

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

3 lutego 2020

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

Nowy miesiąc rozpoczynamy starymi problemami, w szczególności koronawirusem i jego wpływem na światową gospodarkę oraz rynki finansowe. Dziś - po trwającej od 23 stycznia przerwie spowodowanej Księżycowym Nowym Rokiem - do pracy powróciła chińska giełda, która straciła na zamknięciu ponad 8%. Chiński Bank Ludowy zwiększył natomiast płynność w systemie bankowym, by przeciwdziałać nerwowości na rynkach finansowych. Ten tydzień jest także pierwszym, w którym Wielka Brytania jest już poza Unią Europejską. Obecnie trwa 11-miesięczny okres przejściowy dedykowany wynegocjowaniu porozumienia handlowego pomiędzy obiema stronami. W środę w USA natomiast zapadnie decyzja dotycząca usunięcia D.Trumpa z urzędu, choć jest wysoce prawdopodobne, iż kontrolowany przez Republikanów Senat zdecyduje o odrzuceniu stawianych zarzutów. Nerwowość na rynkach finansowych utrzymuje się. W naszej ocenie niedawna przecena złotego w relacji do euro jest już na tyle silna, iż w swoim scenariuszu bazowym na ten tydzień zakładamy możliwość niewielkiego odreagowania. Dla krajowych obligacji kluczowe będzie zachowanie rynków bazowych. W naszej ocenie przestrzeń do dalszego spadku dochodowości Bunda - a tym samym polskiej 10-latki - jest już ograniczona.

Najważniejsze dane tego tygodnia

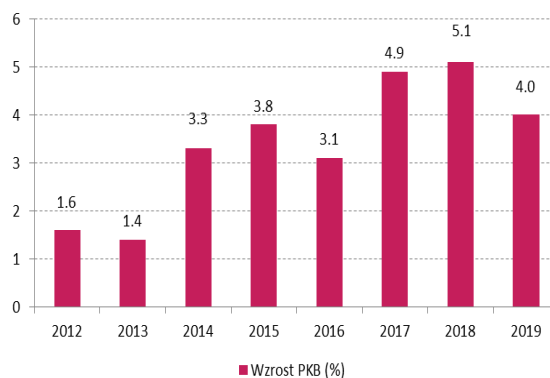
RPP nie zmieni stóp procentowych

We wtorek i w środę odbędzie się decyzyjne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Nie powinno ono przynieść niespodzianek - stopy procentowe NBP nie ulegną zmianie. Większość członków Rady będzie twierdziła, że inflacja po mocnym wybiciu w 1Q br. w średnim okresie powróci do celu. Najwyższa od 7 lat presja inflacyjna zmniejsza jednak komfort części członków Rady - podczas styczniowego posiedzenia Rady pojawił się wniosek o podwyżkę stóp procentowych NBP o 15 bps. Decyzję dotyczącą stóp poznamy w środę po południu.

Dane non-farm payrolls nie zmieniają perspektyw polityki Fed

W piątek o godz. 14:30 opublikowane zostaną styczniowe dane z rynku pracy w USA (non-farm payrolls). Według konsensusu rynkowego przyrost miejsc pracy poza sektorem rolniczym wyniesie ma 160 tys., a więc ma być nieco lepszy niż w grudniu ub. roku (145 tys.). Oczekiwania rynkowe wskazują także na utrzymanie bardzo niskiej stopy bezrobocia (3,5%) oraz minimalne przyspieszenie wzrostu płacy godzinowej - do 3,0% r/r z 2,9% r/r przed miesiącem. Dane potwierdzą dobry obraz amerykańskiego rynku pracy, co nie powinno zmienić perspektyw polityki Fed.

Wykres tygodnia



Wzrost PKB spowolnił w 2019 r. do 4,0% z 5,1% w 2018 r. Dane te okazały się negatywną niespodzianką. Zaskoczenie wynika z zaskakująco mocnego spowolnienia wzrostu w 4Q. Według naszych obliczeń wyniósł on 3,0% r/r wobec 3,9% r/r w 3Q br. W szczególności niespodzianką okazało się mocne spowolnienie wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych, pomimo poluzowania fiskalnego.

Źródło: Macrobond

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3016	0,6%
USD/PLN	3,8854	0,1%
CHF/PLN	4,0288	0,6%
EUR/USD	1,1067	0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,63	0
WIBOR 3M	1,71	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,47	-5
5Y	1,81	-9
10Y	2,14	-8

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,80	-5
5Y	1,83	-4
10Y	1,89	-6

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,44	-5
US 10Y	1,53	-8

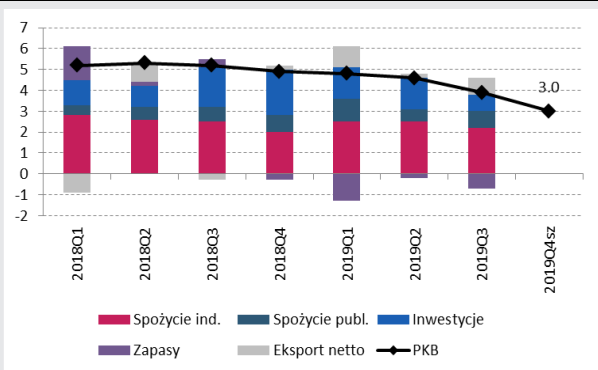
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	56493,2	-1,0
S&P 500	3225,5	-2,1
Nikkei 225	22971,9	-1,6

Źródło: Thomson Reuters

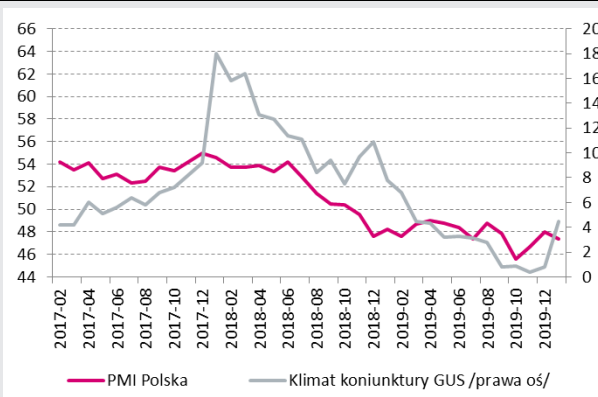
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

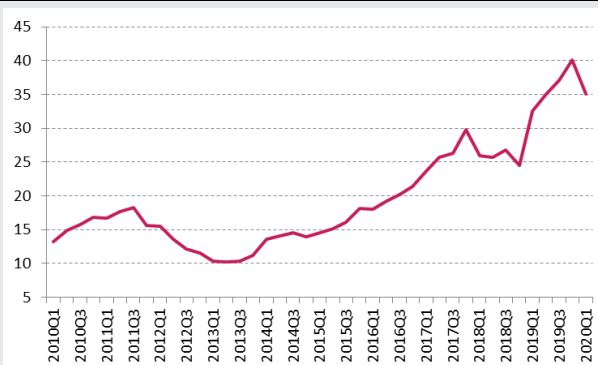
Wzrost PKB [%]



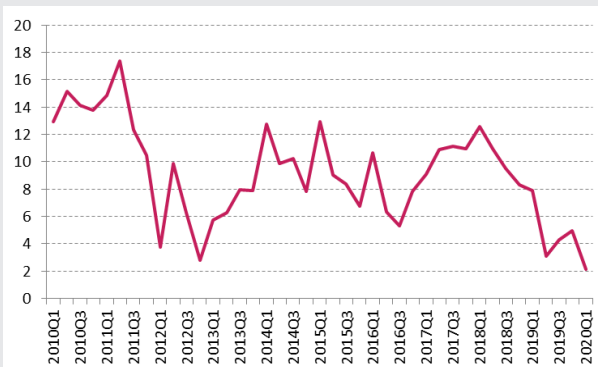
Koniunktura w przemyśle [pkt]



Udział firm prognozujących podwyżki [%]



Wskaźnik oczekiwanej sytuacji ekonomicznej [pkt]



Źródło: Macrobond, NBP

Słabszy od oczekiwań wzrost PKB na koniec 2019 r.

Według szybkiego szacunku GUS wzrost gospodarczy w 2019 r. spowolnił do 4,0% r/r z 5,1% r/r przed rokiem, tj. do najniższego poziomu od 3 lat. Negatywne zaskoczenie w danych za cały rok, to efekt wyraźnego wyhamowania dynamiki PKB w 4Q, która według naszych szacunków wyniosła 2,7%-3,1% r/r. To pewna niespodzianka, ponieważ dane wysokiej częstotliwości sugerowały nieco mniejszą skalę spowolnienia. Dość wyraźne obniżyła się w 4Q dynamika konsumpcji gospodarstw domowych do 3,3%-3,7% r/r, do czego mogło przyczynić się spowolnienie wydatków na usługi, ze względu na dynamiczny wzrost ich cen. Dane o sprzedaży detalicznej w okresie październik-grudzień sugerowały lepsze wyniki konsumpcji, jednak nie obejmują one usług. Przyspieszył natomiast wzrost inwestycji do 5,5-5,7% r/r z 4,7% r/r przed kwartałem. Jest to pozytywna niespodzianka, gdyż, biorąc pod uwagę spadki r/r inwestycji infrastrukturalnych, musiał przyspieszyć wzrost inwestycji niebudowlanych. Wkład eksportu netto natomiast po raz pierwszy w 2019 r. osiągnął wartość ujemną (ok -0,2 pkt. proc.). Przyspieszenie inwestycji w 4Q, szczególnie inwestycji przedsiębiorstw, to pozytywny element obrazu w 4Q, jednak istnieje duża niepewność, czy ten wzrost będzie do utrzymania w kolejnych kwartałach. W 2020 r. wzrost gospodarczy będzie spowalniał, osiągając w połowie roku dół tego cyklu koniunkturalnego. Podsumowując, dane, pomimo, słabej wymowy dla 4Q nie wpływają znacząco na nasz scenariusz makro, według którego wzrost PKB wyniesie w 2020 r. 3,2%.

Najniższy styczniowy odczyt PMI od 2009 r.

Indeks PMI obrazujący koniunkturę w krajowym przemyśle przetwórczym spadł w styczniu do 47,4 pkt z 48,0, pkt, w grudniu. Jest to najniższy odczyt styczniowy od 2009 r., co wskazuje na słaby początek roku w polskim przemyśle. Biorąc pod uwagę poprawę nastrojów w europejskim przemyśle, dane te wydają się lekkim zaskoczeniem, choć należy pamiętać, że zmienność odczytów PMI w ostatnich miesiącach jest duża. Widoczna poprawa nastrojów pod koniec roku, w reakcji na perspektywy deeskalacji wojen handlowych, mogła być zneutralizowana przez nowe ryzyka dla gospodarki globalnej płynące ze strony koronawirusa. Styczniowe dane wskazały na utrzymanie się spadków produkcji, nowych zamówień, a także w zatrudnieniu. Przy czym spadek zatrudnienia był największy od października 2009. Co ciekawe, przedsiębiorcy z sektora przetwórstwa przemysłowego wskazali na spadek presji kosztowej (koszty zakupu dóbr pośrednich wzrosły w tempie najniższym od trzech lat), natomiast nastąpił wyraźny wzrost cen produktów sprzedanych, które zwiększyły się w tempie najwyższym od pięciu lat. Wskazuje to na rosnącą presję inflacyjną w gospodarce, ponieważ w obliczu rosnących kosztów produkcji (koszty pracy, energii, surowców), przedsiębiorcy są w stanie je przenieść na ceny dóbr finalnych. Dane PMI za styczeń wskazują, że negatywne nastroje w polskim przemyśle utrzymują się, a pojawiające się sygnały ich poprawy mają kruche podstawy. Perspektywy na najbliższą przyszłość uległy pogorszeniu w obliczu rozprzestrzeniającej się epidemii koronawirusa, choć jego bezpośredni wpływ na polską gospodarkę nie powinien być znaczny. Otoczenie globalne nie będzie wspierało krajowego przemysłu i wymiany handlowej. Dodatkowo, możliwe jest dalsze osłabienie popytu krajowego, szczególnie inwestycyjnego. Pozytywnym elementem opublikowanych danych jest poprawa oczekiwań w perspektywie kolejnych 12 miesięcy, choć w dalszym ciągu pozostają one umiarkowane.

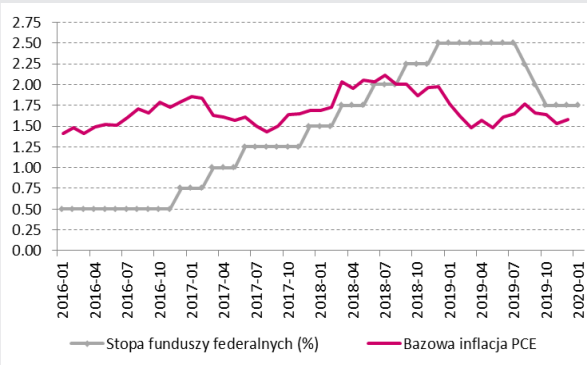
Firmy oczekują pogorszenia sytuacji ekonomicznej

Według Szybkiego Monitoringu NBP prognozy na 2020 r. popytu krajowego w przedsiębiorstwach kształtują się na „bardzo dobrym” poziomie, przy czym zarysowuje się tendencja malejąca popytu eksportowego. Firmy spodziewają się ponadto pogorszenia w 2020 r. rentowności oraz ich sytuacji ekonomicznej. Do słabszych prognoz mogło przyczynić się wyraźne zwiększenie w 4Q ub. roku niepewności dotyczącej działalności firm. Ankietowane przedsiębiorstwa oczekują ponadto wzrostu zatrudnienia i wynagrodzeń, choć wolniejszego niż przed rokiem (po przejściowym wybicu dynamiki wynagrodzeń po podniesieniu płacy minimalnej na początku 2020 r.). Wyniki Szybkiego Monitoringu wskazują również na osłabienie w 2020 r.

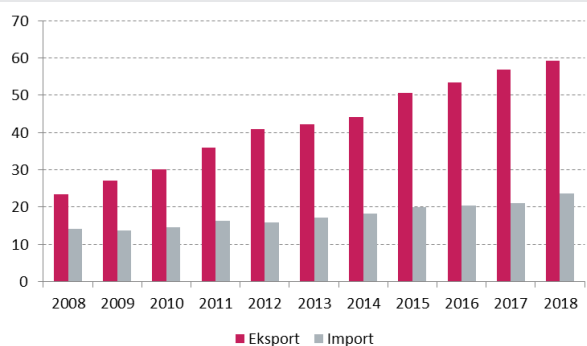
aktywności inwestycyjnej, zwłaszcza przedsiębiorstw sektora prywatnego, co jest zgodne ze spadającym stopniem wykorzystania zdolności wytwórczych. Płynące z ankiety wnioski są zbieżne z naszym scenariuszem makroekonomicznym na 2020 r. Popyt konsumpcyjny powinien nadal solidnie napędzać aktywność gospodarczą, wspierany rosnącymi płacami i zatrudnieniem, choć rynek pracy nie powinien być już tak rozgrzany jak w ub. roku. Ponadto, wyniki badania utwierdzają nasze pesymistyczne oczekiwania dotyczące inwestycji, w szczególności firm prywatnych, które częściowo łagodzą pod koniec 2019 r. załamanie inwestycji infrastrukturalnych sektora publicznego. Słabsze perspektywy popytu z zagranicy wskazują, zgodnie z naszym scenariuszem, że eksport netto będzie w nieco słabszym stopniu wspierał wzrost gospodarczy w 2020 r.

Makro - zagranica

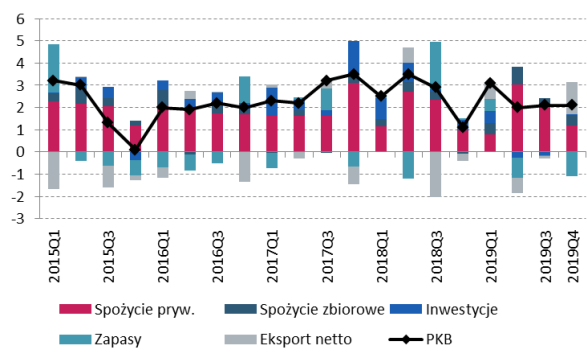
Polityka pieniężna w USA



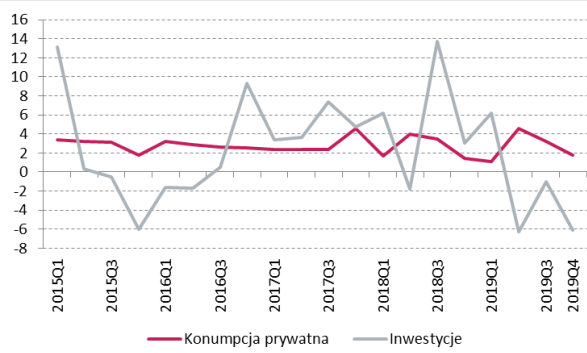
Wymiana handlowa Polska z Wlk. Brytanią [mld PLN]



Struktura wzrostu PKB USA [pkt proc.]



Dynamika kons. i inwestycji w USA [% kw/kw SAAR]



Fed nie zaskakuje

Zgodnie z oczekiwaniami Fed pozostawił główną stopę procentową poziomie 1,50%-1,75%. W komunikacie podtrzymano grudniową ocenę, że obecne parametry polityki pieniężnej są odpowiednie dla utrzymania ekspansji gospodarczej, mocnego rynku pracy oraz realizacji celu inflacyjnego. Zmieniono przy tym ocenę wzrostu konsumpcji z „mocnego” na „umiarkowany”. Dokonano ponadto modyfikacji sformułowania celu inflacyjnego Fed zaznaczając, że inflacja ma powrócić do symetrycznego celu 2,0% r/r, przy czym poprzednio zapisano, że inflacja ma być „blisko” temu poziomowi. Podczas konferencji prezes Fed J.Powell powiedział, że zmiana tego sformułowania ma na celu wskazanie, że inflacja może być nieco powyżej poziomu 2,0%, a sformułowanie „blisko” mogłoby wpłynąć na obniżenie oczekiwań inflacyjnych ograniczając przestrzeń do ewentualnego oddziaływania niższych stóp procentowych na dynamikę cen konsumenta. Zaznaczył ponadto, że pomimo pewnej poprawy perspektyw, niepewność dla wzrostu w USA utrzymuje się, w tym m.in. ze względu na rozprzestrzenianie się koronawirusa. Fed dokonał ponadto zmian w stawce operacji skupu papierów wartościowych (repo) oraz ogłosił, że potrwać one co najmniej do kwietnia, choć rola tego instrumentu dla stabilizowania rynku międzybankowego w USA będzie malała. Naszym zdaniem posiedzenie to nie zmienia perspektyw polityki pieniężnej Fed. Z jednej strony przy oczekiwaniach nieznaczącej poprawy koniunktury na świecie, a z drugiej wobec okresu wyborczego w 2020 r. bankierzy centralni USA będą utrzymywać główną stopę na obecnym poziomie, który jest niższy niż neutralny, długookresowy koszt pieniądza.

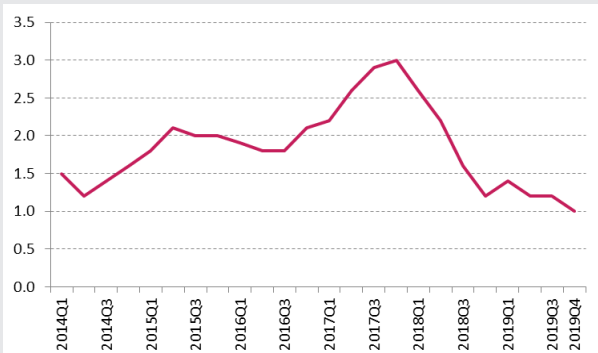
W końcu Brexit dokonał się

O północy z piątku na sobotę Wielka Brytania formalnie opuściła Unię Europejską na warunkach wzajemnej umowy. Według niej Wielka Brytania nadal pozostanie w jednolitym rynku i unii celnej ze Wspólnotą oraz będzie zobligowana do wnoszenia składek do unijnego budżetu. Warunki te będą jednak aktualne jedynie do końca 2020 r., co oznacza, że obu stronom pozostanie 11 miesięcy na usankcjonowanie wzajemnych relacji. Poza umową handlową, nowe porozumienia będą określać m.in. bezpieczeństwo i wymianę informacji, regulacje dotyczące lotnictwa i dostępu do tówisk, a także dostawy energii i akceptacji leków. W kontekście umowy handlowej planowany okres przejściowy jest bardzo ambitny. Dla zilustrowania trudności warto przypomnieć, że umowa handlowa między UE a Kanadą była negocjowana około 7 lat. W tych warunkach bardzo trudno określić jest skutki makroekonomiczne dla gospodarek Unii i Wlk. Brytanii. Po Brexicie nadal utrzymuje się niepewność dotycząca przyszłych relacji gospodarczych, choć jej skala jest mniejsza niż dotychczas. Wydarzenie to odcina bowiem część niepewności, która istniała dotychczas i dotyczyła miejsca W. Brytanii w Europie. W najbardziej negatywnym scenariuszu handel Unii z Wielką Brytanią będą regulowany odrębne przepisy Światowej Organizacji Handlu i pojawiłyby opłaty celne, co jednak nie jest naszym bazowym scenariuszem.

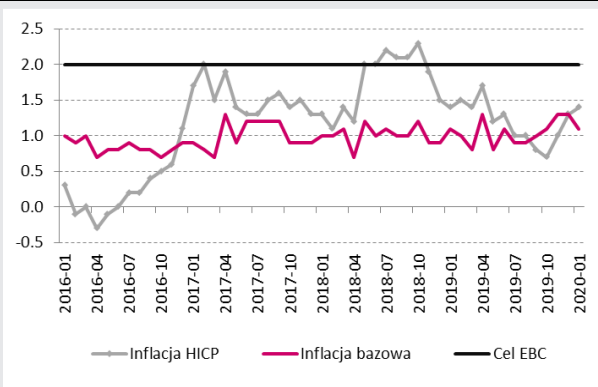
PKB w USA w 4Q zgodny z oczekiwaniami

Według pierwszego wycięcia PKB w USA wzrost w 4Q ub. roku o 2,1% kw/kw (SAAR - po wyrównaniu sezonowym i annualizacji), podobnie jak przed kwartałem. Dane te były zgodne z oczekiwaniami. Zmieniła się jednak struktura wzrostu. Spowolnił bowiem wzrost konsumpcji gospodarstw domowych do 1,8% kw/kw z 3,2% kw/kw. Wyraźnie obniżył się też wkład zmiany zapasów. Wpływ tych czynników w 4Q był w dużym stopniu równoważony, przez lepszy niż w 3Q wkład eksportu netto, który wynika jednak ze spadku importu (-8.7% kw/kw SAAR). Dane te wskazują, że pomimo niskiego bezrobocia i bardzo dobrych nastrojów konsumpcyjnych utrzymanie dynamicznych wzrostów konsumpcji będzie trudne, gdyż osłabł nieco wzrost płac i zatrudnienia. Także trudne do powtórzenia mogą być wysokie, tak jak w 4Q, kontrybucje do wzrostu eksportu netto. Z drugiej jednak strony, ujemny wkład zmiany zapasów, sugerować może potrzebę ich zwiększenia w 2020 r., co w części łagodzić mogłoby wpływ słabszej konsumpcji i salda handlowego, zwłaszcza w warunkach deeskalacji wojny handlowej USA-Chiny i akomodacyjnej polityki pieniężnej Fed. Z tego względu spodziewamy się niewielkiego hamowania gospodarki USA w 2020 r.

Wzrost PKB w strefie euro [% r/r]



Inflacja w strefie euro [% r/r]



Źródło: Macrobond

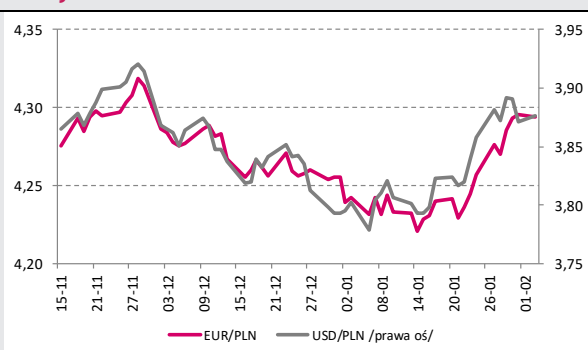
Słaby wzrost PKB w 4Q w strefie euro

Wzrost PKB w strefie euro spowolnił w 4Q ub. roku do 1,0% r/r z 1,2% r/r przed kwartałem, tj. do najwolniejszego tempa od 6 lat. Dane te okazały się negatywną niespodzianką, gdyż konsensus prognoz rynkowych wynosił 1,1% r/r. Natomiast w ujęciu kwartał do kwartału PKB w tej gospodarce wzrósł jedynie o 0,1% kw/kw po wzroście o 0,3% kw/kw w 3Q ub. roku. Dane te wskazują, spowolnienie gospodarcze w strefie euro nasiliło się w ostatnich miesiącach ub. roku. Aktywność obniżał przemysł, który nadal znajdował się w recesji i coraz mocniej oddziaływał na główny motor napędowy wzrostu - sektor usług. Dostępne dane PMI za styczeń sygnalizują, że koniunktura w strefie euro pozostaje słaba na początku roku, choć zauważalnej poprawie uległy wskaźniki dla sektora wytwórczego. Sądzymy zatem, że całość gospodarki Eurolandu nie pogrąży się w recesji, a wraz z deeskalacją wojen handlowych można liczyć na pewne niewielkie zdynamizowanie wzrostu, zwłaszcza w II połowie roku. Niemniej dynamika PKB nadal pozostanie niska i najpewniej nie przewyższy danych dla całości 2019 r., pomimo nadal ultra-łagodnej polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego.

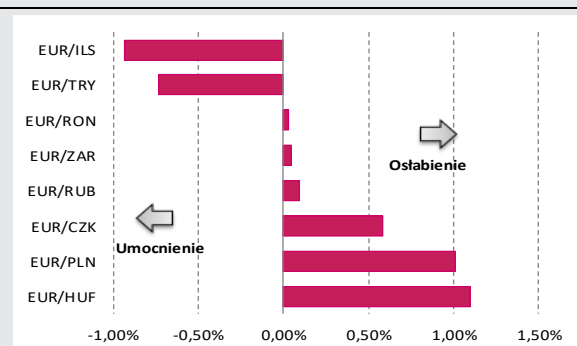
Niska presja inflacyjna w strefie euro

Według wstępnych danych inflacja HICP w strefie euro wzrosła w styczniu do 1,4% r/r z 1,3% r/r przed miesiącem. Natomiast wskaźnik bazowy, tj. HICP po wyłączeniu cen energii, żywności, alkoholu i wyrobów tytoniowych obniżyła się do 1,1% r/r z 1,3% r/r. Według tych danych presja inflacyjna pozostaje niska w związku ze słabą aktywnością gospodarczą. Nie zakładamy zmian stóp procentowych w Eurolandzie, jednak jeśli powrót inflacji do celu i przyspieszenie wzrostu nie będą pojawiać się na horyzoncie bankierzy centralni mogą np. obniżyć stopę depozytową lub zwiększyć skalę programu skupu aktywów. Pozostajemy sceptyczni, co do skuteczności tych działań. Uwaga powinna się bardziej skoncentrować na polityce fiskalnej, zwłaszcza w Niemczech, gdzie przestrzeń do zwiększenia wydatków budżetowych jest duża.

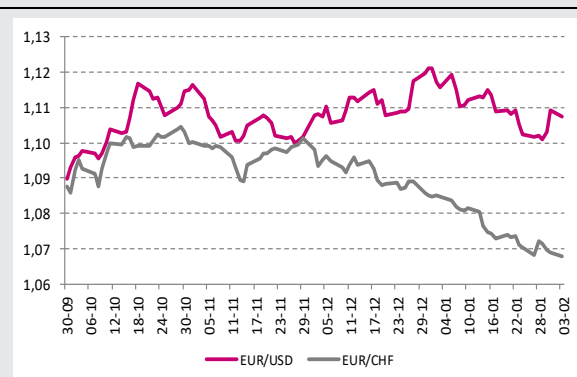
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



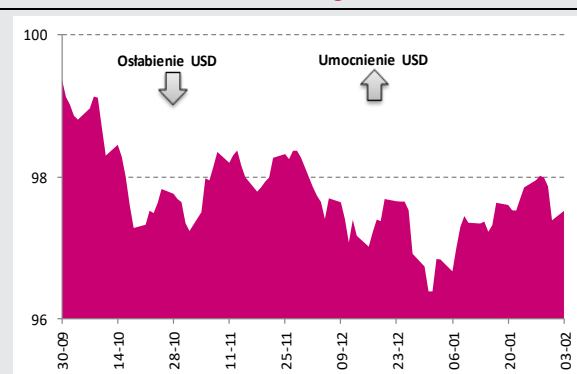
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Thomson Reuters Datastream

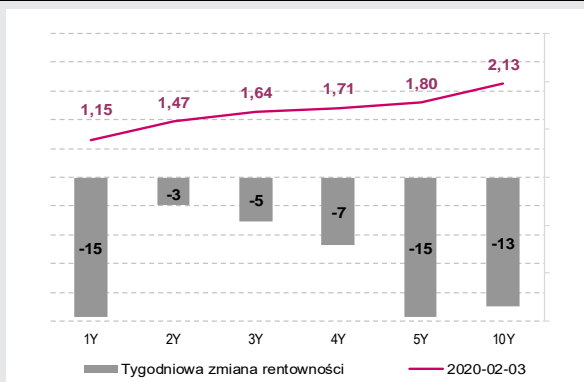
Rynek walutowy

W minionym tygodniu złoty pozostawał pod presją sprzedających z uwagi na wzrost globalnej awersji do ryzyka motywowanej obawami o rozprzestrzenianie się koronawirusa i jego negatywny wpływ na światową gospodarkę. W rezultacie notowania osiągnęły w piątek poziom 4,2950 tj. cztery grosze wyżej niż na starcie ubiegłego tygodnia. Przecena złotego w połączeniu z preferowaniem przez inwestorów walut powszechnie uważanych za bezpieczniejsze - jak frank szwajcarski - skutkowało wyższą kursu CHF/PLN do poziomu 4,02 tj. najwyższego od połowy października. Z uwagi na globalny czynnik decydujący o zachowaniu rynków finansowych na wartości - wraz ze złotym - traciły także pozostałe waluty regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Kurs EUR/HUF ustanowił nowe historyczne maksimum. Z kolei para EUR/CZK zawróciła z 8-letniego minimum. Na rynkach bazowych przez większość ubiegłego tygodnia utrzymywało się zainteresowanie tzw. bezpiecznymi walutami, do których zalicza się dolara amerykańskiego, franka szwajcarskiego i japońskiego jena. Kurs EUR/CHF obniżył się do poziomu 1,0665 kontynuując ruch w ramach kanału spadkowego. Co ciekawe, mimo utrzymującej się awersji do ryzyka eurodolar nie był w stanie sforsować poziomu 1,10. Podwyższoną zmienność obserwowaliśmy natomiast na rynku brytyjskiego funta, co utożsamiamy z wyjściem Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej z końcem stycznia.

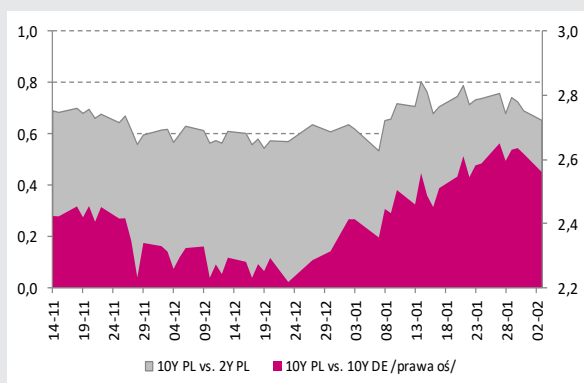
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Mimo utrzymujących się obaw towarzyszących wpływowi koronawirusa na światową gospodarkę w naszej ocenie przecena złotego powinna wyhamowywać, do czego skłania bliskość istotnych poziomów technicznych, skala dotychczasowej przeceny polskiej waluty, jak również wskazania części oscylatorów technicznych. Bariera 4,2950 i kolejno 4,3260 tj. szczyt z końca listopada powinny hamować osłabienie polskiej waluty w relacji do euro.
USD/PLN	↔	W naszej ocenie kurs USD/PLN powinien koncentrować się w tym tygodniu nieco poniżej poziomu 3,90. Będzie to wypadkowa niewielkiego umocnienia złotego, którego oczekujemy w najbliższych dniach i utrzymania umiarkowanego apetytu na dolara na międzynarodowym rynku walutowym w związku z panującą awersją na ryzyko.
EUR/USD	↓	Pomimo, iż spodziewamy się spadku notowań eurodolara, to zakres możliwego ruchu oceniamy jako niewielki z uwagi na bliskość istotnego poziomu chroniącego kurs EUR/USD przed spadkiem tj. barierę 1,10. Co więcej ostatnie dane z USA nie napawają optymizmem i nie stanowią wsparcia dla wartości dolara. W obecnych uwarunkowaniach maleje ponadto jego znaczenie jako waluta safe-haven, stąd spodziewany przez nas spadek eurodolara w tym tygodniu nie powinien być znaczący.

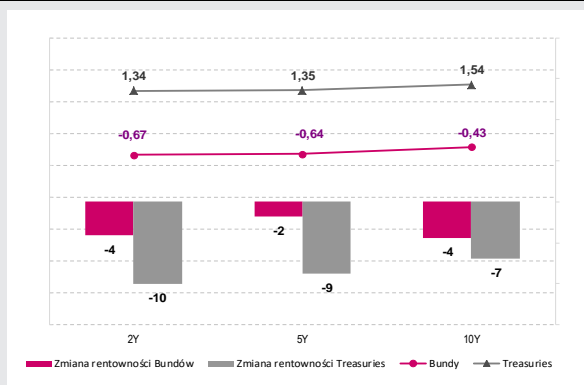
Rentowność obligacji krajowych [%]



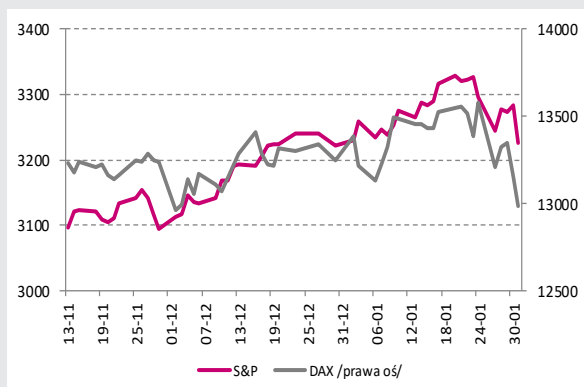
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Rynek obligacji

Na krajowym rynku długu doszło w ubiegłym tygodniu do spadku dochodowości, który w przypadku 5-latki miał dwucyfrowy charakter. Wsparciem dla wzrostu cen SPW była sytuacja globalna - rosnąca awersja do ryzyka - która determinowała niższą rentowności obligacji bazowych, za którymi podążał polski dług. W rezultacie dochodowość długiego końca krajowej krzywej obniżyła się o 9 bps do 2,13%. W tym czasie 2-latka obniżyła się w rentowności o 5 bps do 1,47%, a 5-latka o 10 bps do 1,80%, co w obu przypadkach oznaczało tegoroczne minimum. Wsparciem dla wyceny krajowego długu była ponadto informacja, iż Ministerstwo Finansów rozpatruje scenariusz mniejszej niż w I kw. 2020 r. podaży obligacji skarbowych na II kw. Przypomnijmy, iż plan podaży na pierwsze trzy miesiące tego roku zawiera się w przedziale 17-27 mld PLN. Wiceminister finansów Piotr Nowak dodał ponadto, że w przypadku emisji zagranicznych, dla MinFin kluczowym pozostaje rynek euroobligacji, resort nie wyklucza jednak pojawienia się na innych, w tym na rynku dolara amerykańskiego. Tak jak wspomnieliśmy przekierowanie kapitału przez inwestorów w kierunku bardziej bezpiecznych aktywów oznaczało zwiększone zainteresowanie obligacjami bazowymi. W reakcji dochodowość Bunda zniżkowała o 5 bps do -0,43% tj. minimum z października ubiegłego roku. W tym czasie rentowność amerykańskiej 10-latki zmalała o 8 bps do 1,52% i dzieli ją już tylko około 8 bps od historycznego minimum z 2016 roku. Co ciekawe w minionym tygodniu - po raz pierwszy od października - doszło do odwrócenia krzywej Treasuries. Rentowność 3-miesięcznych bonów skarbowych była przejściowo wyższa niż dochodowość 10-letniej obligacji.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	W naszej ocenie krajowy dług zdyskontował już wiele pozytywnych czynników, stąd trudno będzie o paliwo do kontynuacji trwającego obecnie spadku dochodowości. Spośród czynników krajowych w bieżącą wycenę SPW „wliczone” są zapowiedziane przez MinFin ograniczenia podaży obligacji począwszy od drugiego kwartału, podobnie jak powrót do dyskontowania obniżek stóp procentowych przez krajowy rynek stopy procentowej pod wpływem niedawnych słabszych od oczekiwań danych makro. Potencjał do spadku dochodowości wyczerpuje się także w czynnikach globalnych. Awersja do ryzyka związana z rozprzestrzenianiem się koronawirusa w znaczący sposób wpłynęła już na sytuację na rynkach bazowych, stąd także po tej stronie nie widzimy już potencjału do spadku dochodowości.
10Y DE (%)	Nasilająca się awersja dotycząca obaw o pogłębienie globalnego spowolnienia tworzy presję na spadek dochodowości długu Niemiec. W naszej ocenie przestrzeń do dalszej zniżki jest już niewielka z jednej strony na wyceniony już co najmniej częściowo negatywny wpływ koronawirusa na koniunkturę, z drugiej zaś nie oczekujemy, by Bund miał zniżkować do historycznego minimum tj. do okolic -0,70% obserwowanego w trzecim kwartale ubiegłego roku, gdy doszło do kumulacji negatywnych czynników (jak obawy towarzyszące opcji no-deal Brexit, czy eskalacji wojen handlowych).
10Y US (%)	Uważamy, iż wbrew sytuacji na europejskim rynku długu obligacje amerykańskie dysponują jeszcze niewielką przestrzenią do zniżki dochodowości. Kluczowe znaczenia mogą mieć publikowane dane makro z USA, które w ostatnich dniach często zaskakiwały in minus (struktura PKB za Q4, indeks Chicago PMI, czy dane z rynku nieruchomości). Wpływ wydarzeń globalnych jak koronawirus powinien natomiast stopniowo maleć.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 03 lutego					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Styczeń	48.0	48.3	48.4
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Styczeń	44.5	45.2	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Styczeń	46.3	47.8	
15:45 PMI w przemyśle	USA	Styczeń			
16:00 ISM w przemyśle	USA	Styczeń	47.2	48.0	
Wtorek 04 lutego					
16:00 Zamówienia fabryczne	USA	Grudzień	-0.7%	0.9%	
16:00 Zamówienia na dobra trwałe	USA	Grudzień	2.4%	2.3%	
Środa 05 lutego					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Luty	1.50%	1.50%	1.50%
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Styczeń	54.2	54.2	
10:00 PMI w usługach	EZ	Styczeń	52.2	52.2	
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Grudzień	2.2%	2.8%	
14:15 Raport ADP	USA	Styczeń	202k	150k	
14:30 Bilans handlowy	USA	Grudzień	-43.1b	-47.4b	
15:45 PMI w usługach	USA	Styczeń	55.0	55.1	
Czwartek 06 stycznia					
08:00 Zamówienia fabryczne WDA r/r	Niemcy	Grudzień	-6.5%	-6.7%	
Piątek 07 stycznia					
08:00 Produkcja przemysłowa WDA r/r	Niemcy	Grudzień	-2.6%	-3.6%	
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Styczeń	145k	160k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Styczeń	3.5%	3.5%	
14:30 Płaca godzinowa r/r	USA	Styczeń	2.9%	3.0%	
Poniedziałek 10 lutego					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Luty	17.5		

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

Dane i prognozy

	2018	2019	2020	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420
PKB ***	5,1	4,0	3,2	4,9	4,7	4,5	3,9	3,0	3,5	3,2	3,1	3,1
Stopa bezrobocia	5,8	5,2	5,2	5,8	5,9	5,2	5,1	5,2	5,4	4,9	4,9	5,2
Inflacja CPI (% r/r) **	1,6	2,3	3,4	1,4	1,2	2,4	2,8	2,8	4,1	3,4	3,1	3,0
Ropa naftowa Brent **	71,7	64,6	64,3	72,2	63,3	69,8	62,0	63,4	64,0	64,0	64,0	65,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (%)	1,64	1,63	1,64	1,64	1,64	1,64	1,63	1,63	1,64	1,64	1,64	1,64
WIBOR 3M (%)	1,72	1,71	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71
WIBOR 6M (%)	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79
Obligacja 2-letnia (%)	1,33	1,50	1,45	1,33	1,80	1,62	1,52	1,50	1,55	1,50	1,45	1,45
Obligacja 10-letnia (%)	2,82	2,07	2,25	2,82	2,84	2,39	2,00	2,07	2,15	2,10	2,15	2,25
EUR/PLN	4,30	4,26	4,30	4,30	4,30	4,25	4,37	4,26	4,26	4,28	4,29	4,30
USD/PLN	3,76	3,80	3,85	3,76	3,84	3,73	4,00	3,80	3,83	3,85	3,85	3,85
GBP/PLN	4,79	5,00	5,00	4,79	5,00	4,73	4,93	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
EUR/USD	1,14	1,12	1,12	1,14	1,12	1,14	1,09	1,12	1,11	1,11	1,11	1,12
EURIBOR 3M	-0,36	-0,41	-0,40	-0,36	-0,35	-0,39	-0,42	-0,41	-0,43	-0,40	-0,40	-0,40
LIBOR 3M USD	2,81	1,91	1,80	2,81	2,60	2,32	2,09	1,91	1,85	1,80	1,80	1,80

* 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.