

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

29 stycznia 2018

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista  
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

## Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Notowaniom zarówno EUR/USD, jak i złotego zaczyna brakować „energii” by kontynuować ubiegłotygodniowe trendy wzrostu wartości, stąd w naszej ocenie przełom stycznia i lutego może być czasem korekty. W szczególności, iż dolara - pomijając już prawdopodobnie optymistyczne dane z rynku pracy USA, które napłyną w piątek oraz możliwe utrzymanie dotychczasowej retoryki podczas środowego posiedzenia Fed - wsparciem okazać się mogą rosnące rentowności długu Stanów Zjednoczonych. Dziś dochodowość amerykańskiej 10-latkki na poziomie 2,70% jest najwyższa od kwietnia 2014 roku. W przypadku złotego uzupełnieniem wydarzeń globalnych będzie jutrzejszy odczyt PKB w 2017 roku, który jednak nie powinien w istotny sposób generować presji na umocnienie krajowej waluty. Rynkowy konsensus zakłada dość optymistyczny odczyt, który trudno będzie przebić.

## Wydarzenia tygodnia

### Forward guidance EBC bez zmian w styczniu 2018 r.

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego pozostawiła bez zmian stopy procentowe, a także parametry programu skupu aktywów oraz programu reinwestycji, co było decyzją zgodną z oczekiwaniami rynku. W dotychczasowym brzmieniu utrzymane zostało także tzw. forward guidance, czyli komunikacja polityki pieniężnej w dłuższym terminie, wskazujące, iż podstawowe stopy EBC pozostaną na obecnym poziomie przez dłuższy okres, zdecydowanie przekraczający horyzont czasowy zakupów aktywów. Prezes EBC stwierdził, że bankierzy centralni nie dyskutowali na styczniowym posiedzeniu o zmniejszaniu programu skupu aktywów, a podwyżki stóp procentowych w 2018 r. są raczej wykluczone. Odnosząc się do kursu walutowego natomiast stwierdził, że ostatnio obserwowana zmienność kursu euro stanowi źródło niepewności, które wymaga monitorowania, ze względu na potencjalne implikacje dla średnioterminowych perspektyw dla stabilności cen. Jednocześnie prezes EBC ocenił, iż tempo ekspansji w strefie euro jest mocne, a w drugiej połowie ub. roku przekroczyło oczekiwania.

### Wzrost w USA w 4Q niższy od oczekiwań, ale struktura optymistyczna

Wzrost gospodarczy w USA wyniósł w 4Q 2017 r. 2,6% w ujęciu zanalizowanym, co było wynikiem nieco gorszym od konsensusu rynkowego na poziomie 2,9%. W stosunku do 3Q oznacza to wyhamowanie z 3,2%. Wzrost miał szeroki zakres, a w największym stopniu dynamika PKB wspierana była przez konsumpcję gospodarstw domowych, która przyrosła o 3,8%. Dodatni wkład do wzrostu odnotowano także dla inwestycji, spożycia publicznego oraz eksportu. Struktura wzrostu, w szczególności wysokie przyrosty wydatków na inwestycje mieszkaniowe oraz sprzęt wytwórczy, pozwala jednak sądzić, że w najbliższym okresie ożywienie gospodarcze w USA będzie kontynuowane, a niższy od oczekiwań odczyt w 4Q nie jest sygnałem pogorszenia nastrojów w gospodarce USA. Odczyt PKB oraz relatywnie wysoka dynamika deflatora konsumpcji prywatnej (preferowana przez Fed miara presji inflacyjnej) na poziomie 2,8% w 4Q nie zmieniają oczekiwań dotyczących polityki pieniężnej w USA.

## Ubiegły tydzień na rynkach finansowych

Ubiegły tydzień to okres systematycznego wzrostu wartości złotego w relacji do euro. Z poziomu 4,17 notowania EUR/PLN obniżyły się do 4,13 tj. minimum z końca lipca 2015 roku. Źródłem aprecjacji polskiej waluty był pozytywny sentyment inwestycyjny motywowany między innymi optymizmem prezesa Europejskiego Banku Centralnego, który na konferencji podsumowującej styczniowe posiedzenie banku stwierdził, iż gospodarka strefy euro rozwija się szybciej niż się spodziewano, a ryzyka dla jej perspektyw są w większości zbilansowane.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1445	-0,6%
USD/PLN	3,3453	-1,8%
CHF/PLN	3,5643	0,6%
EUR/USD	1,2387	1,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,65	0
WIBOR 3M	1,72	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,56	0
5Y	2,76	10
10Y	3,49	14

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	2,10	10
5Y	2,75	25
10Y	3,20	27

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,64	6
US 10Y	2,69	4

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG 30	2986,6	-0,1
S&P 500	2872,9	2,2
Nikkei 225	23629,3	-0,8

Źródło: Reuters

Dane z dnia dzisiejszego godz. 9.00 i zmiany tygodniowe

## Gospodarka polska

## Sezonowy wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego w końcu ub. roku.

Dynamika Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w grudniu 6,6% i była o 1,6 pkt. proc. niższa niż rok wcześniej. Wynik ten był zgodny z naszymi oczekiwaniami oraz szacunkiem MRPiPS. W ciągu roku liczba bezrobotnych spadła o 253,5 tys., osiągając w grudniu poziom 1,082 mln osób. Liczba zarejestrowanych bezrobotnych była o 18,7% niższa niż przed rokiem, natomiast liczba wyrejestrowań spadła o 16,4% r/r. Wciąż rośnie liczba ofert pracy zgłoszonych do urzędów, jednak w grudniu ich dynamika wyhamowała do 7,3% r/r z 17,9% r/r w listopadzie. W styczniu stopa bezrobocia rejestrowanego ponownie wzrośnie, głównie ze względu na czynniki sezonowe. Obraz rynku pracy pozostaje korzystny, choć utrudniony dostęp do pracowników jest coraz silniejszą barierą prowadzenia działalności gospodarczej. W tym roku sytuacja w tym zakresie nie powinna ulec zmianom, ponieważ po sezonowym wzroście na początku roku, stopa bezrobocia rejestrowanego powróci do spadków i na koniec roku wyniesie ok. 6%. Przyrost zatrudnienia w 2017 r. najwyższy w historii.

## Przyspieszenie wzrostu podaży pieniądza w końcu 2017 r.

Dynamika podaży pieniądza przyspieszyła w grudniu do 4,6% r/r z 4,4% r/r w listopadzie. Po stronie depozytów najczęściej, o 10,5 mld PLN, przyrosty depozyty przedsiębiorstw niefinansowych oraz gospodarstw domowych, choć ich dynamiki wyhamowały do odpowiednio 2,4% r/r i 3,9% r/r. Przyspieszenie dynamiki natomiast nastąpiło w przypadku depozytów funduszy ubezpieczeń społecznych oraz niemonetarnych instytucji finansowych. Po stronie kreacji pieniądza widoczne było przyspieszenie wzrostu kredytów przedsiębiorstw (+6,0% r/r wobec +5,0% r/r w listopadzie), podczas gdy dynamika kredytów dla gospodarstw domowych ustabilizowała się na poziomie 1,7% r/r. Biorąc pod uwagę umocnienie złotego w grudniu, dynamika kredytów po wyeliminowaniu efektu kursu walutowego była zapewne niższa.

## Bardzo korzystne wyniki badań koniunktury GUS na początku 2018 r.

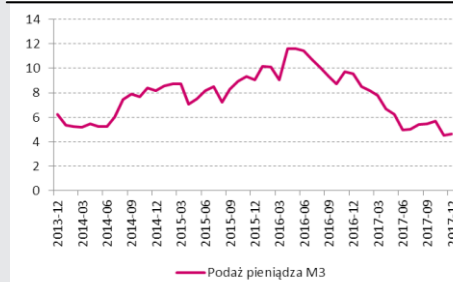
Główny Urząd Statystyczny opublikował w ubiegłym tygodniu informację sygnałną o koniunkturze przedsiębiorstw w przemyśle, budownictwie, handlu i usługach w styczniu br. Ogólny wskaźnik syntetyczny tj. uwzględniający dane dla powyższych czterech sektorów ukształtował się w tym miesiącu na najwyższym poziomie od połowy 2008 r. Jednocześnie wskaźniki dla wszystkich składowych były wyższe niż średnie wieloletnie. Publikacja wskazuje zatem, że ożywienie gospodarcze w Polsce utrzymuje się także na początku 2018 r. i ma szeroki zakres. Wysokiej ocenie aktywności w przedsiębiorstwach sprzyjają bardzo dobre nastroje gospodarstw domowych - w tym miesiącu wskaźnik ufności konsumenckiej ukształtował się na najwyższym poziomie w historii dostępnych danych. Wczorajsza publikacja wskazuje ponadto, że w I kw. 2018 r. największą barierą dla działalności przedsiębiorstw są koszty zatrudnienia, a wykorzystanie zdolności wytwórczych w przetwórstwie przemysłowym jest oceniane jako najwyższe od 16 lat. Dane te wpisują się w obraz bardzo dobrej koniunktury w Polsce, jednak dalszy wzrost aktywności gospodarczej będzie coraz bardziej utrudniany przez rosnące koszty pracy i brak możliwości istotnego zwiększenia mocy wytwórczych. Sądzymy zatem, że presja kosztowa wynikająca z rynku pracy będzie stopniowo rosła w nadchodzących kwartałach, oddziałując w kierunku podwyższenia inflacji cen konsumenta.

## Stopa bezrobocia w Polsce [%]



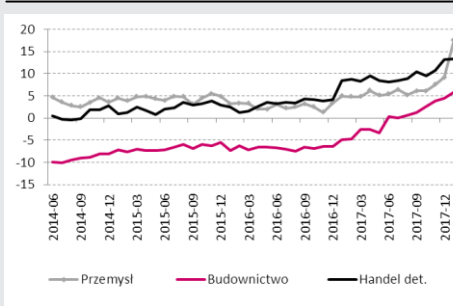
Źródło: Datastream

## Podaż pieniądza M3 [% r/r]



Źródło: Macrobond

## Ogólna sytuacja gospodarcza wg. GUS [pkt, sa]



Źródło: GUS

## Gospodarki zagraniczne

## Forward guidance EBC bez zmian w styczniu 2018 r.

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego pozostawiła bez zmian stopy procentowe, a także parametry programu skupu aktywów oraz programu reinwestycji, co było decyzją zgodną z oczekiwaniami rynku. W dotychczasowym brzmieniu utrzymane zostało także tzw. forward guidance, czyli komunikacja polityki pieniężnej w dłuższym terminie, wskazująca, iż podstawowe stopy EBC pozostaną na obecnym poziomie przez dłuższy okres, zdecydowanie przekraczający horyzont czasowy zakupów aktywów. Po publikacji minutes z grudniowego posiedzenia EBC część rynku spodziewała się jego modyfikacji w kierunku bardziej jastrzębiego. Tymczasem powtórzone zostało sformułowanie, iż jeśli pogorszą się perspektywy lub jeśli warunki finansowe nie będą wskazywać na dalszy postęp w trwałym dostosowaniu ścieżki inflacji, to EBC jest przygotowany na zwiększenie skali programu skupu aktywów i/lub wydłużenie czasu jego prowadzenia. Prezes EBC stwierdził, że bankierzy centralni nie dyskutowali na styczniowym posiedzeniu o zmniejszaniu programu skupu aktywów, a podwyżki stóp procentowych w 2018 r. są raczej wykluczone. Odnosząc się do kursu walutowego natomiast, prezes EBC stwierdził, że ostatnio obserwowana zmienność kursu euro stanowi źródło niepewności, które wymaga monitorowania, ze względu na potencjalne implikacje dla średnioterminowych perspektyw dla stabilności cen. W podobnym tonie wypowiadał się prezes EBC w ubiegłym roku, kiedy kurs EUR/USD wzrósł do 1,20, co część inwestorów zinterpretowało jako przyzwolenie na mocniejszą walutę. Jednocześnie prezes EBC ocenił, iż tempo ekspansji w strefie euro jest mocne, a w drugiej połowie ub. roku przekroczyło oczekiwania.

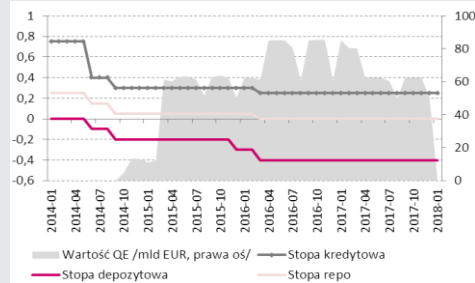
## Wzrost w USA w 4Q niższy od oczekiwań, ale struktura optymistyczna

Wzrost gospodarczy w USA wyniósł w 4Q 2017 r. 2,6% w ujęciu zannualizowanym, co było wynikiem nieco gorszym od konsensusu rynkowego na poziomie 2,9%. W stosunku do 3Q oznacza to wyhamowanie z 3,2%. Wzrost miał szeroki zakres, a w największym stopniu dynamika PKB wspierana była przez konsumpcję gospodarstw domowych, która przyrosła o 3,8%. Dodatni wkład do wzrostu odnotowano także dla inwestycji, spożycia publicznego oraz eksportu. Tempo wzrostu PKB w USA ograniczane było natomiast przez negatywną zmianę zapasów oraz ujemną kontrybucję eksportu netto, co było efektem dwucyfrowego wzrostu importu, powiązanego z wysokim popytem finalnym. Struktura wzrostu, w szczególności wysokie przyrosty wydatków na inwestycje mieszkaniowe oraz sprzęt wytwórczy, pozwala jednak sądzić, że w najbliższym okresie ożywienie gospodarcze w USA będzie kontynuowane, a niższy od oczekiwań odczyt w 4Q nie jest sygnałem pogorszenia nastrojów w gospodarce USA. Odczyt PKB oraz relatywnie wysoka dynamika deflatora konsumpcji prywatnej (preferowana przez Fed miara presji inflacyjnej) na poziomie 2,8% w 4Q nie zmieniają oczekiwań dotyczących polityki pieniężnej w USA. Sądzimy, że wraz ze stopniowym wzrostem presji inflacyjnej w warunkach solidnego wzrostu gospodarczego Fed zdecyduje się na realizację sygnalizowanego wcześniej scenariusza trzech podwyżek stóp procentowych w tym roku. Odczyt amerykańskiego PKB w 4Q ma charakter wstępny i za około miesiąc zostaną opublikowane drugie wycaczenia, uwzględniające większy zasób danych.

## Korzystne wstępne odczyty PMI u najważniejszych partnerów handlowych Polski

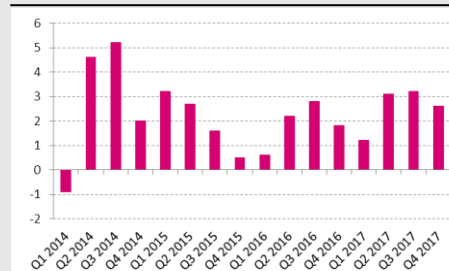
Wstępne indeksy PMI dla przemysłu Niemiec, jak i całej strefy euro spadły na początku br., nieco silniej niż wskazywał konsensus rynkowy. W przypadku Niemiec wskaźnik ten obniżył się do 61,2 pkt. z historycznie najwyższej wartości 63,3 pkt. odnotowanej w grudniu ub. roku. Również dla strefy euro indeks PMI niższkował do 59,6 pkt. z 60,6 pkt. Indeksy PMI dla sektora usługowego zaskoczyły natomiast pozytywnie. Zarówno dla gospodarki niemieckiej, jak i strefy euro wartości wskaźników wzrosły przy oczekiwaniach wskazujących na ich niewielką korektę. Dla usług w Niemczech wskaźnik wyniósł 57,0 pkt. wobec 55,8 w grudniu, a dla unii walutowej 57,6 pkt. wobec 56,6 pkt. przed miesiącem. Pomimo spadku wskaźnika w przemyśle strefy euro, indeks composite, a więc obrazujący koniunkturę również w usługach, ukształtował się na najwyższym poziomie od ponad 11 lat. Wstępne dane PMI wskazują zatem na dalsze ożywienie gospodarcze w najważniejszych partnerów handlowych Polski na początku roku. Przemawia to za oczekiwaniami nadal wysokiej aktywności eksportowej krajowych przedsiębiorstw również w I kw, br.

## Stopy procentowe EBC [%]



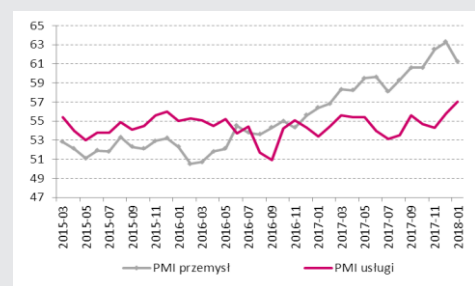
Źródło: Macrobond

## PKB w USA [% r/r]



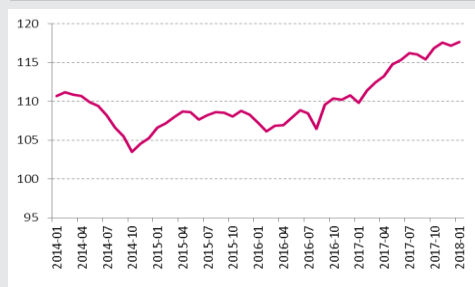
Źródło: Datastream

## Indeks PMI w strefie euro [pkt.]



Źródło: Datastream

## Indeks IFO [pkt.]



Źródło: Macrobond

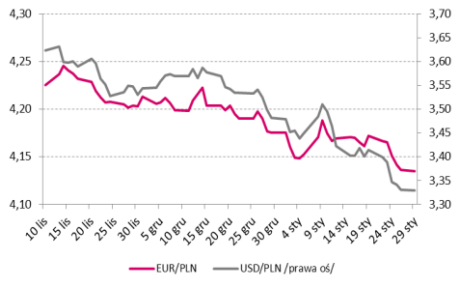
## **Indeks IFO w styczniu po raz drugi osiągnął najwyższą wartość w historii**

Indeks IFO obrazujący koniunkturę w Niemczech - najważniejszego partnera handlowego Polski - osiągnął na początku br. po raz drugi poziom 117,6 pkt., a więc najwyższą wartość w historii danych opracowywanych od stycznia 1991 r. Konsensus rynkowy prognoz wskazywał natomiast na niewielki wzrost do 117,2 pkt z 117,0 przed miesiącem. Wzrost indeksu IFO w styczniu br. jest wynikiem poprawy subindeksu sytuacji bieżącej, która oceniana jest przez ankietowanych przedsiębiorców najlepiej w historii. Dane te są zbieżne ze wstępnymi odczytami wskaźników PMI, które także wskazywały na bardzo korzystną koniunkturę w Niemczech. Historycznie wysoki wskaźnik IFO oraz odczyty PMI wspierają oczekiwania kontynuacji wysokiej aktywności eksportowej polskich przedsiębiorstw także w I kw. 2018 r.

## **Zamówienia na dobra trwałe w USA nieco powyżej oczekiwań w grudniu ub. roku**

Zamówienia na dobra trwałe w USA wzrosły w grudniu ubiegłego roku o 2,9% m/m wobec wzrostu o 1,7% m/m w listopadzie, co było wynikiem najwyższym od czerwca 2017 r. Eliminując wpływ środków transportu, najbardziej zmienny komponent danych, zamówienia zwiększyły się o 0,6% m/m po wzroście w listopadzie o 0,3%. Dane te były nieco lepsze od oczekiwań i wpisały się w obraz dobrej koniunktury w amerykańskiej gospodarce w ostatnich miesiącach minionego roku.

## Kurs EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Reuters

## Rynek krajowy - FX i stopa procentowa

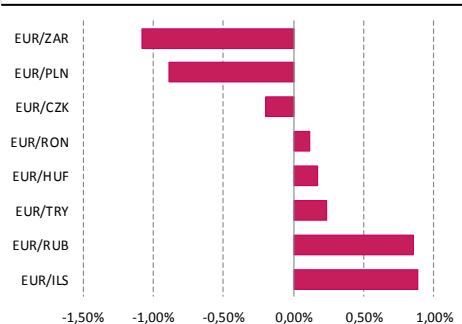
### Rynek walutowy - PLN

Ubiegły tydzień to okres systematycznego wzrostu wartości złotego w relacji do euro. Z poziomu 4,17 notowania EUR/PLN obniżyły się do 4,13 tj. minimum z końca lipca 2015 roku. Źródłem aprecjacji polskiej waluty był pozytywny sentyment inwestycyjny motywowany między innymi optymizmem prezesa Europejskiego Banku Centralnego, który na konferencji podsumowującej styczniowe posiedzenie banku stwierdził, iż gospodarka strefy euro rozwija się szybciej niż się spodziewano, a ryzyka dla jej perspektyw są w większości zbilansowane. Siła złotego w połączeniu ze zwyżką eurodolara skutkowałą spadkiem kursu USD/PLN do poziomu 3,3069 czyli minimum z października 2014 roku. Odmienne zaś prezentowała się para CHF/PLN, która za sprawą silnego spadku kursu EUR/CHF zwyżkowałą w piątek do poziomu 3,5684 czyli maksimum z października 2017 roku. W ubiegłym tygodniu na uwagę zasługiwały także notowania warszawskiej giełdy, gdzie indeks WIG osiągnął najwyższy poziom w historii, a WIG20 6,5-letnie maksimum wspierany sytuacją na światowych rynkach akcji.

### Obligacje PL

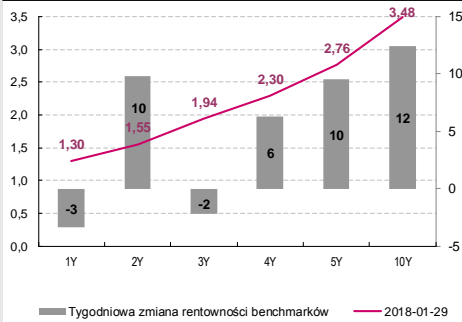
Na rynku pierwotnym wydarzeniem tygodnia była sprzedaż przez Ministerstwo Finansów obligacji OK0720, WZ1122, PS0123, WS0428 oraz WZ0528 za łącznie 7 mld PLN przy popycie 10,4 mld PLN. W rezultacie po przetargu stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych na ten rok wzrósł do około 37%, a resort niemal w maksymalnym stopniu zrealizował styczniowy plan sprzedaży papierów na kwotę 8-14 mld PLN. Przypomnijmy, iż na pierwszym przetargu w tym roku (regularnym i uzupełniającym łącznie) resort finansów sprzedał obligacje za 6 mld PLN. Na rynku wtórnym miniony tydzień był okresem wzrostu dochodowości wzdłuż całej krzywej. W przypadku 10-latkki wyniosła ona tylko w piątek 4 bps do 3,45%, a w skali zakończonego tygodnia aż 10 bps. Długi koniec krzywej jest obecnie najtańszy od marca 2017 roku, a 5-latkka od na poziomie 2,78% od października.

## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Źródło: Reuters

## Rentowności obligacji krajowych [%]

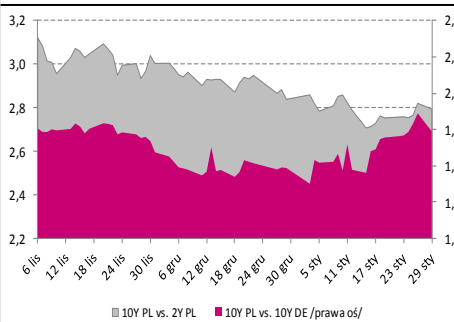


Źródło: Reuters

## Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	W naszej ocenie parze EUR/PLN zaczyna brakować „energii” by kontynuować trend spadkowy, stąd przełom stycznia i lutego może być czasem korekty. W szczególności, iż globalne wydarzenia - tj. posiedzenie Fed i dane z rynku pracy USA - powinny łagodnie wspierać dolara, a krajowa publikacja danych o PKB w Q4 nie powinna wzbudzać większych emocji w uwagi na potencjalny brak przełożenia optymistycznych danych na postawę Rady Polityki Pieniężnej.
USD/PLN	↑	O kierunku notowań USD/PLN w największym stopniu decydować będzie sytuacja na rynku eurodolara, która w tym tygodniu powinna w większym stopniu sprzyjać amerykańskiej walucie z uwagi na prawdopodobne utrzymanie dotychczasowej retoryki Fed podczas ostatniego posiedzenia pod przewodnictwem J.Yellen i wciąż optymistycznej sytuacji na rynku pracy USA.
PL 10Y (%)	↑	Długoterminowy dług pozostanie pod dominującym wpływem czynników zewnętrznych, które w naszej ocenie przemawiać będą za kontynuacją umiarkowanych wzrostów dochodowości 10-latkki. Spośród wydarzeń krajowych najważniejszym momentem będzie publikacja wstępnych danych o PKB w Q4, która może częściowo niwelować skalę zwyżki dochodowości w tym tygodniu.

## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW



Źródło: Reuters

## Rynki bazowe - FX i stopa procentowa

### Rynek walutowy

Gdy wydawało się, iż rynki finansowe w niewielkiej zmienności doczekają do posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego w środę doszło do dość gwałtownych zmian w wycenie eurodolara, obligacji bazowych, czy rynku surowcowego. Źródłem turbulencji była między innymi wypowiedź Sekretarza skarbu USA S.Mnuchina, który na forum w Davos stwierdził, iż jest zadowolony z osłabienia dolara. W krótkim czasie kurs EUR/USD wzrósł do 3-letniego maksimum tj. 1,2415 wybijając się tym samym z trwającej od 10 dni konsolidacji eurodolara. Co więcej w czwartek eurodolara kontynuował wzrosty, a dodatkowym „paliwem” dla wzrostu eurodolara było posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Mimo, iż M.Draghi próbował zręcznie manewrować pomiędzy lepszą postawą gospodarki EMU, a potrzebą utrzymywania łagodnej polityki pieniężnej, to rynek zwrócił uwagę na coś innego. Prezes EBC wyraził zaniepokojenie niedawnymi zmianami na rynku walutowym przyznając, iż aprecjacja euro jest „źródłem niepewności” z uwagi na ograniczający inflację wpływ mocnej waluty. Nie było to jednak aż tak wyraźnie zaakcentowanie potencjalnie negatywnych skutków dla wzrostu gospodarczego i ryzyka dla celu inflacyjnego, jak można było oczekiwać. W podobnych słowach M.Draghi komentował sytuację na rynku walutowym we wrześniu, gdy eurodolar poruszał się wokół bariery 1,20. W reakcji kurs EUR/USD osiągnął najwyższy od grudnia 2014 roku poziom 1,2536. Zwyżka eurodolara mogłaby okazać się, ale rynek nie wykorzystał w piątek słabszych od oczekiwań danych dotyczących PKB w czwartym kwartale w USA. Sugeruje to, iż co najmniej przejściowo trend zwyżkowy na eurodolarze wyczerpał się.

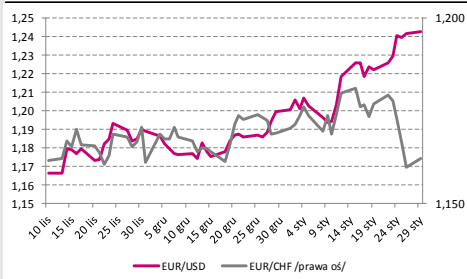
### Obligacje bazowe

Na rynku obligacji bazowych dochodowość Bunda na poziomie 0,63% była w piątek najwyższa od grudnia 2015 roku, a 10-latk USA poziomem 2,70% ustanowiła maksimum sprzed niemal czterech lat. Była to reakcja - podobnie jak na rynku walutowym - na wynik posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego oraz komentarze przedstawicieli administracji D.Trumpa.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

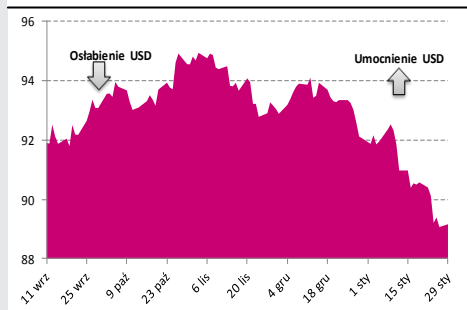
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/USD	↓	W naszej ocenie nastrojów do spadku eurodolara w tym tygodniu generować będą sygnały z Fed, które obok prawdopodobnie solidnych odczytów z rynku pracy USA, mogą wesprzeć nastrojów korekty po ostatnich silnych zwyżkach kursu.
10Y DE (%)	↑	Sentyment do Bundu uzależniony będzie - podobnie jak przy wycenie euro - od wydarzeń amerykańskich, jednak możliwe komentarze przedstawicieli EBC będą dodatkowym źródłem zmienności obligacji niemieckich.
10Y US (%)	↑	Wycena UST powinna kontynuować ubiegłotygodniowy trend, gdy dług Stanów Zjednoczonych zmniejszał w cenach. Wierzymy, że ostatnie posiedzenie Fed pod przewodnictwem J.Yellen przyniesie utrzymanie dotychczasowych prognoz, a piątkowe dane payrolls potwierdzą słuszność oczekiwań, co do podwyżki stóp procentowych w USA w marcu.

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



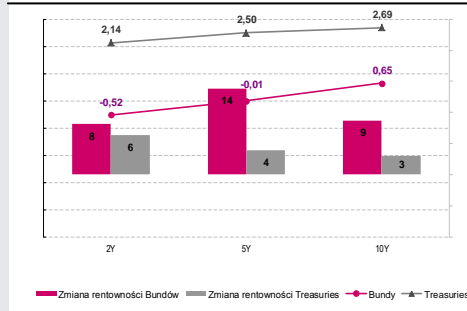
Źródło: Reuters

### Notowania indeksu dolarowego



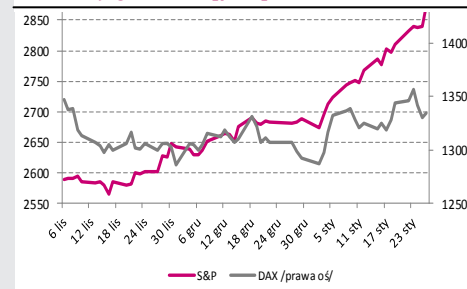
Źródło: Reuters

### Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Reuters

### Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Reuters

## Kurs EUR/PLN

### Analiza techniczna

- W ubiegłym tygodniu notowania EUR/PLN kontynuowały spadek,
- Silną barierą chroniącą kurs przed niższą pozostaje poziom 4,13
- Wskaźnik RSI tworzy wyraźną dywergencję z notowaniami sugerując, co najmniej tymczasowy, kres aprecjacji złotego,
- MACD daleki jest z kolei od uwidocznienia jakichkolwiek wskazań transakcyjnych.

Wsparcie/Opór	
O2	4,1580
O1	4,1448
W1	4,1300
W2	4,0980



Źródło: Reuters; interwał dzienny

## Kurs USD/PLN

### Analiza techniczna

- Notowania pary USD/PLN kontynuują średnioterminowy trend spadkowy, choć pod koniec minionego tygodnia weszły w fazę stabilizacji wokół dolnego ograniczenia obowiązującego kanału,
- Wskaźnik RSI stopniowo zawraca z poziomów wyprzedania rynku, tworząc dywergencję z notowaniami, która zapowiada odwrócenie obecnego trendu.

Wsparcie/Opór	
O2	3,3907
O1	3,3654
W1	3,3069
W2	3,2756



Źródło: Reuters; interwał dzienny

## Kurs EUR/USD

### Analiza techniczna

- Notowania EUR/USD wzrosły w minionym tygodniu do poziomu 1,25 tj. trzyletniego maksimum, tworząc formację klina,
- Niewielką przestrzeń do wzrostów widzi wskaźnik RSI, który w ubiegłym tygodniu zaczął zawracać z poziomów wykupienia rynku, tworząc dodatkowo dywergencję z eurodolarem,
- Oscylator stochastyczny z kolei nie wygenerował żadnego wyraźnego sygnału transakcyjnego,
- Notowania poruszają się blisko górnej wstęgi Bollingera, co sugeruje zmianę trendu.

Wsparcie/Opór	
O2	1,2618
O1	1,2530
W1	1,2373
W2	1,2166



Źródło: Reuters; interwał dzienny

## DANE I PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17
Produkcja przemysłowa (r/r)	-0,6	9,2	4,4	6,2	8,7	4,2	12,3	9,1	2,7
Produkcja budowlana (r/r)	4,3	8,4	11,6	19,8	23,5	15,3	20,3	19,8	12,7
Zatrudnienie w sek. przeds. (r/r)	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6
Płace w sek. przeds. (r/r)	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3
Stopa bezrobocia	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6
Saldo CA (mln EUR)	350	-264	-892	-203	189	120	297	233	
CPI (r/r)	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1
Inflacja bazowa (r/r)	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9
PPI (r/r)	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3
Stopa referencyjna	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,65
WIBOR 3M	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72
Obligacja 2-letnia	1,99	1,92	1,91	1,84	1,72	1,76	1,63	1,61	1,71
Obligacja 5-letnia	2,90	2,66	2,65	2,73	2,62	2,70	2,66	2,69	2,65
Obligacja 10-letnia	3,43	3,24	3,33	3,37	3,29	3,38	3,44	3,35	3,30
EUR/PLN	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18
USD/PLN	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48
EUR/USD	1,09	1,12	1,14	1,18	1,19	1,18	1,16	1,19	1,20

## Dane i prognozy kwartalne

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018
PKB (% r/r)	4,0	3,9	4,9	5,0	4,5	4,4	4,3	4,0	3,8	4,0
Inflacja (% r/r) **	2,0	1,8	1,9	2,3	2,0	2,0	2,4	2,6	2,1	2,3
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75
WIBOR 1M (%)	1,66	1,66	1,66	1,65	1,65	1,65	1,66	1,66	1,67	1,67
WIBOR 3M (%)	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,73	1,73	1,73	2,00	2,00
WIBOR 6M (%)	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,82	1,83	2,12	2,12
Obligacja 2-letnia (%)	2,00 <sup>□</sup>	1,91 <sup>□</sup>	1,76	1,71	1,71	1,63	1,65	1,75	1,90	1,90
Obligacja 10-letnia (%)	3,51 <sup>□</sup>	3,33 <sup>□</sup>	3,38	3,30	3,30	3,35	3,40	3,45	3,60	3,60
EUR/PLN	4,22	4,23	4,31	4,17	4,17	4,18	4,17	4,18	4,19	4,19
USD/PLN	3,95	3,71	3,65	3,48	3,48	3,50	3,47	3,48	3,49	3,49
GBP/PLN	4,91	4,81	4,88	4,70	4,70	4,78	4,75	4,70	4,70	4,70
EURIBOR 3M	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,31	-0,28	-0,28
LIBOR 3M USD	1,15	1,30	1,33	1,69	1,69	1,94	1,95	2,20	2,45	2,45

<sup>□</sup> pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium \*\* 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)
01/26	10:00	Podaż pieniądza M3 r/r	EU	Grudzień	4.9%	4.6%	4.9%
01/26	14:30	PKB Annualized q/q	USA	4Q	3.2%	2.6%	3.0%
01/26	14:30	Zamówienia na dobra trwałe m/m	USA	Grudzień	1.7%	2.9%	0.8%
01/29	14:30	Dochody osobiste	USA	Grudzień	0.3%		0.3%
01/29	14:30	Wydatki osobiste	USA	Grudzień	0.6%		0.5%
01/29	14:30	PCE Deflator r/r	USA	Grudzień	1.8%		1.7%
01/29	14:30	Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Grudzień	1.5%		1.6%
<b>01/30</b>	<b>10:00</b>	<b>PKB r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>2017</b>	<b>2.8%</b>		<b>4.5% (4.5%)</b>
01/30	11:00	PKB SA r/r	EU	4Q	2.6%		2.7%
01/30	14:00	Inflacja CPI r/r	Niemcy	Styczeń	1.7%		1.7%
01/30	15:00	Indeks CaseShiller r/r NSA	USA	Listopad	6.38%		
01/30	16:00	Indeks nastrojów konsumenckich	USA	Styczeń	122.1		123.1
01/31	08:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Niemcy	Grudzień	4.4%		2.3%
01/31	11:00	Stopa bezrobocia	EU	Grudzień	8.7%		8.7%
01/31	11:00	Inflacja bazowa r/r	EU	Styczeń	0.9%		1.0%
01/31	11:00	Szacunki inflacji r/r	EU	Styczeń	1.4%		1.2%
01/31	13:00	Liczba podań o kredyt hipoteczny MBA	USA	Styczeń	4.5%		
01/31	14:15	Raport ADP	USA	Styczeń	250k		190k
01/31	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym NSA r/r	USA	Grudzień	0.6%		
<b>01/31</b>	<b>20:00</b>	<b>Decyzja w sprawie stóp procentowych</b>	<b>USA</b>	<b>Styczeń</b>	<b>1.50%</b>		<b>1.50%</b>
<b>02/01</b>	<b>09:00</b>	<b>PMI w przemyśle</b>	<b>Polska</b>	<b>Styczeń</b>	<b>55.0</b>		
02/01	09:55	PMI w przemyśle	Niemcy	Styczeń	63.3		61.2
02/01	10:00	PMI w przemyśle	EU	Styczeń	60.6		59.6
02/01	13:30	Challenger Job Cuts r/r	USA	Styczeń	-3.6%		
02/01	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA	Styczeń	233k		
02/01	15:45	PMI w przemyśle	USA	Styczeń	55.1		
02/01	16:00	ISM w przemyśle	USA	Styczeń	59.7		59.0
02/01	16:00	ISM Zatrudnienie	USA	Styczeń	57.0		
02/01	16:00	ISM New Orders	USA	Styczeń	69.4		
02/02	11:00	Inflacja PPI r/r	EU	Grudzień	2.8%		
02/02	14:30	Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolnictwem	USA	Styczeń	148k		188k
02/02	14:30	Stopa bezrobocia	USA	Styczeń	4.1%		4.1%

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