

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

22 marca 2021

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Rozpoczynający się tydzień będzie okresem zdominowanym przez wypowiedzi przedstawicieli Fed i EBC. Prezesi tych instytucji będą trzykrotnie występować publicznie w najbliższych pięciu dniach. Inwestorzy doszukują się będą kolejnych wskazówek dotyczących perspektyw polityki pieniężnej. W przypadku strefy euro będą one koncentrowały się na programach skupu długu. W USA zaś interesująco zapowiadają się liczne wystąpienia pozostałych członków Fed, które interpretowane będą pod kątem rosnącej liczby przedstawicieli Rezerwy Federalnej chcących stopniowo zaostrzać politykę pieniężną. Ten tydzień to także posiedzenia banku centralnego Szwajcarii. Będzie ono interesujące przede wszystkim z uwagi na retorykę SNB towarzyszącą niedawnemu osłabieniu franka. Najbliższe dni to także posiedzenia banków centralnych w regionie. O ile wynik spotkania bankierów centralnych na Węgrzech nie powinien wzbudzać emocji, to w przypadku Banku Czech inwestorzy będą szukać potwierdzenia aktualności tegorocznych wypowiedzi prezesa CNB na temat możliwości podwyżek stóp procentowych w 2021 roku. Ciekawostką dzisiejszej sesji jest spektakularna przecena tureckiej liry. Waluta Turcji traci do głównych walut około 15% po decyzji prezydenta Erdogana o zwolnieniu prezesa tamtejszego banku centralnego w kilka dni po agresywnej podwyżce stóp procentowych w tym kraju. Kurs EUR/PLN pozostaje w trendzie wzrostowym, choć liczymy, iż pandemiczne maksimum tj. poziom 4,6447 nie zostanie przekroczone w tym tygodniu.

Najważniejsze dane tego tygodnia

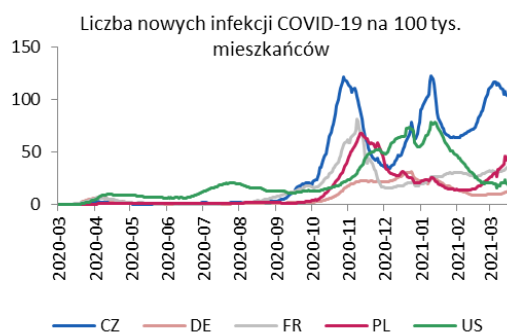
W tym tygodniu publikacja europejskich indeksów PMI za marzec

W tym tygodniu poznamy wstępne wyliczenia indeksów PMI dla przemysłu i usług w strefie euro w marcu. Według konsensusu prognoz wskaźnik dla przemysłu ma pozostać stabilny na poziomie 57,9 pkt, a dla usług wzrosnąć nieznacznie - do 46,0 pkt z 45,7 pkt w lutym. Realizacja tych prognoz oznaczałoby, że w 1Q 2021 ożywienie w sektorze wytwórczym przyspieszyło względem 4Q 2020. Wydaje się jednak, że ten dodatni wpływ nie skompensuje pogorszenia koniunktury w sektorze usług, na co wskazuje cały czas utrzymujący się wyraźnie poniżej 50 pkt indeks PMI. PKB w strefie euro może zatem ponownie obniżyć się w 1Q 2021. Kwartał wcześniej, tj. w 4Q 2020 PKB Eurolandu skurczył się o 0,7% kw/kw (po korekcie sezonowej). Obecnie niemiecki rząd rozważa wydłużenie lockdownu do połowy kwietnia, co oznaczałoby, że restrykcje przedłużyłyby się także na początek 2Q, obniżając oczekiwane na 2Q ożywienie gospodarcze w strefie euro.

W piątek publikacja raportu inflacji PCE w lutym w USA

W piątek o godz. 13:30 poznamy wyliczenie za luty inflacji mierzonej deflatorem konsumpcji indywidualnej (PCE - personal consumption expenditure), tj. podstawowej dla Fed miary dynamiki cen konsumenta. Wskaźnik ten powinien być zbliżony do odczytu za styczeń, kiedy wyniósł 1,5% r/r. W kolejnych miesiącach wskaźnik ten będzie narastał, ze względu głównie na odbicie cen ropy naftowej. Naszym zdaniem optymistyczne informacje płynące z USA: sprawna realizacja szczepień i uchwalenie programu luzowania fiskalnego stanowią ryzyko wcześniejszego podniesienia stóp procentowych niż zakłada większość członków Fed (stabilizacja co najmniej do końca 2023 r.).

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Liczba potwierdzonych przypadków COVID-19 w Polsce była w ub. tygodniu zbliżona do najwyższych wartości z jesieni. W takich okolicznościach rząd przywrócił obostrzenia na terytorium całego kraju, które mają przeciagnąć się na 2Q br. Informacje te wraz z opublikowanymi danymi za luty zwiększają ryzyko dla ścieżki odbicia PKB w tym roku, choć w naszej ocenie wciąż możliwy jest wzrost PKB powyżej 4%.

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

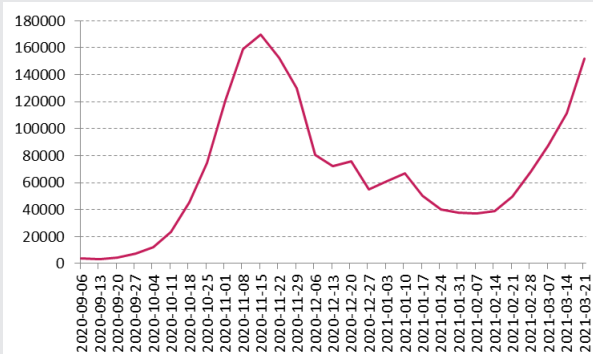
Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,32	-1
US 10Y	1,61	0

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

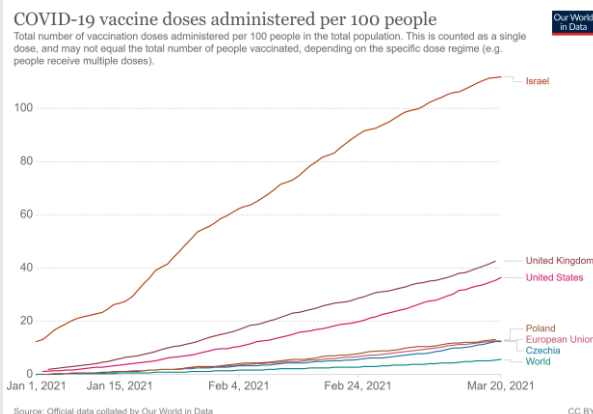
Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

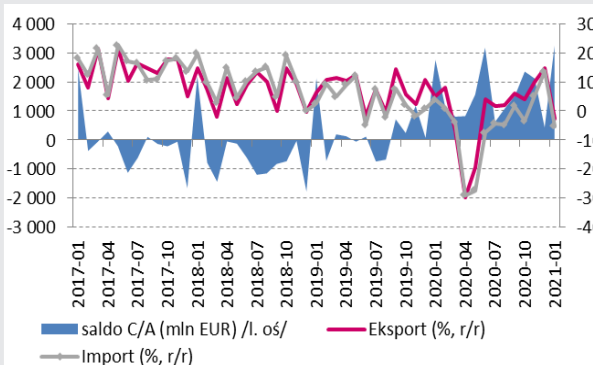
Liczba potwierdzonych przypadków COVID-19 w Polsce w poszczególnych tygodniach



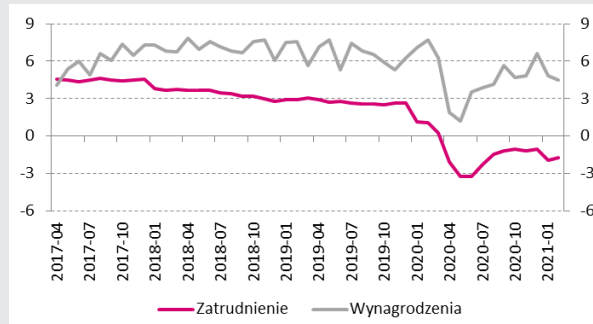
Liczba szczepień w przeliczeniu na 100 mieszkańców



Dane z bilansu płatniczego



Zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Makro - kraj

Rekordowe w tym roku zachorowania na COVID-19 rozszerzają obostrzenia na cały kraj

W ub. tygodniu potwierdzono blisko 152 tys. nowych infekcji COVID-19, za które według danych ministerstwa zdrowia odpowiada głównie brytyjska odmiana koronawirusa. Był to czwarty najgorszy tydzień w okresie pandemii w Polsce. Silne pogorszenie sytuacji epidemicznej w Polsce spowodowało rozszerzenie na cały kraj restrykcji, które dotychczas obowiązywały w województwach lubuskim, mazowieckim, pomorskim i warmińsko-mazurskim obejmujące m.in. ograniczenie działania galerii handlowych, zamknięcie hoteli i miejsc rozrywki zostaną rozszerzone na terytorium całego kraju. Mają one obowiązywać co najmniej do 9 kwietnia. W przypadku braku skuteczności tych działań dla opanowania III fali pandemii rząd nie wyklucza całkowitego lockdownu. Materializują się zatem ryzyka dla prognoz aktywności gospodarczej w I połowie 2021 r., choć w naszej ocenie wciąż możliwe jest osiągnięcie w tym roku wzrostu przekraczającego 4%. Tempo wychodzenia gospodarki z kryzysu będzie zależało w dużej mierze od procesu szczepień.

Transfery unijne poprawiły saldo rachunku bieżącego w styczniu

Nadwyżka salda obrotów bieżących wzrosła w styczniu do 3,26 mld EUR z 0,43 mld EUR miesiąc. Za poprawę salda względem grudnia w największym stopniu odpowiada saldo dochodów pierwotnych wspierane transferami z budżetu unijnego w ramach Wspólnej Polityki Rolnej. Poprawiła się także inna składowa rachunku bieżącego, tj. saldo obrotów towarami z zagranicą - do 0,85 mld EUR z 0,33 mld EUR, gdyż spadek importu o 5,3% r/r był silniejszy niż eksportu o 2,8% r/r. Niezmiennie wsparciem rachunku C/A było saldo usług. Dane te wspierają nasz scenariusz na 2021 r., w którym saldo rachunku bieżącego jest dodatnie, choć nieco mniejsze niż przed rokiem (+3,5% PKB), gdyż eksport netto obniży wg naszych oczekiwań dynamikę PKB, w przeciwieństwie do 2020 r.

Według danych za luty rynek pracy jest stabilny...

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w lutym o 1,7% r/r po spadku o 2,0% r/r w styczniu. W ujęciu miesięcznym przyrost zatrudnienia wyniósł 20 tys. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto wzrosło natomiast o 4,5% r/r po wzroście o 4,8% r/r przed miesiącem. Naszym zdaniem dane te pokazują, że w 1Q br. sytuacja na rynku pracy pozostaje stabilna, choć statystyki ją obrazujące będą podlegać zaburzeniom związanym z pandemią COVID-19. Zakładając spadek ryzyka restrykcji i nasilenia pandemii w II połowie br. popyt na pracę w sektorze firm najpewniej nieznacznie się poprawi, choć naszym zdaniem nie uda się uniknąć niewielkiego wzrostu stopy bezrobocia w 2021 r.

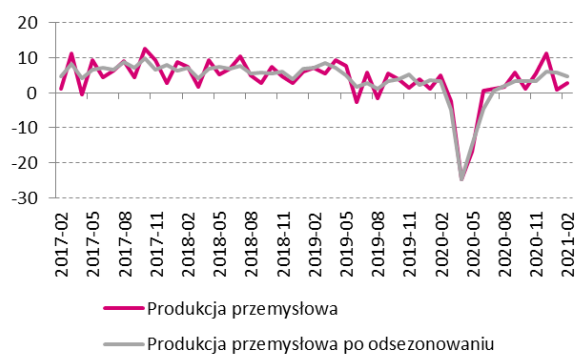
...podobnie jak sektor przemysłowy...

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 2,7% r/r po wzroście o 0,9% r/r miesiąc wcześniej. Przyspieszenie wzrostu produkcji to w głównej mierze wynik odmiennego wpływu efektu kalendarzowego, który w styczniu tego roku był silnie niekorzystny, natomiast w lutym neutralny. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 4,5% r/r, co oznacza wyhamowanie z 5,7% r/r w styczniu. Dane te potwierdzają utrzymanie się przemysłu na relatywnie stabilnej ścieżce wzrostowej. Analiza struktury produkcji wskazuje, że wciąż najdynamiczniej rośnie produkcja branż o dominującym udziale eksportu. Polski przemysł korzysta z odbudowy wzrostu w tym sektorze na świecie. Odbudowie aktywności w branżach wytwórczych sprzyja odradzanie się popytu konsumpcyjnego u naszych głównych partnerów handlowych, czemu pomaga realizacja programów fiskalnych ograniczających skalę bankructw i wzrostu bezrobocia. W rezultacie produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku rośnie najsilniej i w lutym była ona wyższa o 13,3% r/r. Spada produkcja dóbr inwestycyjnych, co wpisuje się w obraz obniżonej aktywności inwestycyjnej firm.

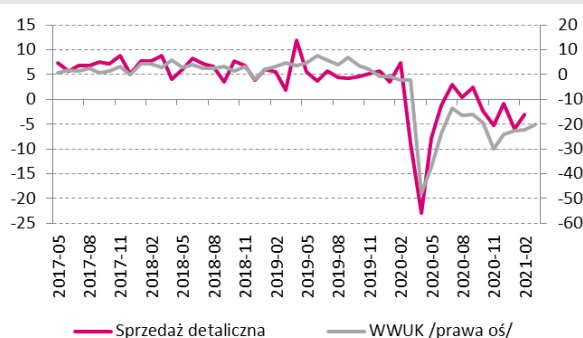
...a sprzedaż detaliczna waha się wraz ze zmianami polityki obostrzeń

Sprzedaż detaliczna obniżyła się w lutym o 3,1% r/r wobec spadku o 6,0% r/r w styczniu. Poprawa wskaźnika wynika z odmrożenia działalności galerii

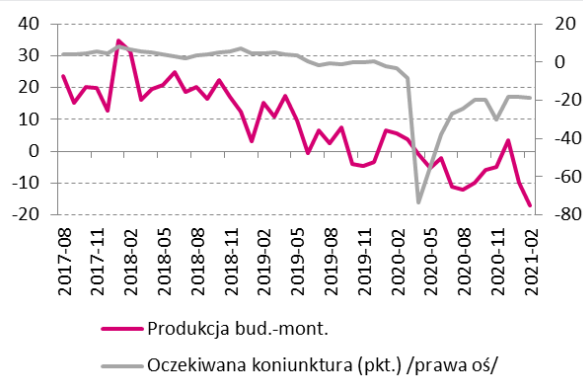
Produkcja przemysłowa w Polsce [% r/r]



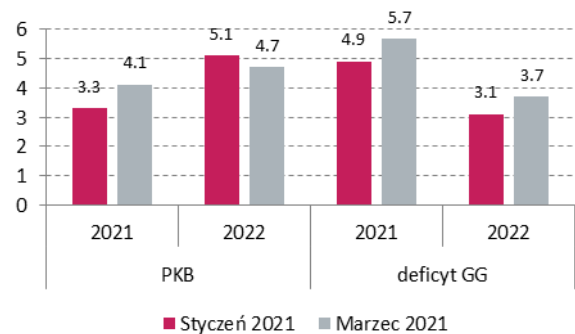
Sprzedaż detaliczna [% r/r] i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej [pkt]



Produkcja budowlano-montażowa [% r/r]



Prognozy Fitch PKB [%] i salda sektora GG [% PKB]



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

handlowych w lutym. Potwierdzają to zwłaszcza dane o sprzedaży detalicznej w ujęciu m/m, wskazujące na wzrost o 5,3% m/m po korekcie sezonowej. Odmrożenie handlu wpłynęło zaś na spadek udziału sprzedaży internetowej w cenach bieżących w lutym do 8,6% z 9,8% całości agregatu. Pomimo odbicia dynamiki koniunktura w handlu pozostaje pod wpływem pandemii, co odzwierciedla poziom dynamiki r/r niższy niż wynikałoby to z uwarunkowań fundamentalnych rynku pracy. Sugeruje to dalszy wzrost stopy oszczędności. Jednocześnie na handel detaliczny negatywnie oddziałuje zmniejszenie mobilności społecznej, na co wskazują spadek o 10,3% r/r sprzedaży paliw. Uwagę zwraca o wzrost r/r sprzedaży aut, motocykli i części, co oznaczać może relatywnie dobrą sytuację dochodową gospodarstw domowych. Dobrze to rokuje na przyszłość, zwłaszcza na II poł. roku, gdyż według naszych oczekiwań będzie to okres dynamicznego odrabiania przymusowych i dobrowolnych zaległości w popycie konsumpcyjnym wraz ze spadkiem ryzyka infekcji i stopniowym otwieraniem sektora usługowego.

Luty zmroził sektor budowlany

Produkcja budowlano-montażowa spadła w lutym o 16,9% r/r po zniżki o 10,0% r/r w styczniu. Dane okazały się negatywną niespodzianką. Po korekcie sezonowej produkcja budowlana obniżyła się natomiast o 7,0% m/m, po wzroście o 1,7% m/m w styczniu. Tak mocny spadek wskaźnika przypisywalibyśmy głównie czynnikom związanym z warunkami meteorologicznymi w lutym, gdy panowały silne mrozy. Na dokładniejszą ocenę sytuacji w budownictwie powinniśmy zatem poczekać, gdyż nie sądzimy, aby fundamenty sektora budowlanego uległy znaczącemu pogorszeniu w lutym. Sytuacja w tym sektorze nie jest najlepsza, gdyż Polska jest obecnie w okresie przejściowym między starą a nową perspektywą budżetu UE, z którego współfinansowana jest część inwestycji infrastrukturalnych.

Nie zmieniamy naszych oczekiwań na przyszłość, choć sytuacja pandemiczna stanowi coraz większe negatywne ryzyko

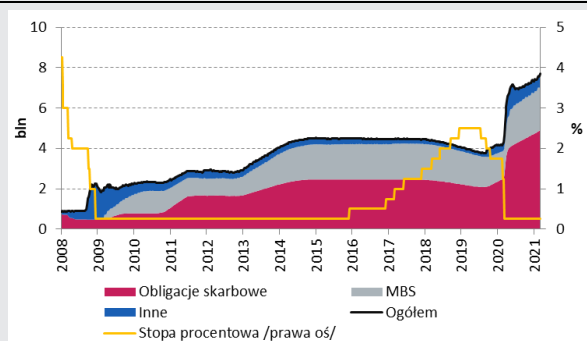
Opublikowane za luty dane wysokiej częstotliwości oraz dostępne informacje o sytuacji pandemicznej nie zmieniają zasadniczo naszych oczekiwań co do perspektyw krajowej gospodarki. Tempo odbudowy gospodarki może być nieco wolniejsze w I połowie tego roku, ze względu na przywrócenie części obostrzeń w działalności gospodarczej. W naszej ocenie wciąż możliwe jest wyraźne przyspieszenie gospodarki w drugiej połowie 2021r. Sądzymy, że w 1Q br. roczna dynamika PKB pozostanie ujemna, choć w mniejszej skali niż w 4Q 2020 roku. W 2Q br. wzrost PKB znacząco przyspieszy ze względu na niski efekt bazy statystycznej. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że w II połowie roku sytuacja epidemiczna poprawi się na tyle, że znoszone będą stopniowo obostrzenia sanitarne, co będzie sprzyjało wydatkom konsumpcyjnym uśpionym w warunkach pandemii. Adaptacja gospodarki do funkcjonowania w warunkach pandemii, dobra sytuacja w przemyśle polskim i światowym, bardziej ustabilizowana sytuacja epidemiczna u naszych partnerów handlowych, powinny sprzyjać ograniczeniu strat ekonomicznych wywołanych zaostrzeniem restrykcji. Realizacja tego scenariusza uwarunkowana będzie jednak przebiegiem szczepień. W okresie lipiec-grudzień liczymy także na wzrosty r/r inwestycji przedsiębiorstw wraz ze zmniejszaniem się niepewności dotyczącej przyszłości i obecnym rosnącym wykorzystaniem zdolności wytwórczych w przemyśle, choć wyraźne przyspieszenie dynamiki inwestycji nastąpi dopiero w roku 2022. W naszej ocenie wciąż możliwe jest osiągnięcie w tym roku wzrostu PKB przekraczającego 4%, choć sytuacja pandemiczna stanowi coraz większe negatywne ryzyko dla tego scenariusza.

Mocne fundamenty gospodarki przemawiają za utrzymaniem ratingu agencji Fitch

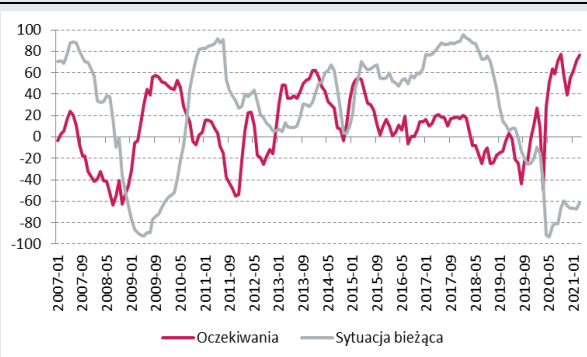
Agencja Fitch potwierdziła rating Polski na poziomie "A-" z perspektywą stabilną. Fitch zwraca uwagę, że „rating na poziomie A- równoważy zdywersyfikowaną gospodarkę, rozwijającą się w ostatnich latach stabilnym tempie rekordowo długo, solidne ramy polityki monetarnej oraz makroekonomiczne wobec, w porównaniu do państw z koszyka ratingowego A, niższego poziomu PKB per capita oraz wysokiego, choć obniżającego się, zadłużenia zewnętrznego netto”.

Makro - zagranica

Aktywa i główna stopa procentowa FED



Indeksy ZEW [pkt]



Źródło: Macrobond

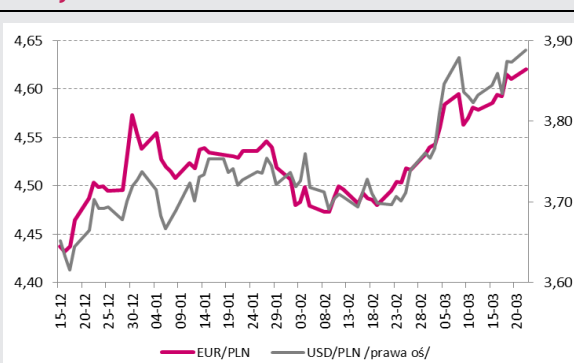
Stabilna polityka pieniężna w USA

Zgodnie z oczekiwaniami pierwsze w tym roku posiedzenie FOMC nie przyniosło zmian w polityce pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Główna stopa procentowa pozostała na dotychczasowym poziomie 0,00%-0,25%, skala programu skupu netto aktywów nadal wynosi 120 mld USD miesięcznie oraz forward guidance również nie uległ modyfikacjom. Fed przedstawił nowe prognozy makroekonomiczne, które okazały się zwłaszcza dla 2021 r., znacznie bardziej optymistyczne niż prognozy z grudnia. Nie wpłynęło to jednak na medianę oczekiwań członków Fed, zgodnie z którymi do pierwszej podwyżki miałyby dojść najwcześniej w 2024 r. W przeciwieństwie do wykresu z grudnia pojawiło się jednak 4 członków, którzy spodziewają się co najmniej jednej podwyżki w 2022 r. Co więcej 7 z 18 członków przewiduje wyższe stopy niż obecnie w 2023 r. (w grudniu było ich pięciu). W kontekście wzrostu rentowności obligacji amerykańskich w ostatnim okresie J.Powell powiedział, że obecne warunki finansowania są nadal akomodacyjne i nie ma potrzeby ich zmieniać. Informacje te wskazują, że pomimo wzrostu optymizmu dotyczącego stanu gospodarki USA ultra-łagodna polityka pieniężna będzie kontynuowana w najbliższych latach, aczkolwiek rosną ryzyka dla podwyżki stóp wcześniej niż w 2024r.

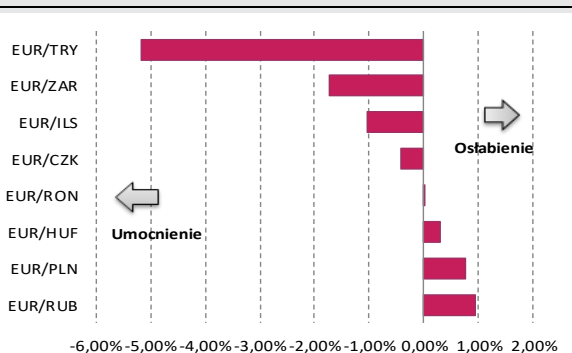
Szczepienia przeciw COVID-19 poprawiają oczekiwania dotyczące koniunktury w Niemczech

Indeks oczekiwań Instytutu Zew obrazujący prognozę analityków dotyczących sytuacji gospodarczej w Niemczech wzrósł w marcu do 76,6 pkt. z 71,2 pkt w lutym. Autorzy badania wskazują, że od grudnia 2020 r. indeks oczekiwań wzrósł o ponad 20 pkt, gdyż oczekiwania dotyczące programu szczepień poprawiają nastroje w gospodarce. Instytut Zew publikuje także indeks odzwierciedlający ocenę bieżącej koniunktury. Także i on wyższy był w marcu, jednak w całym 1Q 2020 r. był niższy niż w 4Q 2020 r., sygnalizując nieznaczne skurczenie się niemieckiego PKB w okresie styczeń-marzec br. W całym 2021 r. PKB powinien jednak solidnie wzrosnąć, czemu będzie sprzyjać m.in. efekt niskiej bazy statystycznej oraz ożywienie w przemyśle.

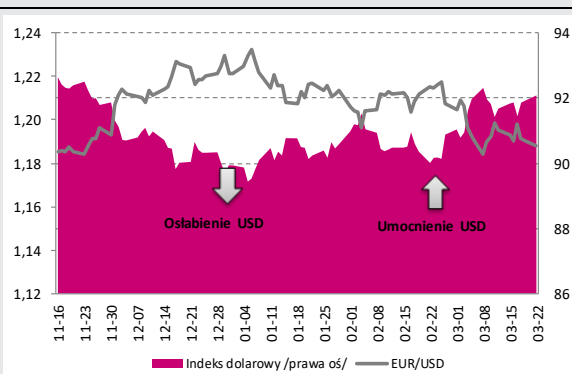
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



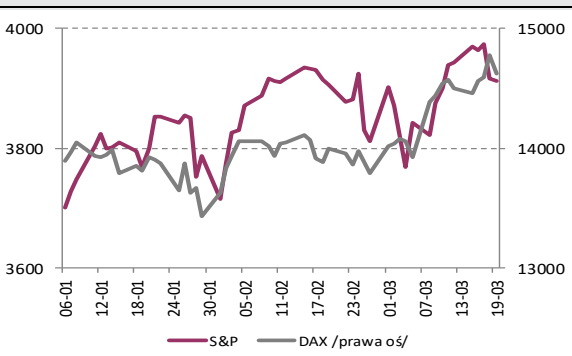
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

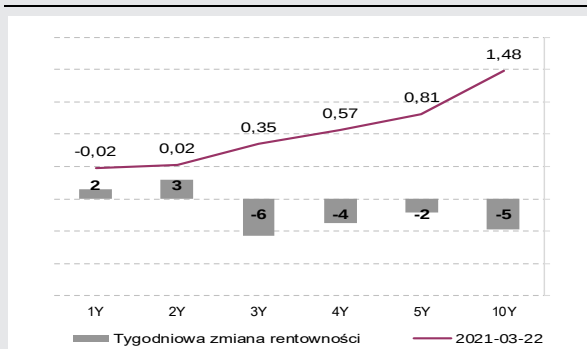
Rynek walutowy

Miniony tydzień przyniósł wyraźny wzrost kursu EUR/PLN. Notowania zwykowały do tegorocznego maksimum na poziomie 4,6268 na fali niekorzystnych trendów globalnych. Warto jednak zauważyć, iż niejednokrotnie w omawianym okresie złoty „odstawał” w bieżących trendach od pozostałych walut w regionu i całego koszyka emerging markets. W ostatnim tygodniu złoty był najsilniej tracącą do euro walutą. Przykładowo w piątek stabilizacja wyceny wypadła gorzej niż niewielkie umocnienie czeskiej korony, czy węgierskiego forinta. Trudno to wiązać jednak w naszej ocenie z przebiegiem pandemii (sytuacja epidemiczna w Czechach wygląda bowiem co najmniej równie niepokojąco, jak w przypadku Polski), czy łagodną polityką pieniężną (ta na Węgrzech również daleka jest od normalizacji). Na globalnych rynkach walutowych obserwowaliśmy umocnienie dolara do euro. Kurs EUR/USD - zgodnie z naszymi przewidywaniami z poprzedniego tygodnia - zniżkował kierując się - w stronę 200-dniowej średniej ruchomej (1,1838).

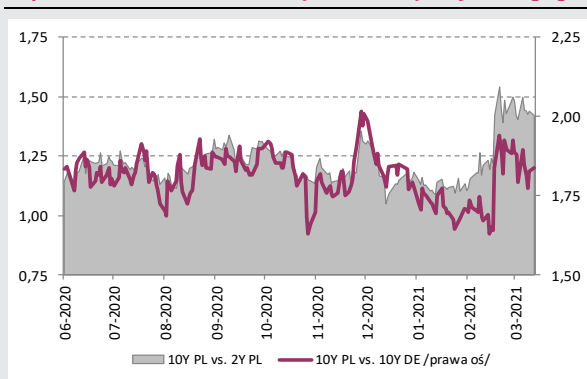
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	Kurs EUR/PLN - na gruncie technicznym - pozostaje w trendzie wzrostowym kierując się w stronę pandemicznego maksimum z ubiegłego roku tj. 4,6447. Wskaźniki techniczne (indykator RSI) sugerują jednak wyczerpywanie się potencjału do dalszych notowań. Trudno się z tym nie zgodzić patrząc także na czynniki fundamentalne. Pomijając solidne fundamenty polskiej gospodarki, które w obecnych okolicznościach są drugoplanowe, lecz w naszej ocenie zadecydują o umocnieniu polskiej waluty w kolejnych miesiącach, to trudno oczekiwać, by przebieg pandemii, kwestia łagodnej narracji NBP mogła dalej tworzyć środowisko do agresywnej przeceny złotego. Za scenariusz najbardziej prawdopodobny uznajemy zatem stabilizację kursu EUR/PLN w dość szerokim przedziale 4,59 - 4,65. Z punktu widzenia kalendarium rozpoczynający się tydzień jest dość specyficzny. Przepelniają go bowiem wystąpienia najważniejszych bankierów centralnych świata. Uważamy, iż - w świetle ostatnich posiedzeń Europejskiego Banku Centralnego oraz Fed - utrzymane one zostaną w łagodnej retoryce, co wspierać powinno apetyt na ryzyko, a tym samym (choć nieznacznie) umocnienie złotego i innych walut Europy Środkowo-Wschodniej. Interesująco zapowiadają się ponadto posiedzenia banków centralnych w regionie. Wynik spotkania bankierów centralnych na Węgrzech a w obecnej sytuacji pandemicznej być może i wynik posiedzenia Banku Czech mogą okazać się łagodne. Taki scenariusz neutralizowałby efekt gołębiej narracji krajowej RPP jako czynnika skutkującego osłabieniem złotego do czeskiej korony, która niedawno zyskiwała na wartości wspierana informacjami o gotowości CNB do podwyżek stóp procentowych w tym roku.
USD/PLN	Relatywna stabilizacja złotego do euro oraz dalsza niewielka zniżka kursu EUR/USD oznacza możliwość niewielkiego ruchu wzrostowego w notowaniach USD/PLN. Po tym jak w ubiegłym tygodniu - zgodnie z naszymi oczekiwaniami - naruszona została bariera 3,89 - prawdopodobny obecnie wydaje się ruch w kierunku 3,92.
EUR/USD	Dolar niezmiennie ma argumenty, które decydują o jego sile względem euro. O spadku kursu EUR/USD decydują kolejne optymistyczne dane z amerykańskiej gospodarki z polem do kolejnych niespodzianek z uwagi na wdrożony pakiet fiskalny oraz szybsze tempo szczepień przeciwko COVID-19. Nasz scenariusz bazowy, czyli ruch do 200-dniowej średniej ruchomej (1,1838) pozostaje aktualny. Ryzykiem będą wypowiedzi bankierów centralnych.

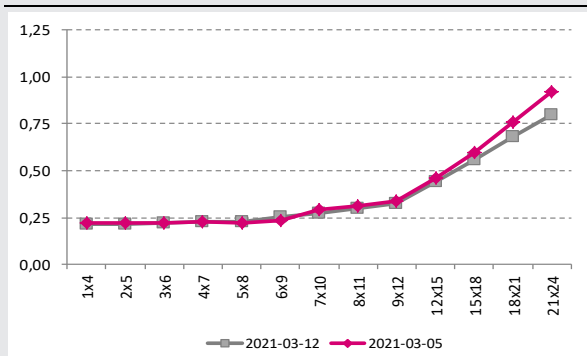
Rentowność obligacji krajowych [%]



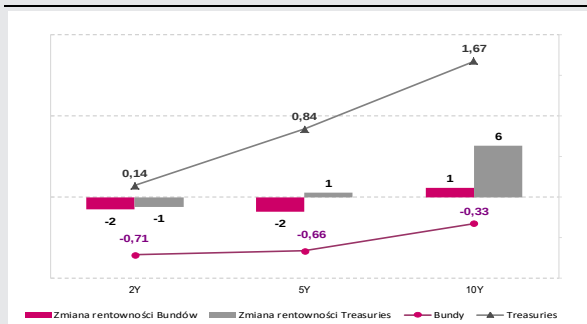
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Ostatnie dni na krajowym rynku długu należy uznać za dość zaskakujące. Polskie obligacje wzdłuż całej krzywej zyskiwały bowiem na wartości, co stało w kontrze do sytuacji na rynkach bazowych, które solidnie taniały. Rezultatem był dalszy wzrost spreadu w stosunku do Bunda, czy amerykańskiej 10-latki. Ten ostatni osiągnął już rekordowe poziomy tj. około 21 bps na korzyść Treasuries w porównaniu do polskiej 10-latki. Pewnym wytłumaczeniem mogą być działania Narodowego Banku Polskiego. W ubiegłym tygodniu bank centralny odkupił na przetargu outright buy łącznie 8 serii, z czego 7 serii obligacji skarbowych za 2,2 mld PLN i jedną serię papierów Banku Gospodarstwa Krajowego za 1,5 mld PLN, wobec deklarowanej pierwotnie kwoty 10 mld PLN. Był to największy odkup NBP od lipca 2020 r. i pierwszy przetarg po tym jak 11 marca NBP podał w komunikacie, że wzrost rentowności krajowych obligacji może osłabiać wpływ dotychczasowych działań banku centralnego i mając to na uwadze, NBP rozważa modyfikację sposobu prowadzenia strukturalnych operacji otwartego rynku, w tym poprzez zwiększenie elastyczności i częstotliwości przetargów. Tak jak wspomnieliśmy w ostatnich dniach na bazowych rynkach długu doszło do zwężki dochodowości 10-letnich benchmarków USA i Niemiec. Zdecydowanie najsilniejszy tj. wynoszący 11 bps był wzrost długu amerykańskiego o 10-letnim terminie zapadalności. W omawianym okresie osiągnął on momentami poziom 1,73% tj. najwyższy od stycznia 2020 roku.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	W najbliższych dniach większe prawdopodobieństwo przypisujemy możliwości wzrostu rentowności krajowych 10-latek aniżeli dalszej presji na spadek dochodowości. Podstawowym argumentem jest wspomniana powyżej kwestia spreadu do rynków bazowych. Niewykluczone jednak, iż w obliczu szeregu - prawdopodobnie łagodnych - wystąpień przedstawicieli Fed i Europejskiego Banku Centralnego różnica rentowności do rynków bazowych zostanie zniwelowana poprzez ruch Bunda i Treasuries. Ten tydzień to także przetarg sprzedaży obligacji przez Ministerstwo Finansów co również nieznacznie powinno sprzyjać wzrostowi dochodowości polskich skarbowych papierów wartościowych.
10Y DE (%)	Mimo, iż posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego miało miejsce niedawno, to oczy inwestorów w tym tygodniu zwrócone będą na trzykrotne wystąpienia prezes Ch.Lagarde. Spodziewamy się podtrzymania łagodnej narracji banku z nasileniem odkupu długu począwszy od drugiego kwartału br. Taki scenariusz powinien oddziaływać w kierunku nieznacznego wzrostu cen Bunda. Podobnie jak planowana na ten tydzień propozycja nowelizacji tegorocznego budżetu Niemiec - połączona z zarysem budżetu na 2022 rok - która zwiększy tegoroczne zadłużenie netto Niemiec do poziomu ponad 240 mld EUR. W podobnym kierunku oddziaływać powinna rozważana decyzja Niemiec o wydłużeniu okresu lockdownu gospodarki.
10Y US (%)	Notowania Treasuries zdyskontowały już wiele potencjalnych czynników (odbicie gospodarki na skutek postępującego programu szczepień, czy kolejny pakiet fiskalny w USA), które odpowiadały za niedawny dynamiczny wzrost rentowności. Po tym jak w ubiegłym tygodniu dochodowość 10-latki USA dotarła do ponad rocznego maksimum (1,72%) obligacje zaczęły stopniowo drożeć. Nie widzimy obecnie podstaw do powrotu Treasuries na wyższe poziomy dochodowości. W szczególności, iż wystąpienia prezesa Fed powinny być utrzymane w gołębiej narracji. Ryzykiem pozostaną liczne wypowiedzi pozostałych członków Fed, na podstawie których rynek będzie próbował oszacować, na ile możliwe są podwyżki stóp procentowych w USA wcześniej niż w 2024 roku, tj. przed oficjalnym scenariuszem większości członków Fed.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 22 marca					
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Luty	16.8%	16.5%	16.2%
15:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Luty	6.69m		
Wtorek 23 marca					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Luty	6.5%	6.5%	6.5%
15:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Luty	923k	880k	
17:00 Wystąpienie publiczne prezesa Fed					
Środa 24 marca					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Marzec	60.7	60.9	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Marzec	45.7	45.5	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Marzec	57.9	57.9	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Marzec	45.7	46.0	
13:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Luty	3.4%	2.3%	
15:30 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Marzec	58.6	58.5	
15:30 Wstępny PMI w usługach	USA	Marzec	59.8	59.5	
Czwartek 25 marca					
09:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	CHF	Marzec	-0.75%	-0.75%	
10:30 Wystąpienie publiczne J.Weidmanna					
10:30 Wystąpienie publiczne prezes EBC					
13:30 PKB fin.	USA	Q4	33.4%	4.1%	
13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	19 marca	770k		
Piątek 26 marca					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Marzec	92.4		
13:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Luty	10.0%		
13:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Luty	2.4%		
13:30 Inflacja PCE r/r	USA	Luty	1.5%		
15:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Marzec	76.8	83.0	
Poniedziałek 29 marca					

Brak istotnych publikacji

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	60,6	63,4	50,5	33,6	41,0	45,2	61,5	61,4	60,5	59,0
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	1,24	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.