

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

7 stycznia 2019

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

Optymistyczna wymowa raportu z rynku pracy USA, w połączeniu z wypowiedziami prezesa J.Powella, iż Fed będzie cierpliwy i elastyczny w kwestii polityki monetarnej, skutkują wzrostem apetytu na ryzyko na początku nowego tygodnia. Na wartości tracą dotychczasowi beneficjenci awersji do ryzyka tj. dolar i obligacje USA oraz Niemiec. Kurs EUR/PLN przesuwa się natomiast w kierunku poziomu 4,2850. Dodatkowym wsparciem dla nastrojów rynkowych jest decyzja Ludowego Banku Chin o obniżce stopy rezerwy obowiązkowej dla tamtejszych banków oraz rozpoczynające się dziś rozmowy handlowe pomiędzy Chinami i Stanami Zjednoczonymi. W dalszej części tygodnia uwaga inwestorów skupiać się będzie na publikacjach danych makroekonomicznych, w szczególności inflacji CPI w USA (piątek). Uzupełnieniem wydarzeń będzie publikacja protokołu z posiedzenia FOMC (środa) oraz wystąpienie prezesa Fed (czwartek). Od ich wymowy zależeć będzie kierunek zmian eurodolara, a tym samym także złotego. Uważamy, iż bieżący tydzień będzie czasem odreagowania dotychczasowych trendów słabszego złotego, czy drożejących obligacji krajowych.

Najważniejsze dane tego tygodnia

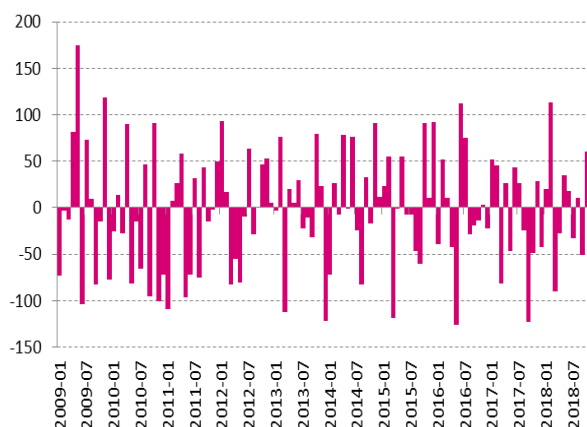
Styczeniowe posiedzenie RPP nie powinno przynieść niespodzianek

W tym tygodniu odbędzie się pierwsze w 2019 r. posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Nie powinno ono przynieść niespodzianek - stopy procentowe NBP pozostają na dotychczasowych poziomach, tym bardziej, że inflacja CPI w grudniu obniżyła się do 1,1% r/r z 1,3% r/r przed miesiącem, kształtując się wyraźnie poniżej dolnego ograniczenia dopuszczalnych odchyłań od celu inflacyjnego NBP.

Oczekiwane obniżenie w grudniu inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych

W tym tygodniu kalendarium publikacji danych makroekonomicznych w głównych gospodarkach światowych pozostaje ubogie. Najważniejszym odczytem wydaje się piątkowy szacunek inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych w grudniu. Konsensus rynkowy wskazuje na jej spadek do 1,9% r/r z 2,2% r/r w listopadzie. Dane te są o tyle istotne, że mogą wpłynąć na zmianę wyceny przez rynki finansowe dalszej ścieżki polityki pieniężnej amerykańskiej Rezerwy Federalnej.

Wykres tygodnia



Przyrost zatrudnienia w sektorach pozarolniczych wyniósł 312 tys. osób, czyli aż 177 tys. powyżej konsensusu. To najwyższa niespodzianka od blisko 10 lat. Dane te wskazują, że kondycja rynku pracy w USA jest wciąż dobra. Jednocześnie pojawiające się sygnały słabnącej koniunktury, w szczególności w amerykańskim przemyśle, jak dotąd nie znajdują odzwierciedlenia w sytuacji na rynku pracy.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2875	-0,9%
USD/PLN	3,7730	-0,4%
CHF/PLN	3,7828	-0,5%
EUR/USD	1,1365	-0,5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,64	0
WIBOR 3M	1,72	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,60	0
5Y	2,44	-6
10Y	3,17	-11

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,96	-3
5Y	2,41	-9
10Y	2,82	-11

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,36	-2
US 10Y	3,07	-1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	57205,0	2,3
S&P 500	2632,6	-3,6
Nikkei 225	21812,0	0,6

Źródło: Thomson Reuters

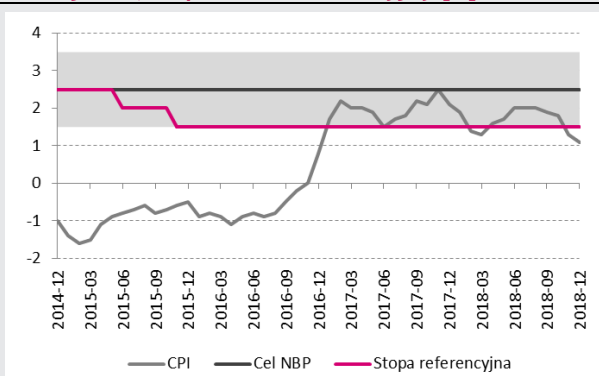
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

Indeks PMI dla polskiego przemysłu [pkt.]



Inflacja CPI, stopa ref. i cel inflacyjny [%]



Źródło: Macrobond

Polski PMI najniżej od kwietnia 2013 r.

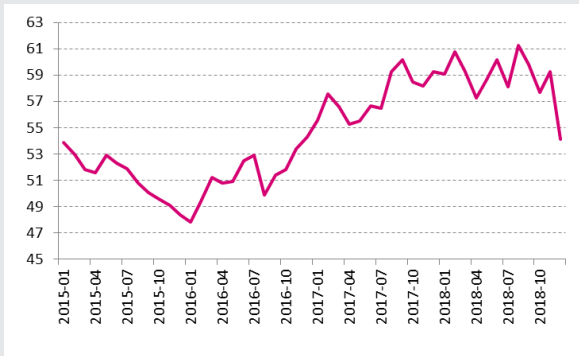
Grudniowe wyliczenie indeksu PMI sygnalizuje pogłębienie spowolnienia aktywności w krajowym przemyśle. Wskaźnik ten obniżył się bowiem do 47,6 pkt. z 49,5 pkt. w listopadzie ub. roku., a więc do najniższego poziomu od kwietnia 2013 r. Raport z badania PMI wskazuje, że spadek ten wynikał głównie z obniżenia się do najniższych wartości od czerwca 2009 r. subindeksów obrazujących wielkość bieżącej produkcji oraz liczby nowych zamówień, w tym eksportowych. Ankietowani menedżerowie wskazywali bowiem na mniejszy popyt zgłaszany przez firmy z rynku europejskiego, w szczególności z Niemiec. Wnioski płynące z grudniowego wyliczenia indeksu PMI nie są do końca spójne z wynikami badania koniunktury GUS dla krajowego przemysłu. Zgodnie z nimi bieżąca ogólna sytuacja w sektorze uległa poprawie względem listopada. Ponadto, spadek wskaźnik PMI w grudniu mógł wynikać z czynników tymczasowych (np. z przesunięć w kalendarzu dostaw), co sugerować może poprawa obliczanej w ankiecie oczekiwanej produkcji w nadchodzących miesiącach, choć dane dotyczące indeksu PMI wpisują się w scenariusz stopniowego wyhamowania wzrostu gospodarczego.

W 2018 r. inflacja CPI najniższa w grudniu

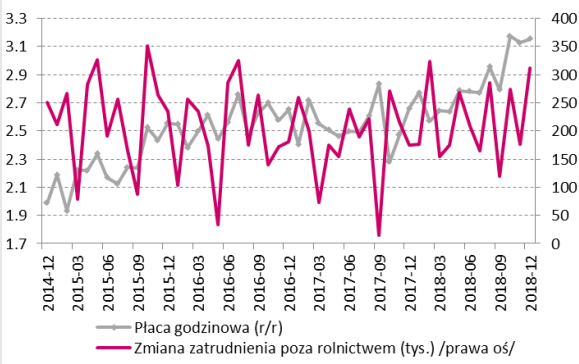
Według szybkiego szacunku GUS inflacja w grudniu spadła do 1,1% r/r z 1,3% r/r w listopadzie, co było zgodne z naszymi oczekiwaniami. To w głównej mierze efekt wyhamowania wzrostu cen paliw, które w grudniu tego roku były o 6,7% wyższe niż przed rokiem wobec 10,1% r/r miesiąc wcześniej. Inflacja bazowa, liczona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła według naszych szacunków 0,6-0,7% r/r wobec 0,7% r/r w listopadzie. W naszej ocenie to ostatni miesiąc spadku inflacji. W kolejnych miesiącach wskaźnik CPI będzie się zwiększał, nie tylko ze względu na efekt niskiej bazy statystycznej, ale także stopniowe narastanie presji inflacyjnej. Dane są neutralne dla oczekiwań co do ścieżki stóp procentowych w Polsce. Wciąż bazowym scenariuszem pozostaje ich stabilizacja w najbliższych miesiącach.

Makro - zagranica

Indeks ISM dla przemysłu USA [pkt.]



Dane z amerykańskiego rynku pracy



Źródło: Macrobond

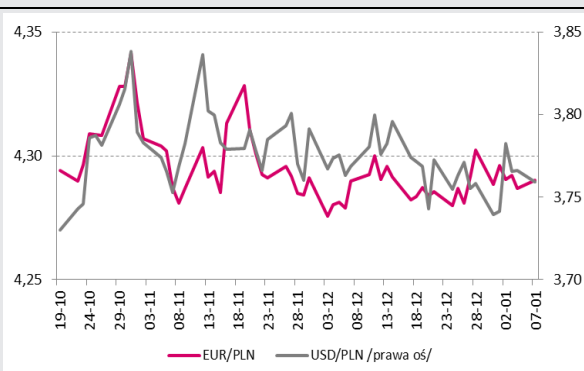
Silny spadek nastrojów w amerykańskim przemyśle w grudniu

Indeks ISM dla amerykańskiego przemysłu obniżył się w grudniu do 54,1 pkt. z 59,3 pkt. przed miesiącem. Jest to najniższy odczyt tego wskaźnika od dwóch lat, choć nadal przekracza on poziom 50 pkt. sygnalizując ożywienie w tym sektorze. W największym stopniu obniżył się subindeks nowych zamówień do poziomu bliskiego neutralnego. Wyniósł on bowiem 51,1 pkt. wobec 62,1 pkt. w listopadzie. W grudniu zmniejszył się także komponent bieżącej produkcji - do 54,3 pkt. Silny spadek indeksu PMI jest zaskakujący, zważywszy na jego względną stabilizację w ostatnich kilkunastu miesiącach. Oznaczać to może, iż działania protekcjonistyczne w polityce handlowej na linii Stany Zjednoczone - Chiny, podkopujące perspektywy wzrostu globalnego, wpłynęły negatywnie na nastoje ankietyowanych menedżerów. Byłoby to spójne ze spadkiem w grudniu indeksu PMI dla chińskiego przemysłu. Można przypuszczać jednak, że do znaczącego spadku indeksu ISM dla przemysłu USA przyczyniły się tymczasowo pewne przesunięcia w terminarzu zamówień i dostaw, co będzie podlegało weryfikacji wraz z napływem nowych informacji z tego sektora amerykańskiej gospodarki. Niemniej jednak wskaźnik ten najprawdopodobniej w najbliższych miesiącach nie powróci do wysokich poziomów sprzed grudnia 2018, gdyż bilans czynników ryzyka dla koniunktury w amerykańskim przemyśle (polityka handlowa, brexit, spadające ceny ropy naftowej) nie powinien ulec znaczącej poprawie.

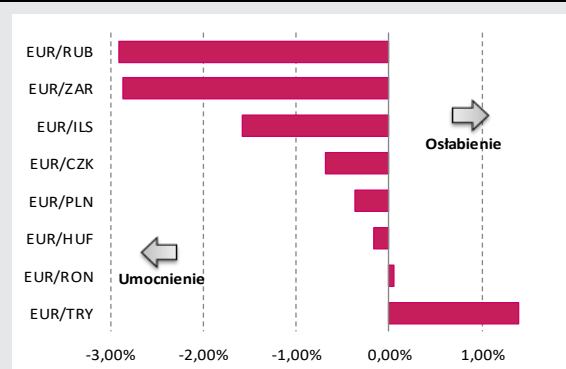
Ożywienie na amerykańskim rynku pracy nadal trwa

Liczba zatrudnionych w sektorze pozarolniczym w Stanach Zjednoczonych wzrosła w grudniu o 312 tys., znacznie silniej niż konsensus rynkowy na poziomie 184 tys. W górę zrewidowano także dane za dwa ostatnie miesiące o łącznie 58 tys. Stopa bezrobocia wzrosła w grudniu do 3,9% z 3,7% miesiąc wcześniej, w dużej mierze ze względu na wyższą stopy aktywności zawodowej, co jest pozytywną informacją z punktu widzenia potencjału wzrostu amerykańskiej gospodarki. Przyspieszyła też dynamika płac, która w grudniu wyniosła 3,2% r/r z 3,0% r/r w listopadzie. Dane te potwierdzają dobry obraz amerykańskiego rynku pracy.

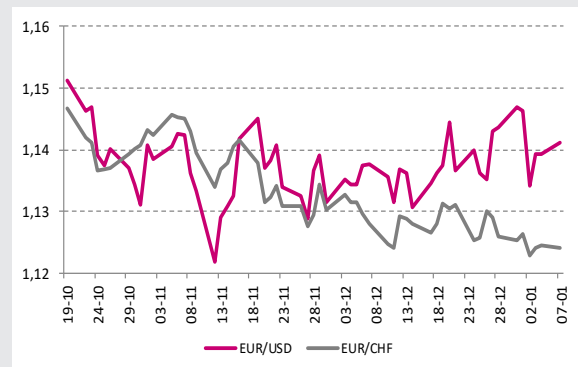
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



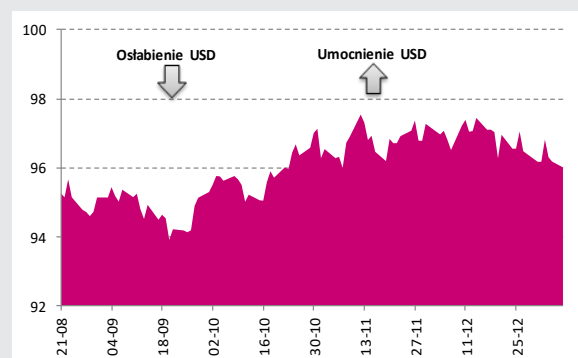
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Thomson Reuters Datastream

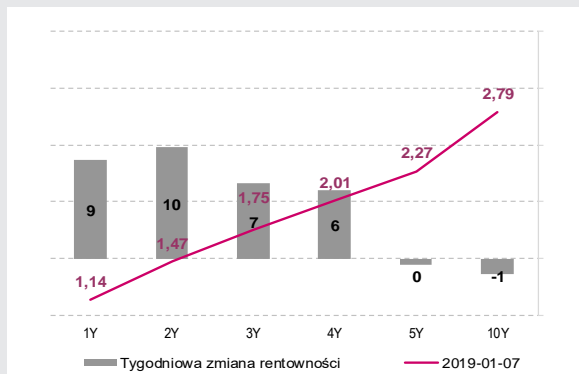
Rynek walutowy

Pierwszy tydzień nowego roku w notowaniach EUR/PLN to obraz stabilizacji wyceny złotego wokół poziomu 4,29 z nieskutecznymi próbami wybitcia powyżej bariery 4,30. Polska waluta pozostawała w tym czasie niewrażliwa na czynniki zewnętrzne, w tym niezwykle optymistyczny zestaw danych z amerykańskiego rynku pracy. Ciekawszy przebieg miały notowania pary USD/PLN, które charakteryzowały się - z uwagi na zmiany wartości dolara na rynkach bazowych - podwyższoną zmiennością. W środę kurs niemal wyznaczył 3-miesięczne minimum 3,7293, by w czwartek zwyżkować do miesięcznego maksimum 3,8009. Wycena amerykańskiej waluty na rynkach globalnych podlegała wahaniom głównie w rytm publikacji makroekonomicznych, choć największy ruch miał miejsce we wtorek, gdy publikacje indeksów PMI w strefie euro okazały się zbliżone do oczekiwań. Była to jednak pierwsza sesja nowego roku, stąd wspomniana zmienność mogła być wynikiem niższej płynności.

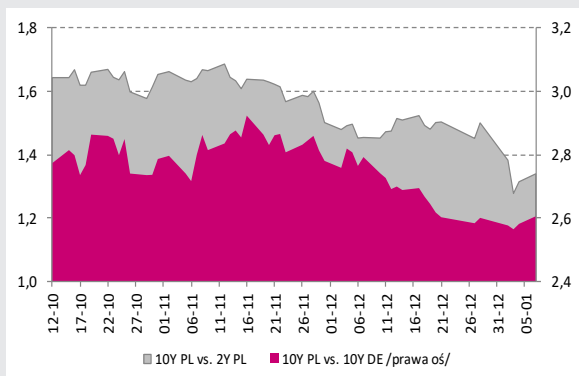
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN ↓	Nasza kierunkowa prognoza dla pary EUR/PLN zakłada jej spadek, choć bazując na zmienności złotego w relacji do euro z ostatnich tygodni potencjalna zmiana notowań nie powinna być duża. Kurs porusza się bowiem w wąskim przedziale 4,2750 - 4,31. Oczekujemy, iż poprawa apetytu na ryzyko na początku nowego tygodnia - wynikająca między innymi z łagodnej retoryki prezesa Fed, czy poluzowania polityki pieniężnej w Chinach - przełoży się na niewielkie umocnienie złotego. Wpływ wydarzeń krajowych, w tym posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej oceniamy jako marginalny. Bankierzy centralni z wysokim prawdopodobieństwem powtórzą bowiem dotychczasowe nastawienie w kwestii stóp procentowych.
USD/PLN ↓	W ślad za oczekiwanym przez nas niewielkim umocnieniem złotego oraz łagodną przeceną dolara w najbliższych dniach kurs USD/PLN będzie zniżkował. Źródłem zmienności w tym tygodniu może okazać się publikacja danych CPI z USA, która będzie miała miejsce dopiero w piątek oraz czwartkowe wystąpienie prezesa Fed. Do tego czasu oczekujemy, iż kurs USD/PLN będzie poruszał się w rytm wskazań analizy technicznej tj. zniżkował w kierunku poziomu 3,73.
EUR/USD ↑	W naszej ocenie złagodzenie retoryki przez prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej, w połączeniu z optymistycznym odczytem z rynku pracy USA - zmniejszającym oczekiwania co do spowolnienia gospodarki - będą sprzyjały wzrostowi apetytu na ryzyko. Na wartości tracić będą zatem beneficjenci awersji do ryzyka, w tym amerykański dolar. Nakładając na to także wskazania analizy technicznej tj. przestrzeń do górnego ograniczenia obowiązującego kanału wzrostowego uważamy, iż najbliższe dni będą czasem niewielkiego wzrostu notowań eurodolara.

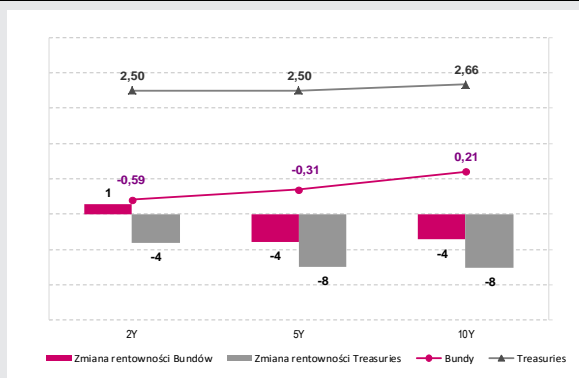
Rentowność obligacji krajowych [%]



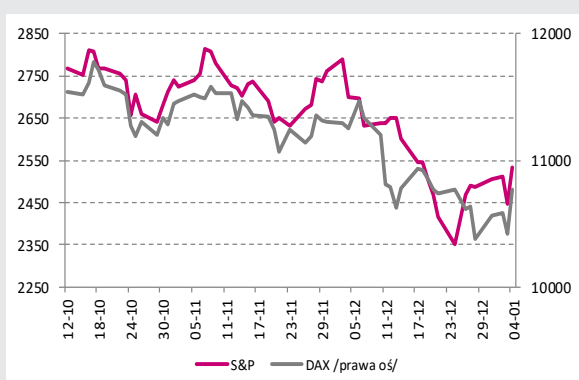
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Rynek obligacji

W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego wzrostu rentowności krajowego długu, w szczególności na krótkim końcu krzywej. Dochodowość 2-latk wzrosła bowiem aż o 13 bps do 1,47%. Najmniej tj. o 5 bps zwyżkował 10-letni benchmark, który dziś notowany jest z rentownością 2,76%. W naszej ocenie zmiany na rynku SPW to odreagowanie grudniowej dynamicznej niżki dochodowości połączone ze styczniowymi zwyżkami rentowności na rynkach bazowych. Przykładowo w przypadku 10-letniego długu Niemiec wzrost dochodowości w pierwszym tygodniu nowego roku wyniósł 5 bps do 0,20%. Wpływ na wycenę SPW ma także prefinansowanie 25% potrzeb pożyczkowych przewidzianych na 2019 rok. W tym kwartale resort finansów planuje przeprowadzić 4-6 przetargów sprzedaży obligacji łącznie na 20-30 mld PLN. W lutym lub w marcu możliwe jest do dwóch przetargów zamiany, przeprowadzenie których uzależnione będzie od sytuacji rynkowej i budżetowej. W samym styczniu natomiast (10.01 i 25.01) Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje łącznie za 8-14 mld PLN.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) ↑	W naszej ocenie notowania krajowego długu o 10-letnim terminie zapadalności weszły w fazę korekty w dotychczasowym trendzie spadku dochodowości. Z tego powodu oczekujemy, iż 10-letni benchmark będzie się kierował w stronę 2,80% w rentowności. Poza wpływem sytuacji na rynkach bazowych, gdzie dochodowość nieznacznie rośnie, czynnikiem przesądającym o spadku cen SPW w styczniu będzie potrzeba korekty po ruchu grudniowym oraz tradycyjnie największa podaź SPW w pierwszym kwartale każdego roku.
10Y DE (%) ↑	Obserwowany na początku nowego tygodnia wzrost apetytu na ryzyko powinien zdjąć presję spadku dochodowości z notowań Bunda. Nierozstrzygnięta kwestia brexitu wciąż jednak nie pozwoli na silniejsze odreagowanie, stąd spodziewamy się, iż 10-latka niemiecka poruszać się będzie w przedziale 0,15-0,25%.
10Y US (%) ↑	Optymistyczne dane z rynku pracy USA w połączeniu z niewielkim złagodzeniem retoryki prezesa Fed powinny w naszej ocenie skutkować stabilizacją notowań 10-letniego długu USA. Zmienność wśród Treasuries powinna pojawić się w drugiej części tygodnia, gdy swoje wystąpienie będzie miał J.Powell (szef Rezerwy Federalnej) oraz gdy poznamy odczyt inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 07 stycznia					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Styczeń	-0.3		
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Listopad	1.7%		
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku	USA	Listopad	0.8%		
Wtorek 08 stycznia					
14:30 Bilans handlowy	USA	Listopad	-55.5b	-54.0b	
Środa 09 stycznia					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Styczeń	1.50%	1.50%	1.50%
11:00 Stopa bezrobocia r/r	EZ	Listopad	8.1%	8.0%	
20:00 Opis posiedzenia banku centralnego	USA	Grudzień			
Czwartek 10 stycznia					
Brak istotnych publikacji					
Piątek 11 stycznia					
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Grudzień	2.2%	1.9%	
Poniedziałek 14 stycznia					
11:00 Produkcja przemysłowa r/r	EZ	Listopad	1.2%		
14:00 Rachunek obrotów bieżących	Polska	Listopad	-457m		

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

Dane i prognozy

	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419
PKB	4,8	5,0	3,6	5,2	5,1	5,1	4,8	4,3	4,2	3,2	3,3
Stopa bezrobocia	6,6	5,8	5,8	6,6	5,9	5,7	5,8	6,1	5,5	5,5	5,9
Inflacja CPI (% r/r) **	2,0	1,7	2,5	1,5	1,8	2,0	1,4	2,0	2,4	2,5	2,7
Ropa naftowa Brent **	54,2	71,6	76,0	66,9	74,0	79,0	71,6	72,0	74,0	76,0	76,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (%)	1,65	1,64	1,85	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,65	1,66
WIBOR 3M (%)	1,72	1,72	1,90	1,70	1,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
WIBOR 6M (%)	1,81	1,79	2,00	1,78	1,78	1,79	1,79	1,78	1,78	1,79	1,79
Obligacja 2-letnia (%)	1,71	1,33	1,65	1,50	1,63	1,58	1,33	1,45	1,50	1,55	1,65
Obligacja 10-letnia (%)	3,30	2,82	3,00	3,17	3,21	3,24	2,82	2,85	2,90	2,90	3,00
EUR/PLN	4,17	4,30	4,29	4,21	4,36	4,27	4,30	4,30	4,29	4,29	4,29
USD/PLN	3,48	3,76	3,70	3,41	3,74	3,68	3,76	3,75	3,74	3,70	3,70
GBP/PLN	4,70	4,79	4,90	4,80	4,93	4,81	4,79	4,75	4,80	4,85	4,90
EUR/USD	1,13	1,14	1,16	1,23	1,17	1,16	1,14	1,15	1,15	1,16	1,16
EURIBOR 3M	-0,33	-0,31	-0,25	-0,33	-0,32	-0,35	-0,31	-0,34	-0,30	-0,25	-0,25
LIBOR 3M USD	1,69	2,81	3,28	2,31	2,34	2,40	2,81	2,80	2,85	3,05	3,20

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium ** średnio w okresie
 Źródło: GUS, NBP, Thomson Reuters, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.