

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

8 marca 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

Rozpoczynający się tydzień nie będzie obfitował w istotne publikacje danych makroekonomicznych. Nie oznacza to jednak, iż zabraknie potencjalnych impulsów mogących wpłynąć na wycenę aktywów. Do najważniejszych momentów rozpoczynającego się tygodnia zaliczamy posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego (czwartek), które istotne będzie przede wszystkim dla rynku obligacji. Inwestorzy pozostaną wrażliwi na potencjalne komentarze odnoszące się do niedawnego silnego wzrostu dochodowości długu. Niewykluczone, iż w tym tygodniu dojdzie także do finalizacji kolejnego - wyczekiwanego od kilku miesięcy - pakietu fiskalnego. W sobotę plan pomocy gospodarce USA o wartości 1,9 bln USD przegłosował amerykański Senat. Liczymy, iż obowiązujące w ostatnich tygodniach trendy zostaną przedłużone o najbliższe dni. Podstawą zmian na rynkach finansowych są oczekiwania reflacyjne. Te natomiast zostaną wzmocnione dzisiejszą dalszą wyżką cen ropy naftowej - do poziomu 70 USD za baryłkę - po tym jak Jemen przeprowadził atak na infrastrukturę przesyłową w Arabii Saudyjskiej. Taki scenariusz oznacza, iż kurs EUR/PLN kierować się będzie w stronę poziomu 4,60, a być może - co jednak nie jest naszym scenariuszem bazowych - do ubiegłorocznego maksimum na poziomie 4,64.

Najważniejsze dane tego tygodnia

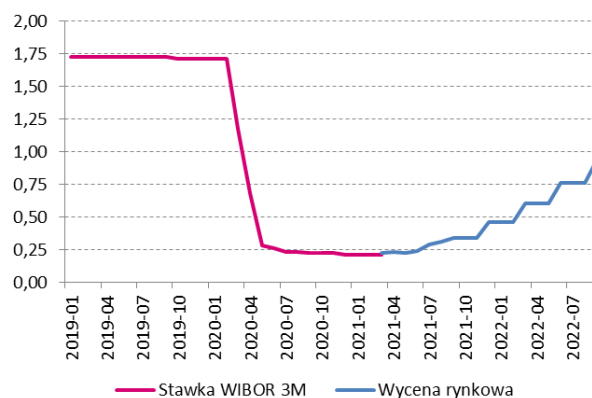
W tym tygodniu uwaga skupiona na posiedzeniu EBC

W tym tygodniu w czwartek odbędzie się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Stopy procentowe powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie, natomiast uwaga skupiona będzie na ewentualnej korekcie programu luzowania ilościowego. Intensyfikacja zakładów reflacyjnych oraz wzrost rentowności na europejskim rynku długu zwiększył oczekiwania na rozszerzenie programu PEPP (pandemic emergency purchase program), aby powstrzymać wzrost rentowności i towarzyszące temu zacieśnienie warunków finansowania. Szczególnie, że część członków EBC wyrażała zaniepokojenie wyższą rentowności europejskiego długu. W naszej ocenie ewentualne korekty programu luzowania ilościowego nie powinny być znaczne, szczególnie w kontekście obniżki rentowności obligacji krajów strefy w ostatnich dniach oraz osłabienia euro, co powoduje utrzymanie łagodnych warunków monetarnych.

W tym tygodniu szereg publikacji danych z gospodarki światowej

W tym tygodniu poznamy dane o inflacji CPI oraz PPI w USA w lutym. Według konsensusu wskaźniki te mają wzrosnąć odpowiednio do 1,6% r/r z 1,4% r/r w styczniu oraz do 2,7% r/r z 1,7% r/r, do czego przyczyniać się będą wzrosty cen ropy naftowej oraz niska baza odniesienia z ub. roku. Również w nadchodzących miesiącach inflacja może narastać, aczkolwiek nie zmieni to narracji Fed w sprawie utrzymywania dotychczasowej ultra-łagodnej polityki pieniężnej w USA w tym roku. Poznamy także wstępne wyliczenie indeksu Michigan za marzec, które najpewniej potwierdzi poprawiające się nastroje w amerykańskiej gospodarce wraz z rosnącym zatrudnieniem i postępującymi szczepieniami przeciw COVID-19. W przypadku strefy euro opublikowane zostaną dane o PKB w 4Q oraz inflacji w lutym. Dane będą bez wpływu na perspektywę polityki pieniężnej w EMU.

Wykres tygodnia



Rynkowe oczekiwania dotyczące zacieśnienia polityki pieniężnej związane z globalnym trendem reflacji dotarły do Polski i stają się coraz bardziej agresywne. Liczymy, iż w tym tygodniu w ślad za piątkowymi łagodnymi wypowiedziami prezesa NBP presja na wzrost stawek rynku stopy procentowej, w tym wyżkę dochodowości polskich obligacji skarbowych z krótkiego końca krzywej ulegnie zmniejszeniu.

Źródło: Macrobond

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5895	1,4%
USD/PLN	3,8616	2,8%
CHF/PLN	4,1352	0,5%
EUR/USD	1,1885	-1,3%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,14	6
5Y	0,91	7
10Y	1,61	4

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,59	3
5Y	1,26	11
10Y	1,88	13

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,28	1
US 10Y	1,60	15

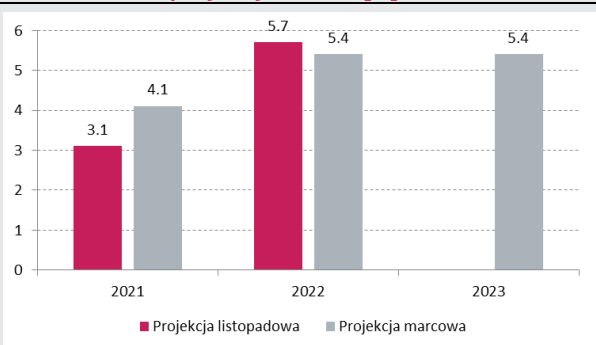
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	57955,4	-0,1
S&P 500	3841,9	0,8
Nikkei 225	28743,3	-3,1

Źródło: Refinitiv

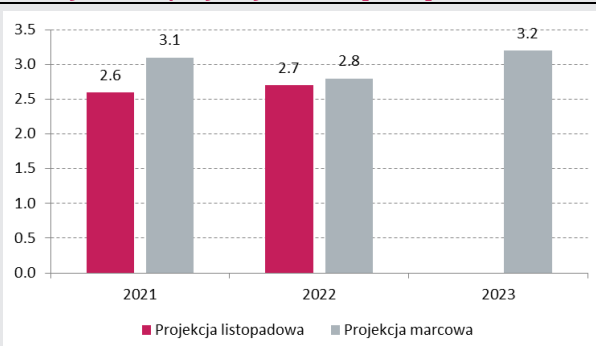
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

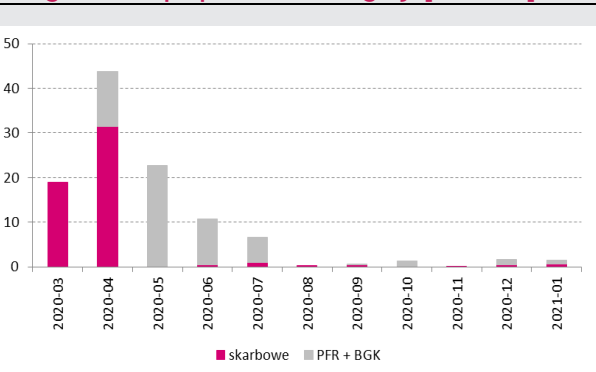
Wzrost PKB w projekcjach NBP [%]



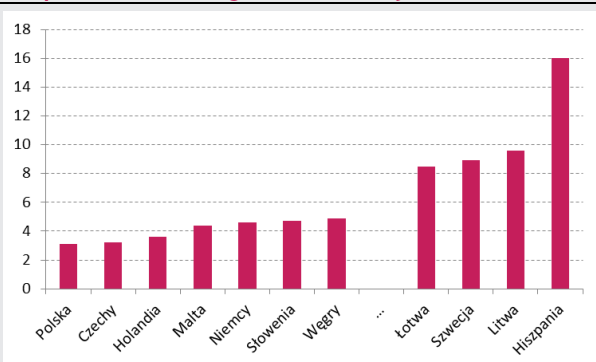
Inflacja CPI w projekcjach NBP [% r/r]



Program odkupu przez NBP obligacji [mld PLN]



Stopa bezrobocia wg Eurostat w styczniu 2021 r.



Źródło: Macrobond, Bank Millennium, PAP.

Jastrzębia projekcja marcowa, ale RPP nie zmieni stóp procentowych do końca swojej kadencji...

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe NBP bez zmian. W szczególności stopa referencyjna pozostała na historycznie niskim poziomie 0,10%. Kontynuowany jest także program odkupu obligacji Skarbu Państwa i obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa. Wymowa komunikatu nie różniła się od tej z lutego. Podczas marcowego posiedzenia Rada zapoznana się z nową projekcją makroekonomiczną NBP. Inflacja CPI w scenariuszu bazowym w 2021 r. została zrewidowana w górę do 3,1% r/r z 2,6% r/r, a dla 2022 r. do 2,8% r/r z 2,7% r/r. Przedstawione po raz pierwszy oczekiwania na 2023 r. wynoszą natomiast 3,2% r/r. Natomiast oczekiwania dla PKB w 2021 r. zostały podniesione do 4,1% z 3,1% szacowanego w listopadzie, a dla 2022 r. nieznacznie obniżone - do 5,4% z 5,7%. Prognoza na 2023 r. wzrostu PKB wynosi natomiast 5,4%, a więc tyle sami ile dla 2022 r. Prognozy te wskazują na silną odbudowę w kolejnych latach gospodarki po recesji w 2020 r. przy inflacji konsumenckiej w przedziale dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego (1,5-3,5% r/r). Wspiera to nasze oczekiwania stabilizacji obecnej bardzo łagodnej polityki pieniężnej do końca kadencji Rady w połowie 2022 r.

... a scenariusz ten wspiera retoryka prezesa NBP

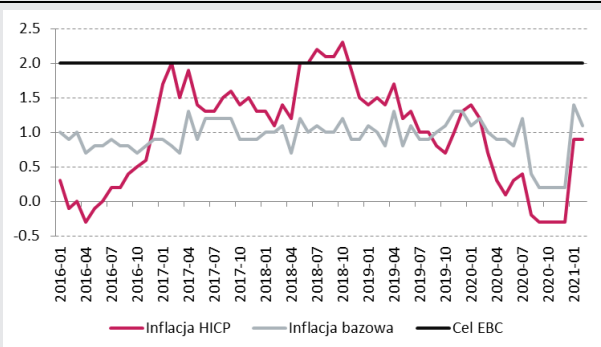
Piątkowe wypowiedzi prezesa NBP w trakcie wideokonferencji potwierdzają, iż najbardziej prawdopodobnym scenariuszem polityki pieniężnej pozostaje stabilizacja stóp procentowych. Prezes A. Glapiński ocenił, że prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w Polsce do końca kadencji obecnej RPP jest zerowe. Scenariusz taki Rada będzie mogła rozważyć, jeśli gospodarka wejdzie na ścieżkę szybkiego, ustabilizowanego wzrostu. W opinii prezesa wciąż możliwe są obniżki oprocentowania w przypadku uderzenia kolejnej fali pandemii. Ponieważ jednak bazowym scenariuszem makroekonomicznym banku centralnego, wyrażonym także w wynikach nowej projekcji NBP jest odbudowa gospodarki i wyraźne przyspieszenie dynamiki PKB już w II poł. tego roku, to cięcia stóp procentowych są w naszej ocenie mało prawdopodobne. Jednocześnie prezes NBP zapowiedział kontynuację programu skupu aktywów tak długo jak to będzie potrzebne, być może już zawsze. W każdej chwili mogą być także wznowione interwencje walutowe. Komentarze prezesa NBP sugerują, że RPP będzie utrzymywała łagodną politykę pieniężną i ryzyko ich zmiany do końca obecnej kadencji Rady oceniamy jako niskie.

Stopa bezrobocia w Polsce najniższa w UE, choć w tym roku najpewniej wzrośnie

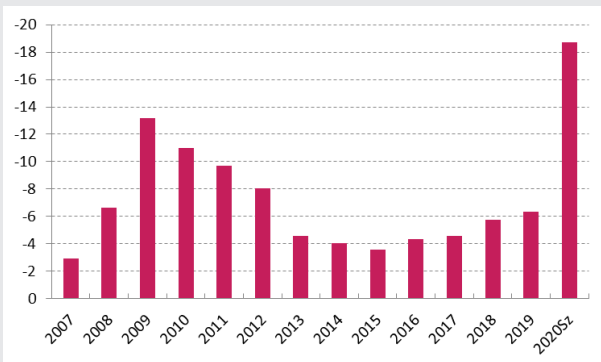
Według danych Eurostat stopa bezrobocia po korekcji sezonowości obniżyła się w styczniu w Polsce do 3,1% z 3,2% na koniec grudnia 2020 r. Oznacza to, że po raz pierwszy w historii członkostwa w Unii Europejskiej stopa bezrobocia w Polsce osiągnęła najniższą wartość spośród krajów Wspólnoty. Przez ostatnie lata liderem pod względem niskiego bezrobocia były Czechy. Jednak w ciągu 12 miesięcy z powodu dużej skali pandemii w tym samym kraju stopa bezrobocia wyniosła w styczniu 3,2%, tj. wzrosła o 1,2 pkt proc. w stosunku do analogicznego miesiąca 2020 r. Tymczasem w Polsce wzrost r/r wyniósł tylko 0,1 pkt proc., co w dużym stopniu oznacza, że po wzroście na wiosnę 2020 r. stopa bezrobocia powróciła do poziomów sprzed pandemii. Dużym wsparciem rynku pracy w Polsce były tarcze antykryzysowe rządu oraz tarcze finansowe Polskiego Funduszu Rozwoju. Ponadto stabilizacji rynku pracy sprzyjała płytka w odniesieniu do innych krajów UE skala recesji oraz mniejszy udział branż najsilniej dotkniętych przez ograniczenia. Naszym zdaniem w tym roku sytuacja na krajowym rynku pracy ulegnie jednak niewielkiemu pogorszeniu. W scenariusz ten wpisuje się szacunek stopy bezrobocia rejestrowanego (inna metodologia niż Eurostat) Ministerstwa Rozwoju, Pracy i Technologii, który w lutym wyniósł 6,6% wobec 6,5% w styczniu. Jest to wynik wzrostu o 10,2 tys. liczby osób zarejestrowanych jako bezrobotne. Pomijając czynniki o charakterze sezonowym bezrobocie najpewniej nadal będzie nieznacznie rosło wraz z dostosowaniem się popytu na pracę do nowych warunków działalności głównie sektora usług.

Makro - zagranica

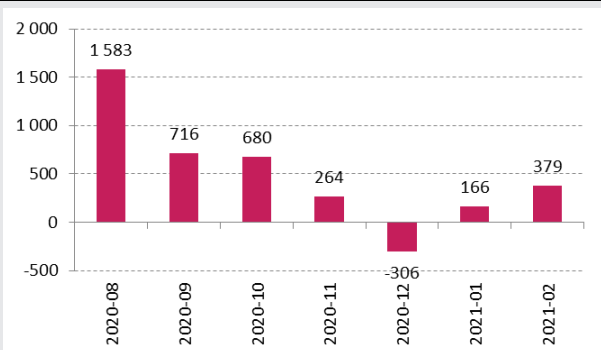
Inflacja HICP w strefie euro [% r/r]



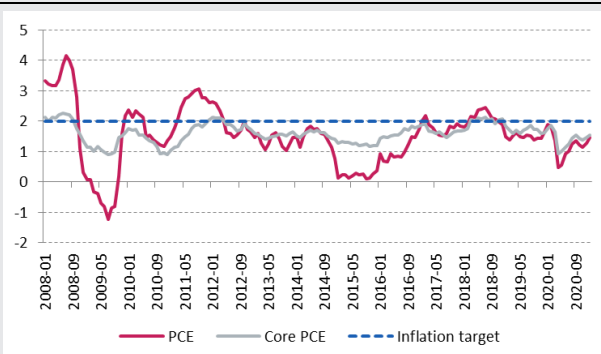
Dane oraz szacunki IMF deficytu budżetowego w USA [% PKB]



Zmiana zatrudnienia w USA [tys. m/m]



Stopa bezrobocia w USA [%]



Inflacja HICP w strefie euro stabilna w lutym

Inflacja konsumencka w strefie euro mierzona indeksem HICP wyniosła według wstępnych danych 0,9% r/r, podobnie jak w styczniu, gdy znacząco wzrosła względem grudnia (w ostatnim miesiącu 2020 r. wskaźnik ten był jeszcze ujemny). Konsensus rynkowy kształtował się na poziomie 1,0% r/r. Wskaźnik bazowy obniżył się do 1,1% r/r z 1,4% r/r w styczniu, a wpływ ten kompensowany był przez płytszy niż przed miesiącem spadek r/r cen energii. Po części za obniżenie się inflacji bazowej odpowiada czynnik, który ją w styczniu podwyższał, tj. przesunięcie terminów promocji w okresie poświęczonej wyprzedaży. W kolejnych miesiącach inflacja w strefie euro będzie najpewniej utrzymywała się w trendzie wzrostowym, m.in. z powodu efektu niskiej bazy z ub. roku, po czym powinna znowu ulec obniżeniu. Naszym zdaniem nie ma więc podstaw do oczekiwania szybkiego zacieśnienia polityki monetarnej przez Europejski Bank Centralny. Szczególnie, że prowadziłoby to do dalszego wzrostu rentowności długu państw unii walutowej i umocnienia euro, co jest zjawiskiem niekorzystnym dla bankierów centralnych w strefie euro. Naszym zdaniem na posiedzeniu w przyszłym tygodniu Europejski Bank Centralny nie zdecyduje się na zmiany w polityce pieniężnej, utrzymując ultra łagodną retorykę. Ponadto sądzimy, że scenariusz trwałszego wzrostu inflacji jest bardziej prawdopodobny dla USA niż dla strefy euro, co powinno w nieco dłuższej perspektywie sprzyjać słabszemu euro. Obecnie głównym odpowiedzialnym za wsparcie gospodarki Eurolandu powinna być już polityka fiskalna, aczkolwiek na jej odczuwalny wpływ należy poczekać co najmniej do początku przyszłego roku.

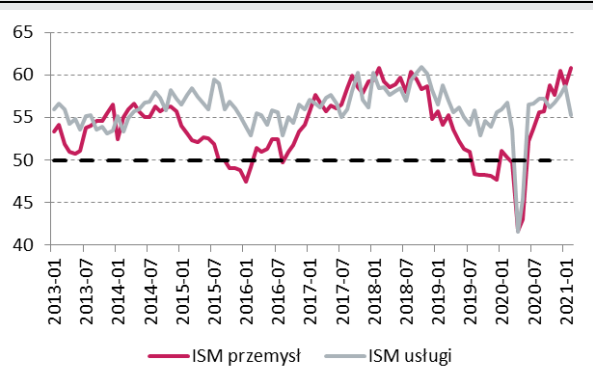
Amerykański senat przyjął pakiet fiskalny warty 1,9 bln USD

Amerykański senat przegłosował w sobotę przegłosował pakiet stymulacyjny, którego planowana wartość wynosi 1,9 bln USD, tj. ok 10% PKB tego kraju. Prawdopodobnie jest to drugi największy pakiet fiskalny w historii USA, po uchwalonym w marcu ub. roku CARES act, którego wielkość szacowana jest na ok. 2,3 bln USD. W mocy pozostaje wsparcie uchwalone jeszcze w grudniu 2020 r. w wysokości 0,9 bln USD. Nowy pakiet obejmuje m.in. jednorazowe świadczenia pieniężne dla dorosłych Amerykanów, utrzymanie dodatkowego świadczenia dla bezrobotnych. Program przewiduje także środki na realizację programu szczepień przeciw COVID-19, wsparcie usług medycznych w związku z pandemią oraz fundusze dla stanów, firm oraz szkół. Ogromna skala luzowania fiskalnego miała łagodzący wpływ na aktywność w amerykańskiej gospodarce, w szczególności na konsumpcję towarów, która w 2020 r. wzrosła pomimo pandemii. Nowy pakiet, będzie wsparciem aktywności w 2021 r., a amerykańska gospodarka, wraz z realizacją szczepień i spadkiem ryzyka dotkliwych lockdownów powinna odrobić straty poniesione z powodu pandemii. Jest to dobra informacja dla gospodarki światowej, gdyż pakiet stymulacyjny będzie sprzyjał utrzymaniu ożywienia w globalnym handlu.

Lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy w lutym...

Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło według wstępnych danych o 379 tys., po wzroście o 166 tys. w styczniu (rewizja w górę z wstępnego wyliczenia wynoszącego 49 tys.). Dane okazały się znacznie lepsze od konsensusu prognoz. Za wzrost zatrudnienia odpowiada głównie sektor obejmujący rozrywkę, hotele, restauracje, gdzie zatrudnienie przyrosło o 355 tys. Branże te zostały najsilniej dotknięte przez obostrzenia i samoizolację konsumentów. Wrz. z poprawiającą się pogodą, spadającą liczbą przypadków COVID-19 i postępującymi szczepieniami władze stopniowo znoszą część ograniczeń, a firmy stopniowo wracają do działalności zatrudniając pracowników. W większości innych sektorów także odnotowano wzrosty, aczkolwiek w znacznie mniejszej skali. Lepsze zatrudnienie obniżyło stopę bezrobocia do 6,2% z 6,3%, tj. do najniższego poziomu od początku pandemii. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach należy oczekiwać dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy w USA, gdyż czynniki, które wspierały wzrost zatrudnienia w lutym będą oddziaływać pozytywnie także w najbliższych miesiącach. Dodatkowym wsparciem może okazać się program fiskalny o wartości 2 bln USD, którego uchwalenie postuluje prezydent J.Biden. Gospodarka amerykańska najpewniej znacząco

Indeksy ISM [pkt]



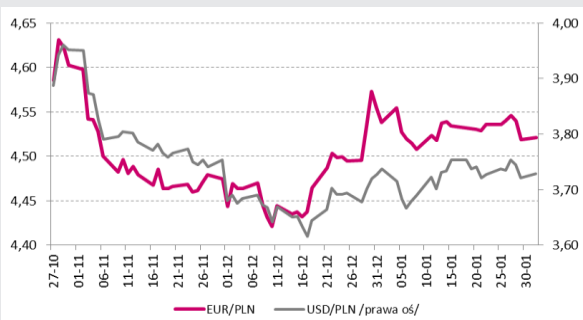
Źródło: Macrobond

przyspieszy w I połowie roku, wspierając spadek bezrobocia. Osiągnięcie poziomów stopy bezrobocia sprzed pandemii, tj. 3,5% nie będzie jednak szybkie, co pomimo pozytywnej wymowy danych wspiera oczekiwania stabilnej ultra-łagodnej polityki pieniężnej w USA w najbliższych kwartałach.

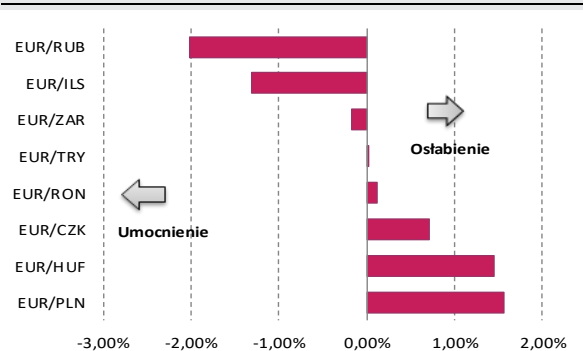
...co wiąże się z trwającym ożywieniem w gospodarce USA

Indeks ISM dla usług w USA obniżył się w lutym do 55,3 pkt z 58,7 pkt miesiąc wcześniej i okazał się niższy od oczekiwań rynkowych. Pomimo negatywnej niespodzianki sektor ten cały czas znajduje się jednak w okresie solidnego ożywienia, co kontrastuje z sytuacją w strefie euro. Perspektywy usług w USA pozostają korzystne ze względu na postępujący sprawnie program szczepień przeciw COVID-19, stopniowe znoszenie restrykcji (jak np. w Teksasie) oraz spodziewane transfery społecznych w ramach programu fiskalnego o wartości 1,9 bln USD. Natomiast indeks ISM dla amerykańskiego przemysłu wzrósł w lutym do 60,8 pkt z 57,8 pkt przed miesiącem. Ostatni raz lepszy odczyt został opublikowany blisko 17 lat temu. Struktura danych wskazuje na poprawę wielkości zamówień, bieżącej produkcji oraz zatrudnienia. Zwiększyły się także opóźnienia czasu dostaw, co nie dziwi zważywszy na globalne trudności związane z drożnością łańcuchów dostaw. Dane potwierdzają obudowującą się aktywność w USA w 1Q br. wraz ze stabilizacją sytuacji epidemicznej oraz realizacją programu szczepień. Według szacunków Atlanta Fed amerykański PKB wzrośnie w 1Q 2021 o ponad 8,0% kw/kw SAAR, co stanowi znaczące przyspieszenie względem 4Q 2020, gdy odnotowano wzrost o 4,1% kw/kw.

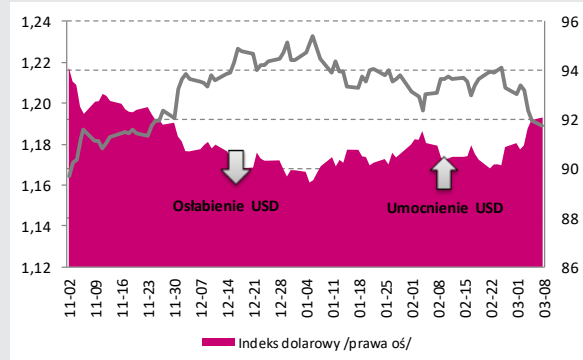
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



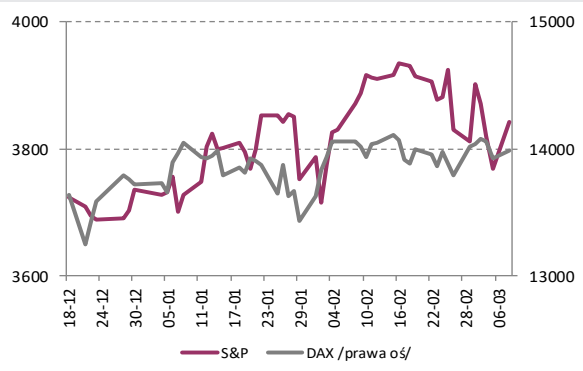
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

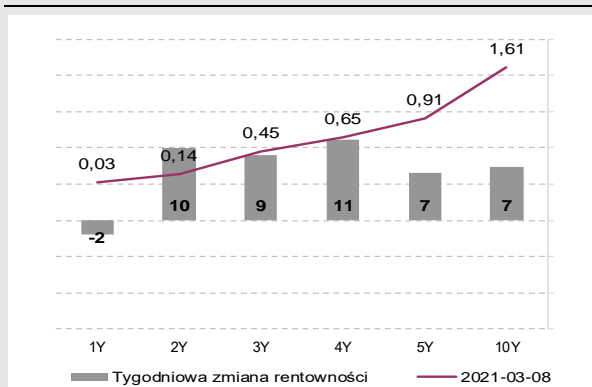
Rynek walutowy

Pierwszy tydzień marca okazał się pasmem pięciu dni przeceny złotego do euro. W rezultacie notowania kursu EUR/PLN dotarły do poziomu 4,60 - choć jeszcze w miniony poniedziałek wynosiły 9 groszy niżej - osiągając najwyższe zamknięcie od listopada ubiegłego roku. Źródłem przeceny polskiej waluty był bieżący sentyment inwestycyjny na świecie - wyższa rentowności obligacji i spadek eurodolara. Z tego samego powodu przecena dotknęła podczas ostatniej sesji także czeską koronę, czy węgierskiego forinta. Co więcej, wycenie złotego nie pomagały sygnały płynące z Narodowego Banku Polskiego. W piątek podczas konferencji prasowej prezes NBP powtórzył gotowość interwencji walutowych oraz ocenił szanse na podwyżki stóp procentowych w tej kadencji Rady Polityki Pieniężnej jako niemal zerowe. Stało to w kontrze do rynkowych oczekiwań, które zakładają pierwszą podwyżkę stóp procentowych za rok, czyli w ramach kadencji większości obecnych członków RPP.

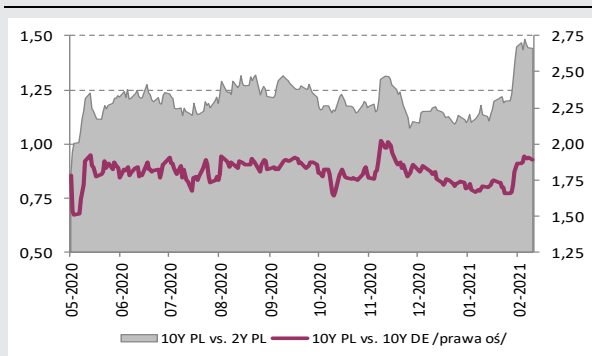
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	<p>Nie sprawdzili się nasze ubiegłotygodniowe oczekiwania zakładające próbę rozegrania nieznacznie mocniejszego złotego do euro. Bieżące trendy okazały się na tyle silne, iż zdecydowały o przecenie polskiej waluty. Ruch był na tyle silny, iż na gruncie technicznym dość skutecznie ograniczył potencjał do wzrostu pary EUR/PLN. Przestrzeń do dalszej wyżki, choć ograniczony, to nadal istnieje. Nasze oczekiwania zakładają ruch do poziomu 4,60 a po jego prawdopodobnym przekroczeniu wyżkę w kierunku bariery 4,64 tj. ubiegłorocznego maksimum. Tym bardziej, iż kontynuacja bieżących trendów ma wsparcie w dotychczasowym sentymencie. Na niekorzyść polskiej waluty oddziałuje bowiem spadek eurodolara (motywowany dobrymi danymi z USA) i wyższa rentowności obligacji światowych (najnowszym wsparciem jest gwałtowny wzrost notowań ropy po ataku militarnym na cele związane z infrastrukturą wydobywczą-przesyłową w Arabii Saudyjskiej). Marzec będzie ponadto „trudnym” miesiącem dla złotego z uwagi na negatywne czynniki lokalne tj. powtórzone deklaracje stabilizacji stóp procentowych na rekordowo niskim poziomie i gotowości użycia interwencji walutowych przez NBP oraz napięcie towarzyszące uchwalę Sądu Najwyższego w sprawie walutowych kredytów hipotecznych.</p>
USD/PLN	<p>Zakładana przez nas kontynuacja bieżących trendów opiera się na dalszej ograniczonej przecenie złotego oraz niższe kursu EUR/USD. Taka mieszanka oznacza zaś dalszy ruch wzrostowy w notowaniach USD/PLN. Ruch w kierunku bariery 3,90 a - w skrajnym scenariuszu - nawet 3,95 jest prawdopodobny.</p>
EUR/USD	<p>Dolar nadal ma argumenty, które decydują o jego sile względem euro. O spadku pary EUR/USD decydują kolejne optymistyczne dane z amerykańskiej gospodarki, finał prac nad pakietem fiskalnym w Stanach Zjednoczonych, wyższa rentowności Treasuries, a najnowszym czynnikiem jest także wzrost napięcia na Bliskim Wschodzie po ataku Jemenu na cele w Arabii Saudyjskiej. O ile ten tydzień nie zawiera publikacji istotnych danych a ryzykiem dla niżki eurodolara pozostaje wynik posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, to wskazania techniczne - po wybicie dołem z kanału wzrostowego - powinny wspierać ruch spadkowy EUR/USD w kierunku 1,1829 (200-dniowa średnia ruchoma) a nawet 1,17 (istotne poziomy oporu z trzeciego i czwartego kwartału ubiegłego roku).</p>

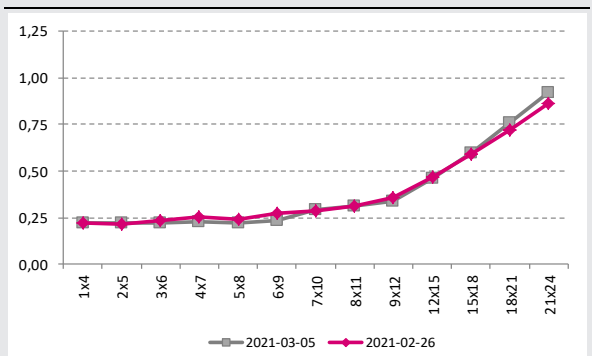
Rentowność obligacji krajowych [%]



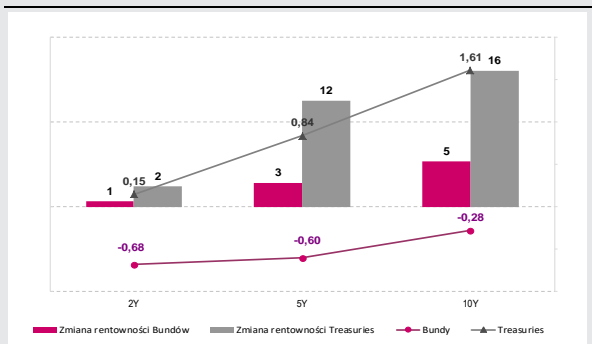
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Miniony tydzień był kolejnym, który zakończył się zwyżką dochodowości (wyjątkiem pozostawał dług o rocznym terminie zapadalności). Spadek cen krajowego długu byłby jeszcze bardziej okazały, gdyby nie łagodne wypowiedzi prezesa Narodowego Banku Polskiego podczas piątkowej konferencji. Komentarze, iż prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w Polsce w tej kadencji Rady Polityki Pieniężnej jest niemal zerowe stało w kontrze do rynkowych oczekiwań zakładających ich wzrost i ograniczyły przecenę obligacji skarbowych. Podobnie jak wypowiedzi A.Głapińskiego, iż prowadzony w NBP program skupu długu może nigdy nie zostać zakończony. Źródłem wzrostu rentowności krajowego długu były również zmiany na rynkach globalnych, gdzie ponownie doszło do solidnego wzrostu rentowności amerykańskiego, ale i niemieckiego długu.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	<p>Odbudowa spreadu do rynków bazowych, czy łagodne komentarze prezesa Narodowego Banku Polskiego nie muszą oznaczać kresu zwyżki rentowności obligacji skarbowych w Polsce. Uważamy jednak, że na chwilę obecną trudno będzie o powtórkę solidnych zwyżek dochodowości obserwowanych w poprzednich dniach. Naszym scenariuszem bazowych na ten tydzień pozostaje zatem stabilizacja dochodowości długoterminowego długu w okolicy poziomu 1,62% tj. niemal rocznego maksimum, czy spreadu do Bunda w okolicy 190 bps. Od strony istotnych wydarzeń bieżący tydzień nie powinien być interesujący. Kalendarium publikacji danych makro jest ubogie. Przetarg sprzedaży zorganizuje zaś tylko Bank Gospodarstwa Krajowego. Liczymy natomiast na nieznaczne wystromienie krzywej dochodowości, o którym zdecydował zachowanie 2-latk. Tu bowiem dostrzegamy potencjał do niewielkiej niżki rentowności, co wynikać - w naszej ocenie będzie - przede wszystkim ze wspomnianych wcześniej gołębih wypowiedzi A.Głapińskiego na temat polityki pieniężnej (niemal zerowego prawdopodobieństwa wzrostu stóp procentowych w perspektywie roku, czy kontynuacji programu skupu aktywów przez bank centralny).</p>
10Y DE (%)	<p>Wzrost rentowności Bunda - mimo wolniejszego tempa - jest kontynuowany. Decydujący jest - poza stopniowym wzrostem stawek FRA, czyli oczekiwań na normalizację polityki pieniężnej w strefie euro - pozytywny sentyment inwestycyjny, który zmniejsza zainteresowanie tzw. bezpiecznymi aktywami. Nie widzimy natomiast na horyzoncie impulsu na tyle silnego, by mógł on wyprowadzić rentowność Bunda powyżej poziomu -0,28%, którego przekroczenie udało się w tym roku tylko raz i było chwilowe.</p>
10Y US (%)	<p>Notowania Treasuries zdyskontowały już wiele potencjalnych czynników (odbicie gospodarki na skutek postępującego programu szczepień, czy kolejny pakiet fiskalny w USA) jednak pozostają we wzrostowym trendzie dochodowości, gdyż sentyment inwestycyjny - zbudowany na oczekiwaniach poprawy koniunktury - pozostaje dobry i sprzyja przecenie długu na rynkach bazowych. Trudno temu się dziwić w sytuacji, gdy kolejne odczyty danych z USA zaskakiwały mocno <i>in plus</i>. Nie bez znaczenia dla trendu wzrostu dochodowości ma także finał prac nad pakietem fiskalnym, który w oczywisty sposób zwiększy konieczność emisji nowego długu a tym samym go przeceni.</p>

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 08 marca					
08:00	Produkcja przemysłowa sa m/m	Niemcy	Styczeń	0.0%	0.8%
09:00	Raport o inflacji NBP	Polska			
10:00	Indeks Sentix	EZ	Marzec	-0.2	1.5
Wtorek 09 marca					
11:00	PKB r/r	EZ	Q4	-4.3%	-5.0%
Środa 10 marca					
13:00	Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA	05 marca	0.5%	
14:30	Inflacja CPI r/r	USA	Luty	1.4%	1.6%
Czwartek 11 marca					
13:45	Decyzja w sprawie stóp procentowych	EZ	Marzec	0.0%	0.0%
14:30	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	05 marca	745k	
Piątek 12 marca					
08:00	Inflacja CPI r/r	Niemcy	Luty	1.0%	1.3%
11:00	Produkcja przemysłowa wda r/r	EZ	Styczeń	-0.8%	
14:30	Inflacja PPI r/r	USA	Luty	1.7%	
16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Marzec	76.8	78.8
Poniedziałek 15 marca					
03:00	Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Luty	7.3%	
03:00	Sprzedaż detaliczne r/r	Chiny	Luty	4.6%	
10:00	Inflacja CPI r/r	Polska	Luty	2.7%	2.5%

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	-2,7	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	2,7	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	0,26	0,30
Obligacja 2-letnia (%)	1,50	0,05	0,10	1,50	1,55	0,15	0,09	0,05	0,09	0,10	0,13	0,15
Obligacja 10-letnia (%)	2,07	1,23	1,50	2,07	2,10	1,35	1,35	1,23	1,55	1,50	1,60	1,75
EUR/PLN	4,26	4,61	4,35	4,26	4,55	4,47	4,52	4,61	4,49	4,44	4,40	4,35
USD/PLN	3,80	3,76	3,50	3,80	4,15	3,98	3,85	3,76	3,77	3,70	3,60	3,50
GBP/PLN	5,00	5,13	5,00	5,00	5,11	4,89	4,94	5,13	5,20	5,20	5,10	5,00
EUR/USD	1,12	1,23	1,25	1,12	1,10	1,12	1,17	1,23	1,19	1,20	1,22	1,24
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.