedzenia banku centralnego	USA	Luty			
02/23	08:00	PKB WDA r/r	Niemcy	4Q	1.7%		1.7%
02/23	10:00	Stopa bezrobocia	Polska	Styczeń	8.3%		8.7% (8.7%)
02/23	14:00	Opis posiedzenia banku centralnego	Polska				
02/23	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA	Luty	239k		
02/24	16:00	Sprzedaż nowych domów	USA	Styczeń	536k		575k
02/24	16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Luty	95.7		96.0
02/27	10:00	Podaż pieniądza M3 r/r	EU	Styczeń	5.0%		
02/27	14:30	Zamówienia na dobra trwałe	USA	Styczeń	-0.5%		1.0%
02/27	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym m/m	USA	Styczeń	1.6%		
02/27	03/03	Sprzedaż detaliczna r/r	Niemcy	Styczeń	-1.1%		

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