

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

21 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

Nastroje podczas poniedziałkowego otwarcia w Europie wyznacza wymowa chińskich danych o PKB w czwartym kwartale ub. roku oraz grudniowej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Ostatnie trzy miesiące ubiegłego roku były najstabszym kwartałem chińskiej gospodarki od początku 2009 roku. Co więcej tempo wzrostu PKB w ub. roku wyniosło 6,6% i było najniższe od 28 lat. Rynek dość obojętnie przyjął jednak te dane, częściowo z uwagi na lepsze od oczekiwań dane dotyczące produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, ale także ze względu na spodziewane działania stymulujące wzrost w kolejnych miesiącach. Nie bez znaczenia są także kolejne doniesienia o zbliżeniu w chińsko-amerykańskich rozmowach handlowych. W rezultacie, kurs EUR/USD rozpoczyna nowy tydzień na poziomie 1,1360 który uznajemy za tymczasowy kres umocnienia dolara. Kurs EUR/PLN natomiast porusza się wokół bariery 4,29 tj. długoterminowej średniej. Poniedziałkowa sesja nie powinna przynieść większych zmian z uwagi na nieobecność inwestorów amerykańskich (dzień Martina Luthera Kinga) oraz oczekiwanie na przedstawienie przez brytyjską premier „planu B” w sprawie warunków brexitu. W dalszej części tygodnia uwaga inwestorów koncentrować się będzie na czwartkowym posiedzeniu Europejskiego Banku Centralnego oraz próbie przywrócenia działania amerykańskich urzędów federalnych, w trwającym najdłużej historii tzw. *government shutdown*.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

### Czy zmiany przepisów leasingowych podbiją sprzedaż aut w grudniu?

We wtorek o godz. 10:00 poznamy szacunek sprzedaży detalicznej w grudniu. Nasza prognoza wskazuje na przyspieszenie jej wzrostu w ujęciu realnym do 7,5% r/r z 6,9% r/r w listopadzie. Sądzymy bowiem, że wprowadzenie nowych regulacji leasingu od stycznia br. sprzyjało sprzedaży aut w grudniu.

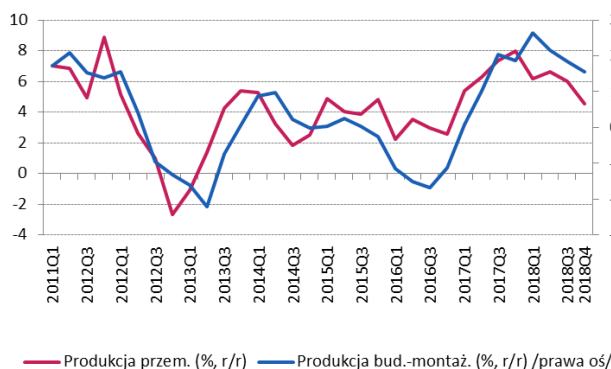
### Czy EBC złagodzi retorykę pod wpływem danych z Eurolandu?

W czwartek o godz. 13:45 poznamy decyzję Europejskiego Banku Centralnego dotyczącą stóp procentowych w strefie euro. Oczekiwania rynkowe, zgodnie z *forward guidance* banku, wskazują na brak modyfikacji kosztu pieniądza. Uwaga rynków skupi się zatem na komunikacie i wypowiedziach podczas konferencji prezesa EBC M. Draghiego, w kontekście aktualności, po publikacji słabszych danych z gospodarki Eurolandu, scenariusza makroekonomicznego EBC.

### Pierwsze w tym roku publikacje wskaźników PMI dla strefy euro i Niemiec

Również w czwartek poznamy wstępne wyliczenia indeksów PMI dla przemysłu i usług w strefie euro oraz w Niemczech za styczeń. Oczekiwania rynkowe wskazują na ich względną stabilizację, co oznacza, że nadal pozostaną na poziomach powyżej 50 pkt. Dane te przyzwyczyły jednak w ubiegłym roku to negatywnych niespodzianek. W kontekście perspektyw krajowej gospodarki najbardziej istotny będzie szacunek indeksu PMI dla niemieckiego przemysłu. W grudniu kształtował się on na poziomie 51,5 pkt.

## Wykres tygodnia



Grudniowe dane o produkcji w przemyśle i budownictwie wskazują na nieznaczne wyhamowanie ich wzrostu, w stosunku do 3Q, wskazując na stopniowe wytracanie dynamiki PKB. Szacujemy, że wzrost PKB w 4Q ub. roku spowolnił do 4,8% r/r z 5,1% r/r w 3Q. W całym ub. roku przyspieszył on jednak, według naszych obliczeń, do 5,0% z 4,8% w 2017 r.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2928	0,0%
USD/PLN	3,7728	0,8%
CHF/PLN	3,7841	-0,7%
EUR/USD	1,1376	-0,8%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,40	4
5Y	2,25	9
10Y	2,86	12

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,80	4
5Y	2,08	9
10Y	2,46	8

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,26	5
US 10Y	2,79	12

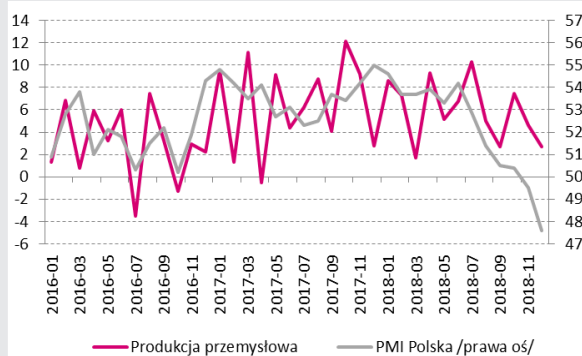
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	59766,2	1,1
S&P 500	2670,7	2,9
Nikkei 225	19562,0	-3,0

Źródło: Thomson Reuters

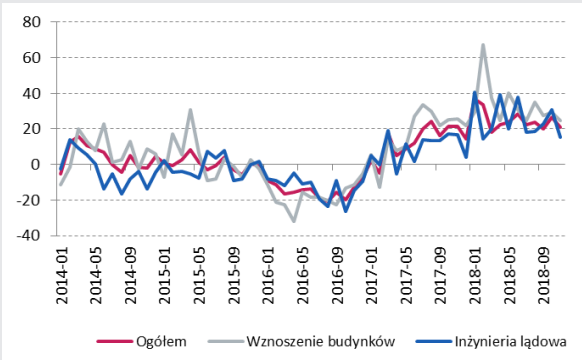
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

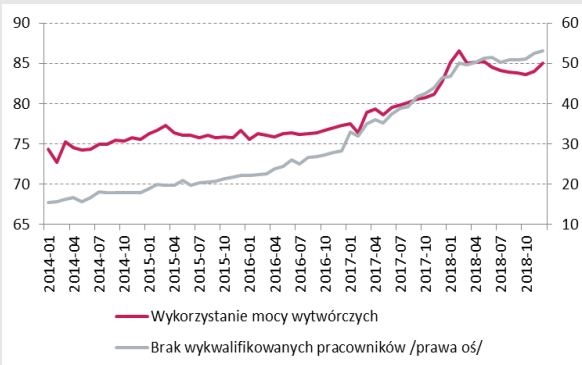
### Produkcja przemysłowa [% , r/r] i PMI Polska [pkt.]



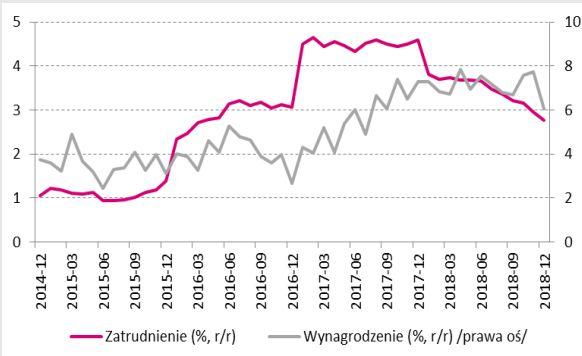
### Nominalna produkcja bud.-montaż. [sa % , r/r]



### Dane z sektora budowlanego [pkt.]



### Dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw



### Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w 4Q ub. roku

Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w grudniu ub. roku do 2,8% r/r z 4,7% r/r przed miesiącem, silniej niż wskazywały oczekiwania rynkowe. W ujęciu kwartalnym dynamika produkcji w sektorze wytwórczym również obniżyła się, co wskazuje, że przemysł wspierał wzrost gospodarczy w 4Q słabiej niż przed kwartałem. Oznacza to, że spowolnienie w światowej wymianie handlowej zaczęło w ostatnich miesiącach ub. roku wpływać nieco silniej na krajową koniunkturę przemysłową. Sądzymy, że w kolejnych miesiącach działalność wytwórcza krajowych przedsiębiorstw będzie pozostawała względnie stabilna. Wpływ słabszej koniunktury za granicą, w szczególności w gospodarce niemieckiej, będzie w dużej mierze ograniczany przez nadal silny popyt krajowy. Jednocześnie warto zaznaczyć, że słabsze od oczekiwań dane w końcu ub. roku mogą być zaburzone czynnikami jednorazowymi (układ kalendarza, okres świąteczny), a dla oceny trwałości spowolnienia wzrostu w przemyśle musimy poczekać na kolejne dane z gospodarki realnej.

### Odreagowanie w inwestycjach infrastrukturalnych w grudniu

Wzrost produkcji budowlano-montażowej również okazał się wolniejszy niż przed miesiącem. Wyniósł on 12,2% r/r po wzroście o 17,1% r/r w listopadzie. Uwagę zwraca obniżenie się dynamiki produkcji firm, które głównie zajmują się wznoszeniem obiektów inżynierii lądowej i wodnej - do 11,4% r/r z 20,4% r/r w miesiącu poprzedzającym, co wskazuje na mniejsze nasilenie inwestycji infrastrukturalnych, co wskazuje na mniejsze nasilenie inwestycji infrastrukturalnych po wyborach samorządowych oraz utrzymywanie się ograniczeń podaży w branży budowlanej - bardzo wysokiego wykorzystania zdolności wytwórczych i trudności z pozyskaniem pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. Koniunktura w budownictwie mieszkaniowym pozostaje natomiast nadal bardzo dobra. Kolejne miesiące powinny przynieść dalsze stopniowe, aczkolwiek powolne spadki tempa wzrostu produkcji budowlanej (pomimo dalszego wykorzystywania środków z Unii Europejskiej), gdyż dalsze zwiększanie aktywności w budownictwie będzie napotykało bariery podaży. Grudniowe dane z przemysłu i sektora budowlanego wpisują się w obraz stopniowego wyhamowywania tempa wzrostu gospodarczego, które w 4Q br. mogło wynieść ok. 4,8% r/r. Pomimo nieco słabszych grudniowych danych podtrzymujemy, że w całym 2018 r. wzrost gospodarczy sięgnął 5,0%.

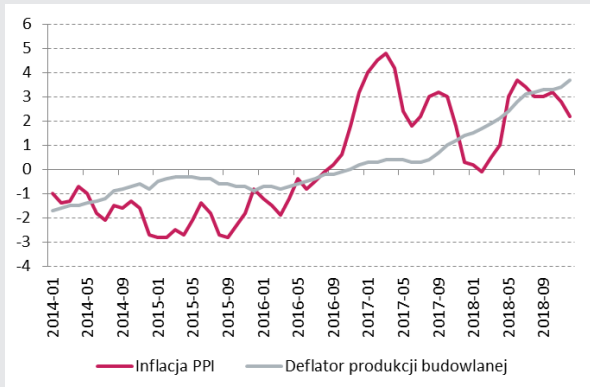
### Zgodny z oczekiwaniami słabnący wzrost zatrudnienia w grudniu

Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyhamował w grudniu do 2,8% r/r z 3,0% r/r miesiąc wcześniej, co było wynikiem zgodnym z naszymi oczekiwaniami. W skali miesiąca liczba etatów zasadniczo nie zmieniła się, podczas gdy w latach 2015-2017 grudzień przynosił wyraźny przyrost zatrudnienia. Pomiędzy lutym a grudniem liczba etatów w sektorze przedsiębiorstw przyrosła w roku 2018 o 46,1 tys. wobec zwwyżki o 105,1 tys. w roku 2017. Dane te wpisują się zatem w wyhamowywanie wzrostu zatrudnienia, na co wpływ mają z jednej strony czynniki cykliczne i wytracanie dynamizmu polskiej gospodarki, ale też podaży ograniczenia rynku pracy. Na wyhamowywanie wzrostowego trendu zatrudnienia wskazują też wyniki badania koniunktury, w tym m.in. komponent zatrudnienia w badaniach PMI.

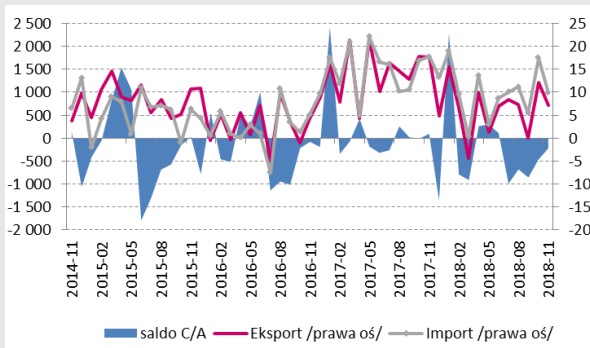
### Czy wyhamowanie wzrostu płac w grudniu jest tylko tymczasowe?

Słabsze od oczekiwań były także dane dotyczące wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, których dynamika wyniosła 6,1% r/r wobec 7,7% r/r w listopadzie. Szczegółowe dane o strukturze wynagrodzeń nie są dostępne, stąd trudno ocenić charakter tych zmian, jednak należy mieć świadomość, że miesięczne dane z sektora przedsiębiorstw znajdują się pod silnym wpływem czynników jednorazowych (m.in. przesunięcia w wypłatach premii). Dane potwierdzają, że presja płacowa w gospodarce utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. W przyszłym roku nadal rosnące dochody z pracy, wraz z niskim bezrobociem, pozostaną wsparciem dla konsumpcji prywatnej, głównego motoru gospodarki.

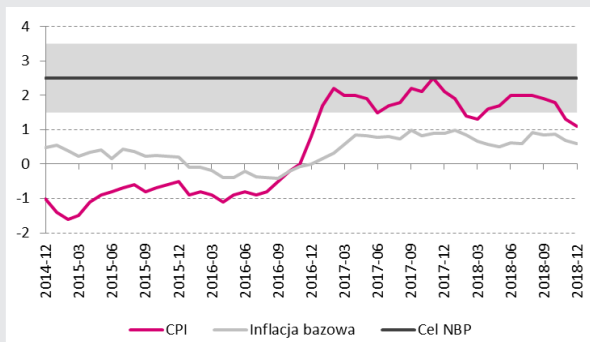
## Inflacja PPI i deflator produkcji bud. [% , r/r]



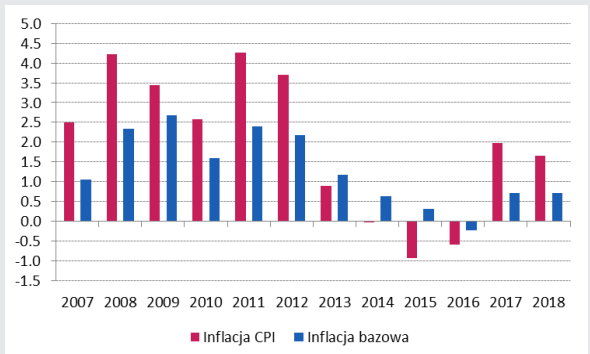
## Saldo C/A [mln EUR] i handel z zagranicą [% , r/r]



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



## Inflacja CPI i bazowa [%]



Źródło: Macrobond

## Silniejszy od oczekiwań spadek inflacji PPI w grudniu

Inflacja cen producenta wyniosła w grudniu 2,2% r/r wobec zrewidowanego szacunku dla listopada wynoszącego 2,8% r/r. W ujęciu miesięcznym indeks PPI obniżył się o 0,9% m/m, do czego przyczynił się spadek o 11,0% r/r cen w dziale produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (paliw), co związane jest ze spadkami w listopadzie i grudniu cen w złotych tego surowca na rynkach światowych. W całym 2018 inflacja PPI względem 2017 r. również obniżyła się (2,3% wobec 2,6%), pomimo wyraźnych wzrostów cen ropy naftowej w ub. roku. Inflacja cen produkcji budowlano-montażowej kontynuuje natomiast trend wzrostowy. Wyniosła ona bowiem 3,7% r/r wobec 3,4% r/r przed miesiącem. Jest to najszybszy wzrost cen w budownictwie od boomu w tym sektorze gospodarki z lat 2007-2008. Biorąc pod uwagę dalszą absorpcję środków europejskich ożywienie w inwestycjach infrastrukturalnych powinno nadal utrzymywać się, co wspierać będzie dalsze wzrosty cen produkcji budowlanej w tym roku, szczególnie, że wysoki stopień wykorzystania zdolności wytwórczych w tej branży powinien nadal utrzymywać się.

## Poprawa w listopadzie salda obrotów bieżących

Deficyt obrotów bieżących wyniósł w listopadzie ub. roku 221 mln EUR, a więc poprawił się względem poprzedzającego miesiąca, gdy wyniósł 471 mln EUR. Oczekiwania rynkowe wskazywały natomiast na pogłębienie deficytu do 525 mln EUR. Lepszy wynik na rachunku bieżącym wynikał z poprawy deficytu handlu towarami. Wyniósł on bowiem w listopadzie 229 mln EUR, podczas gdy w październiku kształtował się na poziomie 569 mln EUR. Co prawda dynamika eksportu obniżyła się do 7,1% r/r z 12,1% r/r, ale nadal kształtuje się na względnie solidnym poziomie. Spowolnił również wzrost eksportu, ale nieco silniej, bo do 9,9% r/r z 17,5% r/r. Sądzymy, że całkiem dobre dane o eksporcie w ostatnich dwóch miesiącach wynikają z realizacji zamówień zgłoszonych z zagranicy już wcześniej. Z tego względu dynamika eksportu będzie najprawdopodobniej znajdowała się w przyszłości w trendzie spadkowym, na co wskazują wskaźniki koniunktury, m.in. najniższy od 2013 r. indeks PMI, a także słabe dane o produkcji przemysłowej w Niemczech.

## GUS potwierdził inflację CPI wynoszącą w grudniu 1,1% r/r

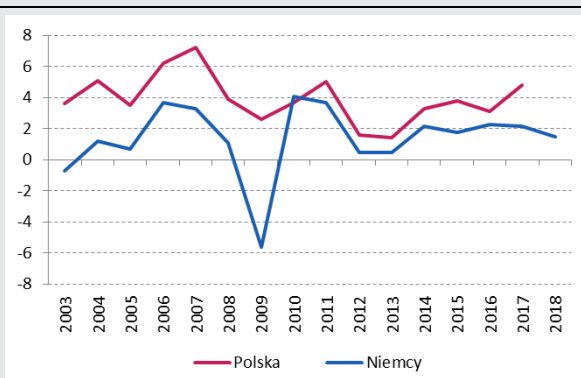
Deficyt Główny Urząd Statystyczny w swoim finalnym szacunku potwierdził wstępne wyliczenie inflacji CPI w grudniu, która wyniosła 1,1% r/r, osiągając najniższy poziom od trzech lat. Do jego spadku inflacji w grudniu przyczyniło się spowolnienie wzrostu cen paliw do 7,6% r/r z 10,6% r/r przed miesiącem. Inflacja bazowa, liczona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła według naszych szacunków 0,7%, podobnie jak w listopadzie. W styczniu inflacja CPI najprawdopodobniej nie przyspieszy, a w kolejnych miesiącach będzie powoli rosła.

## W 2018 r. inflacja bazowa po raz szósty poniżej poziomu 1,5%

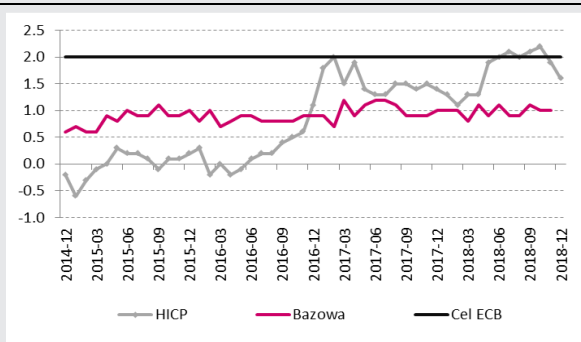
Narodowy Bank Polski przedstawił szacunki inflacji bazowej w grudniu. Trzy z czterech obliczanych miar obniżyło się w stosunku do listopada. Jedyne indeks po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych wyniósł 1,4% r/r, kształtując się na poziomie z poprzedniego miesiąca. Najszerzej analizowany wskaźnik, inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, spadł nieznacznie do 0,6% r/r z 0,7% r/r. Oznacza to, że w całym 2018 r. wyniosła ona średnio 0,7%, tyle samo co przed rokiem. Oznacza to, że ubiegły rok był szóstym z rzędu, gdy inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności kształtowała się średnio poniżej dolnego ograniczenia przedziału dopuszczalnych odchyżeń od celu inflacyjnego. Presja inflacyjna w gospodarce pozostawała w 2018 r. na bardzo niskim poziomie, pomimo szybkiego wzrostu gospodarczego i wynagrodzeń rosnących najszybciej od 10 lat. Początek roku przynieść powinien stabilizację inflacji CPI po wyłączeniu cen żywności i energii po czym będzie ona rosła, choć nie przekroczy w tym roku poziomu celu inflacyjnego NBP wynoszącego 2,5% r/r. Dane o inflacji bazowej w 2019 r. powinny wspierać więc scenariusz stabilnych stóp procentowych w Polsce przez długi czas.

## Makro - zagranica

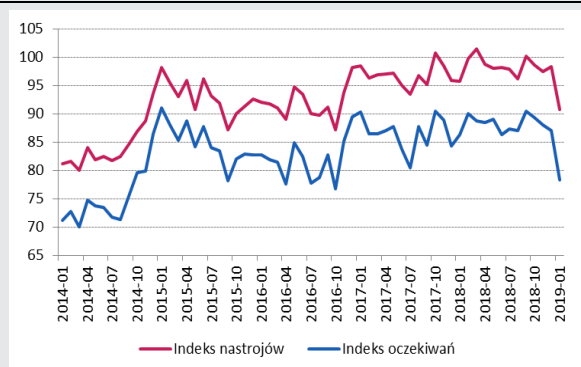
Wzrost gospodarczy w Polsce i w Niemczech [%]



Inflacja HICP i bazowa w strefie euro [% r/r]



Wskaźnik nastrojów Uniwersytetu Michigan [pkt.]



Źródło: Macrobond

### W 2018 r. wzrost PKB w Niemczech najwolniejszy od 5 lat

Według pierwszego szacunku wzrost produktu krajowego brutto w Niemczech obniżył się w 2018 r. do 1,5% z 2,2% w roku poprzedzającym i był najwolniejszy od pięciu lat. W największym stopniu przyczyniło się do tego osłabienie wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych, a także wkład eksportu netto. Wiąże się to ze spadkiem dynamiki eksportu Niemiec do 2,4% z 4,6%, do czego przyczyniła się słabnąca koniunktura na świecie. Sądzymy, że trend ten będzie kontynuowany także w 2019 r., na co wskazują niższe odczyty wskaźników koniunktury, m.in. dla Stanów Zjednoczonych i Chin. Jednocześnie nadal utrzymuje się niepewność związana z brexitem i sytuacją we Włoszech. W pewnym stopniu wpływ słabnącej międzynarodowej wymiany handlowej na aktywność gospodarczą w Niemczech ograniczać będzie nadal dość solidny popyt wewnętrzny. Sytuacja gospodarcza u naszego głównego partnera handlowego będzie ciężła także polskim eksporterom. Jak dotąd pozostawali oni dość odporni na spowolnienie w światowym handlu, co wynikać może z realizacji wcześniejszych zamówień. W nadchodzących miesiącach dynamika eksportu będzie się jednak najprawdopodobniej obniżać.

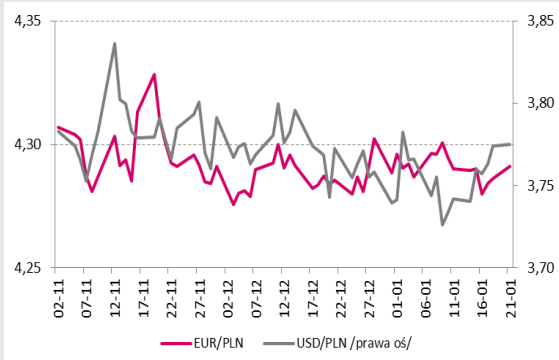
### Ceny energii spowalniają inflację konsumencką w strefie euro

Eurostat potwierdził wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro w grudniu wynoszący 1,6% r/r. Oznacza to spadek w stosunku do listopada, gdy wynosiła ona 1,9% r/r. Do niższej inflacji w grudniu przyczyniło się wolniejsze tempo wzrostu cen energii (5,4% r/r wobec 9,1% r/r przed miesiącem). Inflacja w strefie euro pozostaje zbliżona do prognoz Europejskiego Banku Centralnego i wpisuje się w jego dotychczasowy *forward-guidance* dotyczący polityki pieniężnej w strefie euro.

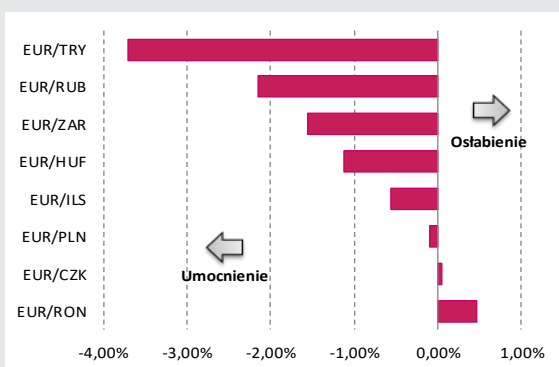
### Pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów

Indeks Uniwersytetu Michigan odzwierciedlający nastoje konsumenckie w Stanach Zjednoczonych obniżył się w styczniu do 90,7 pkt. z 98,3 pkt. przed miesiącem. Jest to najniższa wartość wskaźnika od ponad dwóch lat. Zniżył również zarówno komponent nastrojów bieżących jak i subindeks oczekiwań. Jednocześnie spadek w ujęciu m/m był najsilniejszy od 6 lat, co w części należy wiązać z przedłużającym się okresem przerwania pracy przez niektóre amerykańskie instytucje federalne (*government shutdown*). Według raportu uniwersytetu spadek wskaźnika należy łączyć z wprowadzonymi przez administrację Stanów Zjednoczonych taryfami celnymi, globalnym spowolnieniem gospodarczym, niestabilnością rynków finansowych i brakiem jasnych perspektyw polityki pieniężnej Fed. Dane o nastrojach konsumenckich zgodne są z oczekiwanym na ten rok spowolnieniem gospodarczym w USA. Indeks ten nie powinien kontynuować tak silnych spadków w nadchodzących miesiącach, gdyż sytuacja finansowa gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych pozostaje nadal korzystna. Z tego względu konsumpcja indywidualna najprawdopodobniej będzie w tym roku solidnie wspierać aktywność w amerykańskiej gospodarce.

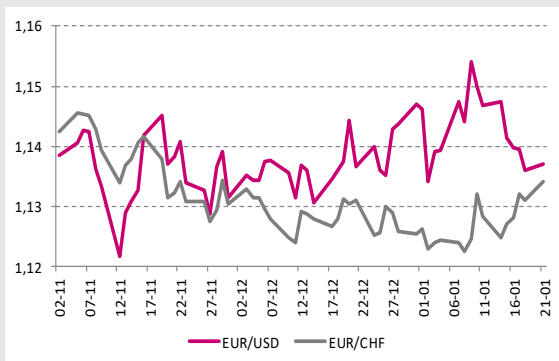
## Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



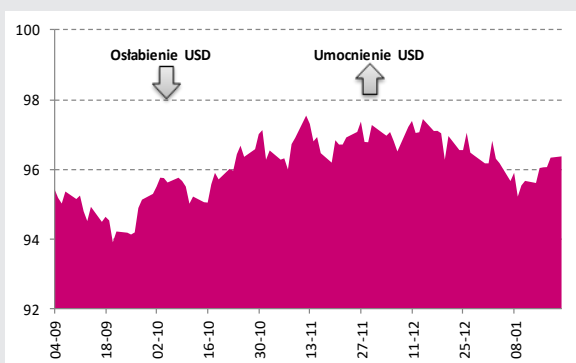
## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



## Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



## Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Thomson Reuters Datastream

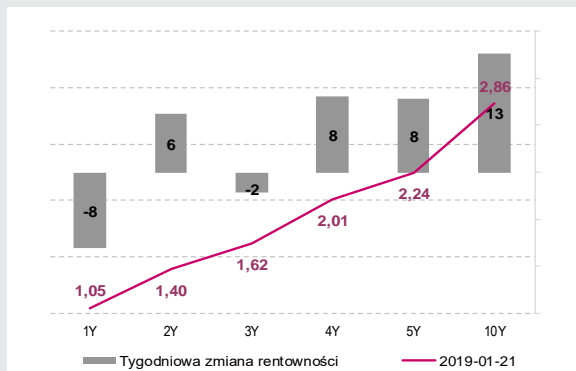
## Rynek walutowy

Najważniejszym momentem ubiegłego tygodnia w notowaniach EUR/PLN była - pierwsza w tym roku - zniżka kursu poniżej poziomu 4,29. Mimo, iż pod koniec tygodnia złoty nieznacznie taniał, to ostatecznie notowaniom udało się zakończyć omawiany okres poniżej wspomnianej bariery. Pozytywnie wyróżniającą się walutą regionu był węgierski forint. Kurs EUR/HUF zniżył się do 7-miesięcznego minimum wspierany wypowiedzią szefa banku centralnego Węgier sugerującego bliskie zacieśnianie polityki pieniężnej. Na rynkach globalnych miniony tydzień to okres umocnienia dolara. Cztery z rzędu spadkowe sesje kursu EUR/USD nie zdarzyły się od przełomu września i października. Źródłem niżki eurodolara były między innymi negatywne informacje dotyczące sytuacji gospodarczej we Włoszech oraz zbliżeniu stanowisk w rozmowach chińsko-amerykańskich. Problemy z wybiciem powyżej 100-dniowej średniej ruchomej tj. 1,1346 kolejny tydzień miały natomiast notowania EUR/CHF i to pomimo pozytywnych nastrojów na amerykańskiej giełdzie, gdzie indeksy osiągnęły miesięczne maksimum. Wydarzenia związane z brexitem miały umiarkowany wpływ na brytyjskiego funta. Z jednej strony brytyjska premier w spektakularny sposób przegrała głosowanie w sprawie warunków brexitu, z drugiej obroniła się przed wotum nieufności dla swojego rządu. Temat wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej będzie przedmiotem negocjacji w tym tygodniu.

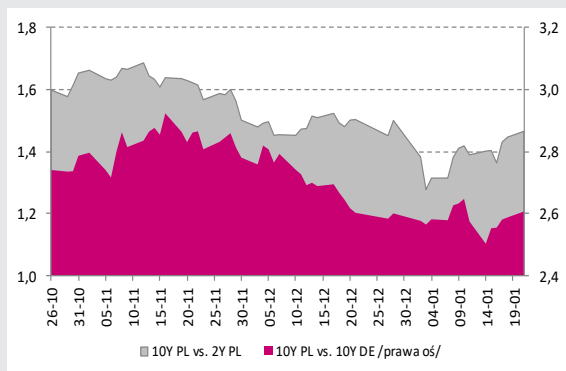
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Nie uważamy, by w tym tygodniu - wzorem poprzednich - miało dojść do zmiany trendu w notowaniach EUR/PLN. Za najbardziej prawdopodobny uważamy scenariusz kontynuacji trendu horyzontalnego ograniczonego poziomami 4,28 - 4,3050. Przy czym najbardziej prawdopodobna jest koncentracja notowań wokół dolnego ograniczenia wskazywanego przedziału. Źródłami umiarkowanej zmienności będą doniesienia w sprawie brexitu, czy Europejskiej Banku Centralnego. Nie uważamy jednak, by najbliższe dni miały przynieść przełom tak w negocjacjach w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, jak i polityki pieniężnej w strefie euro, stąd spodziewana przez nas stabilizacja wyceny złotego.
USD/PLN	↓	Spodziewana stabilizacja złotego sprawia, iż decydujące o kierunku notowań kursu USD/PLN będą zmiany na rynku eurodolara. W naszej ocenie w tym tygodniu możemy być świadkami próby zwykłej korekty pary EUR/USD. Zakres zmian oceniamy jednak jako niewielki. W dalszym ciągu notowania USD/PLN koncentrować się będą wokół 50-dniowej średniej ruchomej.
EUR/USD	↑	Uważamy, iż zniżka eurodolara w ubiegłym tygodniu wyczerpała swój potencjał także na gruncie analizy technicznej, choć nie wszystkich jej wskaźników. Z tego powodu spodziewamy się niewielkiego odreagowania w kierunku 1,1450. Testem dla takiego scenariusza będzie przedstawienie „planu B” dla brexitu oraz retoryka przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego w kwestii spodziewanej w tym roku koniunktury w strefie euro. Dalsze złagodzenie nastawienia EBC może przecenić wspólną walutę i sprawić, że kurs EUR/USD raz jeszcze obniży się do poziomu 1,1250.

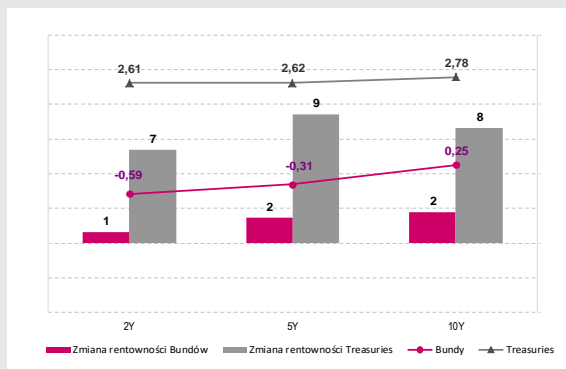
## Rentowność obligacji krajowych [%]



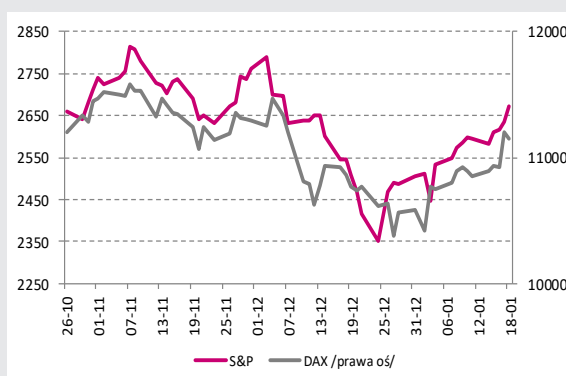
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



## Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

## Rynek obligacji

Miniony tydzień był okresem wyraźnego wystromienia krzywej dochodowości. Rentowność 10-letniego benchmarku - w ślad za sytuacją na rynkach bazowych - wzrosła o 12 bps do 2,86%. Zdecydowanie mniejszy, bo wynoszący 3 bps wzrost towarzyszył polskiej 2-latce, która poziomem 1,39% zakończyła tydzień. Równie dynamiczne zmiany - co w przypadku krajowego długiego końca krzywej - towarzyszyły 10-latce USA. Dochodowość tego papieru wzrosła o 12 bps do 2,79% w wyniku zwiększonego - kosztem angażowania w bezpieczny dług - apetytu na akcje. Wycena niemieckiego długu była natomiast stabilna. Globalny umiarkowany optymizm studzony był przez nierozstrzygniętą kwestię brexitu oraz kondycję włoskiej gospodarki.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) ↑	Wycena krajowego długu pozostaje pod dominującym wpływem sytuacji globalnej. Ta natomiast obecnie nie jest sprzyjająca wycenie SPW i skutkuje niewielkim wzrostem dochodowości krajowego długu. W tym tygodniu źródłem zmian w apetycie na ryzyko będzie retoryka posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Wydarzeniem tygodnia na krajowym rynku będzie natomiast przetarg, na którym nie spodziewamy się trudności w zebraniu pełnej zaplanowanej przez Ministerstwo Finansów puli.
10Y DE (%) ↓	Nierozstrzygnięta kwestia brexitu wraz z obawami dotyczącymi kondycji włoskiej gospodarki nie pozwalają na wzrost dochodowości niemieckiego długu, którą obserwujemy na rynku amerykańskim. Ten tydzień nie powinien przynieść zmian w dotychczasowym obrazie notowań Bunda. Spodziewamy się, iż 10-latkę niemiecką poruszać się będzie w przedziale 0,15-0,25%. W szczególności, iż czwartkowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego powinno przynieść utrzymanie łagodnej retoryki wypowiedzi bankierów centralnych.
10Y US (%) ↑	Apetyt na ryzyko utrzymuje się w USA, co odbiera zainteresowanie długiem amerykańskim skutkując wzrostem jego rentowności. Umiarkowaną wyprzedzą Treasuries wspierają optymistyczne informacje w sprawie postępów w amerykańsko-chińskich rozmów handlowych oraz prób zażegnania najdłuższego w historii <i>government shutdown</i> tj. paraliżu rządu federalnego, co obok wojen handlowych negatywnie odbija się na sytuacji gospodarczej w USA na początku 2019 roku.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 21 stycznia</b>					
08:00 Inflacja PPI r/r	Niemcy	Grudzień	3.3%		
<b>Wtorek 22 stycznia</b>					
10:00 Sprzedaż detaliczna realna r/r	Polska	Grudzień	6.9%	6.9%	7.5%
11:00 ZEW	Niemcy	Styczeń	-17.5	-18.5	
<b>Środa 23 stycznia</b>					
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Grudzień	8.8%	8.6%	8.6%
<b>Czwartek 24 stycznia</b>					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Styczeń	51.5	51.3	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Styczeń	51.8	52.2	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Styczeń	51.4	51.5	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Styczeń	51.2	51.5	
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Grudzień	5.7%	5.8%	5.8%
13:45 Decyzja w sprawie stóp procentowych	EZ	Styczeń	0.00%	0.00%	0.00%
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Styczeń	53.8	53.5	
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Styczeń	54.4	54.2	
<b>Piątek 25 stycznia</b>					
10:00 Indeks IFO	Niemcy	Styczeń	101.0	100.6	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku	USA	Grudzień			
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Grudzień			
<b>Poniedziałek 28 stycznia</b>					
14:30 Indeks Chicago Fed	USA	Grudzień	0.22		

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	5,9	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	1,8	2,2	2,4	2,5
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	4,31
USD/PLN	3,48	3,76	3,70	3,41	3,74	3,68	3,76	3,75	3,74	3,70	3,65
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	1,18
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.