

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

2 marca 2020

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Tydzień rozpoczyna się nasileniem obaw o kondycję globalnej gospodarki na skutek rozprzestrzeniania się koronawirusa, nasilonych załamaniem indeksów PMI w Chinach. Tym co pozwala rynkom - co najmniej na chwilę - zapomnieć o wszechobecnej awersji do ryzyka są oczekiwania na skoordynowane luzowanie polityki pieniężnej przez największe banki centralne. Na gotowość zwiększenia płynności wskazał już Bank Japonii. Najważniejszym wydarzeniem był jednak piątkowy komunikat Fed, że bank centralny podejmie odpowiednie działania w obliczu rosnącego ryzyka wpływu koronawirusa na gospodarkę, jeśli takie okażą się konieczne. Tym samym prezes Fed nasilił oczekiwania na obniżki stóp procentowych w USA prawdopodobnie już w połowie marca. Z tego powodu w tym tygodniu niezwykle istotne będą liczne wystąpienia członków Fed. Nasze oczekiwania na ten tydzień zakładają niewielkie odreagowanie ostatnich trendów, w szczególności na krajowym rynku długu. Nie liczymy bowiem, by Rada Polityki Pieniężnej, która we wtorek i środę debatować będzie nad poziomem stóp procentowych, zdecydowała się je obniżyć. Rynkowe oczekiwania zakładają natomiast niemal trzy obniżki stóp procentowych w perspektywie 21 miesięcy. W naszej ocenie z tego powodu istnieje przestrzeń do zwężki dochodowości obligacji wzdłuż całej krzywej.

Najważniejsze dane tego tygodnia

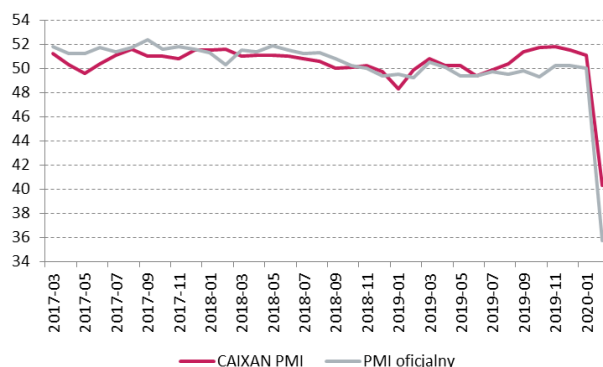
RPP podejmie decyzję odnośnie do stóp procentowych

W środę kończy się posiedzenie RPP, które prawdopodobnie zakończy się utrzymaniem stóp procentowych na obecnym poziomie. Uwaga inwestorów skupiona będzie na projekcji inflacji i PKB oraz komentarzach członków Rady i Prezesa Głapińskiego odnośnie perspektyw gospodarki w kontekście nasilających się obaw o globalny wzrost i skutki koronawirusa. W dotychczasowym przekazie Rady dominowała chęć stabilizacji stóp procentowych, niemniej ze względu na spowolnienie wzrostu gospodarczego, Rada może nieco złagodzić retorykę. Nie zakładamy jednak zapowiedzi cięcia stóp.

W piątek poznamy dane non-farm payrolls

W piątek poznamy dane za luty z rynku pracy w sektorach poza rolnictwem w USA. Według konsensusu rynkowego wzrost zatrudnienia wyniesie 160 tys. po wzroście w styczniu o 206 tys., a stopa bezrobocia ukształtuje się na poziomie 3,5%. Oczekiwane jest ponadto nieznaczne wyhamowanie wzrostu płacy godzinowej do 3,0% r/r. Dane te najprawdopodobniej potwierdzą „mocny” rynek pracy. Do tej pory był on argumentem za stabilizacją stóp procentowych Fed, lecz ryzyka dla światowego wzrostu związane z epidemią koronawirusa będą skłaniały do obniżki kosztu pieniądza w USA, możliwe, że już na najbliższym posiedzeniu w tym miesiącu. Obecnie rynki finansowe wyceniają spadek głównej stopy procentowej o 75 bps do końca roku.

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Indeksy PMI dla chińskiego przemysłu załamały się w lutym do najniższych poziomów w historii badania. Dane te wskazują, że skutki epidemii koronawirusa dla aktywności w przemyśle Chin są większe niż sądzono, a spadki bieżącej produkcji i nowych zamówień dobitnie sygnalizują zaburzenia w najbliższych miesiącach dostaw dóbr finalnych i pośrednich z Państwa Środka.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3232	0,5%
USD/PLN	3,9032	-1,8%
CHF/PLN	4,0549	0,0%
EUR/USD	1,1082	2,4%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,32	-21
5Y	1,48	-21
10Y	1,72	-27

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,30	-46
5Y	1,30	-41
10Y	1,38	-39

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,63	-15
US 10Y	1,09	-31

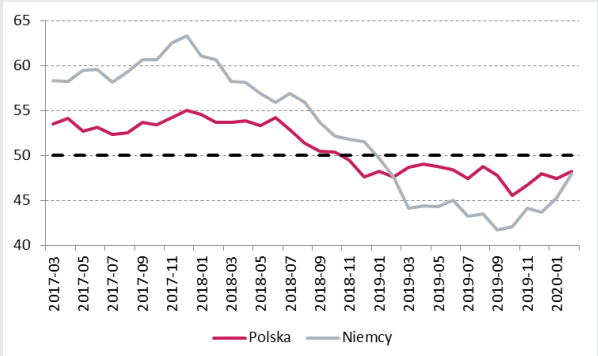
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	49956,9	-9,3
S&P 500	2954,2	-11,5
Nikkei 225	22586,1	-4,0

Źródło: Refinitiv

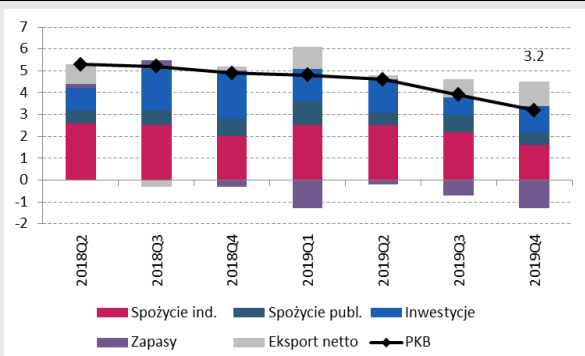
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

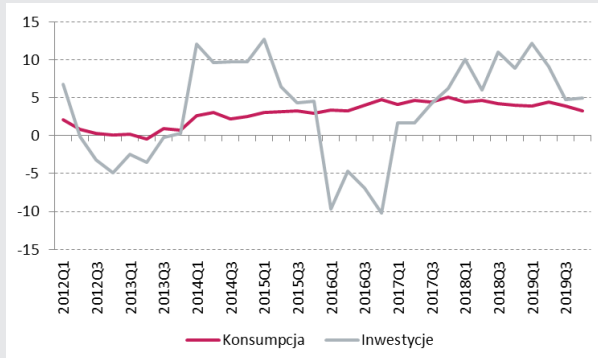
Indeks PMI dla przemysłu [pkt]



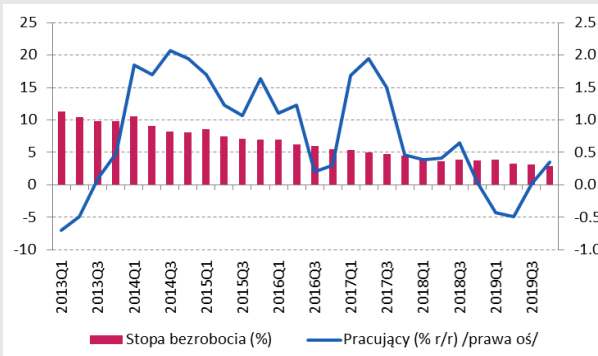
Struktura wzrostu PKB [pkt proc.]



Wzrost konsumpcji i inwestycji [% r/r]



Rynek pracy wg BAEL



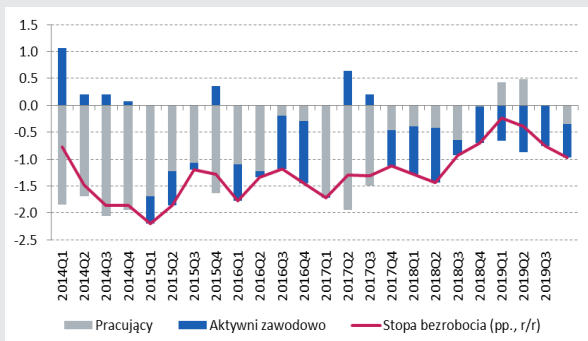
Indeks PMI w lutym podbity przez opóźnienia czasu dostaw

Indeks PMI dla krajowego przemysłu wzrósł w lutym do 48,2 pkt. z 47,4 pkt przed miesiącem. Pomimo najwyższych od 6 miesięcy danych PMI potwierdzają one słabą koniunkturę w krajowym przemyśle, gdyż za wyższą wartość w największym stopniu odpowiada subkomponent czasu dostaw, który wydłużył się ze względu na zaburzenia łańcucha dostaw wywołane rozprzestrzenianiem się koronawirusem (według raportu z badania PMI czynnik ten podbił całość indeksu o 0,5 pkt.). W czasach normalnej koniunktury subindeks ten odzwierciedlał małe opóźnienia czasu dostaw wywołane rosnącym popytem zwiększającym aktywność w sektorze. Dobrą informacją z badania PMI jest natomiast poprawa do najwyższych wartości od pół roku subkomponentów bieżącej produkcji w przemyśle przetwórczym i nowych zamówień. Niemniej wskaźniki te cały czas pozostają poniżej bariery 50 pkt. oddzielającej spowolnienie od ożywienia. Spadające zamówienia wpłynęły na redukcję zatrudnienia w sektorze, a tempo cięć było drugie największe od prawie siedmiu lat. Badanie PMI wskazuje ponadto mocne przyspieszenie inflacji kosztów produkcji, co pociągnęło za sobą podniesienie przez producentów cen wyrobów gotowych. Dane PMI za luty nie zmieniają istotnie słabego obrazu bieżącej koniunktury w krajowym przemyśle, a wpływ epidemii koronawirusa widoczny jest na razie w wydłużeniu czasu dostaw. Ponadto oczekiwania ankietowanych menedżerów nadal pozostawały optymistyczne, co wskazywać może na przewidywane tymczasowe zaburzenie aktywności w przemyśle. Załamanie się indeksów PMI dla tego sektora w Chinach do najniższych wartości w historii wskazuje jednak znaczące ryzyko dla tych prognoz. Dane PMI za styczeń i nieco zaburzone za luty wskazują na zbliżoną aktywność w sektorze przemysłowym w 1Q br. w odniesieniu do 4Q ub. roku. Wydaje się zatem, że wpływ epidemii koronawirusa na sektor przemysłowy w 1Q br. może być ograniczony, ale ze względu na skalę problemów gospodarki chińskiej i mocno powiązane z nią niemieckiej gospodarki, stanowi znaczące ryzyko w nieco dłuższym horyzoncie. Dla potwierdzenia tych przypuszczeń musimy jednak poczekać na dane z kolejnych miesięcy.

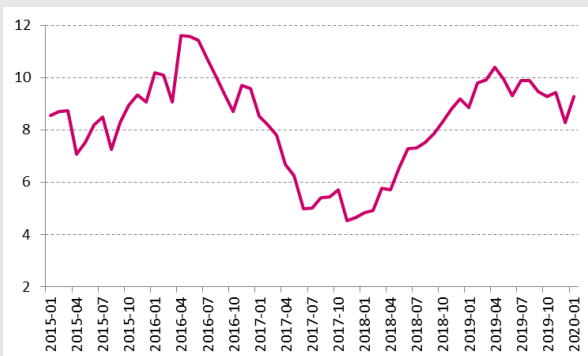
Mało optymistyczna struktura wzrostu PKB w 4Q

Według wstępnego szacunku PKB wzrost gospodarczy w 4Q 2019 wyniósł 3,2% r/r, tj. nieco wyższy niż pierwotny szacunek na poziomie 3,1% r/r. Pomimo rewizji w górę, zanotowany w minionym kwartale wzrost jest najniższy od trzech lat. W skali kwartału, po odsezonowaniu, gospodarka urosła o 0,3% kw/kw, najwolniej od 1Q 2016. W górę zrewidowano też wzrost gospodarczy w całym 2019 r., który wyniósł 4,1%, a nie 4,0% jak wstępnie szacowano. Nieco zaskakująca okazała się także struktura wzrostu gospodarczego. Głównym motorem gospodarki pozostała konsumpcja prywatna, jednak jej dynamika wyhamowała do 3,3% r/r z 3,9% r/r w 3Q, a jej kontrybucja do wzrostu była najniższa od czterech lat, pomimo wzrostu wynagrodzeń, niskiego bezrobocia i transferów społecznych. Dynamika inwestycji nieco przyspieszyła w stosunku do 3Q i wyniosła 4,9% r/r, jednak prawdopodobnie to efekt inwestycji sektora centralnego, mających przejściowy charakter. Silnie dodatnią kontrybucję miał eksport netto, co osiągnięte zostało dzięki spadkowi importu (-0,7% r/r), przy utrzymującym się, choć również wyraźnie niższym, wzroście eksportu. Opublikowane dane mają historyczny charakter i nie mają istotnego wpływu na nastroje rynkowe, szczególnie, że perspektywy gospodarki ulegają obecnie zmianie ze względu na negatywne skutki rozprzestrzeniania się koronawirusa. Związane z tym zaburzenia podaży-popytu (w tym zaburzenia w łańcuchach dostaw, spadek konsumpcji niektórych usług) niewątpliwie negatywnie wpłyną na wyniki gospodarki w pierwszym kwartale tego roku. Wzrost niepewności co do perspektyw gospodarki globalnej nie będzie sprzyjał inwestycjom firm, co w połączeniu ze spadającymi inwestycjami samorządów będzie ograniczało aktywność inwestycyjną w gospodarce. Dodatkowo, wzrost konsumpcji prywatnej może być mniejszy niż do tej pory się spodziewaliśmy ze względu na wyhamowanie dynamiki dochodów realnych, mniej komfortową sytuację na rynku pracy, a także zmniejszenie optymizmu gospodarstw domowych połączone ze wzrostem skłonności do oszczędzania.

Dekompozycja zmiany r/r stopy bezr. [pkt proc.]



Podaż pieniądza M3 [% r/r]



Źródło: Macrobond

Stopa bezrobocia BAEL najniższa w historii

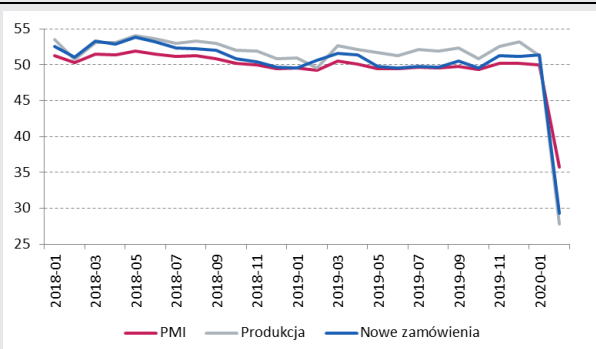
Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów deficyt budżetu państwa w roku 2019 wyniósł 13,7 mld PLN wobec 10,4 mld PLN w roku 2018. To wynik wyraźnie niższy niż plan na poziomie 28,5 mld PLN zapisanych w ustawie budżetowej. Budżet centralny pozostaje w dobrej kondycji, choć należy zwrócić uwagę, iż następuje to kosztem wzrostu deficytu całego sektora finansów publicznych. Dochody budżetowe wzrosły w ubiegłym roku o 5,4%, natomiast wydatki o 6,1%. Wśród dochodów najsilniej rosły wpływy z podatków PIT i CIT. Dynamika dochodów z VAT natomiast wyhamowała, pomimo wciąż solidnego wzrostu konsumpcji prywatnej. Według danych MinFin ich dynamika w minionym roku wyniosła 3,4%, co oznacza, że była niższa niż nominalny wzrost konsumpcji prywatnej, stanowiącej bazę dla dochodów z podatków pośrednich. Po stronie wydatków niższe niż przed rokiem były koszty obsługi długu, natomiast znacznie wyższa była dotacja do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, w związku z realizacją programów społecznych. Opublikowane przez MinFin dane wskazują, iż sytuacja budżetu była w ubiegłym roku dobra, jednak nasilają się ryzyka na kolejne lata. Przy oczekiwanym spowolnieniu gospodarczym zwiększy się ryzyko realizacji dochodów, a przy sztywnej strukturze wydatków zwiększy się presja na deficyt.

W lutym przyspiesza wzrost podaży pieniądza M3

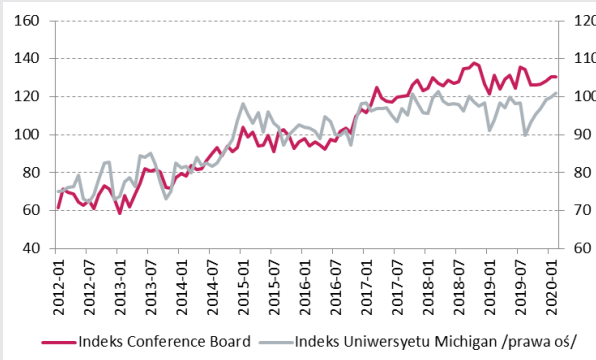
Podaż pieniądza według agregatu M3 wzrosła w styczniu o 9,3% r/r wobec 8,3% r/r w grudniu, nieco szybciej niż wskazywał konsensus rynkowy, który wynosił 8,5% r/r. Opublikowane dane wskazują na wyższą niż przed miesiącem dynamikę depozytów (9,6% r/r wobec 8,5% r/r w styczniu). W szczególności wyraźnie przyspieszył wzrost depozytów przedsiębiorstw niefinansowych do 13,0% r/r z 10,0% r/r, co jest najlepszym wynikiem od ponad 3,5 roku. Z jednej strony wyniki te sugerować mogą poprawę zyskowności firm w środowisku podwyższonej inflacji, jak również słabszą aktywność inwestycyjną niż przed rokiem w związku z hamującym wzrostem gospodarki. Po stronie kreacji pieniądza styczeń przyniósł w dużej mierze utrzymanie dotychczasowych trendów. Wzrost łącznego kredytu wyniósł 6,3% r/r i w dużej mierze był zbliżony do odczytów z 4Q ub. roku. Utrzymuje się ponadto szybszy wzrost kredytu dla gospodarstw domowych niż dla przedsiębiorstw niefinansowych (ich niska dynamika sygnalizuje słabe perspektywy dla inwestycji).

Makro - zagranica

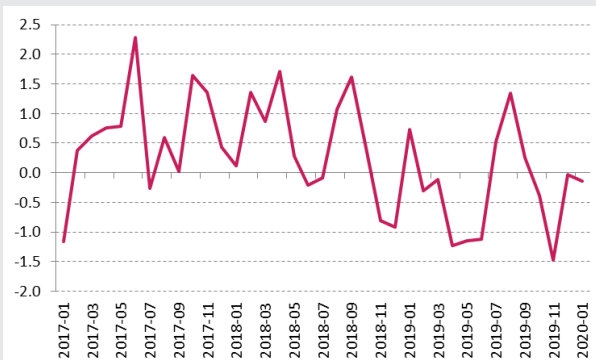
Oficjalny PMI dla przemysłu w Chinach [pkt]



Nastroje konsumenckie w USA [pkt]



Zamówienia na dobra trwałe w USA [% m/m, 3MA]



Źródło: Macrobond, NBP

PMI w Chinach najniższy w historii

Indeks Caixan PMI obrazujący koniunkturę w przemyśle Chin załamał się w lutym do poziomu 40,3 pkt z 51,1 pkt przed miesiącem. Jest to najniższy poziom wskaźnika do 2004 r., gdy dane te zaczęły być zbierane. O ile jeszcze ankiety za styczeń, które zostały zebrane na początku miesiąca nie były istotnie zaburzone przez epidemię koronawirusa, to już dane za luty w pełni odzwierciedlają pogorszenie nastrojów w przemyśle związane z rozprzestrzeniającym się koronawirusem. Do spadku indeksu przyczynił się spadek komponentu bieżącej produkcji oraz nowych zamówień w sektorze. Niepokojący jest także spadek zatrudnienia, co sugerować może dłuższy niż wcześniej przypuszczano wpływ epidemii na gospodarkę chińską. Oficjalne dane wskazują, że do tej pory zachorowało ponad 80 tys. mieszkańców Chin, z czego zmarło około 3 tys. Obecnie trudno spodziewać się, aby w najbliższym okresie rozprzestrzenianie się wirusa zostało w pełni powstrzymane. Oznacza to, że gospodarka chińska, druga największa na świecie, bardzo silnie spowolni w 1Q, a słaba produkcja przemysłowa zaburzy międzynarodowe łańcuchy dostaw. Wpływ ten odczuwają także krajowe przedsiębiorstwa, choć istnieją możliwości zmiany krajów dostaw, a także przesunięcie produkcji do kraju, co jednak pociągnie za sobą wzrost cen wyrobów gotowych.

Koronawirus bez wpływu na nastroje konsumpcyjne w USA

Indeks Conference Board wzrósł nieznacznie w lutym - do 130,7 pkt z 130,4 pkt przed miesiącem. Oznacza to, że rozprzestrzeniający się koronawirus, jak na razie nie wpłynął na nastroje amerykańskich gospodarstw domowych. Co więcej odczyty za styczeń i za luty 2020 r. są wyższe niż średnia dla całego 2019 r. Inny indeks odzwierciedlający nastroje konsumpcyjne opracowywany przez Uniwersytet Michigan także nieznacznie wzrósł w lutym - według finalnego wyliczenia do 101,0 pkt z 99,8 pkt. Dane te potwierdzają, że nastroje konsumentów pozostają dobre, choć perspektywy gospodarki amerykańskiej obciążone są obecnie ryzykiem, ze względu na skutki rozprzestrzeniania się koronawirusa.

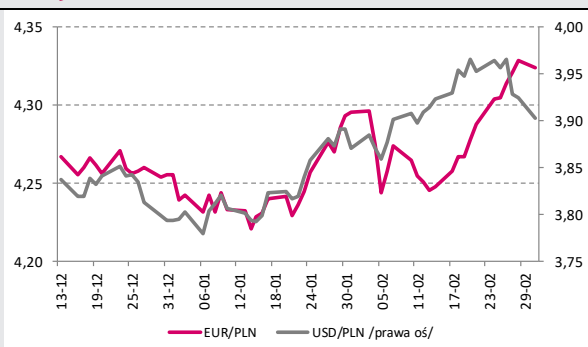
Zamówienia na dobra trwałe w USA nieco lepsze od oczekiwań

Zamówienia na dobra trwałe w USA spadły w styczniu o 0,2% m/m wobec wzrostu miesiąc wcześniej o 2,9% m/m. Dane te były nieco lepsze od oczekiwań, które wskazywały na spadek zamówień o 1,5% m/m. Z wykluczeniem środków transportu zamówienia wzrosły w styczniu o 0,9% m/m wzrostu 0,1% m/m miesiąc wcześniej. Dane te znajdują się pod negatywnym wpływem wstrzymania produkcji Boeinga 787 MAX, co negatywnie wpływa na kondycję amerykańskiego przemysłu. Z drugiej jednak strony widoczny jednocześnie wzrost zamówień na dobra kapitałowe, z wyłączeniem środków transportu, sugeruje pozytywne tendencje w inwestycjach amerykańskich firm.

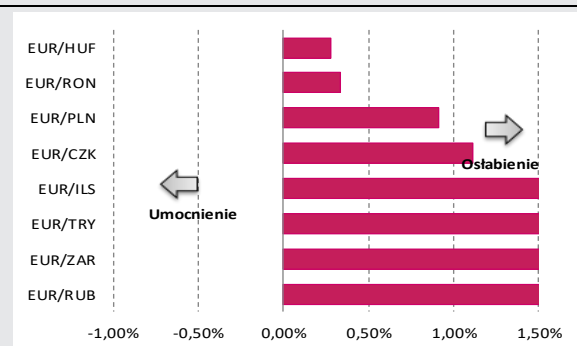
Możliwe luzowanie fiskalnym przez regiony Niemiec

Według agencji Bloomberg Ministerstwo Finansów Niemiec planuje tymczasowo wstrzymać limity zadłużenia dla regionów tego kraju, co pozwoliłoby zwiększyć ich wydatki. Działania te mają poprzedzać analogiczną politykę, z tym że już na szczeblu fiskalnym. Są one rezultatem nacisków na władze niemieckie, aby złagodzić politykę fiskalną w warunkach stagnacji gospodarki oraz inflacji poniżej celu Europejskiego Banku Centralnego. Wydaje się, że działania na gruncie fiskalnym mogą pobudzić koniunkturę w Niemczech, w przeciwieństwie do stymulacji monetarnej. Niemcy posiadają znaczącą przestrzeń fiskalną dla ewentualnego zwiększenia wydatków. Według wstępnych obliczeń nadwyżka sektora finansów publicznych sięgnęła w 2019 r. 1,5% PKB, co biorąc pod uwagę bardzo słabą aktywność w tej gospodarce w ub. roku wygląda imponująco.

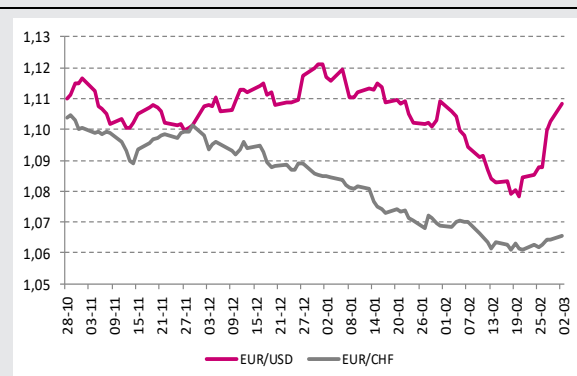
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



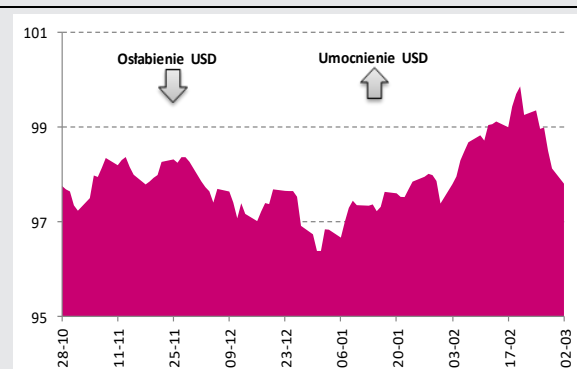
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

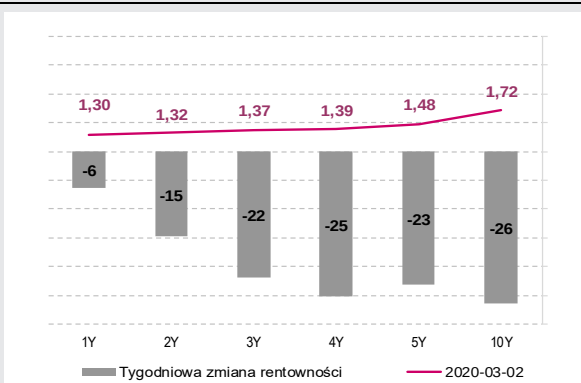
Rynek walutowy

W minionym tygodniu doszło do silnej przeceny złotego z uwagi na nasilające się obawy o spowolnienie gospodarcze motywowane negatywnym wpływem koronawirusa. W rezultacie kurs EUR/PLN zwiększył z poziomu 4,29 do niemal 4,34 tj. najwyższego poziomu od października ubiegłego roku. Z uwagi na globalny charakter zmian spadek wartości towarzyszył także pozostałym walutom regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Kurs EUR/HUF przejściowo ustanowił historyczne maksimum. Do spadków powróciła natomiast para USD/PLN. Ma to związek z przeceną dolara na międzynarodowych rynkach. Słabość waluty USA jest wynikiem pojawienia się agresywnych oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Z tego powodu kurs USD/PLN zawrócił z 4-miesięcznego szczytu na 3,98 i na koniec omawianego okresu wyniósł 3,92. W przeciwnym kierunku poruszały się natomiast notowania CHF/PLN, które w piątek przejściowo zwiększył powyżej 4,08. Zwiększone zapotrzebowanie na frank szwajcarskiego było wynikiem wspomnianych wcześniej obaw o koronawirusa. Na rynkach globalnym oznaczało to utrzymywanie kursu EUR/CHF wokół 2-letniego minimum na 1,06.

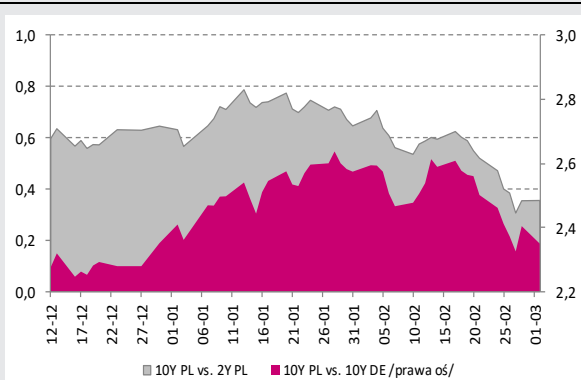
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	Nasze ubiegłotygodniowe oczekiwania dotarcia kursu EUR/PLN do poziomu 4,33 w pełni się zrealizowały. Obecnie natomiast - zarówno na gruncie analizy technicznej - jak i bieżącego sentymentu inwestycyjnego oczekujemy stabilizacji notowań złotego w relacji do euro. Dyskontowanie negatywnego scenariusza spowolnienia gospodarczego pod wpływem koronawirusa powinno nieco ustąpić. Niewielką poprawę apetytu na ryzyko dać mogą oczekiwania na obniżki stóp procentowych na świecie wsparte chociażby niedawnym komunikatem specjalnym prezesa Fed. Z tych powodów liczymy, iż w bieżącym tygodniu kurs EUR/PLN fluktuować będzie wokół poziomu 4,33. Wpływ danych makroekonomicznych nie powinien być tak istotny jak wypowiedzi przedstawicieli największych banków centralnych oraz członków Rady Polityki Pieniężnej, która w tym tygodniu zbierze się na marcowym posiedzeniu. Liczymy, iż komentarze polskich bankierów centralnych będą tonowały nastroje na cięcia kosztu pieniądza w Polsce, co neutralizować powinno przecenę złotego wywołaną strachem przed koronawirusem.
USD/PLN	Oczekiwana stabilizacja kursu EUR/PLN połączona z dalszym dyskontowaniem cięć stóp procentowych w USA - być może już na marcowym posiedzeniu - sprawi, że notowania USD/PLN kontynuować będą podróż w kierunku 3,86. Powodzenie takiego scenariusza uzależnione będzie jednak od komentarzy przedstawicieli Fed na temat możliwości podjęcia przez Rezerwę Federalną działań łagodzenia polityki pieniężnej.
EUR/USD	Eurodolar pozostaje w fazie wzrostu wykorzystując bardziej słabość dolara i rozbudzone oczekiwania na obniżki stóp procentowych w USA aniżeli siłę euro, gdzie kruchość europejskiego ożywienia czy zawirowania polityczne wciąż nie pozwalają na bardziej zdecydowane odbicie kursu EUR/USD. Ten tydzień z uwagi na liczne wystąpienia amerykańskich bankierów centralnych ma szansę być przełomowym jeśli chodzi o rynkową grę na obniżki stóp procentowych w USA. W przypadku potwierdzenie takiego scenariusza zakładamy zwiększenie notowań eurodolara do poziomu 1,12 tj. tegorocznego maksimum.

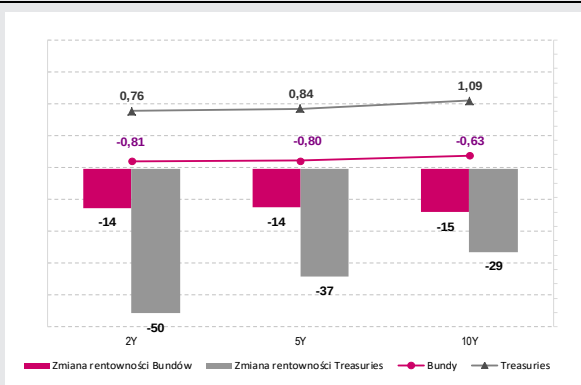
Rentowność obligacji krajowych [%]



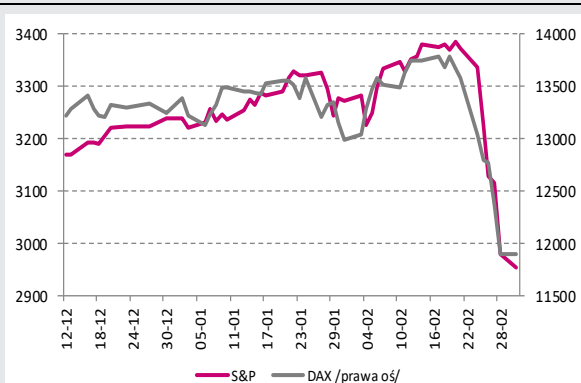
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Dynamiczny przebieg miały ubiegłotygodniowe notowania obligacji na krajowym rynku długu. Polskie obligacje w przyspieszonym tempie zyskiwały na wartości nawiązując z ruchu do sytuacji na rynkach bazowych, choć co zaskakujące dynamika zmian w Polsce była większa niż analogicznego długu Niemiec. Wy tłumaczeniem był fakt dyktowania przez inwestorów scenariusza cięć stóp procentowych. O ile w strefie euro takie oczekiwania pojawiły się w wysokości 10 bps, o tyle w przypadku Polski rynek stopy procentowej wycenił cięcie o 75 bps w perspektywie 21 miesięcy. W rezultacie dochodowość krajowej 10-latki obniżyła się do 1,73% i tym samym wyrównała osiągnięte w sierpniu historyczne minimum. Zwracamy uwagę, iż tak agresywny scenariusz obniżek stóp procentowych w Polsce może nie znaleźć uzasadnienia w Radzie Polityki Pieniężnej. O ile dopuszczamy możliwość podjęcia przez RPP nowych działań - jak na przykład obniżka rezerw obowiązkowych dla banków - to cięcie zaszkodziłoby sytuacji sektora finansowego w Polsce oraz zbiegłoby się z apogeum inflacji. Na rynkach bazowych liderem spadków dochodowości była amerykańska krzywa, która w tydzień w przypadku 2-latki tj. obligacji najbardziej wrażliwej na potencjalne zmiany stóp procentowych obniżyła się aż o 50 bps do 0,75%. Inwestorzy preferowali dług w szczególności w warunkach nasilonego odpływu kapitału z rynków akcji. Na rynku niemieckim 10-latka zniżkowała do -0,64% i zbliżyła się o 7 bps do historycznego minimum z sierpnia ubiegłego roku (kumulacja strachu towarzyszącego brexitowi i wojnom handlowym).

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Wyceniony przez rynek stopy procentowej scenariusz cięć kosztu pieniądza w Polsce o 75 bps w perspektywie 21 miesięcy uznajemy za zbyt agresywny. O ile pogorszenie sytuacji gospodarczej motywowane koronawirusem może spotkać się z reakcją Rady Polityki Pieniężnej, to nie oczekujemy, by miało być związane z tak agresywnymi obniżkami stopy referencyjnej, których skutek ekonomiczny mógłby być ograniczony. Tym bardziej, iż nakładałoby się to na okres inflacyjnego szczytu. RPP chcąc złagodzić politykę monetarną mogłaby użyć alternatywnych do cięć stóp narzędzi (np. stopy rezerw obowiązkowych dla banków). W takim przypadku istniałaby przestrzeń do wzrostu dochodowości SPW wzdłuż całej krzywej na zasadzie wykasowania części obecnych oczekiwań. O kierunku notowań długu w tym tygodniu zadecyduje zatem wymowa kończącego się w środę posiedzenia RPP. Zakres potencjalnej korekty wzrostu dochodowości nie byłby jednak znaczący, gdyż czynniki globalne utrzymywać będą rentowność obligacji bazowych na obecnych poziomach. W przypadku 10-latki ostrożnie szacujemy, iż moglibyśmy powrócić do poziomów zbliżonych do 1,80%.
10Y DE (%)	Nastroje pozostają jednoznacznie negatywne, a kolejne dane powinny utwierdzać inwestorów w słuszności oczekiwań, iż koronawirus znacząco i negatywnie wpłynie na kruche ożywienie gospodarcze w strefie euro. Z tego powodu liczymy, iż dochodowość Bundów zechce przetestować historyczne minima tym bardziej, iż są one na wyciągnięcie ręki. Do rekordowego minimum na -0,71% brakuje obecnie zaledwie 7 bps.
10Y US (%)	Komunikat prezesa Fed otworzył drzwi oczekiwaniom na obniżki stóp procentowych w USA już na posiedzeniu w marcu. Z tego powodu 10-latka USA wyznaczyła historyczne minimum na poziomie 1,03% (dziś podczas azjatyckiej sesji). W tym tygodniu wiele zależeć będzie jednak od wypowiedzi pozostałych przedstawicieli Fed. Gdyby wskazali oni na konieczność szybkich działań liczymy na ruch 10-latki do bariery 1,0%.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 02 marca					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Luty	47.4	47.4	48.1
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Luty	45.3	47.8	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Luty	49.9	47.9	
16:00 ISM w przemyśle	USA	Luty	50.9	49.5	
16:00 ISM nowych zamówień	USA	Luty	52.0		
Wtorek 03 marca					
11:00 Szacunek inflacji r/r	EZ	Luty	1.4%	1.2%	
Środa 04 marca					
08:00 Sprzedaż detaliczna NSA r/r	Niemcy	Styczeń	0.8%	1.5%	
09:55 Indeks PMI w usługach	Niemcy	Luty	54.2	53.3	
10:00 Indeks PMI w usługach	EZ	Luty	52.5	52.8	
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Luty	1.3%	1.1%	
14:15 Raport ADP	USA	Luty	291k	170k	
15:45 Indeks PMI w usługach	USA	Luty	49.4	49.5	
20:00 Beżowa Księga Fed	USA				
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Marzec	1.50%	1.50%	1.50%
Czwartek 05 marca					
16:00 Zamówienia fabryczne	USA	Styczeń	1.8%	-0.3%	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku	USA	Styczeń	-0.2%		
Piątek 06 lutego					
08:00 Zamówienia fabryczne WDA r/r	Niemcy	Styczeń	-8.7%	-5.1%	
14:30 Bilans handlowy	USA	Styczeń	-48.9b	-48.9b	
14:30 Liczba nowych miejsc pracy poza sektorem rolniczym	USA	Luty	206k	160k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Luty	3.6%	3.5%	
14:30 Płaca godzinowa r/r	USA	Luty	3.1%	3.0%	
Poniedziałek 09 marca					
08:00 Produkcja przemysłowa WDA r/r	Niemcy	Styczeń	-6.8%		
10:30 Indeks Sentix	EZ	Marzec	5.2		

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	4,1	3,2	4,9	4,7	4,5	3,9	3,2	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	57,5	72,2	63,3	69,8	62,0	63,4	57,0	57,0	58,0	58,0
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	1,63	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	1,50	1,33	1,80	1,62	1,52	1,50	1,55	1,50	1,50	1,50
Obligacja 10-letnia (%)	2,82	2,07	2,25	2,82	2,84	2,39	2,00	2,07	2,10	2,10	2,15	2,25
EUR/PLN	4,30	4,26	4,30	4,30	4,30	4,25	4,37	4,26	4,28	4,28	4,29	4,30
USD/PLN	3,76	3,80	3,87	3,76	3,84	3,73	4,00	3,80	3,91	3,89	3,90	3,87
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	1,11	1,14	1,12	1,14	1,09	1,12	1,10	1,10	1,10	1,11
EURIBOR 3M	-0,36	-0,41	-0,40	-0,36	-0,35	-0,39	-0,42	-0,41	-0,43	-0,42	-0,41	-0,40
LIBOR 3M USD	2,81	1,91	1,7	2,81	2,60	2,32	2,09	1,91	1,70	1,70	1,70	1,70

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium ** średnio w okresie, *** aktualizacja prognoz uwzględniająca możliwy wpływ skutków koronawirusa będzie miała miejsce w kolejnym raporcie

Źródło: GUS, NBP, Refinitiv, 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 jakiejkolwiek 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.