

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 na rynkach finansowych pozostają nienajlepsze przede wszystkim z uwagi na nasilającą się pandemię, która konsekwentnie zaburza rytm globalnego życia gospodarczego oraz powolne tempo szczepień na COVID-19. Przykładowo groźba wprowadzenia trzeciego już lockdownu wisi nad Francją. Ten tydzień ponownie upłynie zatem pod dyktando informacji w sprawie pandemii. Spośród wydarzeń makroekonomicznych najważniejszym momentem będzie posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej (środa). Jednak fakt, iż ciężar odpowiedzialności za ratowanie słabnącej gospodarki jest obecnie w po stronie polityki fiskalnej, a nie pieniężnej sprawia, że nie oczekujemy nowości w wykonaniu Fed. W USA procedować się będzie natomiast pomysł impulsu fiskalnego (pomysł demokratów wsparcia rodzin comiesięczną kwotą w zależności od posiadanej liczby dzieci) i doniesienia w tej kwestii mogą okazać się w tym tygodniu najistotniejsze. W przypadku krajowego rynku finansowego konsekwentnie liczymy na stabilizację notowań tak złotego wokół poziomu 4,53 za EUR, jak i obligacji skarbowych.

Najważniejsze dane tego tygodnia

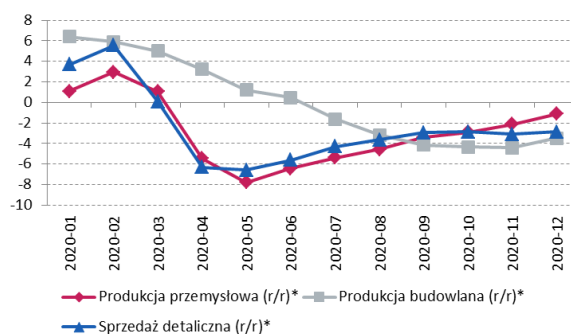
Spadek PKB w Polsce w 2020 r. najprawdopodobniej nie większy niż 3,0%

W piątek poznamy pierwszy szacunek PKB w Polsce w 2020 r. Mocne grudniowe dane z przemysłu, budownictwa i handlu wskazują, że skurczył się on o mniej niż o 3,0%, co jest wartością sporo niższą niż wydawało się jeszcze na wiosnę, gdy wprowadzono pierwsze obostrzenia. Niemniej będzie to najniższy odczyt w historii danych o wzroście gospodarczym zaczynającej się w 1996 r. Pandemia w bezprecedensowej skali obniżyła konsumpcję w sektorze gospodarstw domowych oraz inwestycje przedsiębiorstw, co ograniczyło import. Eksport pozostawał natomiast relatywnie mocny, a saldo obrotów z zagranicą powinno ograniczać skalę spadku popytu krajowego. Lepsze perspektywy dla krajowej gospodarki na 2021 r. względem większości krajów Unii Europejskiej potwierdzą najnowsze prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego, które poznamy we wtorek.

W tym tygodniu posiedzenie Fed i dane o PKB w 4Q 2020 r.

W tym tygodniu odbędzie się pierwsze w tym roku posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Nie powinno przynieść zmian w dotychczasowej polityce pieniężnej w USA - stopy procentowe, a także skala skupu aktywów na rynkach finansowych pozostaną na obecnych poziomach (decyzja w środę). W centrum uwagi będą pozostawać natomiast ewentualne komentarze szefa Fed J.Powella dotyczące postulowanego przez nowego prezydenta USA J.Bidena programu wsparcia fiskalnego w wysokości 1,9 bln USD. Zwiększenie wydatków rządowych nie powinno jednak wpływać na perspektywy działań Fed, w tym na ograniczenie programu luzowania ilościowego. W czwartek natomiast opublikowany zostanie pierwszy szacunek PKB w USA w 4Q br. Według konsensusu wyniesie on +4,4% kw/kw (SAAR, po odsezonowaniu i w ujęciu zannualizowanym), co oznacza skurczenie się PKB w całym 2020 r. o ok. 3,5%, co jest znacznie lepszym rezultatem niż w strefie strefy euro. W piątek potwierdzą to dane o PKB w 4Q 2020 we Francji i Hiszpanii.

Wykres tygodnia



*Dane skumulowane, np. dla grudnia oznacza zmianę r/r sumy produkcji przemysłowej w 2020 r. względem 2019 r.
Źródło: Macrobond

W piątek poznamy pierwszy szacunek polskiego PKB w 2020 r. Mocna końcówka roku wskazuje, że PKB mógł skurczyć się o nie więcej niż 3,0%, a więc znacznie słabiej niż oczekiwano na wiosnę. Ograniczonej skali spadków sprzyjało silne poluzowanie polityki monetarnej i fiskalnej. Niemniej dane te będą najniższe w historii, a przemysł, handel i budownictwo nie odrobiły w 2020 r. w pełni strat wywołanych pandemią.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5386	0,1%
USD/PLN	3,7335	-0,6%
CHF/PLN	4,2112	0,0%
EUR/USD	1,2156	0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,19	0
WIBOR 3M	0,21	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,02	-6
5Y	0,40	0
10Y	1,19	-1

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,24	-1
5Y	0,67	-2
10Y	1,20	-1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,53	3
US 10Y	1,08	1

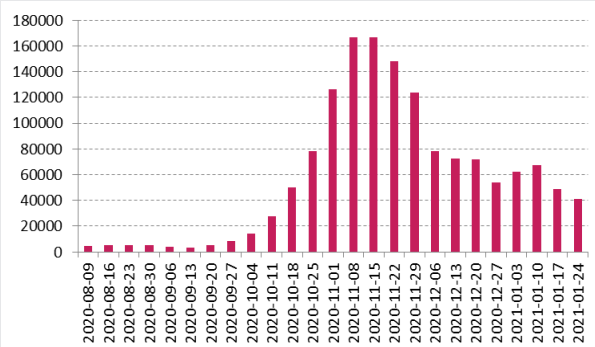
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	57226,7	-2,9
S&P 500	3853,1	1,1
Nikkei 225	28631,5	0,4

Źródło: Refinitiv

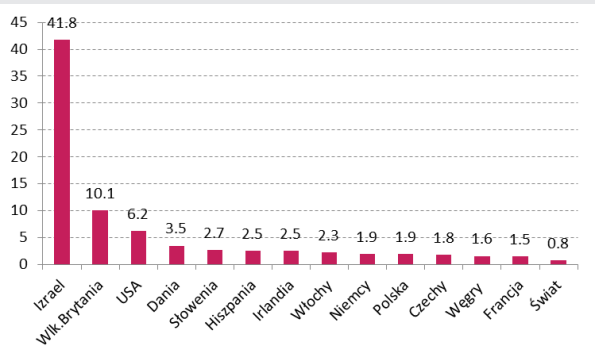
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

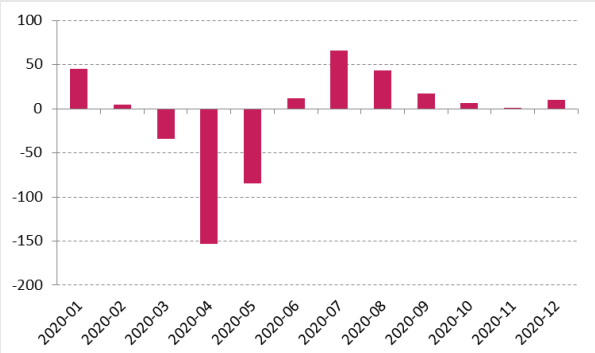
Liczba zachorowań na COVID-19 w poszczególnych tygodniach



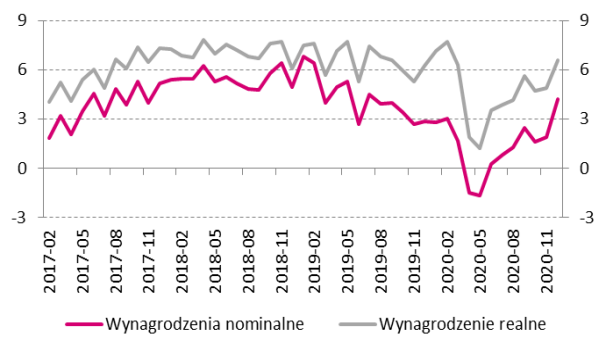
Liczba szczepień na 100 mieszkańców



Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw [tys. m/m]



Wzrost średniej miesięcznej płacy [% r/r]



Liczba zachorowań na COVID-19 w Polsce najniższa od 3 miesięcy

W ub. tygodniu potwierdzono w Polsce 41,2 tys. nowych przypadków infekcji koronawirusem SARS-Cov-2, co oznacza, że średnio dziennie identyfikowano 5,9 tys. zachorowań. Jest to najniższa liczba od ponad 3 miesięcy. Kontynuowany jest także program szczepień. Do tej pory w Polsce na 100 osób dawkę szczepionki otrzymały 2 osoby. Wskaźnik ten jest zbliżony do Niemiec i Czech. Liderem programu szczepień pozostaje Izrael, gdzie pierwsze szczepienie otrzymało już ok 41 osób w przeliczeniu na 100 mieszkańców. W związku z utrzymującymi się obostrzeniami rząd wydłużył na grudzień i styczeń wsparcie dla firm z tzw. tarczy branżowej dla 40 sektorów najsilniej dotkniętych ograniczeniami. Wysokość pomocy szacowana jest na 5,1 mld PLN. Kierowany przez wicepremiera J.Gowina resort rozwoju proponuje pełne otwarcie do 1 lutego handlu, przy jednoczesnym utrzymaniu zamknięcia niektórych sektorów usługowych. W tym tygodniu rząd przedstawi informacje dotyczące polityki restrikcji od 1 lutego br.

Dobra końcówka roku na rynku pracy ...

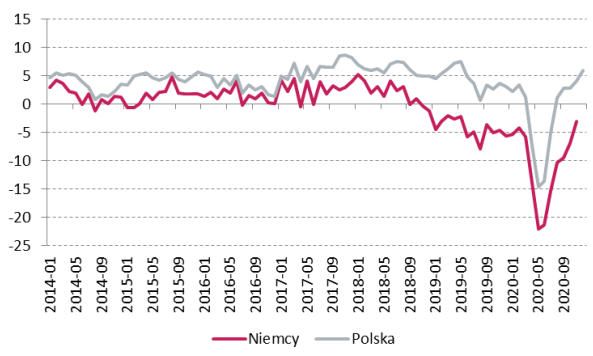
W grudniu 2020 r. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (firmy zatrudniające powyżej 9 pracowników) spadło o 1,0% r/r. Dane te okazały się lepsze od konsensusu. Poprawie wskaźnika sprzyjało zniesienie trwające przez niemal cały grudzień obostrzeń dla handlu detalicznego. Niewielkie zmiany zatrudnienia w 4Q wskazują, że krajowy rynek pracy jest dużo bardziej odporny na politykę obostrzeń niż było to widoczne na wiosnę 2020 r. Niemniej przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw na koniec 2020 r. było niższe o ok. 112 tys. niż zaraz przed wybuchem pandemii. Naszym zdaniem wraz ze spodziewaną poprawą aktywności popyt na pracę w Polsce zdaniem wraz ze spodziewaną poprawą aktywności popyt na pracę w Polsce będzie stopniowo rósł. Niemniej należy raczej oczekiwać, że część obostrzeń, zwłaszcza dla usług i handlu detalicznego będzie się utrzymywać, co według naszych oczekiwań będzie skłaniało pracodawców do zmniejszenia kosztów pracy, pomimo realizacji wsparcia ze strony rządu. Spodziewamy się zatem niewielkiego wzrostu bezrobocia w 2021 r., który jednak będzie ograniczał się do niektórych sektorów gospodarki.

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w grudniu aż o 6,6% r/r, po wzroście o 4,7% r/r w listopadzie. Według raportu GUS „spowodowane było to wypłatami premii kwartalnych, nagród rocznych, jubileuszowych i uznaniowych, a także odpraw emerytalnych (które obok wynagrodzeń zasadniczych również zaliczane są do składników wynagrodzeń)”. O ile znaczące zmiany w płacach w grudniu są typowe, to skala wzrostu dla tego miesiąca w 2020 r. była silniejsza niż w ub. latach. Grudniowe dane o wynagrodzeniach potwierdzają „zdrowy” rynek pracy w Polsce pod koniec 2020 r. pomimo obostrzeń i zamrożenia części działalności gospodarczej. W najbliższych miesiącach spodziewamy się względnej stabilizacji wzrostu średniego wynagrodzenia. W nieco dłuższej perspektywie natomiast średnia pensja w sektorze firm powinna rosnąć szybciej wraz ze spodziewanym mocnym odbiciem aktywności gospodarczej w II połowie 2021 r.

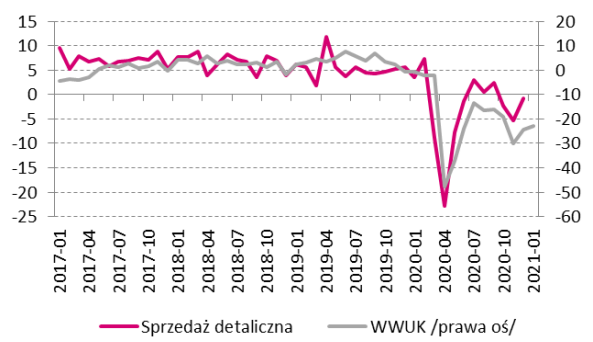
...podobnie jak w gospodarce realnej. Produkcja przemysłowa rola w dwucyfrowym tempie

Produkcja sprzedana w przemyśle wzrosła w grudniu o 11,2% r/r, po wzroście o 5,4% r/r w listopadzie. Dane okazały się wyraźnie lepsze od oczekiwań. Tak dobry wynik produkcji to rezultat zarówno niskiej bazy statystycznej sprzed roku, jak i korzystnego efektu kalendarzowego. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym i kalendarzowym produkcja sprzedana przemyśle wzrosła o 7,1% r/r wobec wzrostu o 3,5% r/r miesiąc wcześniej. Dane te potwierdzają odporność przemysłu na kolejne fale pandemii, czemu niewątpliwie sprzyjała dobra koniunktura w chińskiej gospodarce i odradzenie się handlu globalnego. Wpływ ten widać w strukturze produkcji, która najsilniej rosła w działach o wysokim udziale eksportu w sprzedaży ogółem. Eksport pozostaje jednym z dwóch silników odbudowy gospodarki w okresie kryzysu pandemicznego. Zasadniczo najsilniej rośnie produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałych (+30,2 r/r) co potwierdza silny popyt konsumpcyjny, nie tylko w Polsce, ale też u

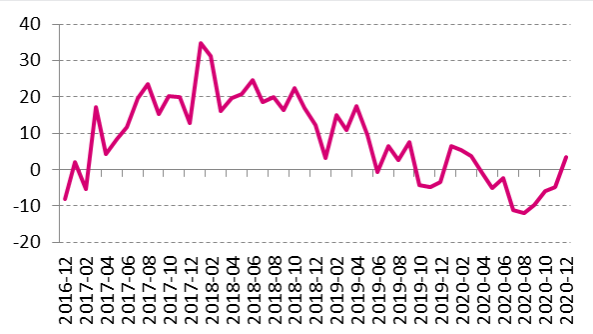
Produkcja przemysłowa w Polsce i w Niemczech [% r/r, średnia trzymiesięczna]



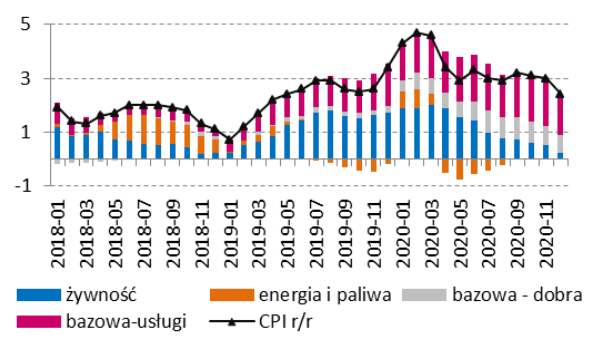
Sprzedaż detaliczna [% r/r] i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej [pkt]



Produkcja budowlano-montażowa [% r/r]



Struktura inflacji CPI [% r/r]



naszych głównych partnerów handlowych. Znacznie wolniej rośnie natomiast produkcja dóbr inwestycyjnych, co wpisuje się w obraz obniżonej aktywności inwestycyjnej firm. Pomimo wyraźnego odbicia w ostatnich miesiącach minionego roku, produkcja nie zdołała odrobić całkowicie strat z lockdownu i w całym roku produkcja sprzedana przemysłu była niższa o 1% niż przed rokiem. W samym 4Q natomiast średni wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 5,9% r/r z 2,8% r/r kwartał wcześniej. Oznacza to wyraźnie wyższą kontrybucję przemysłu do wzrostu wartości dodanej w 4Q.

...a sprzedaż detaliczna nadal na minusie, choć mniejszym niż oczekiwano.

Sprzedaż detaliczna spadła w grudniu o 0,8% r/r, po spadku o 5,3% r/r w listopadzie. Pomimo otwarcia handlu wzrosła ona (po korekcie sezonowej) tylko o 2,4% m/m, co potwierdza, że obniżona mobilność oraz samoizolacja konsumentów wciąż ograniczają wydatki gospodarstw domowych. Sprzedaż detaliczna pozostaje względnie stabilna pomimo niepewności i zmian w rządowej polityce obostrzeń. Dynamika jest jednak nadal niska, o ile więc istotnie nie spadnie ryzyko związane z możliwą eskalacją pandemii to skłonność do wydatków gospodarstw domowych będzie mniejsza niż wynikałoby to ze zmian w sytuacji dochodowej. W nieco dłuższym horyzoncie, wraz z realizacją szczepień i obniżeniem się ryzyka przeciążenia służby zdrowia handel detaliczny będzie się dość szybko budził do życia wspierany odłożonym popytem oraz środkami zgromadzonymi podczas lockdownu.

Budownictwo wychodzi powoli z pandemicznego dołka

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w grudniu o 3,4% r/r po spadku o 4,9% r/r w listopadzie. Dane te wskazują, że koniunktura w tym sektorze poprawia się po pandemicznym spowolnieniu wiosną i latem 2020 r. Perspektywy dla tego sektora na najbliższe miesiące nie są jednak optymistyczne, jako że samorządy w warunkach pandemii nie będą bardzo aktywne w działalności inwestycyjnej. Co więcej, rok 2021 to początek nowych ram budżetu UE, ale na jego wdrożenie przyjdzie nam poczekać kilka kwartałów. Niemniej będzie on stanowił silny impuls dla wzrostu gospodarczego od 2022-2023 r. Lepsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej i budownictwie oznaczają, że spadek PKB w 4Q ub. roku może być nieco mniejszy niż nasz dotychczasowy szacunek na poziomie -4,5% r/r. Opublikowane dziś dane nie zmieniają natomiast naszych oczekiwań na rok 2021 (wzrost PKB o 4,4% r/r).

Podsumowując spadek PKB w 2020 r. będzie mniejszy niż się obawiano. Perspektywy na 2021 r. nadal korzystne

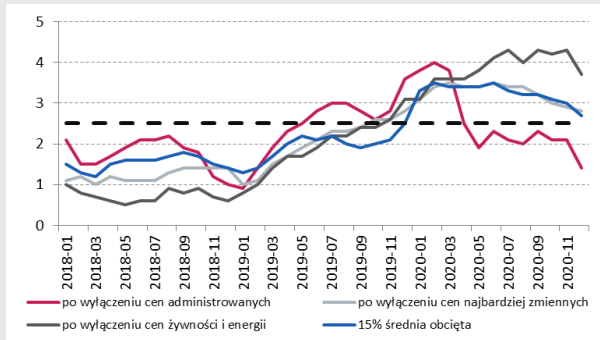
Dane wysokiej częstotliwości, które do tej pory zostały opublikowane potwierdzają, że skutki ekonomiczne drugiej fali pandemii w Polsce były znacznie mniejsze niż na wiosnę. Biorąc pod uwagę dane o produkcji przemysłowej, produkcji budowlanej oraz sprzedaży detalicznej szacować można, iż spadek PKB w całym 4Q ub. roku mógł być tylko nieznacznie głębszy niż w 3Q 2020, kiedy PKB spadł o 1,5% r/r. W całym roku natomiast spadek PKB mógł nie przekroczyć 3%.

Grudniowe dane nie zmieniają naszych oczekiwań na ten rok. Gospodarka zaadoptowała się częściowo do funkcjonowania w warunkach pandemii i aktywność części sektorów gospodarki odradza się pomimo pandemii, choć jej nasilenie w części krajów na początku roku i wprowadzone lockdowny mogą nieco spowolnić tempo odbudowy konsumpcji. Usługi wciąż odczuwać będą skutki pandemii, jednak sektor przemysłu odradza się wspierany odbudową globalnej koniunktury i handlu światowego. Nasza prognoza wzrostu w tym roku na poziomie 4,4% pozostaje aktualna. Wciąż czynnikiem niepewności pozostaje wpływ przedłużającej się pandemii na gospodarkę, wydaje się jednak, że kolejne fale pandemii mają mniejszy wpływ na gospodarkę. Zmiana nawyków konsumpcyjnych, silny impuls fiskalny i monetarny, a także solidny wzrost gospodarczy w Chinach, będą sprzyjały odrodzeniu globalnej koniunktury, w tym także w Polsce.

Spadek inflacji bazowej w grudniu

Narodowy Bank Polski opublikował miary inflacji bazowej w grudniu. Wszystkie cztery wskaźniki uległy obniżeniu. W szczególności najszerzej śledzony indeks - CPI po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się do 3,7% r/r z 4,3% r/r, tj. do najniższego poziomu od kwietnia 2020 r.

Miary inflacji bazowej [% r/r]

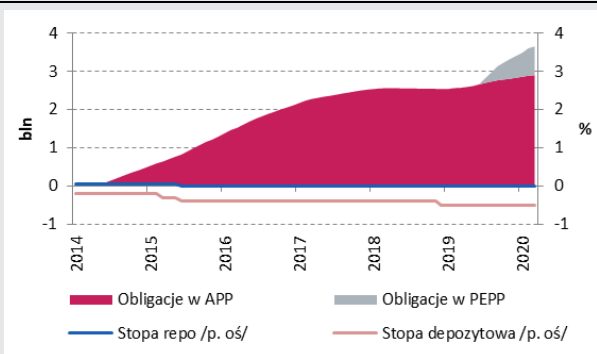


Źródło: Macrobond, Bank Millennium, PAP, <https://ourworldindata.org/>

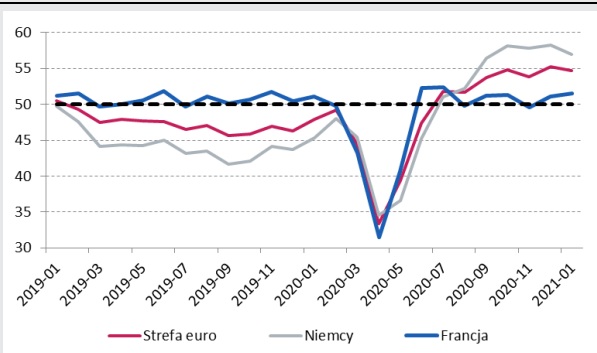
Przyczyniło się do tego pogłębienie spadku r/r cen odzieży i obuwia (-4,1% r/r) oraz niższe niż przed rokiem ceny usług transportowych (-14,9%). Pomimo kryzysu pandemicznego średnio w całym 2020 r. wskaźnik CPI bez żywności i energii wyniósł 3,9% r/r wobec 1,9% r/r w 2019 r. i był najwyższy od 2001 r. Oznacza to, że inflacja bazowa była w 2020 r. najwyższa odkąd w Polsce prowadzona jest polityka monetarna oparta o bezpośredni cel inflacyjny (2004 r.). Inflacja bazowa w 2020 r. napędzana była wzrostem cen usług, który średnio w 2020 r. wyniósł 6,9% r/r po wzroście średnio o 3,9% r/r w 2019 r. Wysoka wartość wskaźnika wynika z kontynuacji trendu wzrostu cen usług sprzed pandemii, podwyżek cen usług komunalnych, a także wzrostu kosztów zabezpieczenia sanitarnego w warunkach pandemii, co wobec dobrej sytuacji na rynku pracy mogło zostać przerzucone na konsumentów. Według naszej prognozy średnio w tym roku wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii obniży się w 2021 r. średnio do 2,7% r/r. Głębszym spadkom będą przeciwdziałać kolejne podwyżki cen usług komunalnych oraz wprowadzenie podatku od sieci detalicznych potencjalnie skutkującego wyższymi cenami towarów.

Makro - zagranica

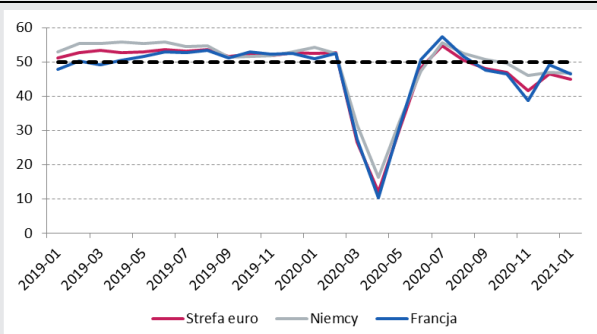
Polityka pieniężna w strefie euro



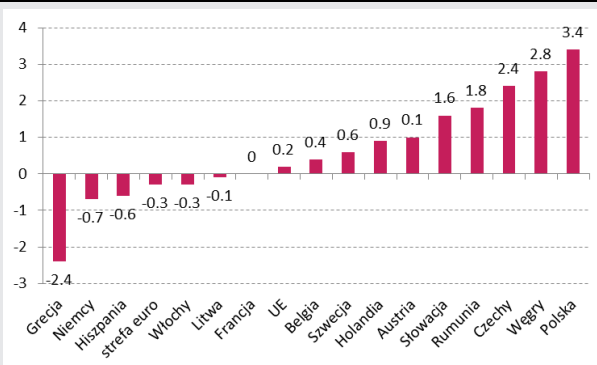
PMI w przemyśle [pkt]



PMI w usługach [pkt]



Inflacja wybranych krajach UE w grudniu [% r/r]



Źródło: Macrobond

Posiedzenie EBC bez zaskoczeń

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego zgodnie z oczekiwaniami nie dokonała zmian parametrów polityki pieniężnej w strefie euro. Oznacza to, że główna stopa procentowa pozostaje na poziomie 0,00% oraz dalej realizowane są niestandardowe narzędzia polityki monetarnej: nadzwyczajny program skupu aktywów w czasie pandemii (PEPP), program skupu aktywów wdrożony jeszcze przed wybuchem pandemii (APP), a także ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące (TLTRO III). Komunikat nie dostarczył istotnych nowych informacji. Podczas konferencji przewodnicząca EBC Ch.Lagarde powiedziała, że dane ekonomiczne potwierdzają zakładany scenariusz makroekonomiczny. Jego bilans ryzyk jest nadal skierowany w dół, choć już „nie tak wyraźnie”. Ponownie podkreślono szczególną rolę programu Next Generation EU dla wsparcia kondycji gospodarki Eurolandu oraz śledzenie kursu euro w kontekście średniookresowych perspektyw inflacji. Pierwsze w tym roku posiedzenie EBC nie zaskoczyło, a bank nadal będzie prowadził ultra-łagodną politykę pieniężną w najbliższych latach.

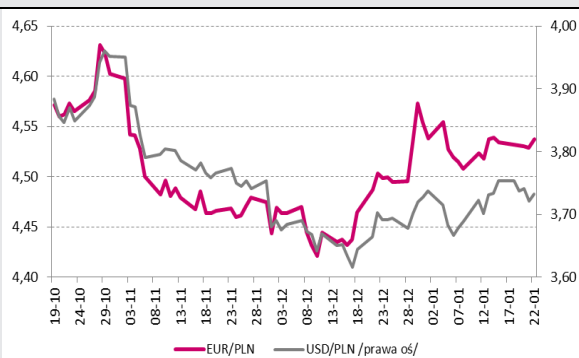
Spowolnienie w strefie euro uległo pogłębieniu na początku 2021 r.

Według wstępnych wyliczeń indeks PMI dla usług w strefie euro obniżył się w styczniu do 45,0 pkt z 46,4 pkt (dane nieco lepsze od oczekiwań), co wynika z nasilenia pandemii oraz przedłużających się obostrzeń dla życia społeczno-gospodarczego. W szczególności silniejszy spadek wskaźnika odnotowano dla Francji przy niewielkiej zmianie dla największej gospodarki strefy euro - dla Niemiec. Według badania PMI obniżony z powodu pandemii popyt zarówno ze strony gospodarstw domowych jak i firm przyczynił się spowolnienia poprawy sytuacji w przemyśle Eurolandu. Indeks PMI dla tego sektora obniżył się do 54,7 pkt z 55,2 pkt (blisko konsensusowi prognoz). Sektor usług ma największy udział w PKB, zatem trwające ożywienie w przemyśle nie rekompensuje w pełni spowolnienia aktywności w usługach. Oznacza to, że styczeń przynosi pogłębienie tendencji recesyjnych w Eurolandzie widocznych już w grudniu 2020 r. Dane te wskazują, że dopóki realizowany program szczepień nie zmniejszy obciążenia służby zdrowia utrzymywane obostrzenia będą powodować recesję w strefie euro - trzeciej największej gospodarce świata.

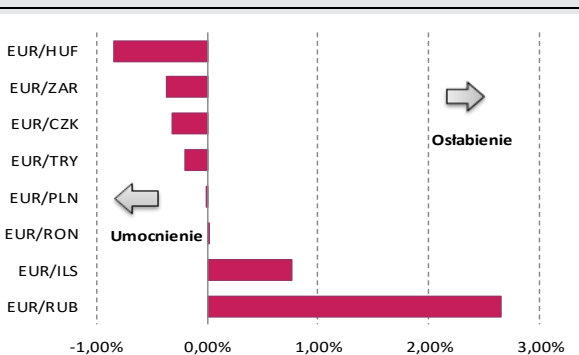
Stabilna inflacja konsumencka w strefie euro

W finalnym wyliczeniu Eurostat potwierdził, że inflacja HICP w strefie euro wyniosła w grudniu -0,3% r/r, a wskaźnik bazowy (HICP bez cen żywności, energii, alkoholu i tytoniu) 0,2% r/r. Oba indeksy pozostają stabilne od września. W całym 2020 r. inflacja HICP wyniosła średnio 0,3% r/r wobec średnio 1,2% r/r w 2019 r. Według grudniowych prognoz Europejskiego Banku Centralnego inflacja konsumencka będzie kształtowała się przez najbliższe lata poniżej celu banku (poniżej, ale blisko 2,0% r/r), co było jednym z argumentów za zwiększeniem pod koniec ub. roku luzowania ilościowego. Warto zauważyć, że niezmiennie inflacja HICP w strefie euro znacząco różni się w odniesieniu do krajów Europy Centralnej. Dla Polski, Węgry i Czech wskaźniki HICP wynoszą odpowiednio 3,4% r/r, 2,8% r/r i 2,4% r/r i były to najwyższe wartości w całej Unii Europejskiej. Różnica ta wynika naszym zdaniem z osłabienia w krajach CEE kursów walutowych, wyjściowej wyższej inflacji przed wybuchem pandemii, a przede wszystkim z lepszej sytuacji na rynku pracy, która pozwala firmom w większej skali podnosić ceny.

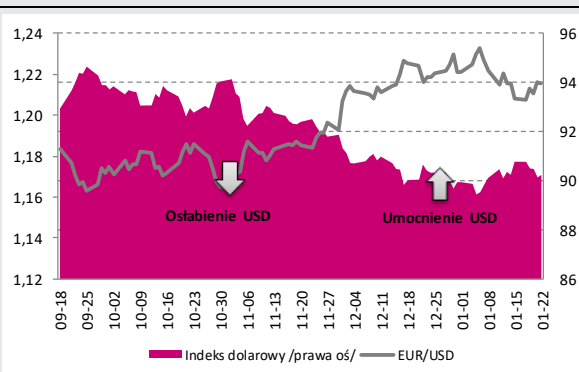
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



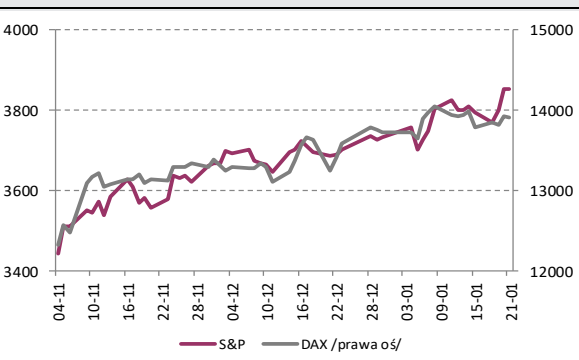
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

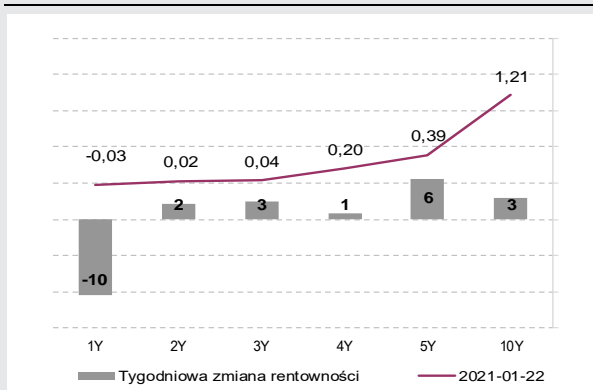
Rynek walutowy

Ubiegły tydzień - tak jak wskazywaliśmy - pozbawiony był emocji. W rezultacie kurs EUR/PLN koncentrował się przez cały omawiany okres wokół poziomu 4,53, który utożsamiamy z krótkoterminową równowagą wynikającą ze zdyskontowania zarówno mało sprzyjających ryzykownym aktywom nastrojów globalnych, jak również ostrożności inwestorów zważywszy na niedawne interwencje walutowego Narodowego Banku Polskiego. Względny spokój utrzymywał się także w notowaniach pozostałych walut regionu oraz głównych par walutowych świata. Przykładowo kurs EUR/USD poruszał się wokół poziomu 1,2150 oczekując na nowe impulsy. Niewielka aktywność inwestorów widoczna była ponadto w notowaniach EUR/CHF, które poruszały się nieco poniżej bariery 1,08.

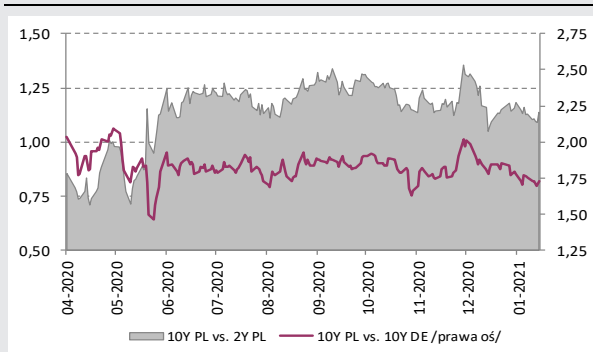
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	Nastroje na rynkach finansowych nadal nie są sprzyjające bardziej ryzykownym aktywom, stąd liczymy na utrzymywanie się notowań kursu EUR/PLN powyżej bariery 4,50, a dokładniej wokół poziomu 4,5350. Źródłem ostrożności inwestorów pozostają negatywny przebieg pandemii (mimo wdrażanego programu szczepień) oraz postawa NBP, który jest zdeterminowany w działaniach osłabiających polską walutę. Równocześnie na horyzoncie brak jest impulsów mogących w istotny sposób odmienić bieżący sentyment inwestycyjny. Wrażenia na inwestorach nie robią zarówno dane makroekonomiczne, oraz posiedzenia banków centralnych, które nie przynoszą zmian parametrów polityki pieniężnej.
USD/PLN	Notowania kursu USD/PLN ze względu na oczekiwaną stabilizację złotego będą w dużej mierze pochodną tendencji na eurodolarze. Także i w przypadku głównej pary walutowej świata nie spodziewamy się jednak istotnych korekt, stąd prawdopodobnie notowania USD/PLN oscylować będą wokół poziomu 3,73.
EUR/USD	Trudno jest nadać eurodolarowi bardziej wyraźny kierunek niż trend boczny. Wiele czynników jest już bowiem zdyskontowanych przez bieżącą wycenę, tj. przebieg pandemii, programu szczepień na COVID-19, groźby wydłużania obostrzeń skutkujących pogorszeniem koniunktury światowej, czy programy wsparcia gospodarki. Na horyzoncie nie dostrzegamy obecnie wydarzeń mogących przełożyć się na zwiększenie zmienności, stąd oczekujemy stabilizacji kursu EUR/USD w tym tygodniu. Najważniejszym wydarzeniem tego okresu będzie posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Jednak fakt, iż ciężar odpowiedzialności za ratowanie słabnącego ożywienia gospodarki jest obecnie w po stronie polityki fiskalnej, a nie pieniężnej sprawia, że nie oczekujemy nowości w wykonaniu Fed. W USA procedować się będzie natomiast pomysł impulsu fiskalnego (pomysł demokratów wsparcia rodzin comiesięczną kwotą w zależności od posiadanej liczby dzieci) i doniesienia w tej kwestii mogą okazać się w tym tygodniu najistotniejsze.

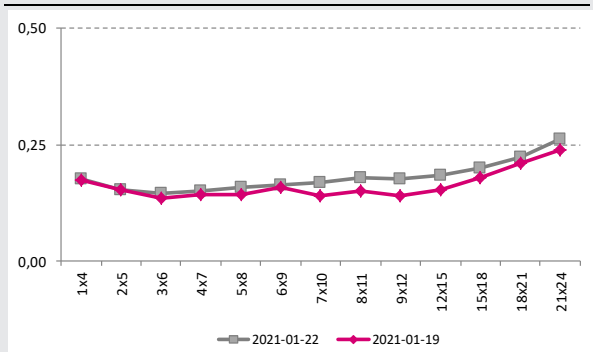
Rentowność obligacji krajowych [%]



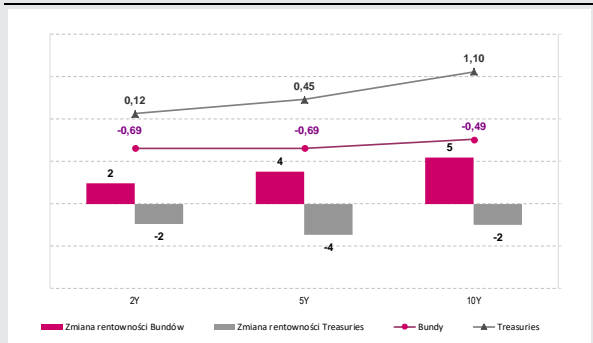
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]






Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Na krajowym rynku długu doszło w ubiegłym tygodniu do wypłaszczenia krzywej, które zawdzięczamy przede wszystkim ruchom krótkiego jej końca. 2-letni dług skarbowy zyskiwał bowiem na wartości sprowadzając dochodowość aż o 6 bps niżej, tj. do 0,02%. W tym czasie marżm utrzymywał się w wycenie obligacji o 10-letnim terminie zapadalności, co patrząc na notowania rynków bazowych, za którymi niejednokrotnie podąża długoterminowy dług skarbowy Polski nie powinno dziwić. Wydarzeniem omawianego okresu był 17sty i pierwszy w tym roku już odkup obligacji przez Narodowy Bank Polski. Tym razem bank centralny odkupił na przetargu *outright buy* trzy serie obligacji za 1,49 mld PLN. Przed przetargiem NBP deklarował odkup czterech serii papierów za maksymalnie 3 mld PLN. W środę najwięcej, bo 0,93 mld PLN z odkupionych przez bank papierów przypadło na dług Polskiego Funduszu Rozwoju (seria PFR0827 - ta sama, która była wyemitowana w połowie stycznia). Spośród długu skarbowego NBP najwięcej nabył obligacji serii PS0425, tj. 0,31 mld PLN. Do tej pory łącznie NBP skupił obligacje o łącznej wartości nominalnej 108,6 mld PLN, z czego 54,1 mld PLN obligacji skarbowych i 54,5 mld PLN papierów gwarantowanych przez Skarb Państwa (dług Banku Gospodarstwa Krajowego za 34,7 mld PLN i PFR za 19,8 mld PLN). Interesującym wydarzeniem był ponadto przetarg sprzedaży obligacji skarbowych. Resort finansów sprzedał na nim obligacje OK0423, PS0425, DS1030, WZ1126, WZ1131 za łącznie 8,0 mld PLN, przy popycie przekraczającym 15,6 mld PLN. W ramach przetargu uzupełniającego MinFin uplasował obligacje za kolejny 1,1 mld PLN. W rezultacie stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto na 2021 r. wynosi ok. 42%. Na przetargu podstawowym zdecydowanymi liderami sprzedaży były obligacje PS0425 i DS1030, na które łącznie przypadło ponad 11 mld PLN popytu oraz 7,3 mld PLN sprzedaży (nie licząc przetargu uzupełniającego).

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	 <p>Liczymy na dalszą stabilizację rentowności obligacji 10-letnich oraz uspokojenie także notowań krótkoterminowego długu skarbowego w tym tygodniu. Zdecyduje o tym przede wszystkim brak nowych impulsów. Długi koniec krzywej dość wiernie obecnie kopiuje ruchy rynków bazowych, które są w stabilizacji. 2-latka zaś po spadku dochodowości w ubiegłym tygodniu pod wpływem narracji Narodowego Banku Polskiego powinna okrzepnąć na bieżących poziomach rentowności. Prawdopodobnie przed nami zatem spokojny tydzień na krajowym rynku stopy procentowej.</p>
10Y DE (%)	 <p>Nie widzimy podstaw do istotnej zmiany rentowności niemieckiej 10-latki, która udowodniła w ostatnich miesiącach, iż dobrze „czuje się” w przedziale od -0,5% do -0,6%. Obecnie natomiast Bund porusza się pośrodku wspomnianego przedziału.</p>
10Y US (%)	 <p>Scenariusz agresywnej stymulacji amerykańskiej gospodarki przez administrację nowego prezydenta USA jest już w kalkulowany w wycenę Treasuries, stąd nie liczymy na ruchy obligacji Stanów Zjednoczonych w tym tygodniu. Tym bardziej, iż posiedzenie Fed - będące najważniejszym bodaj wydarzeniem tego tygodnia w kalendarium makroekonomicznym - nie powinno przynieść istotnych korekt w polityce pieniężnej, stąd nie spodziewamy się jego wpływu na wycenę Treasuries.</p>

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 25 stycznia					
10:00 Produkcja przemysłowa	Polska	Grudzień	5.4%	8.3%	10.7%
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Styczeń	92.1		
Wtorek 26 stycznia					
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Grudzień			
16:00 Indeks Conference Board	USA	Styczeń	88.6	89.0	
Środa 27 stycznia					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Grudzień	6.1%	6.2%	6.3%
13:00 Wnioski o kredyt hipoteczny	USA	22 stycznia	-1.9%		
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku	USA	Grudzień	1.0%		
20:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	USA	Styczeń	0.0-0.25%	0.0-0.25%	0.0-0.25%
Czwartek 28 stycznia					
14:00 Inflacja CPI r/r	Niemcy	Styczeń	-0.3%		
14:30 Wstępny PKB zannualizowany	USA	Q4	33.4%		
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	22 stycznia	900k		
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Grudzień	841k		
Piątek 29 stycznia					
08:00 PKB nsa r/r	Niemcy	Q4	-3.9%		
10:00 PKB r/r	Polska	2020	4.5%	-3.1%	
15:45 Indeks Chicago PMI	USA	Styczeń	59.5		
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Styczeń	80.7	79.2	
Poniedziałek 01 lutego					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Styczeń	51.7		
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Styczeń	58.3	57.0	

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

Dane i prognozy

	2019	2020	2021	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420	1Q21	2Q21	3Q21	Q421
PKB	4,5	-3,4	4,4	3,6	1,9	-8,4	-1,5	-4,6	-2,4	9,2	2,8	7,2
Stopa bezrobocia	5,2	6,1	6,9	5,2	5,4	6,1	6,1	6,1	6,9	6,6	6,8	6,9
Inflacja CPI (% r/r) **	2,3	3,4	2,6	2,8	4,5	3,2	3,0	2,9	2,2	2,6	2,7	2,8
Ropa naftowa Brent **	64,6	42,6	51,7	63,4	50,5	33,6	41,0	45,2	51,1	51,6	51,9	52,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	0,10	0,10	1,50	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 1M (%)	1,63	0,20	0,20	1,63	1,14	0,23	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
WIBOR 3M (%)	1,71	0,21	0,22	1,71	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22
WIBOR 6M (%)	1,79	0,25	0,27	1,79	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,25	0,27
Obligacja 2-letnia (%)	1,50	0,05	0,10	1,50	1,55	0,15	0,09	0,05	0,04	0,05	0,08	0,10
Obligacja 10-letnia (%)	2,07	1,23	1,50	2,07	2,10	1,35	1,35	1,23	1,30	1,35	1,40	1,50
EUR/PLN	4,26	4,61	4,35	4,26	4,55	4,47	4,52	4,61	4,46	4,43	4,40	4,35
USD/PLN	3,80	3,76	3,50	3,80	4,15	3,98	3,85	3,76	3,70	3,60	3,55	3,50
GBP/PLN	5,00	5,13	5,00	5,00	5,11	4,89	4,94	5,13	4,95	4,95	5,00	5,00
EUR/USD	1,12	1,23	1,25	1,12	1,10	1,12	1,17	1,23	1,21	1,23	1,24	1,25
EURIBOR 3M	-0,41	-0,57	-0,50	-0,41	-0,23	-0,43	-0,52	-0,57	-0,55	-0,55	-0,53	-0,50
LIBOR 3M USD	1,91	0,24	0,30	1,91	1,35	0,30	0,23	0,24	0,25	0,25	0,26	0,30

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium ** średnio w okresie

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 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.