

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

26 marca 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

Ostatni tydzień marca upłynął pod znakiem informacji na linii Stany Zjednoczone - Chiny. W odpowiedzi na taryfy dekretowane w miniony czwartek przez prezydenta D. Trumpa cła o wartości ok. 60 mld USD, Chiny przygotowały listę amerykańskich produktów do oclenia na kwotę około 3 mld USD. Obie strony rozpoczęły jednak negocjacje handlowe, które mogą zapobiec uruchomieniu ceł, co rynek odbiera jako szansę na odwrócenie negatywnych tendencji w światowym handlu. Z tego powodu nowy tydzień rozpoczyna się niewielką poprawą sentymentu inwestycyjnego. W dalszej części o nastrojach decydować będą dane makro tj. finalny odczyt PKB za Q4 oraz inflacja PCE w USA i CPI w Niemczech. Polskie aktywa pozostawać będą pod dominującym wpływem czynników globalnych. Brak aktualizacji ratingu Polski przez agencję Moody's nie ma wpływu na wycenę złotego i obligacji. Dla EUR/PLN obecnie silną barierą chroniącą przed spadkiem jest poziom 4,2150. Z kolei krajowa 10-latka nie powinna zniżkować poniżej poziomu 3,22%.

## Wydarzenia tygodnia

### Zgodna z przewidywaniami podwyżka stóp Fed w marcu

System Rezerwy Federalnej zgodnie z oczekiwaniami podwyższył główną stopę procentową o 25 bps do poziomu 1,50-1,75%. Jednocześnie Fed przedstawił nową projekcję makroekonomiczną dla gospodarki amerykańskiej. Tempo wzrostu gospodarczego wyniesie ma 2,7% w 2018 r., po czym będzie stopniowo spowalniało, aczkolwiek ścieżka wzrostu gospodarczego została dla lat 2018-2019 zrewidowana w górę w stosunku do projekcji grudniowej. Natomiast prognoza deflatora konsumpcji prywatnej, będącej podstawową miarą presji inflacyjnej dla Fed, wskazuje na stabilizację wzrostu tej kategorii w latach 2018-2020 w okolicach 2,0%. Pomimo tylko nieznacznej rewizji oczekiwanej ścieżki deflatora PCE większość członków FOMC wskazało na nieco bardziej stromą w stosunku do posiedzenia grudniowego ścieżkę oczekiwanych stóp procentowych dla lat 2019-2020, mediana prognoz na 2018 r. nie uległa natomiast zmianie. Zgodnie z ich oczekiwaniami w jeszcze tym roku główna stopa procentowa wzrosnąć ma o 50 bps, co oznacza dwie podwyżki po 25 bps. Natomiast w 2019 r. koszt pieniądza wzrosnąć ma o 75 bps, wobec oczekiwań grudniowych, które wskazywały na wzrost o 50 bps. 2020 r. przynieść ma natomiast podwyżki o 50 bps.

### Korzystny obraz polskiego sektora przemysłowego

Dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się w lutym do 7,4% r/r po wzroście o 8,6% r/r w styczniu, kiedy dane znajdowały się pod wpływem korzystnego efektu kalendarzowego. Po wyeliminowaniu wahań o charakterze sezonowym produkcja przemysłowa wzrosła w stosunku do stycznia br. o 1,3% m/m. Na korzystny obraz krajowego sektora przemysłowego wskazuje fakt, że udział gałęzi, w których odnotowano wzrost produkcji w całości agregatu wynosi ponad 80%. Jednak dla oceny perspektyw koniunktury w polskim przemyśle istotna jest informacja, że już w mniejszej ich licznie odnotowano wzrosty - w 26 z 34, co naszym zdaniem może być powiązane z osiągnięciem przez część gałęzi granicy zdolności wytwórczych.

## Ubiegły tydzień na rynkach finansowych

Pierwsza połowa ubiegłego tygodnia to okres ostabienia złotego. W tym czasie kurs EUR/PLN wzrósł do poziomu 4,2450 tj. najwyższego od listopada ubiegłego roku kontrastując z zachowaniem pozostałych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Sugeruje to, iż źródłem słabszej postawy złotego są czynniki krajowe. Przecena polskiej waluty zaczęła się ponad dwa tygodnie temu za sprawą wyjątkowo łagodnej retoryki marcowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2287	0,3%
USD/PLN	3,4078	-0,5%
CHF/PLN	3,6029	0,1%
EUR/USD	1,2408	0,8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,64	0
WIBOR 3M	1,70	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,54	2
5Y	2,41	-2
10Y	3,25	-2

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,91	2
5Y	2,42	0
10Y	2,91	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,54	-5
US 10Y	2,85	-2

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG 30	2611,5	0,1
S&P 500	2588,3	-6,0
Nikkei 225	20766,1	-4,2

Źródło: Reuters

Dane z dnia dzisiejszego godz. 9.00 i zmiany tygodniowe

**Millennium**  
bank

## Gospodarka polska

## Nadal korzystny obraz polskiego sektora przemysłowego

Dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się w lutym do 7,4% r/r po wzroście o 8,6% r/r w styczniu, kiedy dane znajdowały się pod wpływem korzystnego efektu kalendarzowego. Nasza prognoza wskazywała na wzrost o 6,5% r/r, podczas gdy oczekiwania rynkowe kształtowały się na poziomie 8,1% r/r. Po wyeliminowaniu wahań o charakterze sezonowym produkcja przemysłowa wzrosła w stosunku do stycznia br. o 1,3% m/m. Na korzystny obraz krajowego sektora przemysłowego wskazuje fakt, że udział gałęzi, w których odnotowano wzrost produkcji w całości agregatu wynosi ponad 80%. Jednak dla oceny perspektyw koniunktury w polskim przemyśle istotna jest informacja, że już w mniejszej ich liczbie odnotowano wzrosty - w 26 z 34, co naszym zdaniem może być powiązane z osiągnięciem przez część gałęzi granicy zdolności wytwórczych. Wysoką dynamikę produkcji odnotowano także w sektorze wytwarzania i zaopatrzenia w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę, co najprawdopodobniej wynika z warunków atmosferycznych w lutym.

## Środki europejskie silnie napędzają produkcję budowlaną

Wzrost produkcji budowlano-montażowej ukształtował się powyżej naszych oczekiwań. Wyniósł on bowiem 31,4%, wobec naszej prognozy na poziomie 24,0% r/r i konsensusu wskazującego na wzrost o 28,1% r/r. W styczniu br. dynamika produkcji budowlanej była tylko nieznacznie wyższa, gdy wyniosła 34,7%. Zgodnie z naszymi przypuszczeniami spowolnił w lutym wzrost produkcji wśród firm zajmujących się stawianiem budynków. Bardzo wysokie tempo wzrostu odnotowano natomiast w przedsiębiorstwach specjalizujących się w wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej (65,0% r/r), co w naszej ocenie powiązane jest z odbudową inwestycji współfinansowanych środkami unijnymi. Dane, razem z pierwszym od 1,5 roku odczytem deflacji cen producenta, pozostają neutralne dla perspektyw polityki ienieżnej w Polsce - nadchodzące miesiące powinny przynieść utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie.

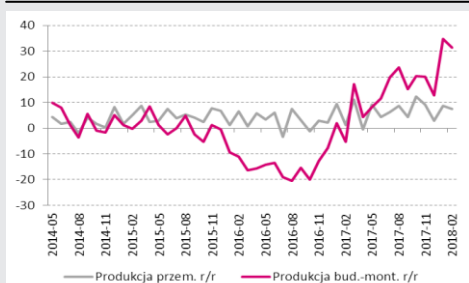
## Stabilizacja wzrostu sprzedaży detalicznej w lutym

Dynamika sprzedaży detalicznej w lutym, w ujęciu realnym, utrzymała się na poziomie ze stycznia i wyniosła 7,7% r/r, przy konsensusie rynkowym na poziomie 7,6% r/r i naszej prognozie wynoszącej 8,3% r/r. Wzrosty sprzedaży miały szeroki zakres objęty wszystkie kategorie, niemniej jednak dane za luty wskazały na nieznaczne wyhamowanie wzrostów większości kategorii, w tym w największym zakresie w przypadku sprzedaży aut. Przyspieszyła natomiast sprzedaż paliw oraz farmaceutyków i kosmetyków. Dane te wpisują się w obraz solidnej konsumpcji, która pozostaje ważnym filarem wzrostu gospodarczego. W całym 1Q tego roku jej wzrost wyniesie ok. 5,0%, choć możliwości jej dalszego przyspieszenia wydają się ograniczone. Sugerują to także odczyty nastrojów konsumenckich, które w marcu nieznacznie się pogorszyły, choć średnio w 1Q były jednak na historycznie wysokim poziomie.

## Spadek stopy bezrobocia w lutym

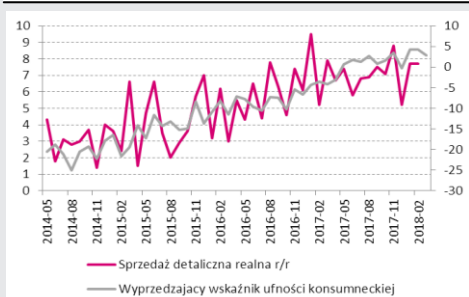
Dane Głównego Urzędu Statystycznego potwierdziły wstępny szacunek Ministerstwa rejestrowanego obniżyła się w lutym do 6,8% z 6,9% miesiąc wcześniej. Po usunięciu wahań związanych z sezonowością, wskaźnik ten kształtował się w lutym na poziomie 6,1%, co jest najniższą wartością w historii dostępnych danych. W odniesieniu do lutego ub. roku stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się o 1,6 pkt. proc., natomiast sama liczba zarejestrowanych bezrobotnych wyniosła 1126,7 tys. i była o blisko 19% niższa niż przed rokiem. Jednocześnie w lutym zgłoszono 130 tys. nowych miejsc pracy. Dane te potwierdzają bardzo dobrą sytuację na krajowym rynku pracy. Ponadto oczekujemy, że w nadchodzących miesiącach stopa bezrobocia rejestrowanego będzie się nadal obniżać osiągając w połowie tego roku poziom niższy niż 6,0%. Dalszy spadek tej kategorii będzie w coraz większym stopniu utrudniany przez ograniczoną liczbę pracowników posiadających odpowiednie dla pracodawców kwalifikacje.

## Produkcja przemysłowa i budowlana [% r/r]



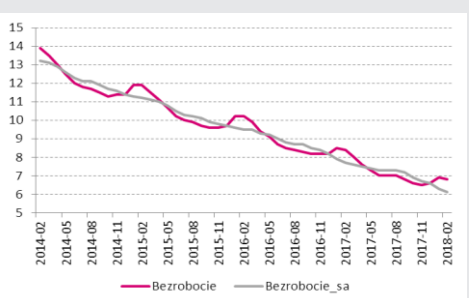
Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

## Stoba bezrobocia rejestrowanego [%]



Źródło: Datastream

## Gospodarki zagraniczne

## Zgodna z przewidywaniami podwyżka stóp Fed w marcu

System Rezerwy Federalnej zgodnie z oczekiwaniami podwyższył główną stopę procentową o 25 bps do poziomu 1,50-1,75%. Jednocześnie Fed przedstawił nową projekcję makroekonomiczną dla gospodarki amerykańskiej. Tempo wzrostu gospodarczego wyniesie ma 2,7% w 2018 r., po czym będzie stopniowo spowalniało, aczkolwiek ścieżka wzrostu gospodarczego została dla lat 2018-2019 zrewidowana w górę w stosunku do projekcji grudniowej. Natomiast prognoza deflatora konsumpcji prywatnej, będącej podstawową miarą presji inflacyjnej dla Fed, wskazuje na stabilizację wzrostu tej kategorii w latach 2018-2020 w okolicach 2,0%. Pomimo tylko nieznacznej rewizji oczekiwanej ścieżki deflatora PCE większość członków FOMC wskazało na nieco bardziej stromą w stosunku do posiedzenia grudniowego ścieżkę oczekiwanych stóp procentowych dla lat 2019-2020, mediana prognoz na 2018 r. nie uległa natomiast zmianie. Zgodnie z ich oczekiwaniami w jeszcze tym roku główna stopa procentowa wzrosnąć ma o 50 bps, co oznacza dwie podwyżki po 25 bps. Natomiast w 2019 r. koszt pieniądza wzrosnąć ma o 75 bps, wobec oczekiwań grudniowych, które wskazywały na wzrost o 50 bps. 2020 r. przynieść ma natomiast podwyżki o 50 bps.

## Spadek indeksu IFO zgodny z konsensem rynkowym

Indeks IFO obrazujący bieżącą jak i oczekiwaną sytuację gospodarczą w Niemczech obniżył się w marcu zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi do poziomu 114,7 pkt. z 115,4 pkt. w lutym, co wynika ze spadku komponentu oczekiwań, podczas gdy składowa oceny bieżącej nieznacznie wzrosła. Średnia wartość indeksu w 1Q2018 również obniżyła się w stosunku do 4Q2017, ze względu na rewizję w dół oczekiwań dla gospodarki niemieckiej. Niemniej dane te wciąż kształtują się na wysokim poziomie, co przemawia za niewielkim spowolnieniem tempa wzrostu w pierwszym kwartale tego roku w stosunku do 4Q2017, gdy wyniosło 2,3% r/r.

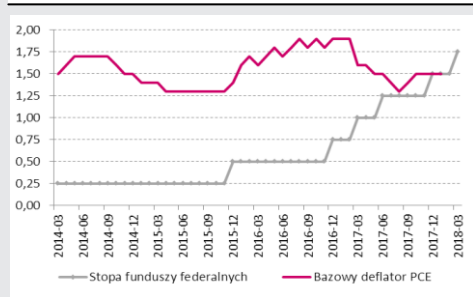
## Silny spadek PMI w przemyśle strefy euro w marcu

Wstępne szacunki wskaźników PMI dla przemysłu oraz usług w Niemczech uległy obniżeniu w marcu silniej niż wskazywał konsensus rynkowy. Wartość indeksu dla przemysłu wyniosła 58,4 pkt. wobec 60,6 pkt. przed miesiącem. Wskaźnik dla usług obniżył się natomiast do 54,2 pkt. z poziomu 55,3 pkt. Spadki indeksów dla gospodarki niemieckiej wsparły obniżenie wstępnych wskaźników PMI dla tych sektorów w strefie euro. Również one były niższe od oczekiwań. Dla usług wartość indeksu spadła do 55,0 pkt. z 56,2 pkt. w lutym, natomiast dla sektora przemysłowego z 58,6 pkt. do 56,6 pkt., co jest najsilniejszą zniżką w ujęciu miesięcznym od niespełna 7 lat. Dane te wskazują na niewielkie spowolnienie aktywności gospodarczej u największych partnerów handlowych Polski w 1Q 2018 r., niemniej wartości wyraźnie powyżej 50 pkt. sygnalizują, że wzrost PKB powinien pozostać solidny. Sądzymy zatem, że obniżenie na przelocie 2017 i 2018 roku dynamiki eksportu krajowych przedsiębiorców ma charakter przejściowy, a koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki będzie ją wciąż wspierać.

## Lepszy od oczekiwań wzrost zamówień na dobra trwałe w USA

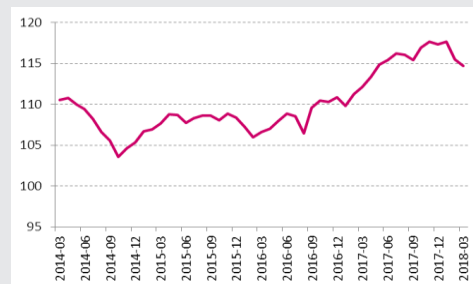
Według wstępnego szacunku Departamentu Handlu USA zamówienia na dobra trwałe wzrosły w lutym o 3,1% m/m wobec spadku o 3,5% m/m w styczniu, gdy w kierunku niższych wartości oddziaływały niekorzystne warunki meteorologiczne. Dane te wyraźnie przewyższyły konsensus rynkowy, który wynosił 1,6% m/m. Po wylączeniu środków transportu wzrost tej kategorii ukształtował się natomiast na poziomie 1,2% m/m, po zniżce o 0,2% m/m przed miesiącem. Wstępny odczyt wzrostu zamówień na dobra trwałe w lutym, najwyższy od czerwca ub. roku, wpisuje się w scenariusz solidnego obecnie popytu, krajowego jak i zagranicznego w gospodarce amerykańskiej.

## Stopa FED i bazowy deflator PCE[% r/r]



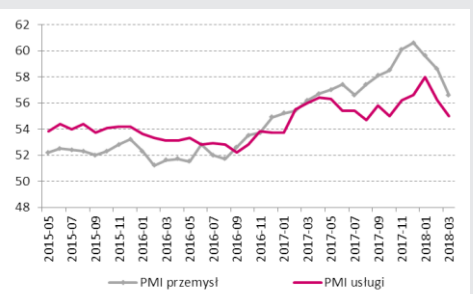
Źródło: Datastream

## Indeks IFO [pkt.]



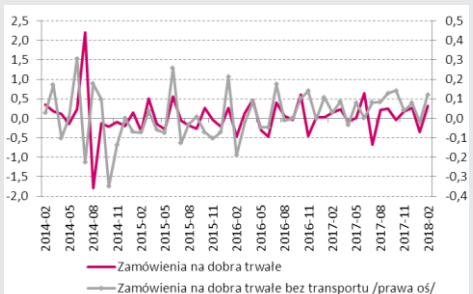
Źródło: Macrobond

## Indeks PMI w strefie euro [pkt.]



Źródło: Datastream

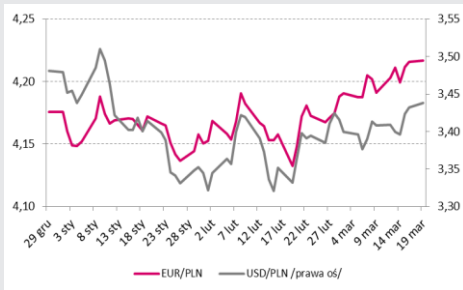
## Zamówienia na dobra trwałe w USA [% m/m]



Źródło: Macrobond

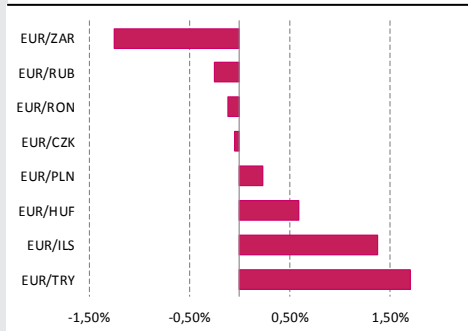


## Kurs EUR/PLN i USD/PLN



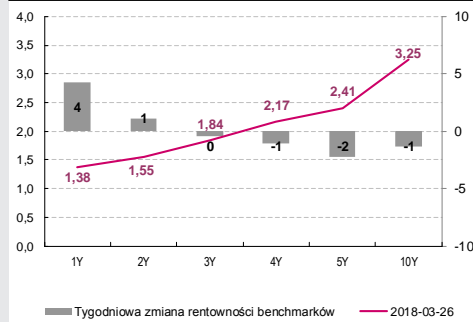
Źródło: Reuters

## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



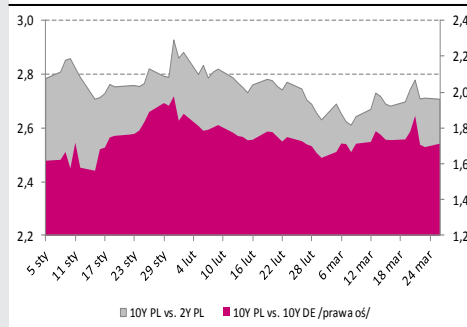
Źródło: Reuters

## Rentowności obligacji krajowych [%]



Źródło: Reuters

## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW



Źródło: Reuters

## Rynek krajowy - FX i stopa procentowa

### Rynek walutowy - PLN

Pierwsza połowa ubiegłego tygodnia to okres osłabienia złotego. W tym czasie kurs EUR/PLN wzrósł do poziomu 4,2450 tj. najwyższego od listopada ubiegłego roku kontrastując z zachowaniem pozostałych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Sugeruje to, iż źródłem słabszej postawy złotego są czynniki krajowe. Przecena polskiej waluty zaczęła się ponad dwa tygodnie temu za sprawą wyjątkowo łagodnej retoryki marcowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej. Nastrojów nie zmienił ubiegłotygodniowy komentarz J.Osiatyńskiego z RPP, który stwierdził, iż inflacja może okazać się wyższa niż w projekcji. Sytuacja na krajowym rynku walutowym zmieniła się wraz z końcem posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej, które wskazywało jako najważniejsze wydarzenie marca. Zgodna z oczekiwaniami podwyżka stóp procentowych o 25 bps i utrzymanie scenariusza łącznie trzech podwyżek stóp procentowych w tym roku wobec oczekiwań zaostrzenia ścieżki kosztu pieniądza skutkowało umocnieniem złotego. Warto jednak zwrócić uwagę, iż pod koniec tygodnia kurs EUR/PLN po raz drugi z rzędu nieskutecznie próbował zniżkować poniżej bariery 4,2150 która przez większość marca była oporem ograniczającym zwyczaję notowań. Brak aktualizacji ratingu Polski przez agencję Moody's sprzyja niewielkiej zmienności złotego na początku tego tygodnia.

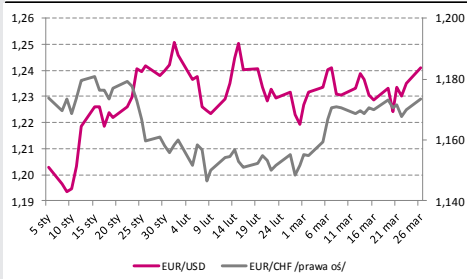
### Obligacje PL

Początkowo niesprzyjający bardziej ryzykownym aktywom sentyment panował na krajowym rynku długu, gdzie dochodowość obligacji wzrosła wzdłuż całej krzywej. Przejściowo dochodowość 10-letnim benchmarku wzrosła do 3,37% tj. marcowego maksimum. W drugiej połowie minionego tygodnia SPW zaczęły jednak zyskiwać na wartości. Czynnikiem sprzyjającym była niższa dochodowości obligacji bazowych oraz ograniczenia w podaży papierów na rynku pierwotnym wynikające ze sprawniej realizacji tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Na jutrzejszej aukcji Ministerstwo Finansów zaoferuje papiery OK0720, WZ0524, WS0428, WZ0528 za 3,0 mld PLN, choć w miesięcznym planie podaży resort finansów informował o ofercie rządu 3-5 mld PLN.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

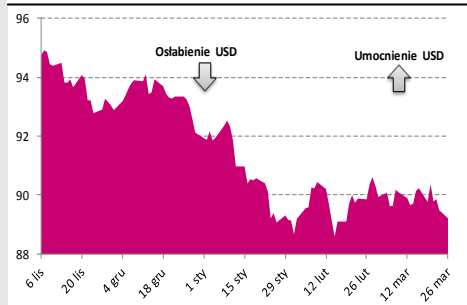
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Potencjał do umocnienia złotego istnieje jednak jest skutecznie ograniczany przez poziom 4,2150. Istnieje jednak ryzyko jego przekroczenia, w szczególności, gdyby na skutek porozumienia w sprawie handlu pomiędzy USA a Chinami udało się uniknąć wprowadzenia ceł. Z każdym dniem jednak zmienność notowań z uwagi na okres świąteczny - i mniejszą liczbę dni roboczych na rozwiniętych rynkach - powinna maleć, stąd nie wykluczamy, że EUR/PLN zakończy notowania na poziomie otwarcia tj. 4,23.
USD/PLN	↑	O kierunku notowań USD/PLN - z uwagi na prawdopodobne niewielkie zmiany złotego - w największym stopniu decydować będzie sytuacja na rynku eurodolara, która w tym tygodniu powinna koncentrować się na efekcie rozmów pomiędzy Waszyngtonem, a Pekinem w sprawie wzajemnych sankcji w handlu.
PL 10Y (%)	↑	Dochodowość 10-latki ma problem ze zniżką poniżej bariery 3,23% stąd nawet w przypadku niewielkiej podaży obligacji na jutrzejszej aukcji nie oczekujemy, aby rynek długu dysponował wystarczającym impulsem do dalszej zniżki dochodowości.

## Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



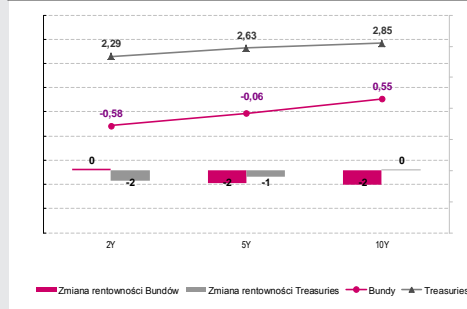
Źródło: Reuters

## Notowania indeksu dolarowego



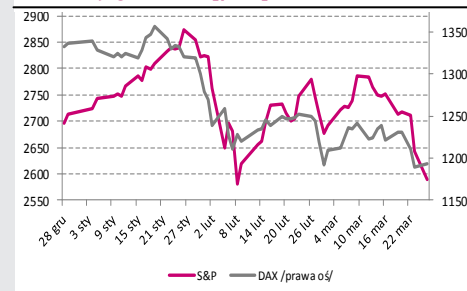
Źródło: Reuters

## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Reuters

## Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Reuters

## Rynki bazowe - FX i stopa procentowa

### Rynek walutowy

Ubiegły tydzień rozpoczął się od zwyżki eurodolara. Źródłem wzrostu wartości wspólnej waluty były spekulacje, iż dyskusja w Radzie Prezesów Europejskiego Banku Centralnego przesuwana się w kierunku już nie potencjalnych ograniczeń w skupie aktywów, ale oczekiwanej ścieżki stóp procentowych. Agencja Reuters poinformowała, że decydenci z EBC z zadowoleniem przyjmują prognozy rynkowe, wskazujące na pierwszą podwyżkę stóp procentowych w połowie 2019 roku, a "debatą w coraz większym stopniu dotyczy nachylenia ścieżki stóp w późniejszym okresie". Następnie rynek wszedł w fazę realizacji zysków w oczekiwaniu na wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Sytuacja ponownie zmieniła się wraz z publikacją decyzji Fed. Kurs EUR/USD w szybkim tempie wzrósł o ponad 1,2240. Dolarowi szkodziło utrzymanie przez Fed prognozy łącznie trzech podwyżek stóp procentowych w tym roku - część inwestorów liczyła na przyspieszenie tempa wzrostu kosztu pieniądza - oraz kolejna odłona wojen handlowych. Odwrót od amerykańskiej waluty wynikał częściowo z groźby rozpoczęcia wojny handlowej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami, po tym jak D.Trump zapowiedział sankcje na część chińskich produktów. W rezultacie kapitał kierował się w stronę bezpiecznych przystani, na czym najsilniej skorzystał japoński jen, który w relacji do dolara był najmocniejszy od listopada 2016 roku.

### Obligacje bazowe

Ucieczka kapitału do bardziej ryzykownych aktywów widoczna była ponadto w notowaniach obligacji bazowych. W minionym tygodniu dochodowość Bunda obniżyła się o 5 bps do 0,54%. O 2 bps do 2,84% zniżkowała rentowność amerykańskiej 10-latk. Mniejszy spadek rentowności długu USA był wynikiem posiedzenia Fed, w szczególności podwyżką stóp procentowych. Warto jednak zwrócić uwagę, iż o ile podwyżka stóp procentowych o 25 bps była wysoce prawdopodobna, o tyle rynek liczył - zachęcony między innymi niedawnym wystąpieniem J.Powella - na możliwość przyspieszenia tempa kosztu pieniądza w tym roku do łącznie czterech podwyżek z trzech oczekiwanych w grudniu ubiegłego roku. Za utrzymaniem dotychczasowej ścieżki stóp procentowych w tym roku głosowało 8 przedstawicieli Fed, a aż 7 opowiadało się za podwyższeniem prognoz już w marcu. Zwiększa to w naszej ocenie potencjalną „siłę rażenia” danych makroekonomicznych z gospodarki USA. Niewykluczone bowiem, iż w przypadku optymistycznych odczytów koniunktury większość gremium Fed opowie się za przyspieszeniem zaostrzenia polityki pieniężnej w 2018 roku.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/USD	↑	W naszej ocenie o kierunku notowań eurodolara w tym tygodniu zadecydują ewentualne informacje w sprawie wojny handlowej na linii USA - Chiny. Należy jednak pamiętać, iż kalendarium publikacji danych makro w tym tygodniu jest stosunkowo ubogie, co w połączeniu z wygasającą przedświąteczną płynnością rynków może finalnie doprowadzić do stabilizacji notowań eurodolara na poziomie 1,24.
10Y DE (%)	↑	Sentyment do Bunda uzależniony będzie od sygnałów płynących z niemieckiej gospodarki (inflacja CPI) oraz sentymentu inwestycyjnego na giełdach. W naszej ocenie ten tydzień może przynieść niewielką zwyżkę rentowności Bunda na zasadzie odraęgowania ubiegłotygodniowego ruchu.
10Y US (%)	↑	Wycena UST powinna powrócić do trendu wzrostowego w szczególności, gdyby dane o amerykańskim PKB i inflacji PCE okazały się wyższe od oczekiwań. W naszej ocenie z uwagi na jedynie niewielką przewagę w Fed osób chcących zacieśnić koszt pieniądza w tym roku o łącznie 75 bps pozytywne odczyty mogą zwiększyć liczbę zwolenników podwyżek stóp procentowych w agresywniejszym wymiarze.

### Kurs EUR/PLN

#### Analiza techniczna

- W ubiegłym tygodniu notowania EUR/PLN zwiększyły się powyżej bariery 4,2150, która stała się obecnie poziomem wsparcia w trendzie wzrostowym,
- Wskaźnik RSI porusza się blisko poziomów wykupienia rynku, tworząc silną dywergencję z notowaniami zapowiadającą powrót złotego do wzrostu wartości,
- Oscylator stochastyczny utrzymuje natomiast sygnał sprzedaży złotego,
- Poziomym zabezpieczającym notowania przed spadkiem jest 100-dniowa średnia ruchoma zlokalizowana na poziomie 4,1968.

Wsparcie/Opór	
O2	4,2550
O1	4,2388
W1	4,2150
W2	4,1968



Źródło: Reuters; interwał dzienny

### Kurs USD/PLN

#### Analiza techniczna

- Notowania pary USD/PLN poruszają się w ramach krótkoterminowego trendu bocznego,
- Niepowodzeniem z uwagi na bliskość 100-dniowej średniej ruchomej zakończyła się ubiegłotygodniowa próba wybicia z formacji,
- 100-dniowa średnia na poziomie 3,4612 powinna nadal skutecznie chronić notowania przed wzrostem.

Wsparcie/Opór	
O2	3,4771
O1	3,4612
W1	3,3654
W2	3,3369



Źródło: Reuters; interwał dzienny

### Kurs EUR/USD

#### Analiza techniczna

- Notowania EUR/USD w minionym tygodniu poruszały się wokół poziomu 1,2350. Obecnie natomiast zbliżają się do bariery 1,24 tj. linii oporu po szczytach ze stycznia, lutego i marca,
- Sygnał wzrostu wartości euro wygenerował oscylator stochastyczny,
- Wskaźnik RSI dysponuje natomiast znaczącym potencjałem do wzrostu, po tym jak w ostatnich dniach wybił się górą z dotychczasowej formacji,

Wsparcie/Opór	
O2	1,2618
O1	1,2400
W1	1,2220
W2	1,2128



Źródło: Reuters; interwał dzienny

## DANE I PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18
Produkcja przemysłowa (r/r)	4,4	6,2	8,8	4,4	12,3	9,2	2,8	8,6	7,4
Produkcja budowlana (r/r)	11,6	19,8	23,6	15,3	20,2	19,9	12,8	34,7	31,4
Zatrudnienie w sek. przeds. (r/r)	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7
Płace w sek. przeds. (r/r)	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8
Stopa bezrobocia	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8
Saldo CA (mln EUR)	-892	-203	189	120	297	272	-1152	2005	
CPI (r/r)	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4
Inflacja bazowa (r/r)	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
PPI (r/r)	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,2
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	1,65	1,65	1,65
WIBOR 3M	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72
Obligacja 2-letnia	1,91	1,84	1,72	1,76	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65
Obligacja 5-letnia	2,65	2,73	2,62	2,70	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61
Obligacja 10-letnia	3,33	3,37	3,29	3,38	3,44	3,35	3,30	3,62	3,35
EUR/PLN	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17
USD/PLN	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42
EUR/USD	1,14	1,18	1,19	1,18	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22

## Dane i prognozy kwartalne

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018
PKB (% r/r)	4,0	3,9	4,9	5,1	4,6	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	1,65	1,65	1,67	1,67
WIBOR 3M (%)	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	2,00	2,00
WIBOR 6M (%)	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,82	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	3,45	3,46	3,48	3,46	3,46
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	2,05	2,25	2,27	2,55	2,55

<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)
03/23	10:00	Stopa bezrobocia	Polska	Luty	6.9%	6.8%	6.8%
03/23	13:30	Zamówienia na dobra trwałe	USA	Luty	-3.6%	3.1%	1.6%
03/23	15:00	Sprzedaż nowych domów	USA	Luty	593k	618k	623k
03/23		Decyzja Moody's w sprawie ratingu	Polska				
03/26	14:30	Indeks Chicago Fed	USA	Luty	0.12		
03/27	10:00	Podaż pieniądza M3 r/r	EU	Luty	4.6%		
03/27	15:00	Indeks CaseShiller r/r NSA	USA	Styczeń	6.30%		
03/27	16:00	Indeks nastrojów konsumenckich	USA	Marzec	130.8		131.0
03/28	13:00	Liczba podań o kredyt hipoteczny MBA	USA				
03/28	14:30	PKB kw/kw	USA	4Q	2.5%		2.6%
03/28	14:30	Konsumpcja osobista	USA	4Q	3.8%		
03/28	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym m/m	USA	Luty	-4.7%		2.0%
03/29	14:00	Inflacja CPI r/r	Niemcy	Marzec	1.4%		
<b>03/29</b>	<b>14:00</b>	<b>Opis posiedzenia banku centralnego</b>	<b>Polska</b>				
03/29	14:30	Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Luty	1.5%		1.6%
03/29	14:30	Dochody osobiste	USA	Luty	0.4%		0.4%
03/29	14:30	Wydatki osobiste	USA	Luty	0.2%		0.2%
03/29	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA				
03/29	16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Marzec	102.0		102.0
03/30		Wykonanie budżetu	Polska	Luty			
04/02	15:45	Indeks PMI w przemyśle	USA	Marzec			
04/02	16:00	Indeks ISM w przemyśle	USA	Marzec	60.8		

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