

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

20 marca 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

Kalendarium rozpoczynającego się tygodnia jest ubogie w publikacje danych i ogranicza się do wstępnych odczytów indeksów PMI w Europie. W tym tygodniu nie zabraknie natomiast wystąpień bankierów centralnych z USA, choć po ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed wpływ komentarzy będzie mniejszy. W centrum uwagi inwestorów będzie także dzisiejsza debata kandydatów na prezydenta Francji oraz czwartkowe wyniki ostatniej aukcji TLTRO z Europejskiego Banku Centralnego.

## Wydarzenia tygodnia

### „Gołębia” podwyżka stóp w USA

Amerykańska Rezerwa Federalna podniosła stopy procentowe o 25 bps, w wyniku czego główna stopa funduszy federalnych wynosi obecnie 0,75-1,00%, co było decyzją zgodną z oczekiwaniami. Nieco odmienna od oczekiwań była wymowa komunikatu i komentarze prezesa J. Yellen, które okazały się nieco bardziej łagodne i wyeliminowały możliwość silniejszej skali zacieśnienia monetarnego w stosunku do prognoz z grudnia. Z zaktualizowanego wykresu dot-plot wynika, iż głównym scenariuszem na ten rok wciąż pozostają łącznie trzy podwyżki stóp w tym roku oraz dalsze zacieśnianie w wymiarze 75 bps w latach 2018 i 2019, podczas gdy po ostatnich wypowiedziach przedstawicieli Fed, część inwestorów zaczęła wyceniać scenariusz czterech podwyżek stóp w tym roku. Fed stwierdził w komunikacie, że warunki w gospodarce będą rozwijały się w kierunku, który uzasadnia stopniowe podwyżki stóp procentowych. Zdaniem prezesa J. Yellen 3 podwyżki rocznie zaliczają się do stopniowego podnoszenia stóp. Taki też jest aktualnie najbardziej prawdopodobny scenariusz na stopy procentowe w USA.

### Inflacja coraz bliżej celu NBP

Inflacja w lutym wyniosła 2,2% r/r, co było wynikiem nieco wyższym od konsensusu rynkowego na poziomie 2,1% r/r. Zgodnie z przypuszczeniami zrewidowane w dół zostały dane za styczeń, kiedy wskaźnik CPI wyniósł 1,7% r/r wobec 1,8% r/r szacowanych pierwotnie. Podobnie jak w miesiącach poprzednich wzrost inflacji jest skutkiem niskiej bazy statystycznej, szczególnie w przypadku cen paliw (+21,2% r/r), a także rosnących cen żywności (+4,3% r/r), szczególnie warzyw (+6,4% r/r). W lutym wzrosły wszystkie liczone przez NBP miary inflacji bazowej i wszystkie znajdują się na dodatnich poziomach. Najważniejsza z nich, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł 0,3% r/r wobec 0,2% r/r w styczniu. W najbliższych miesiącach wzrost inflacji będzie kontynuowany, choć według naszych szacunków potencjał do dalszego wzrostu inflacji wyczerpuje się i w naszej ocenie wskaźnik CPI nie przekroczy na trwałe celu inflacyjnego.

### Czynniki kalendarzowe ograniczyły wzrost produkcji w lutym

Wzrost produkcji przemysłowej wyhamował w lutym do 1,2% r/r z 9,0% r/r w styczniu. Spadek tempa wzrostu produkcji był spodziewany i wiąże się z negatywnym wpływem czynnika kalendarzowego i mniejszą liczbą dni roboczych. Eliminując wpływ czynników sezonowych wzrost produkcji wręcz przyspieszył i wyniósł 4,8% r/r wobec 4,1% r/r w styczniu.

## Ubiegły tydzień na rynkach finansowych

Każda z sesji ubiegłego tygodnia - w mniejszym, bądź większym zakresie - kończyła się umocnieniem złotego w relacji do euro. W rezultacie na koniec omawianego okresu kurs EUR/PLN wyznaczył poziom 4,2750 tj. minimum z początku marca. Wydarzeniem tygodnia było posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej oraz wyniki wyborów parlamentarnych w Holandii. Wynik posiedzenia Rezerwy Federalnej wyraźnie wpłynął natomiast na notowania pary USD/PLN, która poziomem 3,9788 ustanowiła minimum z początku lutego.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2801	-1,4%
USD/PLN	3,9802	-2,2%
CHF/PLN	3,9915	-1,1%
EUR/USD	1,0754	0,8%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	2,12	-1
5Y	3,08	1
10Y	3,75	3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	2,01	-2
5Y	2,58	1
10Y	3,09	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,46	1
US 10Y	2,51	-6

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG 30	2625,6	1,4
S&P 500	2378,3	0,2
Nikkei 225	19521,6	-0,4

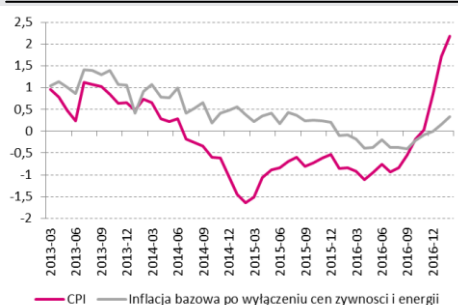
Źródło: Reuters

Dane z dnia dzisiejszego godz. 9.00 i zmiany tygodniowe

Millennium  
bank

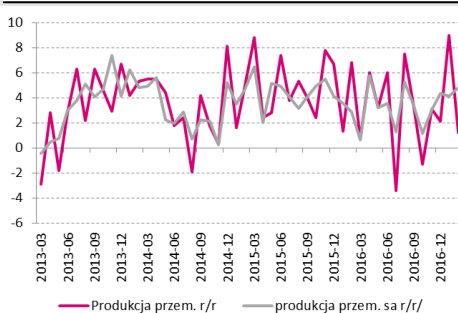
## Gospodarka polska

## Inflacja CPI i bazowa [% , r/r]



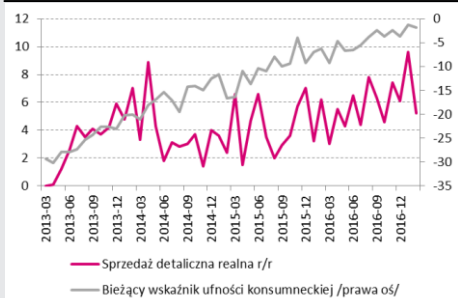
Źródło: Datastream

## Dynamika produkcji przemysłowej [% , r/r]



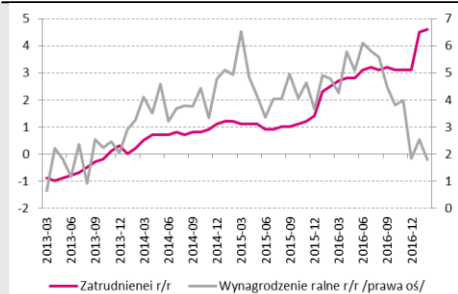
Źródło: Datastream

## Sprzedaż detaliczna [% , r/r] i BWUK [pkt.]



Źródło: Datastream

## Wynagrodzenie i zatrudnienie [% , r/r]



Źródło: Datastream

## Inflacja coraz bliżej celu NBP

Inflacja w lutym wyniosła 2,2% r/r, co było wynikiem nieco wyższym od konsensusu rynkowego na poziomie 2,1% r/r. Zgodnie z przypuszczeniami zrewidowane w dół zostały dane za styczeń, kiedy wskaźnik CPI wyniósł 1,7% r/r wobec 1,8% r/r szacowanych pierwotnie. Korekta danych styczniowych jest następstwem rewizji koszyka inflacyjnego, który będzie wykorzystywany do liczenia inflacji w tym roku. Podobnie jak w miesiącach poprzednich wzrost inflacji jest skutkiem niskiej bazy statystycznej, szczególnie w przypadku cen paliw (+21,2% r/r), a także rosnących cen żywności (+4,3% r/r), szczególnie warzyw (+6,4% r/r). Rosnące ceny warzyw to m.in. efekt niekorzystnych warunków pogodowych w basenie Morza Śródziemnego co spowodowało wyższe ceny importowanych warzyw. Presja popytowa również się zwiększa, jednak pozostaje na niskim poziomie. W lutym wzrosły wszystkie liczone przez NBP miary inflacji bazowej i wszystkie znajdują się na dodatnich poziomach. Najważniejsza z nich, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł 0,3% r/r wobec 0,2% r/r w styczniu. Na najwyższym poziomie jest natomiast wskaźnik CPI po wyłączeniu cen administrowanych, który wyniósł 2,4% r/r. W najbliższych miesiącach wzrost inflacji będzie kontynuowany, choć według naszych szacunków potencjał do dalszego wzrostu inflacji wyczerpuje się i w naszej ocenie wskaźnik CPI nie przekroczy na trwałe celu inflacyjnego. Dane te nie zmieniają naszych oczekiwań co do polityki pieniężnej. Członkowie RPP wielokrotnie podkreślali, że wzrost inflacji ma charakter podaży i krajowa polityka pieniężna nie ma na niego wpływu. Z tego powodu RPP nie będzie reagowała na bieżący wzrost inflacji. Podtrzymujemy zatem nasz scenariusz zakładający stabilizację stóp procentowych w tym roku.

## Czynniki kalendarzowe ograniczyły wzrost produkcji w lutym

Wzrost produkcji przemysłowej wyhamował w lutym do 1,2% r/r z 9,0% r/r w styczniu. Spadek tempa wzrostu produkcji był spodziewany i wiąże się z negatywnym wpływem czynnika kalendarzowego i mniejszą liczbą dni roboczych. Eliminując wpływ czynników sezonowych wzrost produkcji wręcz przyspieszył i wyniósł 4,8% r/r wobec 4,1% r/r w styczniu. W stosunku do lutego ub. roku wzrost produkcji sprzedanej odnotowano w 15 spośród 34 działów przemysłu, a największy w produkcji pozostałego sprzętu transportowego (+32,9% r/r) i w naprawie, konserwacji i instalowaniu maszyn i urządzeń (+10,3% r/r). Po bardzo dobrych wynikach stycznia nastąpił powrót na bardziej zrównoważoną ścieżkę wzrostu produkcji przemysłowej, co sugerują też odczyty indeksu PMI, który po wzroście w lutym do 2-letniego maksimum obniżył się nieznacznie. Do spadków powróciła też produkcja budowlano-montażowa, która w lutym była o 5,4% niższa niż przed rokiem. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa ukształtowała się na poziomie niższym o 5,0% niż w analogicznym miesiącu ub. roku i o 2,8% w porównaniu ze styczniem br. Spośród firm budowlanych najmniejszy spadek produkcji zanotowały firmy zajmujące się wznoszeniem budynków.

## Dalsze wzrosty sprzedaży detalicznej

Nieco słabsze od oczekiwań były także dane o sprzedaży detalicznej, która wzrosła w lutym o 7,3% r/r w ujęciu nominalnym i 5,2% r/r w ujęciu realnym. Dodatnią dynamikę zanotowały wszystkie kategorie sprzedaży, co oznacza fundamentalny charakter zmian konsumpcji. Wzrost dochodów gospodarstw domowych, wsparty ich dobrymi nastrojami będzie sprzyjał utrzymaniu zwyżek konsumpcji. Wzrost inflacji i ustąpienie efektu bazy po wprowadzeniu programu Rodzina 500+ wpłynęły jednak na jej nieznaczne wyhamowanie w drugiej połowie roku. nie zmienia to jednak faktu, że konsumpcja prywatna pozostanie głównym motorem PKB w tym roku.

## Utrzymanie pozytywnych tendencji na rynku pracy

Luty przyniósł utrzymanie pozytywnych trendów na rynku pracy. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w minionym miesiącu o 4,6% r/r wobec 4,5% r/r w styczniu. W samym lutym zatrudnienie zwiększyło się o 16,5 tys. etatów, co jest najlepszym wynikiem lutego od 2008r. Potwierdza to dobrą sytuację na rynku pracy, czemu dodatkowo mogły pomóc korzystne warunki pogodowe i odbudowa koniunktury w budownictwie. Dane te spójne są z publikowanymi obecnie danymi wskazującymi na utrzymujący się wzrost popytu na pracę, widoczny też w badaniach koniunktury.

### Utrzymanie umiarkowanej presji płacowej

Poprawiającej się sytuacji na rynku pracy towarzyszy umiarkowana presja płacowa. Dynamika wynagrodzenia wyhamowała nieznacznie do 4,0% r/r z 4,3% r/r w styczniu, co było wynikiem bliskim naszym oczekiwaniom. W ujęciu realnym natomiast wzrost płac wyhamował do 1,8% r/r z 2,4% r/r, najniżej od sierpnia 2008. Wskazuje to wyraźnie, że przyspieszająca inflacja negatywnie wpływa na realne dochody gospodarstw domowych. Fundusz płac natomiast, będący złożeniem zmian zatrudnienia i wynagrodzeń wzrósł realnie o 6,5% r/r wobec 7,1% r/r w styczniu. Z tego punktu widzenia rynek pracy w Polsce wciąż stanowi wsparcie dla konsumpcji i wzrostu gospodarczego.

### Wysoka nadwyżka na rachunku bieżącym w styczniu

Znacznie lepsze od oczekiwań były natomiast dane o bilansie płatniczym. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wyniosła w styczniu 2,457 mld EUR wobec deficytu 533 mln EUR w grudniu ubiegłego roku. Wynik ten był znacznie lepszy od oczekiwań, głównie dzięki znacznie wyższej nadwyżce na rachunku dochodów pierwotnych w związku z wyższymi niż zakładaliśmy napływami środków unijnych, głównie w ramach Wspólnej Polityki Rolnej. Dane o eksporcie i imporcie wskazały na wyraźne przyspieszenie wolumenów wymiany handlowej, co wpisuje się w dobre dane o produkcji przemysłowej i konsumpcji w styczniu. Eksport wzrósł w styczniu o 13,8% r/r natomiast import o 16,0% r/r. saldo wymiany towarów wykazało natomiast nadwyżkę o 225 mln EUR wobec deficytu 151 mln EUR w grudniu.

### Dalsze przyspieszenie inflacji PPI

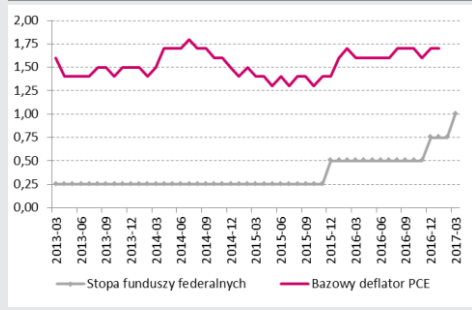
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły w lutym o 4,4% r/r po wzroście o 4,0% r/r w styczniu a inflacja PPI była zgodna z naszymi oczekiwaniami. W porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku odnotowano bardzo solidny wzrost cen w górnictwie (o 30% r/r) za sprawą wzrostu cen surowców na rynkach światowych, który jest odpowiedzialny za przyspieszenie inflacji w ostatnich miesiącach. Ceny w przetwórstwie wzrosły o 3,7% r/r.

### Dalsze wyhamowanie M3

Podaż pieniądza M3 była w lutym o 8,2% wyższa niż przed rokiem po wzroście o 8,5% r/r w styczniu. W lutym br. podaż pieniądza M3 zwiększyła się o 4,4 mld PLN, do czego przyczynił się wzrost depozytów gospodarstw domowych (o 6,3 mld PLN) oraz samorządów (o 4,7 mld PLN) przy jednoczesnym wyraźnym spadku depozytów przedsiębiorstw (o 5,3 mld PLN). Dane za ostatnie miesiące pokazują wyraźne spowolnienie kreacji pieniądza.

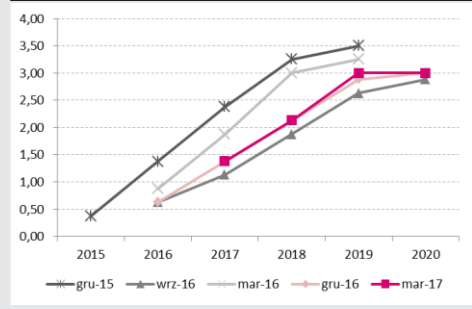
## Gospodarki zagraniczne

## Polityka pieniężna Fed [%,% r/r]



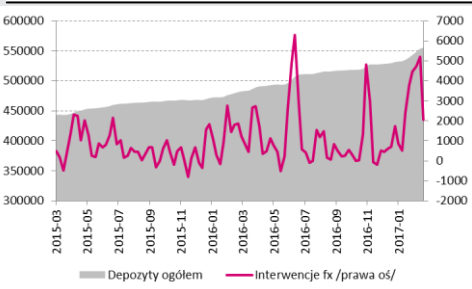
Źródło: Datastream

## Mediana oczekiwań członków FOMC [%]



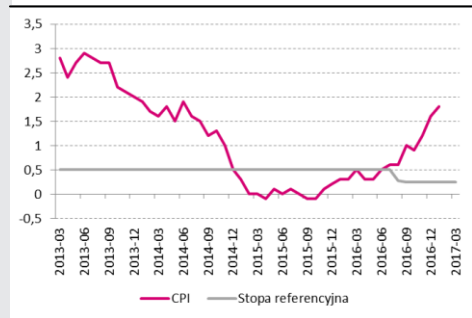
Źródło: Macrobond

## Cotygodniowe interwencje SNB [mld CHF]



Źródło: Datastream

## Polityka pieniężna w UK [%,% r/r]



Źródło: Datastream

## „Gołębia” podwyżka stóp w USA

Amerykańska Rezerwa Federalna podniosła stopy procentowe o 25 bps, w wyniku czego główna stopa funduszy federalnych wynosi obecnie 0,75-1,00%, co było decyzją zgodną z oczekiwaniami. Nieco odmienna od oczekiwań była wymowa komunikatu i komentarze prezes J. Yellen, które okazały się nieco bardziej łagodne i wyeliminowały możliwość silniejszej skali zacieśnienia monetarnego w stosunku do prognoz z grudnia. Z zaktualizowanego wykresu dot-plot wynika, iż głównym scenariuszem na ten rok wciąż pozostają łącznie trzy podwyżki stóp w tym roku oraz dalsze zacieśnianie w wymiarze 75 bps w latach 2018 i 2019, podczas gdy po ostatnich wypowiedziach przedstawicieli Fed, część inwestorów zaczęła wyceniać scenariusz czterech podwyżek stóp w tym roku. Fed stwierdził w komunikacie, że warunki w gospodarce będą rozwijały się w kierunku, który uzasadnia stopniowe podwyżki stóp procentowych. Zdaniem prezes J. Yellen trzy podwyżki rocznie zaliczają się do stopniowego podnoszenia stóp. Taki też jest aktualnie najbardziej prawdopodobny scenariusz na stopy procentowe w USA.

## Niezmieniona polityka SNB

Bank centralny Szwajcarii utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, co było decyzją zgodną z oczekiwaniami. Cel dla 3-miesięcznej stawki LIBOR wynosi nadal -1,25% do -0,25%. Bank centralny zapewnił również, iż pozostanie aktywny na rynku finansowym, jeśli wystąpi taka konieczność. Oznacza to, iż szwajcarskie władze monetarne będą kontynuowały interwencje walutowe powstrzymujące przed nadmierną aprecjacją szwajcarskiej waluty. W kolejnych miesiącach stopy procentowe powinny pozostać na rekordowo niskim poziomie.

## Wyniki wyborów parlamentarnych w Holandii

Wybory w Holandii wygrała partia Partia Ludowa na rzecz Wolności i Demokracji (VVD) obecnego premiera Ruttego, zdobywając 33 mandaty. Mniejsze niż wskazywały sondaże poparcie uzyskała natomiast populistyczna, antyislamska i antyunijna Partia na rzecz Wolności (PVV) G. Wildersa zdobyła 20 mandatów. Jest to pozytywna informacja z punktu widzenia rynków finansowych, gdyż wskazuje na powstrzymanie zwyczajnego poparcia dla partii populistycznych, co może być istotne z punktu widzenia nadchodzących wyborów prezydenckich we Francji i poparcia populistycznej kandydatki M. Le Pen. Biorąc pod uwagę silne rozdrobnienie partii w holenderskim parlamencie, proces budowy koalicji może nie być łatwy.

## Bank Anglii nie zmienił stóp procentowych

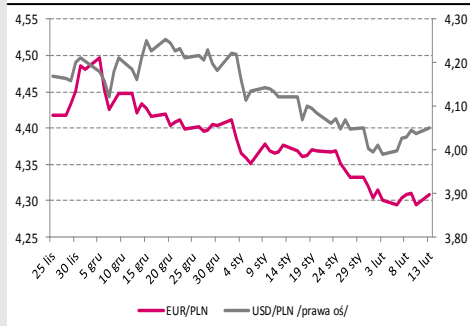
Bank Anglii utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, co było decyzją zgodną z oczekiwaniami. Benchmarkowa stopa procentowa repo wynosi nadal 0,25%. Zgodna z oczekiwaniami była też decyzja o utrzymaniu na dotychczasowym poziomie wartości zakupu aktywów - na poziomie 435 mld funtów.

## Theresa May może formalnie rozpocząć Brexit

Obie izby brytyjskiego parlamentu przyjęły w ubiegły poniedziałek ustawę upoważniającą premier Theresę May do rozpoczęcia negocjacji w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Szefowa rządu planuje uruchomić proces Brexitu 29 marca. Wcześniej Izba Gmin odrzuciła zgłoszone przez Izbę Lordów poprawki do ustawy, które gwarantowały prawa obywateli UE mieszkających w Wielkiej Brytanii po wyjściu z Unii i dawały posłom prawo weta wobec warunków Brexitu. Kwestia przyszłości imigrantów zostanie jednak poruszona jako pierwszy temat, gdy rozpoczną się negocjacje pomiędzy rządem w Londynie a Unią Europejską. Obie strony podkreślają, że zależy im na szybkim osiągnięciu porozumienia w tej sprawie.

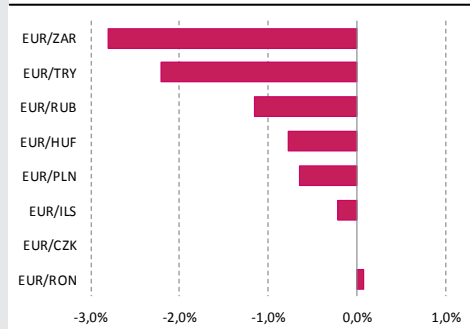


## Kursy USD/PLN i EUR/PLN



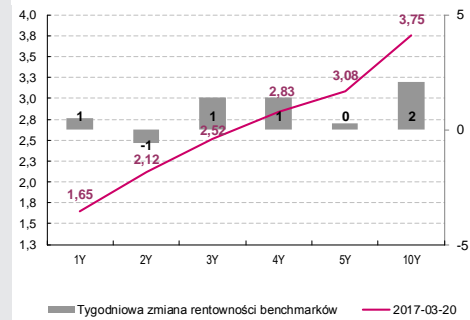
Źródło: Reuters

## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



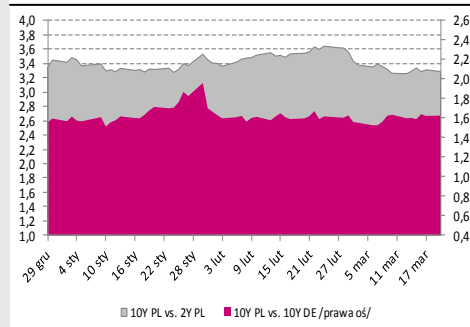
Źródło: Reuters

## Rentowności obligacji krajowych [%]



Źródło: Reuters

## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW



Źródło: Reuters

## Rynek krajowy - FX i stopa procentowa

### Rynek walutowy - PLN

Każda z sesji ubiegłego tygodnia - w mniejszym, bądź większym zakresie - kończyła się umocnieniem złotego w relacji do euro. W rezultacie na koniec omawianego okresu kurs EUR/PLN wyznaczył poziom 4,2750 tj. minimum z początku marca. Wydarzeniem tygodnia było posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej oraz wyniki wyborów parlamentarnych w Holandii. Mimo, iż oba wydarzenia były pozytywne dla bardziej ryzykownych aktywów - Fed zdecydował się na tzw. dovish hike, a porażkę w wyborach poniosła eurosceptyczna partia - to wrażliwość polskiej waluty na te wydarzenia była niewielka. Złoty kontynuował po prostu trend z początku ubiegłego tygodnia nie zważając na impulsy z zewnątrz. Wynik posiedzenia Rezerwy Federalnej wyraźnie wpłynął natomiast na notowania pary USD/PLN, która poziomem 3,9788 ustanowiła minimum z początku lutego.

### Obligacje PL

Na krajowym rynku długu wydarzeniem minionego tygodnia było uruchomienie przez Polskę emisji 10-letnich obligacji o wartości jednego miliarda euro z wyceną 55 punktów bazowych powyżej średniej swapowej oraz ponowne otwarcie emisji papierów zapadających w 2036 roku o wartości 500 milionów euro z wyceną 83 punktów bazowych powyżej średniej swapowej. Na rynku wtórnym natomiast omawiany okres był czasem stabilizacji notowań wzdłuż całej krzywej. Największa zmiana dochodowości wyniosła 3 bps i dotyczyła 10-latek, które zakończyły tydzień na poziomie 3,75%. Niewielkiej aktywności sprzyjało zachowanie rynków bazowych, w szczególności rynku niemieckiego. Krajowe dane, w tym te o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej, nie miały znaczenia dla wyceny SPW.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Prawdopodobna stabilizacja notowań złotego z uwagi na ubogie kalendarium danych makroekonomicznych oraz wyhamowanie dość dynamicznego trendu ubiegłotygodniowego, przejście w trend boczny, poziom 4,2670 barierą przed ewentualną aprecjacją.
USD/PLN	↑	Początek tygodnia może przynieść próbę niżki eurodolara, a tym samym możliwość krótkoterminowej korekty w ostatnim spadkowym trendzie USD/PLN, wypowiedzi przedstawicieli Fed mogą wpływać na sentyment inwestycyjny, choć po ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed wpływ komentarzy będzie mniejszy.
PL 10Y (%)	↓	Stabilizacja notowań na minimach ze stycznia. Sprawna realizacja potrzeb pożyczkowych powinna neutralizować ewentualne negatywne informacje. Czynnikiem wspierającym stabilizację notowań będzie czwartkowa aukcja. Krótki koniec wspierający łagodnymi wypowiedziami członków RPP, co skutkuje wystromieniem krzywej SPW.

## Rynki bazowe - FX i stopa procentowa

### Rynek walutowy

Wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej zdecydował o kierunku notowań eurodolara w minionym tygodniu, a prawdopodobnie także o nastrojach na rynkach globalnych w nadchodzących dniach. Mimo, iż rynek stopy procentowej wskazywał niemal trzy podwyżki stóp procentowych w tym roku - czyli jak potwierdził wykres dot-plot scenariusz zbieżny z konsensem Fed - to część inwestorów pozycjonowała się pod bardziej agresywną skalę zacieśniania polityki pieniężnej w tym roku w USA. To właśnie rozczarowanie tej grupy inwestorów obok wyników parlamentarnych w Holandii wskazujących na większe niż sądzono poparcie dla euroentuzjastów stanowiło o dynamicznym wzroście notowań eurodolara w reakcji na posiedzenie. W szybkim tempie kurs EUR/USD zwiększył o blisko 1,5 centa do poziomu 1,07 tj. miesięcznego maksimum i w kolejnych dniach kontynuował wzrost. Zdecydowanie mniejszy wpływ na rynki miały ubiegłotygodniowe posiedzenia pozostałych banków centralnych. Zgodnie z oczekiwaniami, a przez to bez większych emocji zakończyło się posiedzenie banku centralnego Szwajcarii. SNB podtrzymał swoją gotowość do interwencji walutowych i powtórzył swoją ocenę o przewartościowaniu franka. Nieco ciekawszy przebieg miało posiedzenie Banku Anglii. Mimo, iż parametry polityki pieniężnej zostały utrzymane, to w ocenie inwestorów bank zasugerował możliwość zacieśniania monetarnego w nieodległej przyszłości.

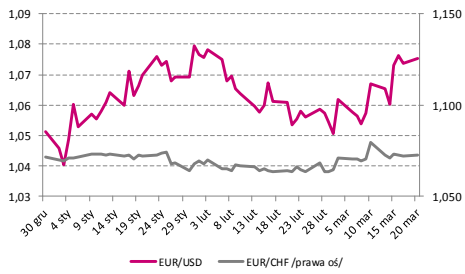
### Obligacje bazowe

Na rynku obligacji bazowych miniony tydzień był relatywnie spokojnym okresem. W przypadku Bunda oznaczało to stabilizację na poziomie 0,44% przez cały ubiegły tydzień natomiast Treasuries zmniejszały w rentowności do 2,50% z 2,56% obserwowanych na otwarciu w miniony poniedziałek, co w świetle rozczarowania posiedzeniem Fed należy uznać za ograniczoną zmienność rynków.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

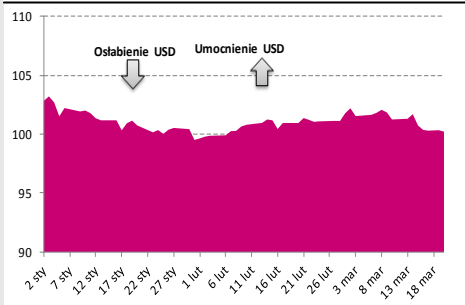
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/USD	↓	Możliwy powrót do spadków eurodolara - z pierwszym testem na poziomie 1,07 - w ślad za wytraceniem impetu przez dotychczasowy wzrost notowań eurodolara i dotarcie na gruncie analizy technicznej do poziomów oporu, prawdopodobnie jastrzębia retoryka wystąpień członków Fed powinna sprzyjać, choć w umiarkowanym zakresie, aprecjacji amerykańskiej waluty w tym tygodniu,
10Y DE (%)	↑	Bund prawdopodobnie kontynuować będzie trend boczny, w szczególności, iż kalendarium wydarzeń tego tygodnia jest wyjątkowo ubogie. Czynnikiem wywołującym zmienność może okazać się czwartkowy, ostatni przetarg TLTRO z Europejskiego Banku Centralnego,
10Y US (%)	↑	Powrót do umiarkowanych wzrostów rentowności w przypadku gdyby członkowie Fed utrzymali w swoich wypowiedziach kierunek zaostreżenia polityki pieniężnej.

### Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



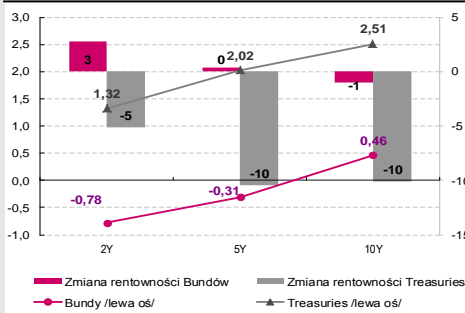
Źródło: Reuters

### Indeks dolarowy



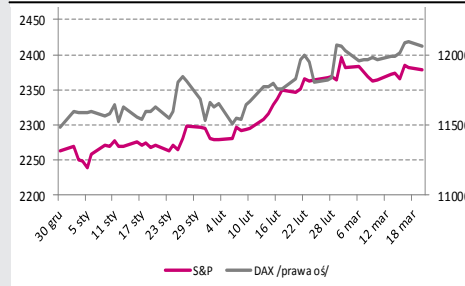
Źródło: Reuters

### Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Reuters

### Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Reuters

## Kurs EUR/PLN

### Analiza techniczna

- Kurs EUR/PLN kontynuuje notowania w ramach obowiązującego kanału,
- Zakres potencjalnego umocnienia złotego - przynajmniej w przypadku RSI - jest jednak ograniczony, gdyż wskaźnik jest bliski poziomom wyprzedania rynku,
- Dodatkowym czynnikiem, który powinien hamować spadek wartości polskiej waluty jest bliskość poziomu 4,2674 tj. minimum z października ubiegłego roku.

Wsparcie/Opór	
O2	4,3434
O1	4,3150
W1	4,2673
W2	4,2307



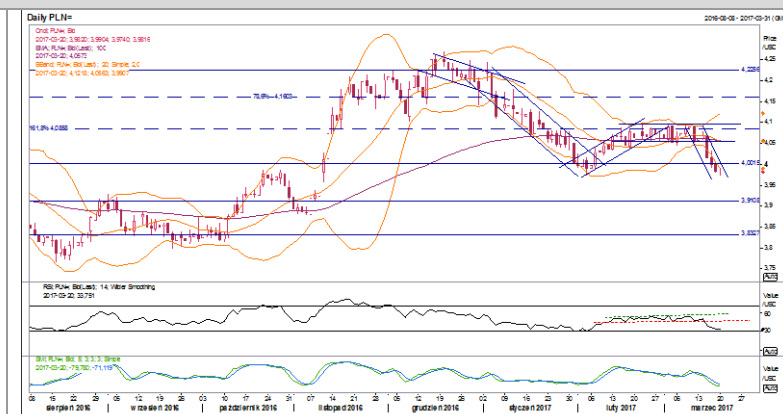
Źródło: Reuters; interwał dzienny

## Kurs USD/PLN

### Analiza techniczna

- Notowania pary USD/PLN wybiły się dołem z trendu horyzontalnego i osiągnęły najniższy od lutego poziom,
- Kurs zniżkował poniżej psychologicznej bariery 4,00
- Zarówno oscylator stochastyczny jak i RSI nie generują sygnałów transakcyjnych. Wskazują jedynie na ograniczone możliwości kontynuacji dotychczasowych trendów.

Wsparcie/Opór	
O2	4,0667
O1	4,0015
W1	3,9694
W2	3,9274



Źródło: Reuters; interwał dzienny

## Kurs EUR/USD

### Analiza techniczna

- Kurs EUR/USD wybił się górą z kanału spadkowego osiągając najwyższy od końca stycznia poziom,
- Wskaźnik RSI porusza się natomiast blisko poziomów wykupienia,
- Podobnie jak oscylator stochastyczny, który mimo, iż wygenerował sygnał kupna euro, to zakres potencjalnego ruchu jest ograniczony,
- Czynnikiem ograniczającym ewentualny spadek jest natomiast 100-dniowa średnia ruchoma zlokalizowana na 1,0699
- Kurs EUR/USD porusza się powyżej chmury Ichimoku, blisko poziomu górnej wstęgi Bollingera.

Wsparcie/Opór	
O2	1,0854
O1	1,0788
W1	1,0554
W2	1,0493



Źródło: Reuters; interwał dzienny

## DANE I PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17*
<b>Produkcja przemysłowa (r/r)</b>	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,1	2,1	9,0	1,2
dane odsezonowane	3,5	1,3	5,3	3,3	1,2	3,0	4,4	4,1	4,8
<b>Produkcja budowlana(r/r)</b>	-13,0	-18,8	-20,5	-15,3	-20,1	-12,8	-8,0	2,1	-5,4
dane odsezonowane	-14,2	-14,7	-20,7	-15,7	-16,9	-11,4	-7,7	-2,6	-5,0
<b>Zatrudnienie w sek. przeds. (r/r)</b>	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6
<b>Place w sek. przeds. (r/r)</b>	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0
<b>Stopa bezrobocia</b>	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5
<b>Saldo CA (mln EUR)</b>	-723	-993	-739	-445	-531	-188	-533	2457	-
<b>CPI (r/r)</b>	-0,8	-0,9	-0,8	-0,6	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2
<b>Inflacja bazowa (r/r)</b>	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3
<b>PPI (r/r)</b>	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,4
<b>Podaż pieniądza M3 % (r/r)</b>	11,4	10,7	10,1	9,4	8,7	9,7	9,6	8,5	8,2
<b>Stopa referencyjna</b>	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
<b>WIBOR 1M</b>	1,65	1,65	1,65	1,65	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
<b>WIBOR 3M</b>	1,71	1,71	1,71	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73
<b>Obligacja 2-letnia</b>	1,66	1,64	1,64	1,77	1,81	1,96	2,04	2,19	2,22
<b>Obligacja 5-letnia</b>	2,24	2,29	2,15	2,35	2,51	2,87	2,89	3,17	3,13
<b>Obligacja 10-letnia</b>	2,91	2,88	2,77	2,92	3,10	3,65	3,63	3,89	3,82
<b>EUR/PLN</b>	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31
<b>USD/PLN</b>	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07
<b>EUR/USD</b>	1,11	1,12	1,12	1,12	1,10	1,06	1,05	1,08	1,06

## Dane i prognozy kwartalne

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

\* 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)
03/17	11:00	Bilans handlowy SA	EU	Styczeń	24.5b	15.7b	22.0b
03/17	11:00	Bilans handlowy NSA	EU	Styczeń	28.1b	-0.6b	
03/17	14:00	Produkcja sprzedana przemysłu r/r	Polska	Luty	9.0%	1.2%	2.7%
03/17	14:00	Inflacja PPI r/r	Polska	Luty	4.1%	4.4%	4.6%
03/17	14:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Luty	11.4%	7.3%	8.3%
03/17	14:15	Produkcja przemysłowa m/m	USA	Luty	-0.3%	0.0%	0.2%
03/17	15:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Marzec	96.3	97.6	97.0
03/20	08:00	Inflacja PPI r/r	Niemcy	Luty	2.4%	3.1%	3.2%
03/22	10:00	Saldo rachunku bieżącego NSA	EU	Styczeń	47.0b		
03/22	12:00	Liczba podań o kredyt hipoteczny MBA	USA		3.1%		
03/22	15:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Luty	5.69m		5.58m
<b>03/23</b>	<b>10:00</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>Polska</b>	<b>Luty</b>	<b>8.6%</b>		<b>8.6%</b>
03/23	13:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA		241k		240k
03/23	14:00	Opis posiedzenia banku centralnego	Polska				
03/23	15:00	Sprzedaż nowych domów	USA	Luty	555k		565k
03/24	09:30	Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Marzec	56.8		56.5
03/24	09:30	Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Marzec	54.4		54.5
03/24	10:00	Wstępny PMI w przemyśle	EU	Marzec	55.4		55.3
03/24	10:00	Wstępny PMI w usługach	EU	Marzec	55.5		55.3
03/24	13:30	Zamówienia na dobra trwałe	USA	Luty	2.0%		1.0%
03/24	14:45	Wstępny PMI w przemyśle	USA	Marzec	54.2		54.8
03/27	10:00	Podaż pieniądza M3 r/r	EU	Luty	4.9%		
03/27	10:00	IFO	Niemcy	Marzec	111.0		
03/27	04/03	Sprzedaż detaliczna r/r	Niemcy	Luty	2.3%		

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