

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

15 marca 2021

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Tydzień rozpoczęliśmy optymistycznymi danymi z chińskiej gospodarki, które jednak nie wpłynęły istotnie na sentyment inwestycyjny. W najbliższych dniach decydować będzie o nim retoryka największych banków centralnych świata. Za najważniejsze wydarzenie omawianego okresu uznajemy posiedzenie Fed. Zadaniem amerykańskich bankierów centralnych będzie próba przekonania inwestorów, iż stopy procentowe w USA szybko nie wzrosną, a pomocny w tym może być najnowszy wykres kropkowy pokazujący oczekiwany poziom kosztu pieniądza w długim okresie. Inwestorzy obserwować będą ponadto wynik posiedzeń Banku Anglii i Banku Japonii oraz dane dotyczące skupu obligacji przez Europejski Bank Centralny. Najbliższe dni to także publikacje krajowych danych makroekonomicznych. Uważamy jednak, iż wpływ sentymentu globalnego na wycenę polskich aktywów będzie dominujący. Scenariuszem bazowym dla kursu EUR/PLN pozostaje jego fluktuacja wokół poziomu 4,58. Rentowność 10-latkę powinna natomiast koncentrować się na poziomie 1,55%.

Najważniejsze dane tego tygodnia

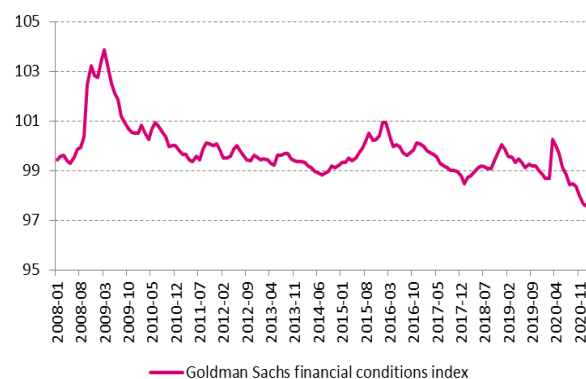
Perspektywy polityki pieniężnej w USA w centrum uwagi w tym tygodniu

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie Federalnego Komitetu do spraw Operacji Otwartego Rynku (FOMC), który podejmie decyzję dotyczące polityki pieniężnej w USA. Nie spodziewamy się, aby bankierzy centralni w USA dokonali modyfikacji dotychczasowego nastawienia. Stopy procentowe, a także skala programu odkupu aktywów na rynkach finansowych najpewniej nie ulegną zmianie. W centrum uwagi pozostanie ocena komunikatu i nowa projekcja makroekonomiczna, której wymowa powinna być bardziej optymistyczna niż przedstawiona w grudniu. Za najważniejszą informację uznajemy jednak wykres dotplot, który przedstawia oczekiwania bankierów centralnych co do poziomu stóp procentowych w przyszłości. W grudniu mediana oczekiwań członków FOMC wskazywała na stabilizację stóp procentowych na poziomie 0,00%-0,25% do końca 2023 r., co najpewniej nie ulegnie zmianie biorąc pod uwagę zacieśnienie warunków finansowych po wzroście w ostatnim okresie rentowności Treasuries na całej krzywej dochodowości.

Krajowe dane za luty bez wpływu na oczekiwania dotyczące krajowej gospodarki

W tym tygodniu poznamy szereg danych z krajowej gospodarki w lutym. W środę poznamy dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw. Spodziewamy się, że zatrudnienie obniżyło się o 1,9% r/r po spadku o 2,0% r/r w styczniu oraz wzroście płać o 4,9% r/r po wzroście o 4,8% r/r w styczniu, co powinno potwierdzić stabilny rynek pracy w Polsce pomimo restrykcji. W czwartek poznamy dane o produkcji przemysłowej, której wzrost według naszych obliczeń wyniósł 3,8% r/r po wzroście o 0,9% r/r w styczniu, a do przyspieszenia przyczyni się głównie dodatni efekt kalendarzowy. Ze względu na zniesienie w lutym części restrykcji dla działalności galerii handlowych spodziewamy się poprawy dynamiki sprzedaży detalicznej do -3,5% r/r z -6,0% r/r w styczniu. Chłodny luty nie sprzyjał natomiast silniejszemu odbiciu produkcji budowlanej, która według naszych szacunków spadła o 8,1% r/r po spadku o 10% r/r przed miesiącem. Dane te potwierdzają, że w ujęciu r/r dynamika PKB w 1Q pozostanie znacząco ujemna, choć mniej niż w 4Q 2020, gdy wyniosła -2,8% r/r.

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Posiedzenie Fed będzie istotnym wydarzeniem z uwagi na sposób, w jaki bankierzy centralni USA zdecydować się zareagować na trwające w ostatnim czasie zwężki dochodowości amerykańskiego długu. Wobec niewielkiego wzrostu indeksu warunków finansowych w USA w tym roku Fed będzie chciał „przekonać” inwestorów, iż oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w 2-letniej perspektywie są zbyt agresywne.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5847	-0,1%
USD/PLN	3,8422	-0,6%
CHF/PLN	4,1380	0,0%
EUR/USD	1,1932	0,5%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,08	-8
5Y	0,88	-2
10Y	1,54	-10

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,46	-7
5Y	1,18	-8
10Y	1,73	-13

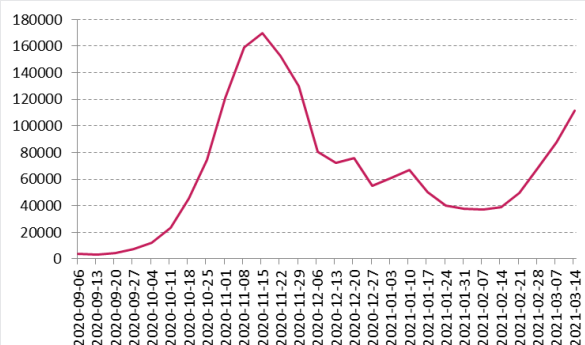
Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,32	-1
US 10Y	1,61	0

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	59443,1	3,1
S&P 500	3943,3	2,6
Nikkei 225	29767,0	3,6

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

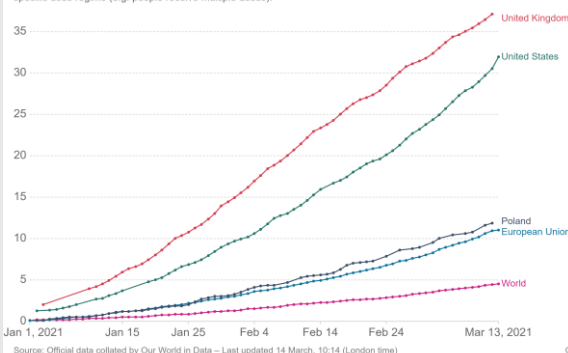
Liczba potwierdzonych przypadków COVID-19 w Polsce w poszczególnych tygodniach



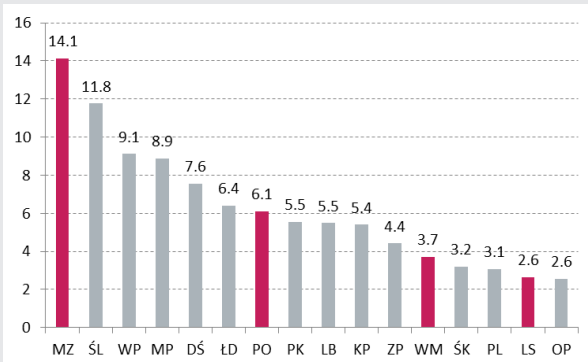
Liczba szczepień w przeliczeniu na 100 mieszkańców

Cumulative COVID-19 vaccination doses administered per 100 people
This is counted as a single dose, and may not equal the total number of people vaccinated, depending on the specific dose regime (e.g. people receive multiple doses).

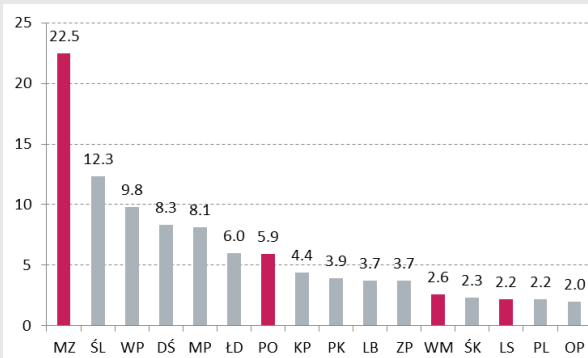
Our World in Data



Ludność województw w 2019 r. [% całości]



Produkt regionalny brutto w 2019 r. [% całości PKB]



Makro - kraj

Pandemia w Polsce najsilniejsza od listopada. Kolejne województwa z ostrzejszymi restrykcjami

W piątek potwierdzono 21063 przypadki infekcji koronawirusem, co jest najwyższą wartością od listopada ub. roku. Dane o zarażeniach wskazują na stopniowe nasilenie się kolejnej fali pandemii. W związku z tym do województwa warmińsko-mazurskiego z bardziej ostrymi restrykcjami dołączyły od soboty województwo pomorskie, a od poniedziałku województwa mazowieckie i lubuskie. Oznacza to, że do co najmniej 28 marca w tych regionach będą obowiązywać obostrzenia takie jak w styczniu w całej Polsce: m.in. zamknięcie hoteli, kin, teatrów, obiektów sportowych oraz części handlu w galeriach handlowych. Na obszarach tych zamieszkuje ok. 26,5% całości populacji i tworzone jest ok. 1/3 całości PKB. Z tego względu rozszerzający się lockdown zapewne będzie już widoczne w danych makroekonomicznych. O ile cały czas oczekujemy, że PKB w 1Q 2021 r. nieznacznie wzrośnie względem 4Q 2020 r. to negatywne informacje stanowią ryzyko w dół dla tej prognozy. Jednocześnie nasilenie pandemii sygnalizuje, że znaczna część obostrzeń, zwłaszcza dla usług przedłuży się o na 2Q br. Pomimo nieco gorszych perspektyw dla I połowy 2021 r. sądzimy, że nasza prognoza wzrostu PKB w całym 2021 r. wynosząca 4,4% jest aktualna, gdyż wpływ nasilenia pandemii ograniczają lepsze perspektywy globalnej aktywności gospodarczej w II połowie roku oraz przyspieszenie w ostatnich dniach programu szczepień.

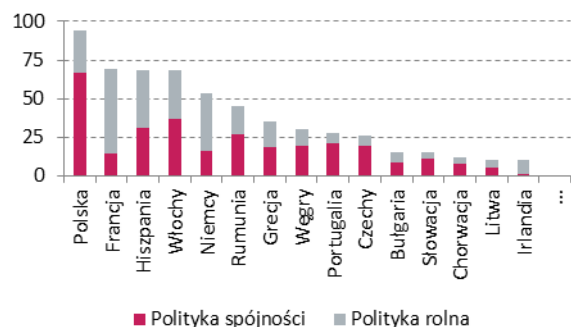
W dłuższej perspektywie znaczącym wsparciem gospodarki będzie Krajowy Plan Odbudowy i Zwiększania Odporności

W latach 2022-2023 wzrost gospodarczy w Polsce najpewniej jeszcze przyspieszy wspierany przez realizację programu gospodarczego zapisanego w dokumencie pt. Krajowy Plan Odbudowy i Zwiększania Odporności, który stanowi podstawę do uzyskania środków z europejskiego Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększenia Odporności (Recovery and Resilience Facility - RFF), który jest częścią inicjatywy Unii Europejskiej Next Generation EU, (jej łączny budżet sięga 750 mld EUR). Polsce przypadać ma z RFF ok 24 mld EUR (ok 4,5% PKB), a plan ich wykorzystania został podzielony na 5 komponentów:

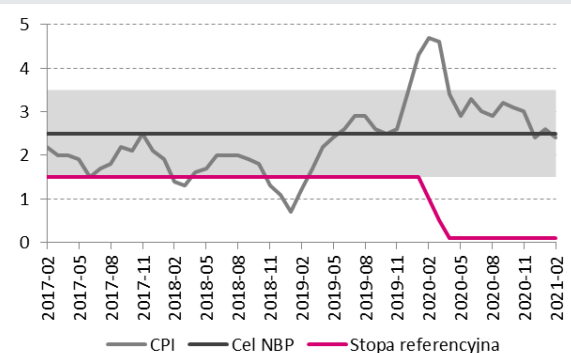
1. **Odporność i konkurencyjność gospodarki (4,13 mld EUR)** - komponent ma na celu m.in. wsparcie inwestycji przedsiębiorstw i zmian strukturalnych dla rozwoju gospodarki, wzmocnienie współpracy firmy - nauka oraz działania na rzecz unowocześnienia rynku pracy;
2. **Zielona Energia i zmniejszenie energochłonności (6,35 mld EUR)** - działania na rzecz czystego powietrza, poprawa technologii alternatywnych źródeł energii, zrównoważone wykorzystanie środowiska naturalnego;
3. **Transformacja cyfrowa (3,0 mld EUR)** - zapewnienie powszechnego szybkiego dostępu do internetu i cyberbezpieczeństwa systemów informatycznych, zwiększenie popytu w gospodarce na rozwiązania cyfrowe;
4. **Dostępność i jakość systemu ochrony zdrowia (4,26 mld EUR)** - zwiększenie dostępności i jakości świadczeń zdrowotnych oraz leków; zwiększenie liczby personelu medycznego; wsparcie nauk medycznych i nauk o zdrowiu;
5. **Zielona, inteligenta mobilność (6,0 mld EUR)** - wzrost wykorzystania transportu przyjaznego dla środowiska; poprawa konkurencyjności sektora kolejowego, zwiększenie bezpieczeństwa w transporcie.

Polska jest jednym z największych beneficjentów środków w ramach Next Generation EU. Środki zostaną pozyskane w formie bezpośrednich grantów, a także preferencyjnych pożyczek. W przypadku sprawnej realizacji plan ten będzie stanowił silne wsparcie gospodarki w latach 2022-2024, tym bardziej, że będzie on się zbiegał z pierwszymi latami nowej perspektywy budżetu UE na lata 2021-2027, gdy dla Polski w ramach polityki spójności i wspólnej polityki rolnej przypadać ma ok 94 mld EUR. Największą część KPO stanowią środki szeroko związane z poprawą stanu środowiska i klimatu, ale nawet

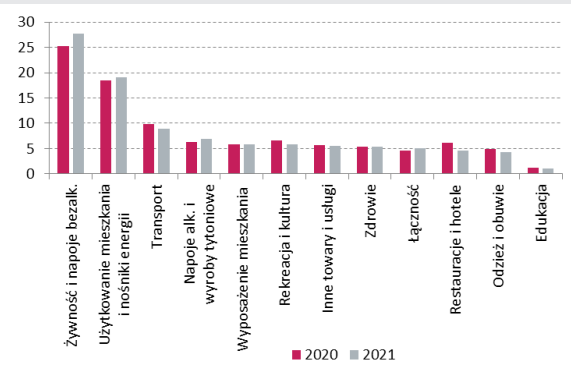
Środki z nowego budżetu UE na politykę rolną oraz spójności



Inflacja CPI [% r/r]



Zmiana wag w indeksie cen konsumenta [%]



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

wraz z środkami z budżetu UE będzie to stanowiło kroplę w morzu potrzeb transformacji polskiego sektora energetycznego. Na tym tle środki dla służby zdrowia wyglądają dość skromnie, zwłaszcza że sektor ten będzie odczuwał naszym zdaniem skutki pandemii przez długi czas. Cieszą się środki na rzecz nowoczesnej gospodarki, aczkolwiek planowana kwota wsparcia dla sektora usług w celu dywersyfikacji działalności wynosząca po pandemii wynosząca 300 mln EUR nie robi wrażenia. Dokument ten został przedstawiony Komisji Europejskiej, a więc może ulec jeszcze modyfikacjom. Nie spodziewamy się jednak przesunięcia akcentów pomiędzy komponentami. Pytaniem pozostaje także umiejscowienie Planu w szerszym kontekście zapowiadanych przez rząd reform społeczno-gospodarczych zwanych Nowym Ładem. W tym kontekście wsparcie inwestycji firm i unowocześnienie gospodarki powinno być sprzęgnięte z polityką w zakresie opodatkowania oraz kosztów pracy. Niemniej KPO dotyczy najważniejszych kwestii, z którymi będzie borykać się polska gospodarka po zwiększaniu odporności zbiorowej na COVID-19 i będzie odczuwalnym wsparciem gospodarki, choć na tle tarcz antykrzysowych i tarcz finansowych kwota wsparcia nie wydaje się imponująca.

Inflacja CPI nieznacznie wyhamowała w lutym

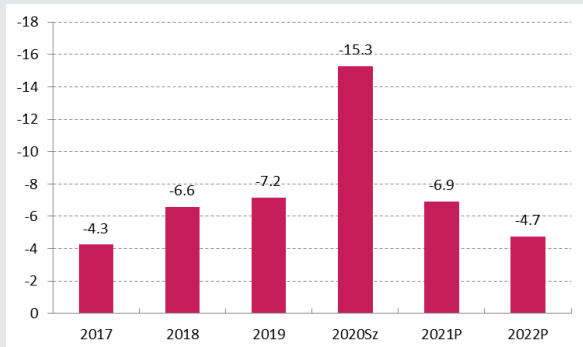
Inflacja wyhamowała w lutym do 2,4% r/r i była nieco niższa niż nasze szacunki. Jednocześnie nieco w dół, do 2,6% r/r, zrewidowane zostały dane za luty (wstępnie szacowano na 2,7% r/r). Wyhamowaniu inflacji w lutym sprzyjała rewizja koszyka inflacyjnego, w którym spadła waga pozycji, które w ubiegłym roku najsilniej drożały, czyli usług. Nieco niższy o naszych oczekiwaniach był wzrost cen paliw na stacjach benzynowych. Zaskoczył też spadek cen nośników energii (-0,2% m/m), podczas gdy oczekiwaliśmy ich wzrostu. Wciąż głównym wyznacznikiem procesów cenowych pozostają czynniki podaży i regulacyjne, w szczególności ceny paliw i wywozu śmieci. Wyłączając ceny żywności i energii inflacja bazowa wyniosła według naszych szacunków 3,7-3,8% r/r w lutym co jest wynikiem bliskim naszym szacunkom. Na podwyższonym poziomie utrzymuje się inflacja cen usług, choć w lutym dynamika cen usług wyhamowała do 7,0% r/r z 7,4% r/r w styczniu. Inflacja cen towarów utrzymała się na stabilnym poziomie i wyniosła 1,1% r/r. Odczyt inflacji za luty zaskoczył pozytywnie, choć perspektywy inflacji nie ulegają zasadniczym zmianom. Inflacja utrzymać się będzie na podwyższonym poziomie, a w maju, ze względu na efekt niskiej bazy statystycznej prawdopodobnie przekroczy górne ograniczenie odchylen inflacji od celu NBP tj. 3,5% r/r. W kierunku wyższej inflacji działać będą rosnące ceny paliw oraz nośników energii. Ograniczać wzrost rocznika inflacji będzie natomiast efekt wysokiej bazy w przypadku cen usług, co w połączeniu z wciąż ujemną luką popytową sprzyjać będzie obniżce inflacji bazowej. Dane o inflacji CPI nie zmieniają naszych oczekiwań co do perspektyw polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Naszym podstawowym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp procentowych. Inflacja nawet jeśli wzrośnie powinna utrzymywać się w granicach celu banku centralnego, choć bliżej górnej granicy odchylen. Ewentualne przekroczenia celu będą wiązały się z bardziej negatywnymi szokami popytowymi, na które polityka monetarna nie oddziałuje, dlatego też nie powinno rodzić szybkich reakcji władz monetarnych.

Pandemia istotnie wpłynęła na zmianę koszyka inflacji

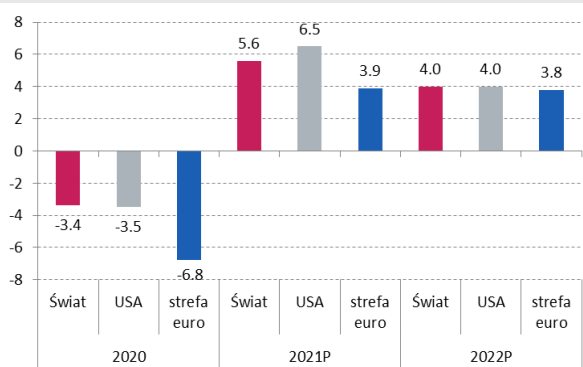
Ciekawych informacji dostarczyły opublikowane przez GUS dane o strukturze koszyka inflacyjnego. W minionym roku, ze względu na pandemię, a przede wszystkim lockdown, ograniczenia w działalności handlowej i zmianę nawyków konsumpcyjnych spadł udział usług w wydatkach konsumpcyjnych, a najsilniej obniżył się udział wydatków na restauracje i hotele, transport, rekreację i kulturę oraz odzież i obuwie. Wzrósł natomiast udział wydatków na żywność, ponieważ mają one charakter względnie sztywny i przy obniżających się wydatkach ogółem ich udział w konsumpcji rośnie. Zmiana koszyka inflacyjnego, a w szczególności spadek udziału usług, może spowodować, że ewentualny wzrost cen usług, możliwy w momencie zniesienia restrykcji epidemicznych, będzie miał mniejszy wpływ na wskaźnik inflacji.

Makro - zagranica

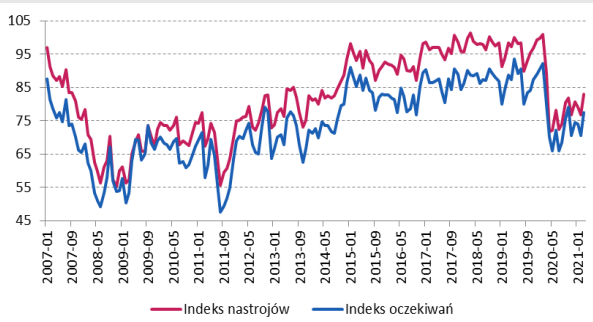
Deficyt sektora finansów publicznych w USA wg KE [% PKB]



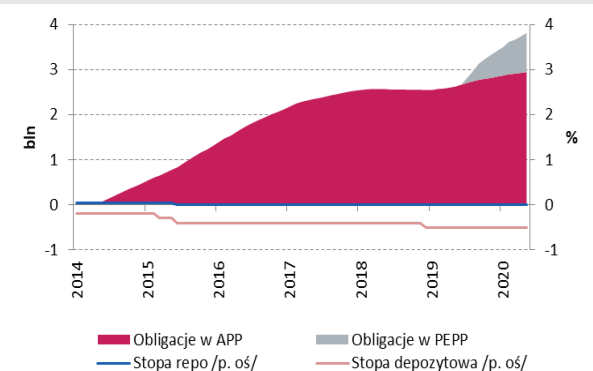
Prognoza wzrostu PKB wg OECD [%]



Nastroje konsumenckie w USA [pkt]



Skup aktywów przez EBC



Pakiet fiskalny w USA podpisany przez prezydenta J.Bidena...

Prezydent USA J.Biden podpisał pakiet fiskalny o wartości 1,9 bln USD mający wesprzeć amerykańską gospodarkę w czasie pandemii. 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. W kontekście politycznym jest to sukces nowego prezydenta, który zapowiadał środki na walkę z pandemią i brak znaczącego narastania inflacji. Wstępna propozycja prezydenta J.Bidena zawierała następujący podział środków:

Działania	Kwota (mld USD)
Bezpośrednie transfery społeczne dla dorosłych Amerykanów	422
Dopłaty do świadczeń dla osób bezrobotnych	246
Wsparcie dla władz stanowych i lokalnych	350
Przeciwdziałanie pandemii, szczepienia, testy	160
Otwarcie edukacji podstawowej i średniej	130
Wsparcie małych firm poprzez Paycheck Protection Program	7,25

W szczególności największy wpływ na gospodarkę będą miały jednorazowe świadczenia dla dorosłych Amerykanów, z których większość otrzyma świadczenie w wysokości 1400 USD, a więc więcej niż 1000USD w CARES ACT. Ponadto przedłużono do początku września zwiększenie o 300 USD tygodniowo świadczenia dla osób bezrobotnych. Całość programu jest niezwykle rozbudowana i oprócz czynników gospodarczych ma stanowić wsparcie ochrony zdrowia.

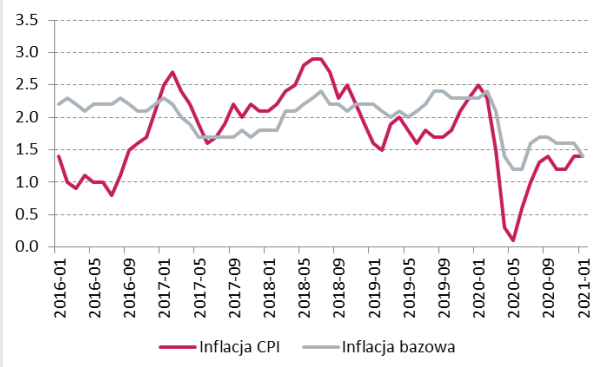
... i będzie silnym wsparciem nie tylko amerykańskiej gospodarki...

Szacunki OECD wskazują, że pełna realizacja pakietu mogłaby podwyższyć średnio amerykański PKB w okresie 2021Q2-2021Q1 o 3-4%. Pozytywne oddziaływanie pakietu przelatyby się także na inne gospodarki, a najbardziej na te sąsiadujące z USA: na Kanadę i Meksyk. Według tych szacunków wzrost gospodarczy w strefie euro może być z kolei wyższy o ok. 0,25-0,50 pkt proc., co będzie też pośrednio oddziaływało na Polskę, choć w mniejszym stopniu. Wpływ bezpośredni najpewniej też będzie ograniczony, gdyż sprzedaż do USA stanowi tylko 2,8% całości krajowego eksportu towarów.

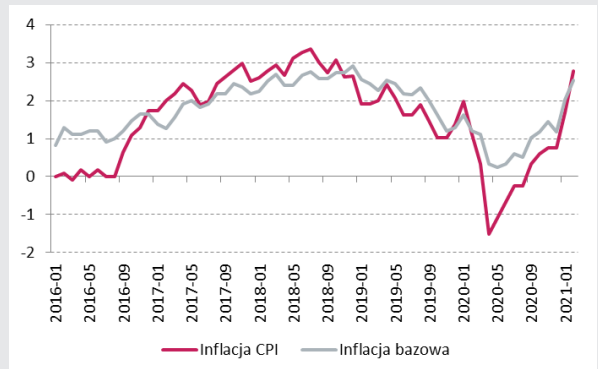
...a jej lepsze perspektywy sprzyjają wyższej prognozie światowego wzrostu

Według zaktualizowanych prognoz Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) gospodarka światowa po pandemicznym spadku o 3,4% w 2020 r. ma wzrosnąć o 5,6% w 2021 r. i o 4,0% w 2022 r. co oznacza rewizję w górę względem grudnia 2020 r. Wyższe prognozy wynikają według raportu z postępującej realizacji szczepień, wzrostu względem początku pandemii odporności gospodarki na wpływ obostrzeń oraz stymulację fiskalną w niektórych krajach, zwłaszcza w USA, gdzie uchwalono program wsparcia o wysokości 1,9 bln USD, tj. ok 9% amerykańskiego PKB. W konsekwencji podniesiono prognozę PKB dla USA na 2021 r. do 6,5% z 3,2% oczekiwanego w grudniu oraz dla 2022 r. do 4,0% z 3,5%. Prognozę dla strefy euro także zrewidowano w górę, aczkolwiek w dużo mniejszej skali, co odzwierciedla różne pespektywy dla tych dwóch gospodarek. Oczekiwania dla unii walutowej wynoszą 3,9% w 2021 r. oraz 3,8% w 2022 r. OECD nie dokonała znaczących rewizji prognoz dla Chin, gdzie wzrost w 2021 ma sięgnąć blisko 8,0% r/r. Naszym zdaniem zaktualizowany scenariusz makroekonomiczny OECD dość dobrze odzwierciedla zmiany jakie dokonały się w ciągu 1Q 2021 r., tj. bardziej optymistyczne oczekiwania, m.in. dzięki programowi

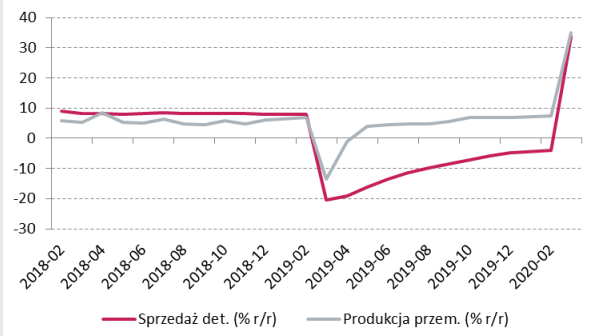
Inflacja CPI w USA [% r/r]



Inflacja PPI w USA [% r/r]



Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w Chinach [% r/r]



Źródło: Macrobond

szczepień. W marcowej rundzie projekcyjnej nie podano zrewidowanych prognoz dla Polski. Według raportu z grudnia PKB w Polsce miał wzrosnąć o 2,9% w 2021 r. i 3,8% w 2022 r., a prognozy te należy uznać za coraz mniej aktualne.

EBC „znacząco” zwiększy zakupy aktywów w ramach PEPP, aczkolwiek wielkość programu pozostaje bez zmian

Podczas marcowego posiedzenia Europejski Bank Centralny utrzymał stopy procentowe oraz planowaną wielkość programu zakupu obligacji na rynkach finansowych. W szczególności stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących wynosi nadal 0,00%, a deklarowana wielkość programu zakupu aktywów w czasie pandemii (PEPP) wynosi 1,85 bln EUR. Jedyną znaczącą modyfikacją w komunikacie jest zapowiedź „znacznego” zwiększenia zakupów w ramach PEPP, względem skali z 1Q br. Decyzja ta jest reakcją Rady Prezesów na wzrost rentowności obligacji skarbowych będących efektem wzrostu inflacji w 2021 r. i ma za zadanie utrzymywać warunki finansowania na niskim poziomie. Naszym zdaniem celem tych zapisów jest wskazanie, że EBC jest elastyczny w działaniu na rynkach, aczkolwiek pokazuje jednocześnie brak chęci silnej ingerencji na rynku. Naszym zdaniem także w kolejnych miesiącach nie dojdzie do korekt w polityce pieniężnej w strefie euro, tym bardziej, że średniookresowe perspektywy gospodarcze odzwierciedlone w nowej projekcji EBC nie uległy istotnym zmianom. Co więcej podczas konferencji po posiedzeniu prezes banku Ch.Lagarde powiedziała, że bilans czynników ryzyka dla średniego okresu stał się bardziej pozytywny niż wydawało się w grudniu 2020 r.

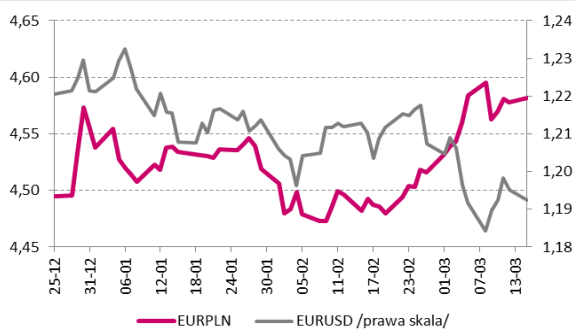
Wyższe ceny ropy podnoszą inflację CPI na świecie w tym w USA

Inflacja w USA wzrosła w lutym do 1,7% r/r z 1,4% r/r w styczniu, tj. do najwyższego poziomu od początku pandemii. Odczyt okazał się zgodny z oczekiwaniami. Nasilenie inflacji wynika z rosnących cen energii powiązanych ze wzrostem cen m.in. ropy naftowej na rynkach. Wskaźnik bazowy, tj. CPI po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się natomiast do 1,3% r/r z 1,4% r/r, przy oczekiwaniach stabilizacji indeksu. Jest to najniższy odczyt indeksu bazowego od 8 miesięcy, co wyraźnie wskazuje podażowy charakter rosnącej inflacji w USA. W kolejnych miesiącach trend ten będzie kontynuowany głównie z powodu wyższych cen ropy naftowej oraz efektu niskiej bazy odniesienia. Pomimo tego bankierzy centralni w USA będą kontynuowali utrzymanie łagodnej polityki pieniężnej, wskazując na przejściowy charakter wzrostu inflacji. W naszej ocenie ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy, tj. presji na podwyżki wynagrodzeń wynikającej z rosnących kosztów gospodarstw domowych jest ograniczone. Sytuacja na rynku pracy wciąż jest znacznie gorsza niż przed wybuchem pandemii i ok. połowa Amerykanów, którzy utracili zatrudnienie z powodu pandemii nie znalazła pracy. Choć należy wziąć pod uwagę, iż odmrożenie branż dotkniętych obostrzeniami, co staje się bardziej prawdopodobne wraz z postępem szczepień, może spowodować szybką odbudowę zatrudnienia w branżach wrażliwych na pandemię (gastronomia, rozrywka). Z tego względu naszym zdaniem należy spodziewać się stabilizacji kosztu pieniądza w USA w nadchodzących kwartałach oraz kontynuacji programu odkupu obligacji, tym bardziej, że znacząco zwiększy się emisja amerykańskiego długu w wyniku luzowania fiskalnego, nad którym prace są na ostatniej prostej. Obecnie rynki finansowe wyceniają pierwszą podwyżkę stóp procentowych w USA na początek 2023 r.

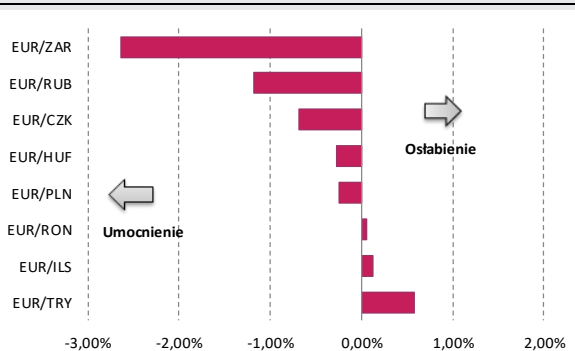
Dane chińskie zaburzone efektem bazy statystycznej

Produkcja przemysłowa w Chinach wzrosła w okresie styczeń-luty o 35,1% względem analogicznego okresu w ub. roku po przyroście o 7,3% r/r w grudniu. Dynamika sprzedaży detalicznej wyniosła natomiast 33,8% r/r po wzroście o 4,6% r/r w grudniu. Oba odczyty okazały się lepsze od oczekiwań. Do najsilniejszych wzrostów r/r w historii dostępnych danych przyczyniał się efekt bardzo niskiej bazy odniesienia z okresu styczeń-luty, gdy Chiny znajdowały się pod ścisłym lockdownem z powodu pandemii COVID-19. Została ona ograniczona, i jej negatywne efekty gospodarcze odrobione. W kraju tym jako w jednym z nielicznych odnotowano wzrost PKB w 2020 r. wynoszący 2,8%. Perspektywy na ten rok wyglądają obiecująco, ze względu na oczekiwaną kontynuację szybkiego ożywienia handlu światowego, a także poprawy sytuacji na chińskim rynku pracy.

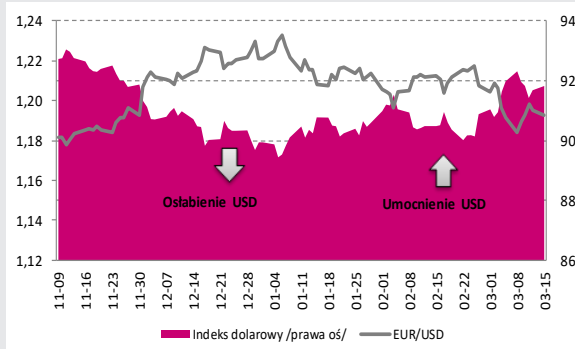
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



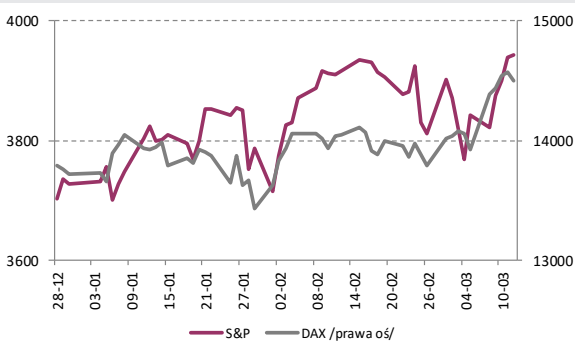
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

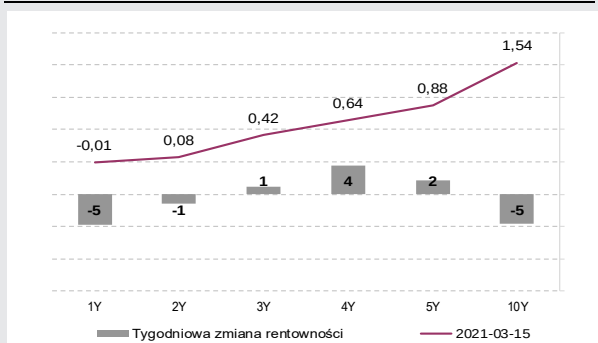
Rynek walutowy

Zaledwie jedna z ubiegłotygodniowych sesji zakończyła się umocnieniem polskiej waluty do euro. Wtedy to kurs EUR/PLN przejściowo zawrócił z tegorocznego maksimum na poziomie 4,6030 obniżając się do 4,5580. Jak wspomnieliśmy umocnienie złotego nie było trwałe, gdyż już kolejnego dnia notowania powróciły do wzrostów i finalnie w piątek raz jeszcze zbliżyły się do psychologicznej bariery 4,60. Argumenty przemawiające za osłabieniem złotego, ale i pozostałych walut regionu pozostawały te same tj. wzrost wartości dolara pod wpływem rosnących rentowności amerykańskiego długu. To ten proces decydował o zmniejszeniu zaangażowania w waluty regionu Europy Środkowo-Wschodniej na korzyść dolara. Na rynkach globalnych presja na aprecjację amerykańskiej waluty była dość szeroka, o czym świadczył wzrost notowań indeksu dolarowego do najwyższego poziomu od końca listopada ubiegłego roku.

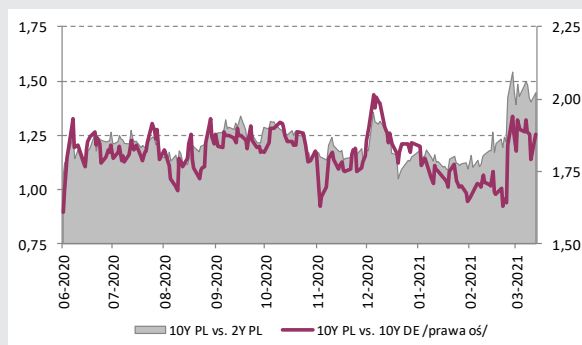
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	Liczymy na stabilizację wyceny złotego do euro w tym tygodniu na poziomie nieco poniżej 4,60. W przypadku kursu EUR/PLN kluczem do odpowiedzi o kierunek zmian notowań pozostaje globalna sytuacja dolara. Wzrost wartości amerykańskiej waluty - zgodnie z obowiązującą korelacją - negatywnie wpływa na wycenę walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Inwestorzy preferują obecnie dolara z uwagi na coraz wyższe rentowności długu USA. Ma to swoje konsekwencje dla rynku walutowego. Z tego powodu posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej uznajemy za najważniejsze wydarzenie tego tygodnia także dla polskiej waluty. Wpływ danych krajowych oceniamy natomiast jako marginalny z uwagi na fakt dominacji sentymentu globalnego oraz potencjalnie niewielkie przełożenie publikacji na perspektywę stóp procentowych w Polsce. Bazując zaś na wskazaniach technicznych kurs EUR/PLN pozostaje w kanale wznoszącym zainaugurowanym w połowie lutego.
USD/PLN	Zakładana przez nas kontynuacja bieżących trendów opiera się na stabilizacji złotego do euro oraz możliwej niewielkiej zniżce kursu EUR/USD. Taka mieszanka oznacza zaś dalszy ruch wzrostowy w notowaniach USD/PLN. Ruch w kierunku bariery 3,89 jest prawdopodobny.
EUR/USD	Dolar niezmiennie ma argumenty, które decydują o jego sile względem euro. O spadku pary EUR/USD decydują kolejne optymistyczne dane z amerykańskiej gospodarki, zatwierdzenie wyczekiwanego pakietu fiskalnego w Stanach Zjednoczonych oraz wyższa rentowności Treasuries. To ona sprawia, że pośrednio zainteresowaniem cieszy się także dolar. Tak istotny dla dolara trend wzrostu dochodowości Treasuries prawdopodobnie stanie się przedmiotem oceny podczas zaplanowanego na ten tydzień posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Wynik decyzji i narracji FOMC jest najpoważniejszym obecnie ryzykiem dla trwającego umocnienia dolara na międzynarodowym rynku walutowym. Nasz scenariusz bazowy zakłada jednak niewielką, bo około centową zniżkę do poziomu 1,1831 tj. 200-dniowej średniej ruchomej.

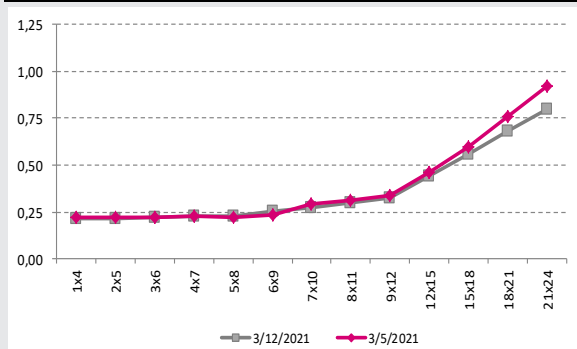
Rentowność obligacji krajowych [%]



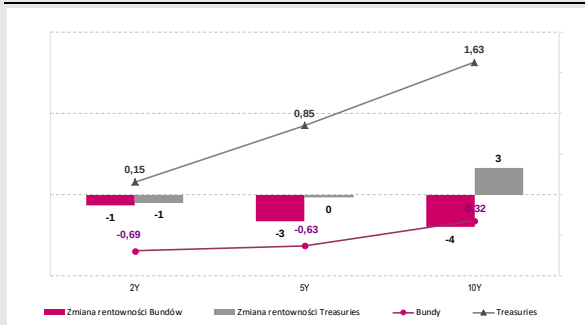
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

W minionym tygodniu doszło do silnego spadku dochodowości polskich obligacji o 10-letnim terminie zapadalności. Długi koniec krajowej krzywej zniżkował o 11 bps do 1,53%. Skala spadku byłaby zdecydowanie bardziej imponująca, gdyby nie piątkowa sesja. Wtedy to doszło do solidnej wyżki dochodowości skarbowych papierów wartościowych. Decydujący wpływ na zachowanie polskich obligacji miały zmiany rynków bazowych, gdzie rentowność Bundów, czy amerykańskich Treasuries tego dnia dynamicznie rosła. Ruch ten był natomiast o tyle zaskakujący, iż stał w kontrze do czwartkowych komunikatów Europejskiego Banku Centralnego i Narodowego Banku Polskiego o zwiększeniu aktywności banków na rynku papierów dłużnych w ramach prowadzonych w Polsce i strefie euro programów skupu. W przypadku rynków bazowych piątkowa wyżka rentowności zniwelowała całość czterech dni spadku dochodowości Bundów i 10-latk USA. Ostatecznie zatem wspomniane papiery zakończyły tydzień na poziomach zbliżonych do jego rozpoczęcia tj. odpowiednio -0,31% i 1,61%.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) ↑	Fakt, iż rentowność 10-latk USA jest obecnie tylko nieco niższa aniżeli polskiego długiego końca krzywej rodzi ryzyko wyżki dochodowości krajowego długu w najbliższych dniach. Odbudowa spreadu jest w naszej ocenie najistotniejszym obecnie argumentem za wzrostem rentowności polskich obligacji skarbowych. Trwający tydzień będzie jednak interesujący z uwagi na zaplanowany na środę przetarg odkupu obligacji przez Narodowy Bank Polski. W ubiegłym tygodniu natomiast bank opublikował komunikat, w którym odnosząc się do niedawnego wzrostu rentowności krajowych obligacji wskazał na możliwość modyfikacji sposobu prowadzenia strukturalnych operacji otwartego rynku poprzez zwiększenie elastyczności i częstotliwości przetargów. Słowem niewykluczone, iż NBP będzie bardziej agresywnie skupował obligacje - być może począwszy już od środy - do czego zachęcać może dodatkowo ubiegłotygodniowa emisja nabywanego przez bank centralny długu Banku Gospodarstwa Krajowego. Działania NBP będą korygować nieco spodziewaną przez nas wyżkę rentowności obligacji 10-letnich wynikającą z trendów globalnych.
10Y DE (%) ↑	Oczy inwestorów zwrócone będą w tym tygodniu na danych dotyczących zakupów obligacji skarbowych przez Europejski Bank Centralny. Mimo, iż ECB zapowiedział „znaczące” zwiększenie zakupów począwszy od drugiego kwartału, to odczyty będą istotne już teraz. Nadal jednak scenariusz „grany” przez rynek zakłada wyżkę dochodowości obligacji wynikającą z procesów inflacyjnych na świecie. Z tego powodu liczymy, że 10-latka niemiecka nieznacznie wzrośnie w dochodowości w tym tygodniu.
10Y US (%) ↑	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 przecenieniu długu na rynkach bazowych. Trudno temu się dziwić w sytuacji, gdy kolejne odczyty danych z USA zaskakiwały mocno <i>in plus</i> . Ryzykiem dla trendu wzrostu dochodowości obligacji będzie posiedzenie Fed. Bankierzy centralni USA będą próbować „przekonać” rynek, iż oczekiwania podwyżek stóp procentowych w perspektywie dwóch lat - w przypadku USA - są nietrafione a tym samym sprawić, by rentowność Treasuries nieco się obniżyła.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 15 marca					
03:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Luty	7.3%	30.0%	
03:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Luty	4.6%	32.0%	
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Luty	2.7%	2.5%	2.8%
Wtorek 16 marca					
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Marzec	71.2	73.2tak	
13:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Luty	5.3%	-0.3%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Styczeń	3.7%	3.6%	3.8%
14:00 Saldo rachunku obrotów bieżących	Polska	Styczeń	430m	2400m	
14:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Luty	0.9%	0.8%	
Środa 17 marca					
10:00 Zatrudnienie	Polska	Luty	-2.0%	-1.9%	-1.9%
10:00 Wynagrodzenie	Polska	Luty	4.8%	4.7%	4.9%
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Luty	0.9%	0.9%	
12:00 Wnioski o kredyt hipoteczny MBA	USA	12 marca	-1.3%		
13:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Luty	1886k	1720k	
19:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	USA	Marzec	0.0-0.25%	0.0-0.25%	0.0-0.25%
Czwartek 18 marca					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Luty	0.9%	4.5%	3.8%
13:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	UK	Marzec	0.1%	0.1%	
13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	12 marca	712k		
Piątek 19 marca					
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Luty	-10.0%	-9.5%	-8.1%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Luty	-6.0%	-2.7%	-3.5%
Poniedziałek 22 marca					
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Luty	16.8%	16.5%	
15:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Luty	6.69m		

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 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.