

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

15 lutego 2021

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

Mimo, iż dzisiejsza sesja odbędzie się bez udziału inwestorów amerykańskich - obchodzących Dzień Prezydenta - i z tego powodu może być dość spokojna, to emocji nie powinno zabraknąć w kolejnych dniach. Rozpoczynający się tydzień obfitować będzie bowiem w publikacje istotnych danych makroekonomicznych. Szczególnie interesująco zapowiada się piątek, gdy poznamy odczyty wstępnych indeksów PMI w Europie Zachodniej i USA. W tym tygodniu opublikowane zostaną ponadto opisy ostatnich posiedzeń Fed i EBC. Na gruncie krajowym poznamy także kilka publikacji tzw. danych wysokiej częstotliwości - ze sprzedażą detaliczną i produkcją przemysłową na czele. Kurs EUR/PLN rozpoczyna notowania wokół poziomu 4,50. Uważamy, iż złoty w kolejnych dniach może próbować niewielkiego, bo około 3-groszowego umocnienia do euro. Interesująco za sprawą przetargu odkupu obligacji przez Narodowy Bank Polski (środa) i sprzedaży długu skarbowego (czwartek) zapowiada się tydzień na rynku obligacji.

Najważniejsze dane tego tygodnia

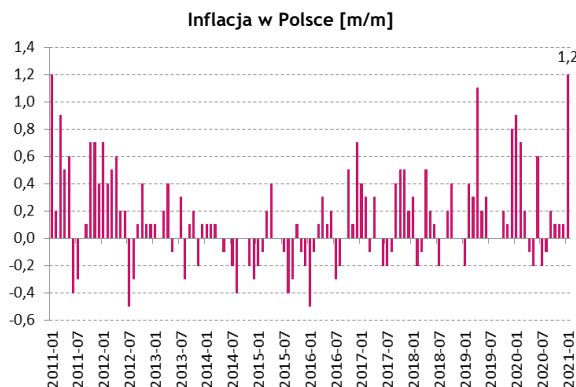
Wstępne odczyty indeksów PMI ujawnią nastroje w gospodarkach strefy euro

Najciekawszymi danymi tego tygodnia będą publikowane w piątek wstępne odczyty indeksów PMI dla krajów Europy Zachodniej. Gospodarki strefy euro mierzą się z jednej strony z przedłużającymi się lockdownami w części krajów, z drugiej natomiast z postępującym procesem szczyptenia. Zaburzenie perspektyw krótkoterminowych kompensowane może być poprawą oczekiwań średnioterminowych. W rezultacie nastroje przedsiębiorców mogą nie ulec w lutym istotnym zmianom, choć ryzyko skierowane jest w kierunku niższych odczytów. Konsensusy rynkowe wskazują na nieznaczne zniżki indeksów PMI dla przemysłu i usług, jednak skala zmian jest bardzo niewielka.

Jaki początek roku w polskiej gospodarce?

Zestaw danych z polskiej gospodarki za styczeń (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, produkcja budowlano-montażowa) wskazuje na osłabienie aktywności ekonomicznej na początku tego roku. W dużej mierze będzie to skutek efektów kalendarzowych i mniejszej liczby dni roboczych. Z tego powodu dynamika produkcji przemysłowej może w styczniu przyjąć wartości ujemne, choć będzie to w naszej ocenie zjawisko przejściowe. Słabsze dane za styczeń nie zmieniają oczekiwań na dalszą część roku. Od 2Q br. spodziewamy się wyraźniejszej odbudowy aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce. Publikowane w połowie tygodnia dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw powinny wskazać na stabilizację sytuacji w zakresie zatrudnienia i płac. Odczyty za styczeń obciążone są większą niepewnością ze względu na zmianę grupy przedsiębiorstw objętych sprawozdawczością.

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Inflacja w Polsce niespodziewanie wzrosła w styczniu do 2,7% r/r z 2,3% r/r w grudniu ub.r. Zwyżka inflacji w skali miesiąca (1,2%) była najszybsza od stycznia 2001 r. To efekt wzrostu cen regulowanych ale także solidnego popytu, który daje firmom możliwość przerzucenia rosnących kosztów na ceny konsumpcyjne. Ryzyka dla inflacji w tym roku skierowane są w górę, choć RPP powinien utrzymywać stopy procentowe na obecnym poziomie.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4843	0,1%
USD/PLN	3,6980	-0,6%
CHF/PLN	4,1507	0,4%
EUR/USD	1,2126	0,7%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,14	3
5Y	0,53	7
10Y	1,35	9

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,45	4
5Y	0,97	6
10Y	1,51	9

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,39	-2
US 10Y	1,21	-2

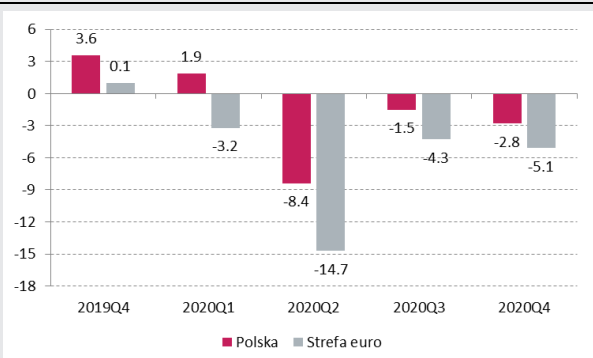
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	57253,7	-0,3
S&P 500	3916,4	1,2
Nikkei 225	29520,1	4,2

Źródło: Refinitiv

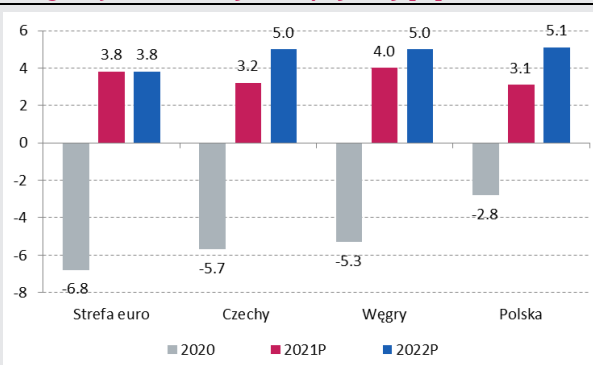
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

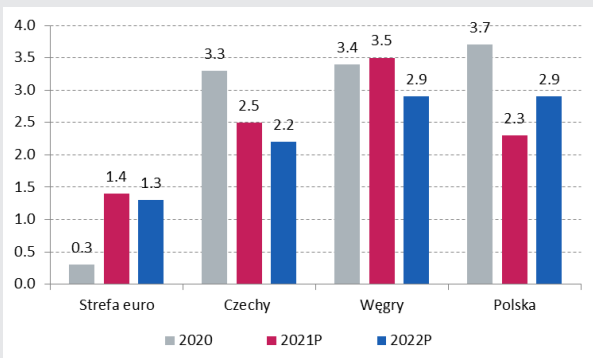
PKB w Polsce i w strefie euro [% r/r]



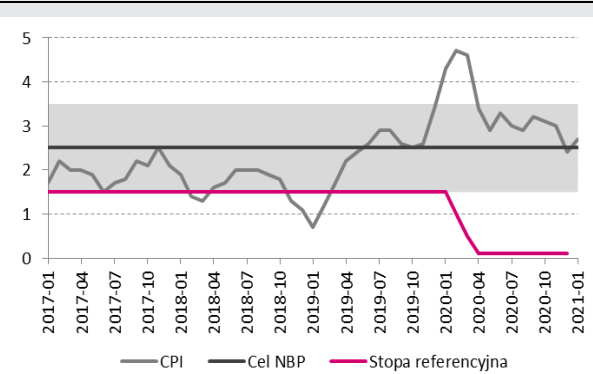
Prognozy PKB Komisji Europejskiej [%]



Prognozy inflacji HICP Komisji Europejskiej [%]



Inflacja CPI [% r/r]



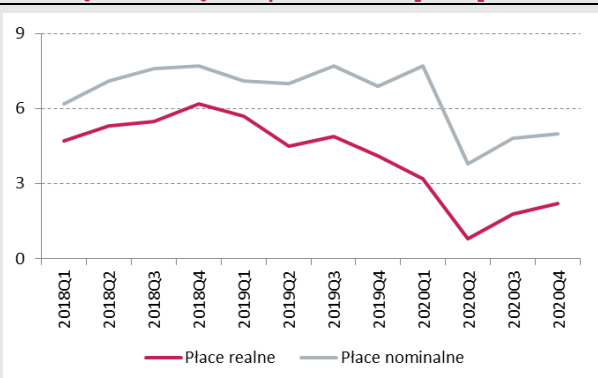
Dane o PKB w 4Q potwierdzają większą odporność polskiej gospodarki na pandemię

Według tzw. szybkiego szacunku GUS produkt krajowy brutto w Polsce spadł w 4Q 2020 o 2,8% r/r, po spadku o 1,5% r/r w 3Q. Natomiast względem samego 3Q 2020 r. (po odsezonowaniu) obniżył się o 0,7% kw/kw. Dane o strukturze PKB w 4Q br. poznamy za 2 tygodnie, aczkolwiek szacować można, że najsilniej obniżyły w się inwestycje, co jest rezultatem niepewności ograniczającej wydatki firm na rozbudowę parku maszynowego oraz zmniejszenie inwestycji infrastrukturalnych. Również konsumpcja w sektorze gospodarstw domowych miała ujemny wkład do wzrostu, aczkolwiek dużo lepszy niż w 2Q 2020 r. Potwierdza to, że restrykcje wprowadzone w 4Q miały mniejszy negatywny wpływ na aktywność gospodarczą niż podczas pierwszego lockdownu. Ze względu na przeciągające się obostrzenia, PKB prawdopodobnie obniży się w ujęciu r/r także w 1Q21 r. Ze względu na efekt niskiej bazy z 2Q 2020 oraz zakładane złagodzenie obostrzeń od 2Q br. połowy roku spodziewamy się powrotu rocznej dynamiki PKB do dodatnich poziomów. Odbudowę gospodarki wspierać będzie konsumpcja, napędzana korzystną sytuacją dochodową gospodarstw domowych. Perspektywy dla inwestycji przedsiębiorstw pozostają mniej optymistyczne, co potwierdzają wyniki Szybkiego Monitoringu NBP. W wyniku tych oczekiwań nasza prognoza dynamiki PKB na 2021 r. wynosi +4,4%, choć rozciągające się obostrzenia i słabsze od zakładanego tempo szczepień stanowią dla niej ryzyko w dół. Komisja Europejska zakłada, że PKB w 2021 r. wzrośnie o 3,1%, a w 2022 r. o 5,1%.

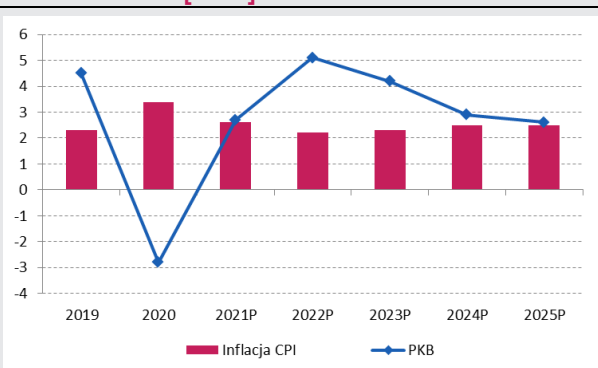
Według Komisji Europejskiej polski PKB odrobi pandemiczne straty do końca 2021 r.

W zimowej rundzie prognozy Komisja Europejska uaktualniła prognozy PKB i inflacji HICP. Według najnowszych oczekiwań PKB w Polsce wzrosnąć ma w 2021 r. o 3,1%, a w 2022 r. o 5,1%. Oznacza to niewielką rewizję w dół dla 2021 r. z 3,3% przedstawianego na jesieni 2020 r. oraz znaczącą korektę w górę prognozy dla 2022 r. z 3,5%. Komisja spodziewa się, że wzrost ten będzie napędzany od II połowy 2021 r., gdy wraz ze stopniowym znoszeniem obostrzeń i realizacją programu szczepień silnie odbije konsumpcja gospodarstw domowych, jako efekt dobrej sytuacji na rynku pracy i realizacji uspiętego popytu po pandemicznej odbudowie oszczędności. Autorzy prognoz oczekują także, poprawy inwestycji przedsiębiorstw na skutek obniżenia się niepewności i przy nadal niskich stopach procentowych. W świetle tych prognoz polska gospodarka ma odrobić straty spowodowane pandemią do końca 2021 r. Komisja zaznacza, że jej prognozy nie uwzględniają potencjalnego wpływu realizacji Programu odbudowy po pandemii UE, którego Polska będzie jednym z największych beneficjentów. Stanowi to według autorów znaczące ryzyko w górę dla tych oczekiwań. Dla strefy euro Komisja spodziewa się natomiast wzrostu PKB o 3,8% w 2021 i w 2022 (po spadku o 6,8% w 2020 r.). Warto zauważyć, uwzględniając dane o PKB za 2020 r., że PKB dla Polski na koniec 2022 r. ma być o 5,3% wyższy niż w poprzedzającym pandemię 2019 r. Jest to druga po Irlandii najwyższa wartość spośród krajów UE. Komisja oczekuje także, że inflacja konsumencka mierzona indeksem HICP obniży się w 2021 r. do średnio 2,3% r/r z 3,7% r/r w 2020 r. po czym ma wzrosnąć do 2,9% r/r (najwyższa prognoza obok Węgier). W dużym stopniu zgadzamy się ze scenariuszem dla Polski przedstawionym przez Komisję Europejską, choć wydaje się on optymistyczny. Nasza prognoza na lata 2021-2022 r. wynosi odpowiednio 4,4% i 4,5%, aczkolwiek uwzględnia ona potencjalny korzystny wpływ wykorzystania środków unijnych. Z tego względu bilans czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego w latach 2021-2022 oceniamy jako bardziej zrównoważony. Niemniej Polska gospodarka powinna w najbliższych latach wyróżniać się pozytywnie na tle także krajów regionu. Należy zauważyć jednak, że zakładając ustąpienie pandemii Polska będzie musiała uporać się ze wzrostem długu publicznego. Obecnie jednak perspektywa konsolidacji fiskalnej wobec utrzymywania się restrykcji i wolniejszego od oczekiwań postępu szczepień jest bardzo odległa.

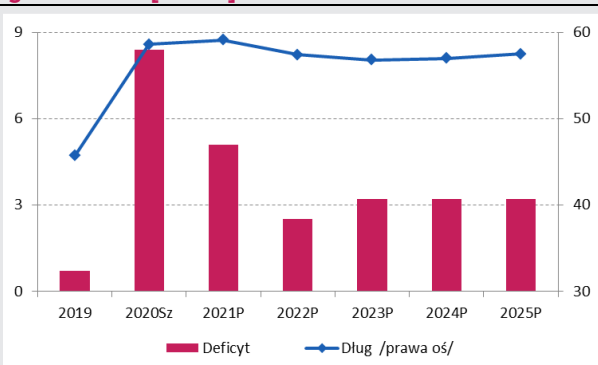
Przeciętna miesięczna płaca brutto [% r/r]



MFW dla Polski: prognozy PKB [%] i inflacji CPI średnio w roku [% r/r]



MFW dla Polski : prognozy deficytu i długu general government [% PKB]



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

Zaskakujące przyspieszenie inflacji w styczniu

Według wstępnego odczytu inflacja w styczniu wyniosła 2,7% r/r wobec 2,3% r/r w grudniu. To wyraźnie wyższy odczyt oczekiwań. Opublikowane dane mają charakter wstępny, ponieważ przygotowane zostały w oparciu o stary koszyk inflacyjny i w marcu mogą zostać nieznacznie zrewidowane. Skala ewentualnej rewizji nie powinna jednak istotnie zmienić scenariusza inflacyjnego. W oparciu o dostępne dane ocenić można, że wyższa od oczekiwań inflacja to z jednej strony efekt nieco szybszego od oczekiwań wzrostu cen żywności oraz cen użytkowania mieszkania. Wydaje się jednak, że duża część niespodzianki inflacyjnej to efekt wyższych cen w kategorii transport. Złożył się na to wzrost cen paliw, ale też w dużej mierze innych komponentów składających się na te kategorie (ceny usług transportowych, ale także samochodów i ich części). W oparciu o dostępne dane nie da się oszacować dokładnie inflacji bazowej, natomiast w naszej ocenie powróciła ona do poziomu ok. 4,3% r/r wobec 3,7% r/r w grudniu. Presja inflacyjna utrzymuje się na podwyższonym poziomie i pomimo wysokiej bazy statystycznej z roku 2020 potencjał do spadku inflacji CPI w 1Q jest ograniczony. Widoczne w ostatnich tygodniach zwwyżki cen ropy naftowej już teraz przekładają się na wzrost cen paliw na stacjach benzynowych. Wydaje się także, iż ograniczenia podażowe i zaburzenia w łańcuchach dostaw przekładają się na wzrost cen podzespołów, co w warunkach odbudowy popytu daje przestrzeń do wzrostu cen konsumpcyjnych. Być może ten element stał za styczniowym wzrostem cen w kategorii transport. W kierunku wyższej inflacji działać będą także podwyżki cen regulowanych oraz nowe lub wyższe podatki, które będą mogły być przerzucone przynajmniej częściowo na konsumenta. Biorąc powyższe pod uwagę wydaje się, że ryzyka dla inflacji skierowane są w górę.

Wpływ pandemii na tempo wzrostu wynagrodzeń mniejszy niż wydawało się na wiosnę

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w gospodarce wzrosło w 4Q 2020 r. o 5,0% r/r, po wzroście o 4,8% r/r kwartał wcześniej. Natomiast w całym 2020 r. wzrost średniej miesięcznej płacy wyniósł 5,1% po wzroście o 7,3% w 2019 r. Dane odzwierciedlają spadek popytu na pracę wynikający z pandemii, choć okazały się one znacznie lepsze niż obawiano się na wiosnę ub. roku. W szczególności w I połowie ub. roku zawieszenie lub zmniejszenie skali działalności odbiło się na rynku pracy. II połowa roku przyniosła natomiast stabilizację pomimo nasilenia pandemii w ostatnim kwartale 2020 r. Dane te nie pokazują jednak pełnego oddziaływania COVID-19 i obostrzeń na sytuację dochodową gospodarstw domowych. W kalkulacjach Główny Urząd Statystyczny uwzględnił tylko umowy o pracę, a w branżach najsilniej dotkniętych przez obostrzenia (usługi rozrywkowe i wycieczkowe, gastronomia) relatywnie większy odsetek osób zatrudnionych jest na umowy cywilnoprawne. Naszym zdaniem wzrost przeciętnego wynagrodzenia w 2021 r. powinien pozostać stabilny, co jest zgodne z wynikami badania koniunktury firm NBP (Szybki Monitoring NBP). Odsetek przedsiębiorstw planujących podwyżki jest bowiem na początku 2021 r. zbliżony do średniej dla całego 2020 r. Biorąc pod uwagę oczekiwany spadek inflacji w 2021 r. wzrost wynagrodzeń w ujęciu realnym powinien przyspieszyć. Czynnikiem ten, obok spodziewanego stopniowego odmrażania usług oraz zakładanej realizacji odłożonego popytu wspiera naszą prognozę znaczącego odbicia konsumpcji w sektorze gospodarstw domowych w 2021 r.

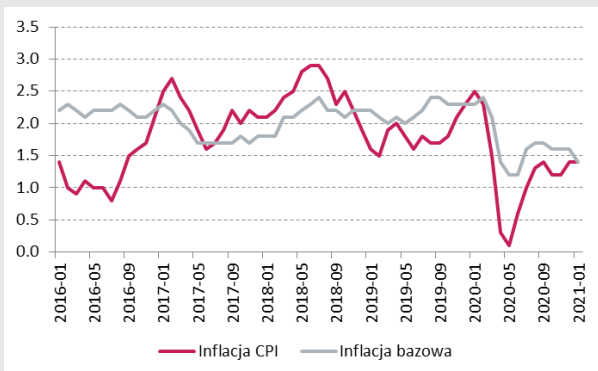
MFW pozytywnie ocenia politykę gospodarczą Polski w 2020 r.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy w raporcie po przeglądzie polskiej gospodarki ocenia, że wsparcie ze strony polityki fiskalnej pozwoliło przeciwdziałać masowemu bankructwom i wzrostowi stopy bezrobocia. Również reakcję banku centralnego należy uznać za „szybką i właściwą”, a zainicjowany w 2020 r. program skupu aktywów przez Narodowy Bank Polski zrealizował zakładane cele. MFW wskazuje ponadto, że Polska nadal posiada znaczącą przestrzeń fiskalną dla dodatkowego wsparcia. Zwraca uwagę, że w przypadku kolejnych fal pandemii pomoc powinna być kierowana nie tylko do branż bezpośrednio ją dotkniętych, ale także dla firm powiązanych z nimi, które cierpią pośrednio. MFW szacuje, że deficyt sektora finansów publicznych obniży się w 2021 r. do 5,1% PKB z 8,4% PKB, a w dłuższym okresie ustabilizuje się na poziomie 3,3% PKB. Autorzy raportu piszą także, że przestrzeń fiskalna Polski jest na tyle duża, że nawet w przypadku realizowania się negatywnych czynników ryzyka dla gospodarki będzie

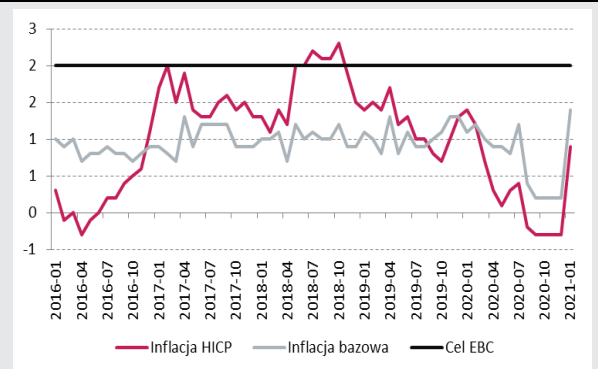
możliwość odłożenia w czasie konsolidacji fiskalnej. MFW zaleca ponadto utrzymanie obecnego łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej. Według funduszu po spadku w 2020 r. PKB Polski w 2021 r. ma wzrosnąć o 2,7%, wraz ze stopniową realizacją programu szczepień, a w 2022 r. o 5,1%. Fundusz szacuje, że wsparciem ożywienia po 2020 r. będzie unijny program Next Generation EU. Dzięki jego wdrożeniu Polski PKB będzie wyższy o 0,3 pkt proc. w 2021 r., oraz o 0,8 i 1,3 pkt proc. odpowiednio w latach 2022-2023. Podsumowując Międzynarodowy Fundusz Walutowy pozytywnie ocenia podjęte działania z zakresu polityki gospodarczej dla przeciwdziałania skutkom pandemii oraz Polska posiada przestrzeń do wsparcia gospodarki także w przypadku kolejnych fal pandemii i co nie powinno istotnych negatywnych skutków dla stabilności gospodarki. W dużym stopniu zgadzamy się z tą oceną.

Makro - zagranica

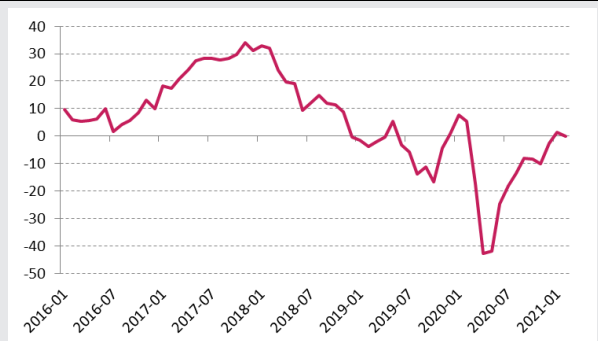
Inflacja CPI w USA [% r/r]



Inflacja HICP w strefie euro [% r/r]



Indeks Sentix [pkt]



Źródło: Macrobond

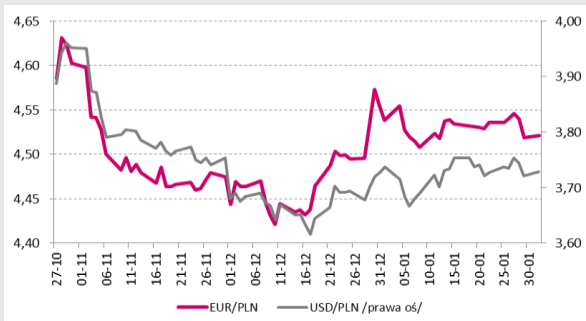
Stycyniowy odczyt inflacji studzi obawy o nasilenie tendencji reflacyjnych

Inflacja CPI w USA wyniosła w styczniu 1,4% r/r, podobnie jak miesiąc wcześniej. Dane te okazały się nieznacznie niższe od konsensusu, który wynosił 1,5% r/r. Ceny energii w coraz mniejszej skali obniżają wskaźnik CPI. Inflacja cen energii wyniosła bowiem w styczniu -3,6% r/r wobec -7,0% r/r w grudniu, co wynika z kształtowania się cen ropy naftowej oraz gazu na globalnych rynkach. Wpływ tego czynnika na indeks CPI równoważony był przez inflację bazową (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii), która obniżyła się do 1,4% r/r z 1,6% r/r na skutek wolniejszego wzrostu cen usług. Odczyt ten studzi nieco obawy o powrót silnych tendencji reflacyjnych w USA. W najbliższych miesiącach inflacja CPI w USA najpewniej nieco wzrośnie napędzana cenami energii oraz ograniczoną podażą części dóbr związaną z opóźnieniami dostaw. Dane te nie powinny jednak wpływać na perspektywę polityki pieniężnej w USA, która najprawdopodobniej będzie pozostawać stabilna. W ub. roku Fed zmienił sformułowanie celu inflacyjnego, które obecnie dopuszcza przewyższenie przez inflację poziomu 2,0% r/r przez jakiś czas. Ponadto Fed będzie zwracał uwagę na sytuację na rynku pracy, gdzie osiągnięcie poziomu pełnego zatrudnienia jest odległą perspektywą.

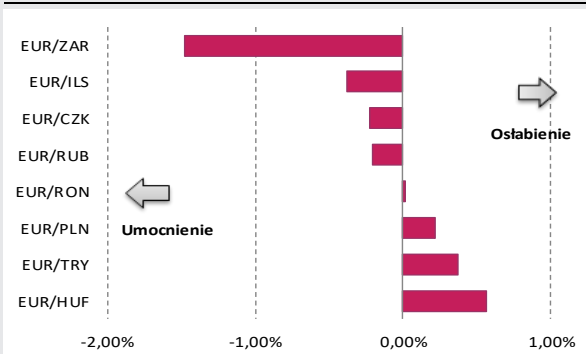
Przedłużenie restrykcji odbija się na nastrojach w strefie euro

Indeks Sentix obrazujący nastroje inwestorów w strefie euro obniżył się niespodziewanie w lutym do -0,2 pkt z +1,3 pkt. Autorzy badania wskazują, że spadek ten wynika z utrzymujących się restrykcji w wielu krajach członkowskich. Obecne obostrzenia w Niemczech będą obowiązywać do połowy lutego. Dane te wpisują się w scenariusz rosnącego ryzyka dla kolejnego spadku PKB w Eurolandzie w 1Q 2021 r.

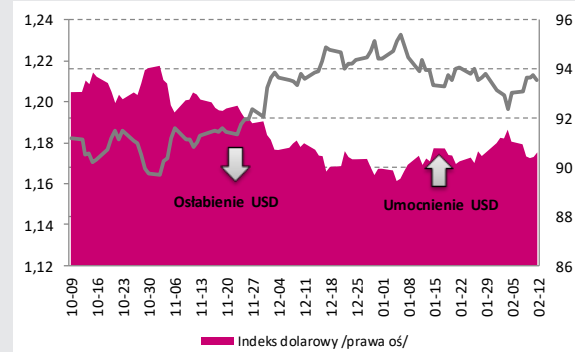
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



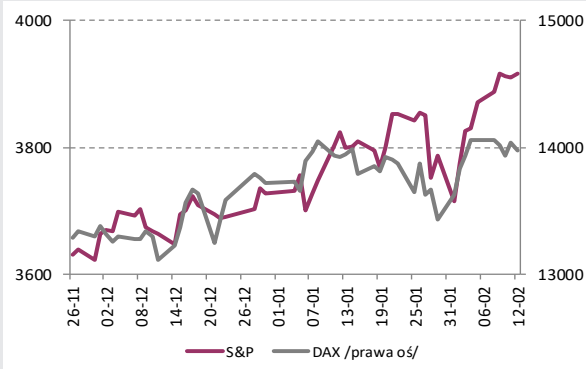
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

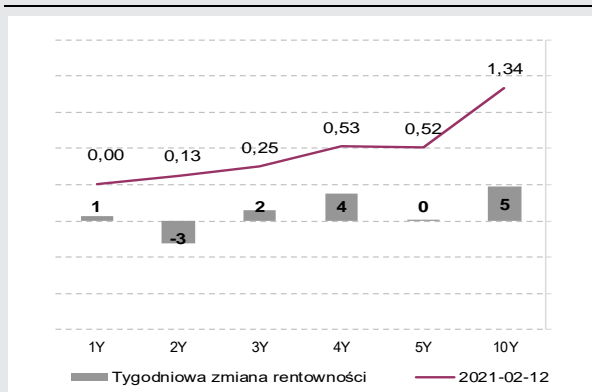
Rynek walutowy

Miniony tydzień na krajowym rynku walutowym miał dwie odmienne odstony. Początkowo kurs EUR/PLN obniżył się do nawet 4,4690 by następnie zawrócić w kierunku psychologicznej bariery 4,50. O przebiegu notowań w dużej mierze decydowały czynniki techniczne, co nie dziwiło w obliczu uboższego kalendarium istotnych publikacji. Nastrój stabilizacji wyceny do widoczny był ponadto w notowaniach pozostałych walut regionu. W minionym tygodniu emocji zabrakło ponadto w notowaniach największej głównej pary walutowej świata tj. eurodolara. Oczekujący na nowe impulsy kurs EUR/USD koncentrował się wokół poziomu 1,2130 tj. poziomu równowagi z drugiej połowy stycznia.

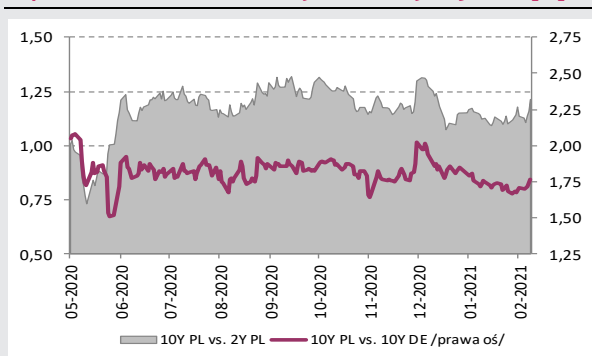
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	<p>W najbliższych dniach - przepelnionych ciekawymi odczytami makroekonomicznymi - zakładamy umocnienie złotego do euro. Złoży się na to kilka czynników. Jedynym z argumentów jest aspekt techniczny tj. próba zawrócenia kursu EUR/PLN od bariery 4,50. Najważniejsze będą jednak wskazania fundamentalne, a te po wyższym od oczekiwań krajowym odczycie inflacji CPI wzmacniają potencjał do umocnienia złotego. Nie wykluczamy zatem, w szczególności przy wsparciu sentymentu zewnętrznego, iż notowaniom EUR/PLN uda się obniżyć przejściowo poniżej poziomu 4,46. Po wspomnianym odczycie inflacji CPI rośnie jednocześnie waga najbliższych publikacji krajowych (którymi ten tydzień jest przepelniony). W przypadku zaskoczeń <i>in plus</i> zakładamy każdorazowo wzmocnienie siły złotego. Tym bardziej, że będzie to się wpisywać w rodzający obecnie trend refacyjny na świecie (oczekiwania normalizacji polityki pieniężnej pod wpływem wzrostów inflacji globalnej). Podsumowując najbliższe dni powinny przynieść umocnienie złotego do euro, choć kwestia możliwych interwencji walutowych Narodowego Banku Polski, czy konwersji walutowych kredytów hipotecznych będzie ograniczała potencjał do aprecjacji polskiej waluty.</p>
USD/PLN	<p>Kurs USD/PLN łamie obecnie barierę 3,70 i w naszej ocenie rozpoczyna podróż „na południe” tzn. w kierunku poziomu 3,6750. Jest to dolne ograniczenie zainicjowanego w połowie stycznia kanału spadkowego i poziom wokół którego notowania USD/PLN koncentrowały się także pod koniec ubiegłego roku.</p>
EUR/USD	<p>Eurodolar pozostaje niewrażliwy na trendy refacyjne, które decydują o zachowaniu niektórych aktywów - przede wszystkim rynku stopy procentowej. Kurs EUR/USD koncentruje się wokół poziomu 1,2130 który był poziomem równowagi przez niemal całą drugą połowę stycznia. Liczymy jednak na to, iż dyskontowany obecnie scenariusz poprawy koniunktury światowej, dzięki między innymi postępującemu programowi szczepień, zadecyduje także o wyższych notowaniach eurodolara w kolejnych dniach (na fali poprawy sentymentu inwestycyjnego). Tym bardziej, gdyby piątkowe dane dotyczące wstępnych indeksów PMI przyniosły pozytywną niespodziankę.</p>

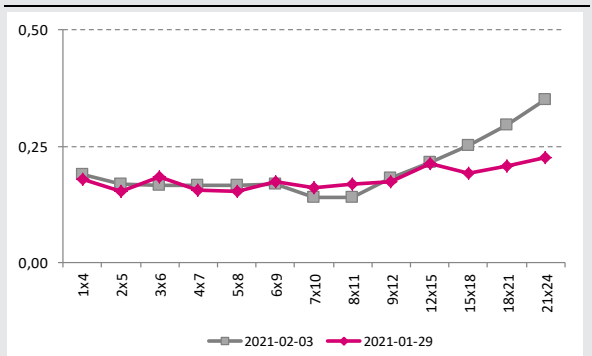
Rentowność obligacji krajowych [%]



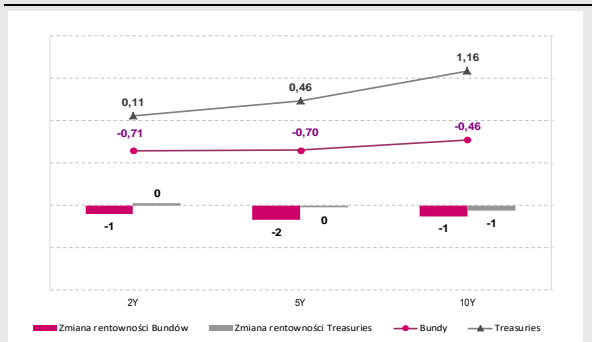
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Za nami okres wyraźnego wystromienia krzywej dochodowości polskiego długu skarbowego. Zadecydowała o tym przede wszystkim zachowanie 10-letniego długu, który w omawianym okresie dość silnie, bo w dwucyfrowym tempie, zwyżkował w rentowności. Z poziomu 1,27% obserwowanego w miniony poniedziałek do dziś obligacja o 10-letnim terminie zapadalności zwyżkowała aż o 13 bps. Zmiany na krajowym rynku długu generowane były sentymentem płynącym z otoczenia, gdzie rodzi się trend wzrostu oczekiwań na normalizację polityki pieniężnej - w Polsce widoczny głównie wśród obligacji o średnim i długim terminie zapadalności. Z tego powodu wyraźnie zwyżkowały ponadto notowania kontraktów IRS. Ten tydzień przyniósł natomiast przypieczętowanie tych trendów pod wpływem wyższej od konsensusu niespodzianki w danych o krajowej inflacji CPI. Relatywnie niewielkie zmiany obserwowaliśmy natomiast na bazowych rynkach długu, gdzie dochodowość Bunda, czy 10-latk USA rosta zdecydowanie wolniej niż długu państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Trudno dyskutować z bieżącymi trendami na rynku długu, tym bardziej, iż swoim zasięgiem wykraczają one zarówno poza rynek krajowy, czy regionalny. Oczekiwania normalizacji polityki pieniężnej - wsparte wyższymi od oczekiwań odczytami inflacji CPI w Polsce, ale i tej części Europy - wywierają presję na wzrost dochodowości długu skarbowego. Co prawda przy obecnych poziomach 10-latki polskiej zbliżonych do 1,40% uważamy, iż potencjał do kontynuacji wzrostów jest już ograniczony w krótkim terminie, to patrząc na mnogość potencjalnych impulsów po stronie danych makro tego tygodnia, sądzimy, iż najbardziej prawdopodobnym kierunkiem zmiany rentowności polskiej 10-latki jest jej niewielki wzrost. Co istotne, uważamy, iż po dłuższej niewrażliwości aktywów na napływające dane makroekonomiczne zwiększeniu - począwszy od tego tygodnia - ulegnie wpływ takich publikacji na wycenę długu. Rynek zaczynający reflacyjną grę tj. wzrost oczekiwań na poprawę sytuacji gospodarczej i zwyżkę inflacji prowadzącą w średnim terminie do normalizacji polityki pieniężnej będzie w większym stopniu koncentrować się właśnie na wskazaniach dotyczących koniunktury. Na to nakładają się także krajowa kwestia finansowania zwiększonych potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. W takim zestawieniu wzrost rentowności skarbowych papierów wartościowych w Polsce nie dziwi, co do kierunku, choć nieco co do tempa. Obecnie uważamy za kluczowe zachowanie Narodowego Banku Polski. Pytaniem pozostaje, czy w obliczu rosnącej dochodowości zwiększy on wartość skupu obligacji. Odpowiedź poznamy już w środę, podczas jedynej operacji odkupu w lutym. Nie liczymy natomiast na powrót narracji zakładającej możliwość obniżki stóp procentowych.
10Y DE (%)	Bieżący solidny wzrost rentowności Bunda uznajemy za nieco zadziwiający w kontekście niedawnych wypowiedzi części członków Europejskiego Banku Centralnego na temat możliwości obniżki stóp procentowych w strefie euro. Rynek nie dał im jednak wiary - prawdopodobnie słusznie - i poddał się trendowi gry pod oczekiwania reflacyjne na świecie. Bieżący ruch do najwyższych poziomów od czerwca ubiegłego roku wyczerpuje jednak zakres ruchu w krótkim okresie.
10Y US (%)	Poza wpływem nastrojów globalnych - przeceniających dług skarbowy - czynnikiem, który może decydować o wzroście dochodowości Treasuries będzie kwestia zbliżającego się uruchomienia pakietu fiskalnego w USA, który ma wesprzeć odbudowę tamtejszej gospodarki.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 15 lutego					
Dzień wolny od pracy	USA				
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Styczeń	2.3%	2.4%	2.2%
14:00 Saldo rachunku obrotów bieżących EUR	Polska	Grudzień	1725m	1058m	730m
Wtorek 16 lutego					
11:00 PKB SA r/r rewizja	EZ	Q4	-4.3%		
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Luty	61.8		
Środa 17 lutego					
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Styczeń	6.6%	4.6%	4.5%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Styczeń	-1.0%	-1.1%	-1.5%
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Styczeń	-0.7%	0.7%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Styczeń	1.6%	0.4%	
20:00 Opis posiedzenia FOMC	USA	Styczeń			
Czwartek 18 lutego					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Styczeń	0.0%	0.5%	0.6%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Styczeń	11.2%	1.0%	-1.2%
13:30 Opis posiedzenia EBC	EZ	Styczeń			
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Styczeń	1704k	1653k	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	12 lutego	793k		
Piątek 19 lutego					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Luty	57.1	56.5	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Luty	46.7	46.5	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Luty	54.8	54.4	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Luty	45.4	45.9	
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Styczeń	3.4%	-7.3%	-12.0%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Styczeń	-0.8%	-4.5%	-3.8%
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Luty	59.2		
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Luty	58.3		
Poniedziałek 22 lutego					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Luty	90.1		

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	-2,8	4,4	3,6	1,9	-8,4	-1,5	-2,8	-2,4	9,2	2,8	7,2
Stopa bezrobocia	5,2	6,2	6,9	5,2	5,4	6,1	6,1	6,2	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	2,8	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.