

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

22 maja 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 jest niezwykle bogaty w istotne wydarzenia. Za najważniejsze uznajemy publikację minutes z majowego posiedzenia Fed. Z uwagi na niedawne wypowiedzi części przedstawicieli Rezerwy Federalnej, co do możliwej zbyt agresywnej ścieżki podwyżek stóp procentowych w tym roku przy słabszych danych makro pomoże zbudować rynkowy konsensus przed czerwcowym posiedzeniem. Istotne będą również drugi szacunek amerykańskiego PKB, szczegóły budżetu USA na przyszły rok oraz decyzja OPEC w sprawie przedłużenia cięć wydobycia.

Wydarzenia tygodnia

Bardzo dobry Q1 w polskiej gospodarce

Według wstępnego szacunku GUS wzrost gospodarczy przyspieszył w 1Q br. do 4,0% r/r z 2,5% r/r w 4Q 2016, co było wynikiem bliskim oczekiwaniom. Nieznacznie wyhamowała natomiast dynamika PKB w ujęciu kwartalnym po odsezonowaniu, która wyniosła 1,0% wobec 1,7% w 4Q 2016. Szacunek GUS ma charakter wstępny i nie została podana struktura wzrostu gospodarczego. Na podstawie danych miesięcznych można jednak przypuszczać, że głównym motorem wzrostu była konsumpcja prywatna. Odbudowie wzrostu sprzyjało też odbicie inwestycji, których dynamika prawdopodobnie powróciła do dodatnich poziomów. W naszej ocenie w całym bieżącym roku wzrost gospodarczy zbliży się do 4%.

Statystyczne wyhamowanie produkcji przemysłowej w kwietniu

Produkcja przemysłu spadła w kwietniu o 0,6% r/r wobec wzrostu o 11,1% r/r w marcu. Słabsze wyniki kwietnia nie są zaskoczeniem, ponieważ niekorzystnie na odczyt oddziaływała mniejsza niż przed rokiem liczba dni roboczych. W danych za marzec natomiast efekt kalendarzowy działał pozytywnie. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja przemysłu wzrosła w solidnym tempie 4,0% r/r, choć wyhamowała wyraźnie w stosunku do marca, kiedy ten wzrost wyniósł 8,1% r/r. Początek drugiego kwartału przyniósł zatem nieznaczne wyhamowanie koniunktury, choć w dalszym ciągu utrzymuje się ona na wysokim poziomie.

Wyhamowanie wzrostu sprzedaży detalicznej w kwietniu

Wyhamowała też dynamika sprzedaży detalicznej, która w kwietniu wyniosła w ujęciu realnym 6,7% r/r wobec 7,9% r/r w marcu. Mniejsza liczba dni handlowych zneutralizowała korzystny efekt Świąt Wielkanocnych, które w tym roku przypadły na kwiecień powodując silny wzrost sprzedaży żywności. Perspektywy konsumpcji pozostają dobre. Po wyraźnej poprawie koniunktury w 1Q tego roku kolejne miesiące powinny przynieść jej utrzymanie, choć przy braku nowych impulsów popytowych dalsze wyraźne przyspieszenie dynamiki PKB będzie trudne.

RPP utrzymała stopy i wymowę komunikatu

Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, utrzymując stopę referencyjną na 1,50%. Rada podtrzymała nieformalne neutralne nastawienie w polityce pieniężnej, nie widać też znaczących zmian w wymowie komunikatu. Podtrzymujemy naszą ocenę, że Rada utrzyma niezmienną stopy procentowe do połowy przyszłego roku.

Ubiegły tydzień na rynkach finansowych

Początek ubiegłego tygodnia to przede wszystkim reakcja na - opublikowaną w piątek po zamknięciu rynków - decyzję Moody's. Agencja utrzymała rating Polski na poziomie A2 oraz - co było pewnym zaskoczeniem - podniosła jego perspektywę do stabilnej z negatywnej. Reakcją złotego było umocnienie i zejście notowań w okolice - już kolejnego dnia - poziomu 4,16 tj. minimum z sierpnia 2015 roku. Za sprawą zmian na rynkach globalnych ciekawy przebieg miały notowania pozostałych par złotych. Kurs USD/PLN na poziomie 3,74 ustanowił 13-miesięczne minimum.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1922	-0,4%
USD/PLN	3,7485	-2,3%
CHF/PLN	3,8494	0,1%
EUR/USD	1,1183	1,9%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,94	-4
5Y	2,78	-5
10Y	3,36	1

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,95	-2
5Y	2,41	0
10Y	2,87	2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,38	-3
US 10Y	2,25	-9

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG 30	2678,2	-1,6
S&P 500	2381,7	-0,4
Nikkei 225	19678,3	-1,0

Źródło: Reuters

Dane z dnia dzisiejszego godz. 9.00 i zmiany tygodniowe

Gospodarka polska

Bardzo dobry Q1 w polskiej gospodarce

Według wstępnego szacunku GUS wzrost gospodarczy przyspieszył w 1Q br. do 4,0% r/r z 2,5% r/r w 4Q 2016, co było wynikiem bliskim oczekiwaniom. Nieznacznie wyhamowała natomiast dynamika PKB w ujęciu kwartalnym po odsezonowaniu, która wyniosła 1,0% wobec 1,7% w 4Q 2016. Szacunek GUS ma charakter wstępny i nie została podana struktura wzrostu gospodarczego. Na podstawie danych miesięcznych można jednak przypuszczać, że głównym motorem wzrostu była konsumpcja prywatna, która według naszych szacunków przyspieszyła do 4,6% r/r. Niezmiennie wsparciem dla spożycia prywatnego pozostaje dobra sytuacja na rynku pracy, rosnące dochody realne, a także optymistyczne nastroje gospodarstw domowych. Odbudowie wzrostu sprzyjało też odbicie inwestycji których dynamika prawdopodobnie powróciła do dodatnich poziomów. To w dużej mierze zasługa odbicia w zakresie inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków unijnych. Wskazywały na to wyniki produkcji budowlano-montażowej w 1Q oraz dane o napływie funduszy unijnych. W kolejnych kwartałach oczekujemy utrzymania dobrej koniunktury. Konsumpcja pozostanie głównym motorem wzrostu, choć z względu na czynniki bazowe nastąpi jej nieznaczne wyhamowanie w drugiej połowie roku. Rosnące dochody realne, w połączeniu z pozytywnymi nastrojami gospodarstw domowych będą sprzyjały utrzymaniu konsumpcji na ścieżce wzrostowej. Utrzymany powinien być także wzrost inwestycji publicznych, w tym także samorządowych w związku z rosnącą użyczą środków unijnych. Nieco większą niepewnością obciążona jest odbudowa inwestycji sektora prywatnego, jednak wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, rosnący popyt i dobra sytuacja finansowa firm powinny wspierać inwestycje. Z drugiej jednak strony niepewność co do otoczenia prawno-instytucjonalnego pozostaje czynnikiem ograniczającym skłonność sektora prywatnego do zwiększenia aktywności inwestycyjnej. Nie zmienia to jednak faktu, że w zakresie inwestycji kolejne kwartały będą przynosiły stopniową odbudowę dynamiki. W rezultacie w całym bieżącym roku wzrost gospodarczy zbliży się do 4%.

Statystyczne wyhamowanie produkcji przemysłowej w kwietniu

Produkcja przemysłu spadła w kwietniu o 0,6% r/r wobec wzrostu o 11,1% r/r w marcu. Słabsze wyniki kwietnia nie są zaskoczeniem, ponieważ niekorzystnie na odczyt oddziaływała mniejsza niż przed rokiem liczba dni roboczych. W danych za marzec natomiast efekt kalendarzowy działał pozytywnie. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja przemysłu wzrosła w solidnym tempie 4,0% r/r, choć wyhamowała wyraźnie w stosunku do marca, kiedy ten wzrost wyniósł 8,1% r/r. Początek drugiego kwartału przyniósł zatem nieznaczne wyhamowanie koniunktury, choć w dalszym ciągu utrzymuje się ona na wysokim poziomie. Kolejne miesiące powinny przynieść poprawę wyników przemysłu, co sugerują odczyty indeksu PMI za ostatnie miesiące. Rosnący popyt krajowy, a także zagraniczny powinny wspierać odbudowę produkcji przemysłowej. Szczególnie, że nowe zamówienia, w tym eksportowe utrzymują się w trendzie wzrostowym.

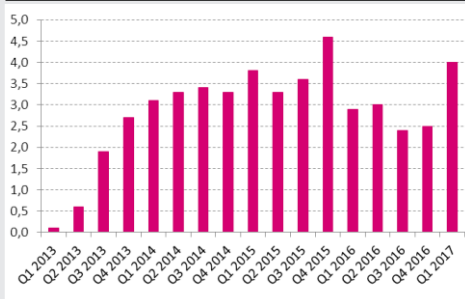
Kalendarz ograniczył wzrost produkcji budowlano-montażowej

Nieco słabsze od oczekiwań były także wyniki produkcji budowlano-montażowej, która wyhamowała do 4,3% r/r z 17,2% r/r w marcu. Także w tym wypadku niekorzystnie działał czynnik kalendarzowy, a eliminując wpływ czynników sezonowych wzrost produkcji budowlanej wyniósł 9,2% r/r. Wpisuje się to w scenariusz stopniowej odbudowy inwestycji współfinansowanych ze środków unijnych.

Wyhamowanie wzrostu sprzedaży detalicznej w kwietniu

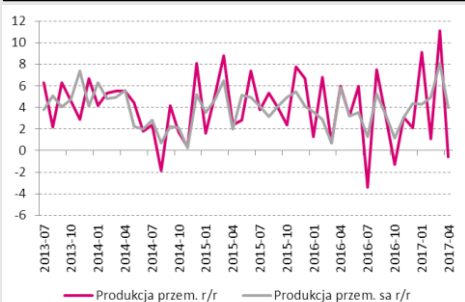
Wyhamowała też dynamika sprzedaży detalicznej, która w kwietniu wyniosła w ujęciu realnym 6,7% r/r wobec 7,9% r/r w marcu. Mniejsza liczba dni handlowych zneutralizowała korzystny efekt Świąt Wielkanocnych, które w tym roku przypadły na kwiecień powodując silny wzrost sprzedaży żywności. Nieco wyhamowała sprzedaż dóbr trwałych, szczególnie samochodów (jej dynamika była ujemna i wyniosła -5,54% r/r realnie). Perspektywy konsumpcji pozostają dobre. Po wyraźnej poprawie koniunktury w 1Q tego roku kolejne miesiące powinny przynieść jej utrzymanie, choć przy braku nowych impulsów popytowych dalsze wyraźne przyspieszenie dynamiki PKB będzie trudne.

Tempo wzrostu realnego PKB [% , r/r]



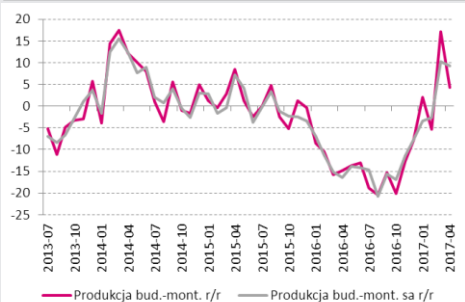
Źródło: Macrobond

Dynamika produkcji przemysłowej [% , r/r]



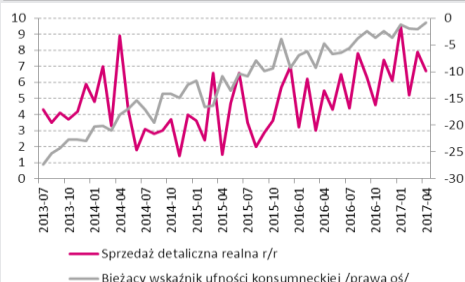
Źródło: Datastream

Dynamika produkcji bud.-montażowej [% , r/r]



Źródło: Datastream

Sprzedaż realna [% , r/r] i BWUK [pkt.]



Źródło: Datastream

RPP utrzymała stopy i wymowę komunikatu

Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, utrzymując stopę referencyjną na 1,50%. Rada podtrzymała nieformalne neutralne nastawienie w polityce pieniężnej, nie widać też znaczących zmian w wymowie komunikatu. Rada ocenia swoją sytuację jako komfortową. Wzrost PKB przyspieszył w pierwszym kwartale, a prezes NBP A. Głapiński przyznał, że zdziwiłby go w br. wzrost poniżej 4,0%. Roczna dynamika cen konsumpcyjnych, po wzroście na początku roku, ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie. Jednocześnie inflacja bazowa, pomimo stopniowego wzrostu, pozostaje niska, co wskazuje na wciąż ograniczoną presję popytową (przed miesiącem presja była oceniana jako słaba). Podobnie jak przed miesiącem, w ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego jest ograniczone, wg prezesa inflacja nie dotknie w najbliższym czasie celu 2,5%. Z jednej strony będą wygasaty efekty wcześniejszego wzrostu cen surowców, z drugiej wewnętrzna presja inflacyjna związana z poprawą krajowej koniunktury będzie się tylko stopniowo zwiększać. Prezes Głapiński powtórzył swoją wcześniejszą ocenę, że również w 2018r. może nie być potrzeby podwyżki stóp procentowych. Również członkowie RPP Grażyna Ancyparowicz i Jerzy Żyżyński obecni na konferencji po posiedzeniu nie widzą potrzeby zmiany parametrów polityki pieniężnej, gdyż w gospodarce nie nastają żadne nierównowagi. Podtrzymujemy naszą ocenę, że Rada utrzyma niezmienną stopę procentową do połowy przyszłego roku. Na ewentualne zmiany nastawienia może mieć wpływ lipcowa projekcja PKB i inflacji, a także sytuacja na rynku pracy, w szczególności w kontekście jednostkowych kosztów pracy. Obecnie Rada nie widzi jednak żadnego zagrożenia wynikającego z rynku pracy. RPP nie wydaje się też zaniepokojona przedłużającą się perspektywą utrzymywania się ujemnych stóp procentowych.

Spowolnienie wzrostu wynagrodzeń w kwietniu

Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wyhamowało w kwietniu do 4,1% r/r z 5,2% r/r w marcu. Dane były nieco gorsze od oczekiwań. Dane za marzec były zawyżone przez wypłatę premii w górnictwie. Innym czynnikiem odpowiedzialnym za wyhamowanie dynamiki w porównaniu z poprzednim miesiącem była liczba dni roboczych, która w kwietniu br. była o 2 mniejsza niż przed rokiem, po tym jak w marcu była o 1 wyższa niż w marcu 2016r. W danych o przeciętnym wynagrodzeniu widać skutki marcowych i kwietniowych podwyżek w sieciach handlowych. W naszej ocenie tempo wzrostu płac prawdopodobnie przyspieszy, w reakcji na narastające problemy ze znalezieniem pracowników i nasilenie się żądań płacowych. Jednak biorąc pod uwagę rekordowo niskie bezrobocie, wzrost płac jest umiarkowany, a w danych nie widać oznak narastania presji płacowej, zwłaszcza gdy weźmie się pod uwagę inflację, która ogranicza siłę nabywczą wynagrodzenia.

Kontynuacja wzrostów zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw

Pozytywną niespodzianką były dane o zatrudnieniu. Wzrosło ono o 4,6% r/r po wzroście o 4,5% r/r w marcu. W samym kwietniu liczba etatów w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 pracowników zwiększyła się o 9,4 tys. Roczne tempo wzrostu zatrudnienia znajduje się pod wpływem styczniowych zmian regulacyjnych, które skłoniły do przechodzenia na etaty, jednak dane za ostatni miesiąc pokazują, że firmy nie tracą zainteresowania zatrudnianiem nowych osób. Rynek pracy pozostaje wspierany dla konsumpcji, a fundusz płac w kwietniu wzrósł o 8,8% r/r nominalnie oraz 6,7% r/r realnie. Dane mogą utwierdzić RPP w zaprezentowanym na majowym posiedzeniu przekonaniu, że rynek pracy nie pokazuje obecnie żadnych zagrożeń dla stabilności cen. Z tego też powodu nie wpływają na oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w Polsce.

Równowaga w wymianie z zagranicą po Q1

Na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, w marcu odnotowano deficyt 738 mln EUR, który był większy od oczekiwań oraz od naszej prognozy na poziomie 470 mln EUR. W marcu odnotowano ujemne saldo wymiany towarowej, równe 218 mln EUR. Import towarów, wspierany przez solidny popyt krajowy (zwłaszcza konsumpcyjny) oraz rosnące w ujęciu rok do roku ceny ropy naftowej, zwiększył się o 18,9% r/r, eksport był natomiast o 14,9% wyższy niż przed rokiem. Na dynamikę eksportu wpływa dobra koniunktura w strefie euro, która jest naszym głównym partnerem handlowym oraz poszukiwanie nowych rynków zbytu. Saldo usług było tradycyjnie dodatnie, równe 1,037 mld EUR, a w marcu eksport usług kontynuował solidne wzrosty związane z tworzeniem w ostatnim czasie w naszym kraju nowych centów usługowych. Saldo

dochodów pierwotnych, równe -1,511 mld EUR, było nieco niższe niż przed rokiem, odzwierciedlając ujemne saldo dochodów z inwestycji. W ujęciu płynnego roku po Q1 2017r. saldo rachunku bieżącego wyniosło -155 mln PLN, był on więc niemal zrównoważony, po tym jak w 2016r. wyniosło -0,3% PKB. Gospodarka znajduje się więc w stanie zewnętrznej równowagi. Dane pokazują solidny napływ środków w ramach rachunku kapitałowego (głównie fundusze strukturalne UE), który w ciągu minionych 12 miesięcy wyniósł 11,4 mld PLN. W kolejnych miesiącach saldo rachunku bieżącego może się w naszej ocenie nieznacznie pogarszać, w miarę przyśpieszenia popytu krajowego i wzrostu importu, jednak pozostanie na bardzo komfortowym poziomie.

Gospodarki zagraniczne

Przyspieszenie inflacji HICP w strefie euro

Inflacja HICP w strefie euro wyniosła w kwietniu 1,9% r/r wobec 1,5% r/r w marcu. Ostateczne dane potwierdziły wstępny szacunek, a inflacja jest bardzo blisko celu ECB. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności, energii, alkoholu i tytoniu wyniosła w kwietniu 1,2% r/r wobec 0,7% r/r w marcu. W ciągu miesiąca nastąpiło przyspieszenie rocznego wzrostu cen usług, m.in. za sprawą wzrostu cen wyjazdów wakacyjnych w związku z innym niż przed rokiem terminem świąt wielkanocnych.

Utrzymanie wzrostu PKB w strefie euro

Wg wstępnego szacunku, PKB strefy euro wzrósł w Q1 2017r. o 0,5% kw/kw, tak samo jak w Q4 2016r. W ujęciu rok do roku odnotowano wzrost o 1,7%, wobec 1,8% w ostatnim kwartale ubiegłego roku

Rada Prezesów EBC za stopniową i ostrożną zmianą komunikacji z rynkiem

Z minutes z kwietniowego posiedzenia Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego wynika, że byli oni podzieleni w ocenie bilansu ryzyka dla perspektyw gospodarczych strefy euro. "Niektórzy" członkowie Rady Prezesów ocenili w kwietniu, iż bilans ryzyka dla wzrostu gospodarczego eurolandu powinien być określany jako "zasadniczo zrównoważony", podczas gdy "inni" ocenili, że w bilansie tym ciągle przeważają czynniki negatywne - wynika z protokołu. W ocenie Rady, dostosowanie ścieżki inflacji odpowiadające celowi inflacyjnemu w kwietniu było w dalszym ciągu "niewystarczające". W kwestii komunikacji EBC z rynkiem, podkreślono, iż jej zmiany powinny być "bardzo stopniowe i ostrożne".

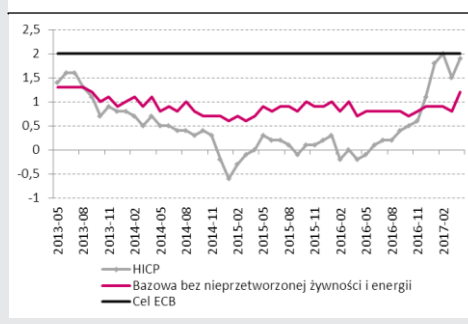
Mniejszy od oczekiwań wzrost indeksu ZEW

Indeks ZEW, który mierzy oczekiwania niemieckich analityków i inwestorów instytucjonalnych co do wzrostu gospodarczego w Niemczech wzrósł w maju do 20,6 pkt. z 19,5 pkt. miesiąc wcześniej, jednak był niższy od oczekiwań. Indeks ocen obecnej sytuacji wzrósł do 83,9 pkt. z 80,1 pkt. Dane potwierdzają dobrą kondycję niemieckiej gospodarki i jej perspektywy na najbliższe pół roku.

Solidny wzrost produkcji w USA

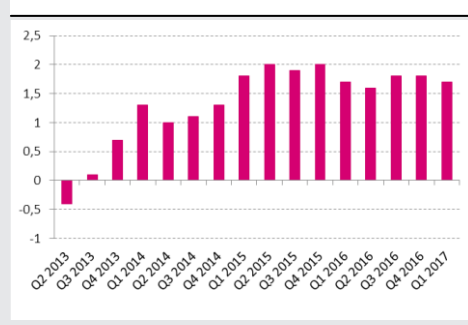
Produkcja przemysłowa w USA wzrosła w kwietniu o 1,0% m/m, po wzroście o 0,4% m/m w marcu i była lepsza od oczekiwań, które kształtowały się na poziomie 0,4%. Dane za kwiecień pokazały największy wzrost produkcji od 2014r. a ożywienie w sektorze przemysłowym jest szerokie.

Inflacja HICP w strefie euro [% , r/r]



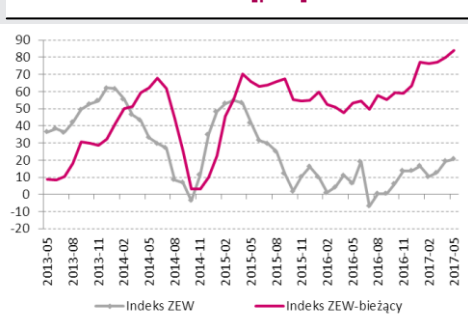
Źródło: Datastream

Tempo wzrostu PKB w strefie euro [% , r/r]



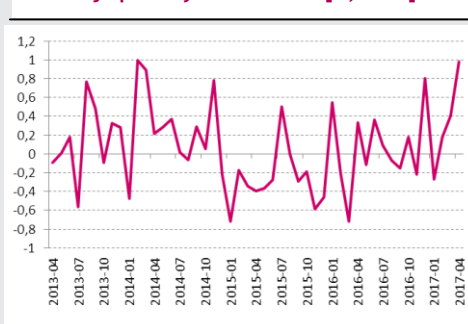
Źródło: Datastream

Indeks ZEW dla Niemiec [pkt.]



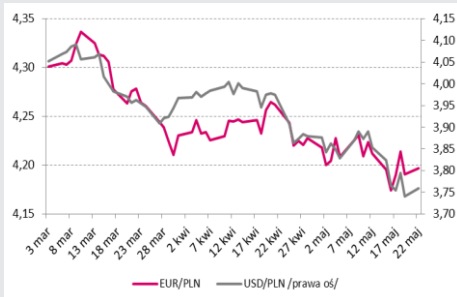
Źródło: Macrobond

Produkcja przemysłowa w USA [% , m/m]



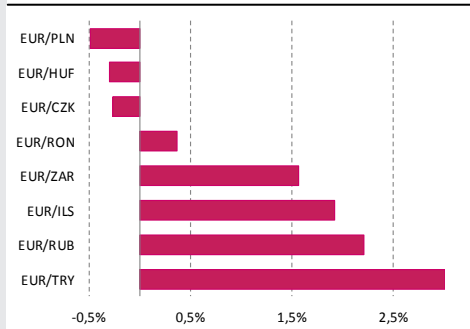
Źródło: Macrobond

Kurs USD/PLN i EUR/PLN



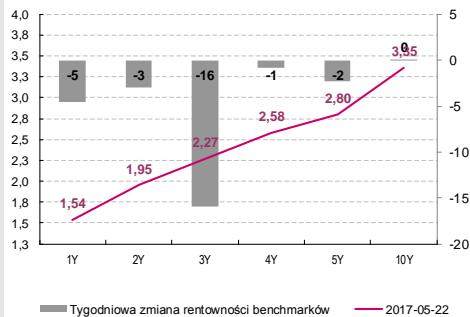
Źródło: Reuters

Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



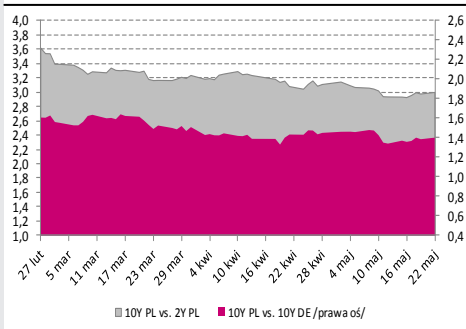
Źródło: Reuters

Rentowności obligacji krajowych [%]



Źródło: Reuters

Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW



Źródło: Reuters

Rynek krajowy - FX i stopa procentowa

Rynek walutowy - PLN

Początek ubiegłego tygodnia to przede wszystkim reakcja na - opublikowaną w piątek po zamknięciu rynków - decyzję Moody's. Agencja utrzymała rating Polski na poziomie A2 oraz - co było pewnym zaskoczeniem - podniosła jego perspektywę do stabilnej z negatywnej. Reakcją złotego było umocnienie i zejście notowań w okolice - już kolejnego dnia - poziomu 4,16 tj. minimum z sierpnia 2015 roku. W omawianym okresie aprecjacja złotego była spójna z zachowaniem pozostałych walut emerging markets. Imponującą serią czterech dni spadku z rządu zanotował kurs EUR/HUF. Z kolei para EUR/CZK ustanowiła najniższy poziom od momentu uwolnienia kursu w połowie kwietnia. Za sprawą zmian na rynkach globalnych ciekawy przebieg miały notowania pozostałych par złotych. Kurs USD/PLN na poziomie 3,74 ustanowił 13-miesięczne minimum. Z kolei poziom 3,80 w notowaniach CHF/PLN to dno z września 2015 roku, a do wyznaczenia minimum ze stycznia 2015 tj. dnia, gdy SNB zdecydował o rezygnacji z minimalnego poziomu wymiany pary EUR/CHF, zabrakło zaledwie pół grosza. Druga połowa tygodnia przyniosła natomiast nieznaczną przecenę złotego w relacji do euro. Źródłem spadku zainteresowania polską walutą był sentyment globalny, który uległ pogorszeniu za sprawą wydarzeń w USA. Informacje, jakoby D.Trump dopuścił się przestępstwa naciskając na byłego już szefa FBI, by ten zakończył jedno ze śledztw uruchomiły lawinę spekulacji na temat możliwego impeachmentu. Wpływu na notowania polskiej waluty oraz SPW nie miało posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, które zgodnie z oczekiwaniami zakończyło się utrzymaniem stóp procentowych oraz retoryki komunikatu.

Obligacje PL

Na krajowym rynku długu wydarzeniem ubiegłego tygodnia była sprzedaż obligacji przez Ministerstwo Finansów. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami resort nie miał problemu z uplasowaniem obligacji OK0419, PS0422, WZ1122, WZ0126, DS0727 za łącznie 3 mld PLN. Popyt inwestorów wyniósł bowiem 6,86 mld PLN. Aukcja uzupełniająca nie została zorganizowana. Przypomnijmy, iż pula podaży różniła się od pierwotnych założeń zakładających sprzedaż w przedziale 3 - 5 mld PLN. Wpływu na notowania SPW w ubiegłym tygodniu nie miało posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, które zgodnie z oczekiwaniami zakończyło się utrzymaniem stóp procentowych oraz retoryki komunikatu. Prezes NBP powtórzył, iż być może koszt pieniądza pozostanie stabilny w tym i przyszłym roku.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Złoty pozostaje mocny, skoncentrowany wokół poziomu 4,19. Kalendarium tego tygodnia opiera się głównie na czynnikach zewnętrznych, stąd większej zmienności oczekujemy od pozostałych par złotych aniżeli EUR/PLN. W naszej ocenie wycena złotego względem euro pozostanie w dość szerokim przedziale 4,16 - 4,23.
USD/PLN	↓	Ubiegłotygodniowy dynamiczny spadek notowań eurodolara sugeruje możliwe odreagowanie w tym tygodniu, co wobec spodziewanej stabilizacji złotego może nadawać kierunek parze USD/PLN.
PL 10Y (%)	↑	Pozytywne dla wartości SPW zamknięcie ubiegłego tygodnia w naszej ocenie ogranicza przestrzeń do kontynuacji spadków dochodowości w kolejnych dniach.

Rynki bazowe - FX i stopa procentowa

Rynek walutowy

Miniony tydzień był niezwykle optymistycznym okresem dla wyceny euro. Kurs EUR/USD wzrósł bowiem do poziomu 1,12 tj. najwyższego zamknięcia od października 2016 roku mimo, iż tydzień wcześniej kwotowany był na poziomie 1,0850. Słabość dolara trudno przypisywać wypowiedzi J.Bullarda, prezesa Fed z St.Louis, który stwierdził, że zakładana przez Rezerwę Federalną ścieżka podwyżek stóp procentowych w obliczu gorszych od oczekiwań danych makro jest zbyt „agresywna”. J.Bullard nie dysponuje bowiem w tym roku prawem głosu, a przedstawiciele Fed już kilkakrotnie przyznawali, iż obserwowane pogorszenie koniunktury gospodarczej traktują, jako przejściowe. Zwyżka eurodolara to najprawdopodobniej oczekiwania na mniej gwałtownie nastawienie ECB podczas czerwcowego posiedzenia połączone z niedawnymi zawirowaniami politycznymi w USA. Z powodu oskarżeń jakoby D.Trump dopuścił się przestępstwa naciskając na byłego już szefa FBI, by ten zakończył jedno ze śledztw. W omawianym okresie notowania indeksu VIX wzrosły do półrocznego maksimum mimo, iż tydzień wcześniej poruszały się na najniższym od 1993 roku poziomie.

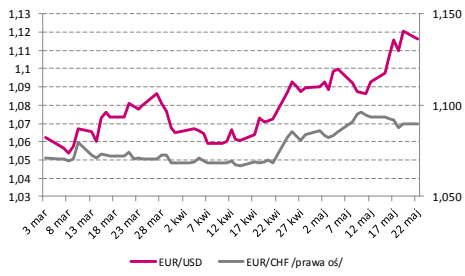
Obligacje bazowe

Niewielki spadek dochodowości towarzyszył ubiegłotygodniowym notowaniom niemieckiego długu o 10-letnim terminie zapadalności. Dochodowość Bunda koncentrowała się wokół bariery 0,39%. Większego wpływu na notowania nie miały minutes z kwietniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Wynikało z nich, iż bankierzy centralni są podzieleni w ocenie bilansu ryzyka dla perspektywy gospodarczych strefy euro. Odnośnie komunikacji rynkiem, podkreślono, iż jej zmiany powinny być "bardzo stopniowe i ostrożne". Przedstawiciele banku podkreślają, że po długim okresie utrzymywania bardzo akomodacyjnego otoczenia monetarnego, nawet niewielkie i stopniowe zmiany w komunikacji mogą wywrzeć mocny efekt sygnalizacyjny, jeżeli będą zinterpretowane jako zapowiedź zmian w polityce monetarnej. W przypadku obligacji USA obserwowaliśmy dość wyraźny, bo wynoszący 8 bps w przypadku 10-latek, spadek dochodowości do poziomu 2,25% tj. miesięcznego minimum. Awersja do ryzyka premiująca zaangażowanie w Treasuries wywołana została spekulacjami na temat możliwego impeachmentu D.Trumpa oraz serią nieco słabszych danych ze Stanów Zjednoczonych, które w ocenie części rynku mogą skutkować złagodzeniem oczekiwanej ścieżki podwyżek kosztu pieniądza w tym roku.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

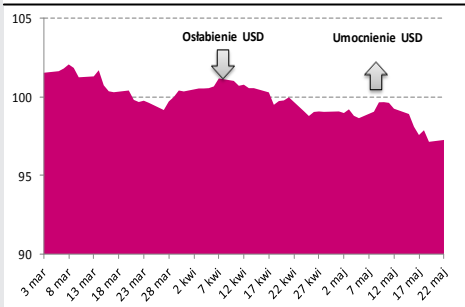
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/USD	↓	Możliwe odreagowanie niedawnych wzrostów eurodolara, wynikających ze spekulacji na temat możliwego mniej gwałtownego stanowiska ECB. Oczekiwanie na dane ze Stanów Zjednoczonych oraz wystąpienia amerykańskich bankierów centralnych.
10Y DE (%)	↑	Stabilizacja notowań Bunda wokół poziomu 0,40%, oczekiwanie na nowe impulsy, w szczególności wypowiedzi przedstawicieli ECB, które odnoszą się do ostatnich spekulacji na temat możliwej mniej gwałtownej retoryki banku podczas nadchodzących posiedzeń.
10Y US (%)	↑	Powrót do umiarkowanych zwyżek rentowności w przypadku gdyby członkowie Fed utrzymali w swoich wypowiedziach dotychczasowy kierunek zaostrzenia polityki pieniężnej, a dane makro sprzyjały temu scenariuszowi.

Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



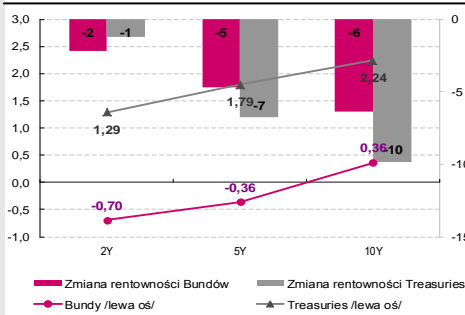
Źródło: Reuters

Indeks dolarowy



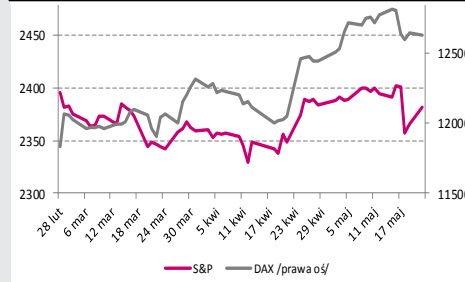
Źródło: Reuters

Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Reuters

Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Reuters

Kurs EUR/PLN

Analiza techniczna

- Kurs EUR/PLN pozostaje w trendzie spadkowym, wyznaczając z każdym tygodniem nowe, wielomiesięczne minima,
- Zakres potencjalnego umocnienia złotego jest jednak ograniczony,
- Wskaźnik RSI od dłuższego czasu tworzy dywergencję z notowaniami kursu,
- MACD natomiast nie generuje żadnych sygnałów transakcyjnych,
- Kurs porusza się wyraźnie poniżej chmury Ichimoku.

Wsparcie/Opór	
O2	4,2150
O1	4,2070
W1	4,1880
W2	4,1550



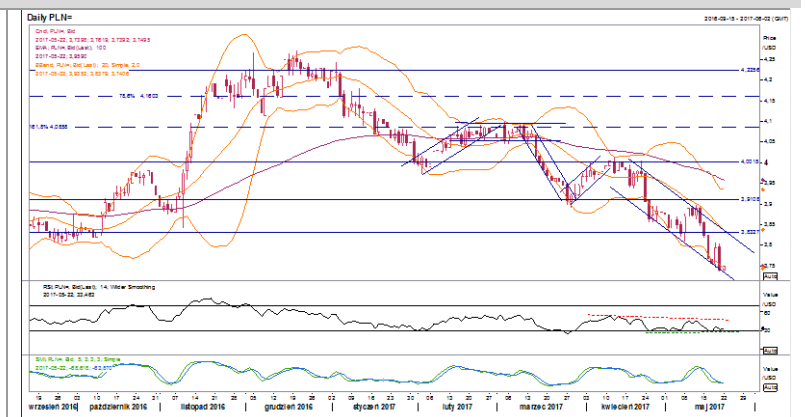
Źródło: Reuters; interwał dzienny

Kurs USD/PLN

Analiza techniczna

- Notowania pary USD/PLN poruszają się w ramach kanału spadkowego,
- Wskaźnik RSI porusza się blisko poziomów wyprzedania rynku tworząc dywergencję z notowaniami, która zapowiada odwrócenie trendu,
- Oscylator stochastyczny jest bliski wygenerowania sygnału kupna złotego.

Wsparcie/Opór	
O2	3,8327
O1	3,8020
W1	3,7500
W2	3,6983



Źródło: Reuters; interwał dzienny

Kurs EUR/USD

Analiza techniczna

- Kurs EUR/USD porusza się w ramach kanału wzrostowego,
- Wskaźnik RSI zbliżył się znacząco do poziomów wykupienia rynku, tworzy jednak dywergencję z notowaniami,
- Oscylator stochastyczny jest bliski zanegowania sygnału kupna euro,
- Czynnikiem ograniczającym ewentualny wzrost jest bariera na poziomie 1,1281 wyznaczona przez maksuma z września ubiegłego roku.

Wsparcie/Opór	
O2	1,1395
O1	1,1281
W1	1,1127
W2	1,1022



Źródło: Reuters; interwał dzienny

DANE I PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17*
Produkcja przemysłowa (r/r)	7,5	3,2	-1,3	3,1	2,1	9,1	1,1	11,1	-0,6
dane odsezonowane	5,3	3,3	1,2	3,0	4,4	4,3	4,9	8,1	4,0
Produkcja budowlana(r/r)	-20,5	-15,3	-20,1	-12,8	-8,0	2,1	-5,3	17,2	4,3
dane odsezonowane	-20,7	-15,7	-16,9	-11,4	-7,7	-3,4	-2,7	10,2	9,2
Zatrudnienie w sek. przeds. (r/r)	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6
Place w sek. przeds. (r/r)	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1
Stopa bezrobocia	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7
Saldo CA (mln EUR)	-729	-858	-179	-128	-56	2576	-825	-738	-
CPI (r/r)	-0,8	-0,6	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0
Inflacja bazowa (r/r)	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9
PPI (r/r)	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,3
Podaż pieniądza M3 % (r/r)	10,1	9,4	8,7	9,7	9,6	8,5	8,2	7,8	6,6
Stopa referencyjna	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M	1,65	1,65	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
WIBOR 3M	1,71	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacja 2-letnia	1,64	1,77	1,81	1,96	2,04	2,19	2,22	2,00	1,99
Obligacja 5-letnia	2,15	2,35	2,51	2,87	2,89	3,17	3,13	2,92	2,90
Obligacja 10-letnia	2,77	2,92	3,10	3,65	3,63	3,89	3,82	3,51	3,43
EUR/PLN	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23
USD/PLN	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88
EUR/USD	1,12	1,12	1,10	1,06	1,05	1,08	1,06	1,06	1,09

Dane i prognozy kwartalne

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2017*
PKB (% r/r)	2,9	3,0	2,4	2,5	2,7	4,0	3,4
Stopa bezrobocia (%)	9,9	8,7	8,3	8,3	8,3	8,1	7,7
Inflacja (% r/r) **	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	-0,6	2,0	2,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Obligacja 2-letnia (%)	1,45	1,66	1,77	2,04□	2,04□	2,00□	2,20
Obligacja 5-letnia (%)	2,20	2,24	2,35	2,89□	2,89□	2,92	3,30
Obligacja 10-letnia (%)	2,86	2,91	2,92	3,63□	3,63□	3,51□	3,90
USD/PLN	3,73	3,94	3,82	4,18	4,18	3,97	4,05
EUR/PLN	4,24	4,38	4,29	4,40	4,40	4,23	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)
05/19	08:00	Inflacja PPI r/r	Niemcy	Kwiecień	3.1%	3.4%	3.2%
05/19	14:00	Produkcja sprzedana przemysłu r/r	Polska	Kwiecień	11.1%	-0.6%	1.9%
05/19	14:00	Inflacja PPI r/r	Polska	Kwiecień	4.7%	4.3%	4.5%
05/19	14:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Kwiecień	9.7%	8.1%	9.0%
05/23	08:00	PKB WDA r/r	Niemcy	1Q	1.7%		1.7%
05/23	09:30	Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Maj	58.2		58.0
05/23	09:30	Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Maj	55.4		55.5
05/23	10:00	Wstępny PMI w przemyśle	EU	Maj	56.7		56.5
05/23	10:00	Wstępny PMI w usługach	EU	Maj	56.4		56.4
05/23	10:00	IFO	Niemcy	Maj	112.9		113.1
05/23	15:45	Wstępny PMI w przemyśle	USA	Maj	52.8		53.4
05/23	15:45	Wstępny PMI w usługach	USA	Maj	53.1		
05/23	16:00	Sprzedaż nowych domów m/m	USA	Kwiecień	5.8%		-1.0%
05/24	13:00	Liczba podań o kredyt hipoteczny MBA	USA	Maj	-4.1%		
05/24	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Kwiecień	5.71m		5.67m
05/24	20:00	Opis posiedzenia banku centralnego	USA	Maj			
05/25	10:00	Stopa bezrobocia	Polska	Kwiecień	8.1%		7.7% (7.7%)
05/25	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA	Maj	232k		
05/26	14:30	PKB Annualized q/q	USA	1Q	0.7%		0.9%
05/26	14:30	Zamówienia na dobra trwałe	USA	Kwiecień	0.9%		-1.8%
05/26	16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Maj	97.7		97.5
05/27	06/03	Sprzedaż detaliczna r/r	Niemcy	Kwiecień	2.3%		
05/29	10:00	Podaż pieniądza M3 r/r	EU	Kwiecień	5.3%		

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