

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

1 czerwca 2020

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Mimo narastających napięć na linii USA - Chiny sentyment inwestycyjny na świecie pozostaje sprzyjający bardziej ryzykownym aktywom. Dziś indeks HangSeng wzrósł o ponad 3%, a wzrosty kontynuuje eurodolar, który rano osiągnął poziom 1,1150, tj. najwyższy od połowy marca. Nie dziwi zatem, że i złoty zaczyna czerwiec od umocnienia w relacji do euro. Kurs EUR/PLN obniżył się na porannym otwarciu do 4,42. W naszej ocenie skala możliwego dalszego umocnienia złotego względem euro jest ograniczona poziomem 4,40. Zakładamy, iż w kolejnych dniach nastroje zaczną się poprawiać, a eurodolar zniżkować. Wtedy to - obok decyzji Rady Polityki Pieniężnej o cięciu stóp procentowych - polska waluta powinna zacząć się osłabiać w kierunku poziomu 4,4650. Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Z uwagi jednak na chęć podjęcia przez państwa Unii Europejskiej działań stymulacji fiskalnej nie oczekujemy, by EBC miał przewyższyć rynkowe oczekiwania. Prawdopodobnie zwiększy zatem do 500 mld EUR program skupu aktywów i wydłuży jego obowiązywanie, co jednak już jest zdyskontowane i nie powinno mieć rynkowego przełożenia.

Najważniejsze dane tego tygodnia

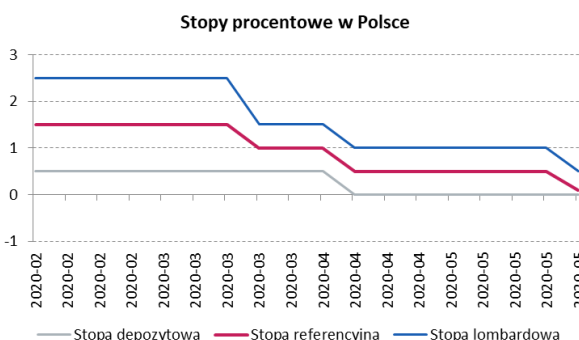
Uwaga rynków skupia się na posiedzeniu EBC

W tym tygodniu uwaga rynków kupiona będzie na posiedzeniu EBC. Nie oczekujemy zmiany stóp procentowych, jednak prawdopodobne są modyfikacje w zakresie programu luzowania ilościowego, w szczególności zwiększenie jego skali oraz wydłużenie horyzontu obowiązywania. EBC potwierdzi zapewne chęć prowadzenia ultrałagodnej polityki monetarnej, ukierunkowanej na wsparcie gospodarki dotkniętej skutkami pandemii oraz wyrazi gotowość do dalszych działań w razie konieczności. Uwaga rynków skupiona będzie na aktualizacji prognoz makroekonomicznych, uwzględniających wpływ pandemii na europejską gospodarkę, a także konferencji po posiedzeniu EBC, która planowana jest pomimo pandemii.

W piątek publikacja danych *non-farm payrolls*

W czwartek poznamy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA złożonych w tygodniu kończącym się 29 maja br., która zapewne będzie niższa niż przed tygodniem. Wymowa danych z rynku pracy w sektorach poza rolnictwem (*non-farm payrolls*), które będą opublikowane w piątek, będzie jednak bardziej pesymistyczna, gdyż dane najpewniej były zbierane w I połowie maja, jeszcze przed poprawą w jego II połowie. Według konsensusu rynkowego liczba zatrudnionych w sektorach poza rolnictwem obniżyła się w maju o 4,25 mln podnosząc stopę bezrobocia do 19,8% z 14,7% w kwietniu, a więc do najwyższego poziomu w historii danych. Rynek pracy w USA doznał szoku w wyniku pandemii i wraz ze znoszeniem obostrzeń liczba osób pracujących powinna stopniowo przyrastać w kolejnych miesiącach.

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Rada Polityki Pieniężnej zaskakująco obniżyła stopy procentowe NBP. W szczególności stopa referencyjna wynosi obecnie 0,1% wobec 0,5% poprzednio. Z powodu skutków pandemii Rada od marca obniżyła ją o łącznie 140 pkt baz. Obecnie w Polsce stopy procentowe są na najniższym poziomie wśród krajów regionu z narodową walutą. Wobec inflacji na poziomie 2,9% r/r stopy realne pozostają jednymi z najniższych w historii.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4246	-1,7%
USD/PLN	3,9833	-3,6%
CHF/PLN	4,1403	-2,7%
EUR/USD	1,1108	1,9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,24	-40
WIBOR 3M	0,28	-40

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,25	-30
5Y	0,72	-24
10Y	1,24	-18

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,33	-18
5Y	0,55	-20
10Y	0,82	-20

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,41	9
US 10Y	0,68	2

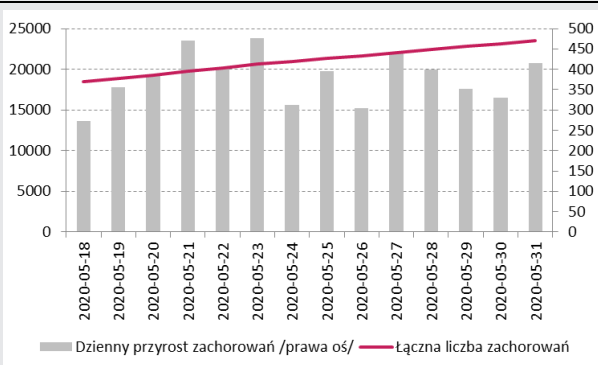
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	48127,6	4,8
S&P 500	3044,3	3,2
Nikkei 225	22067,4	6,4

Źródło: Refinitiv

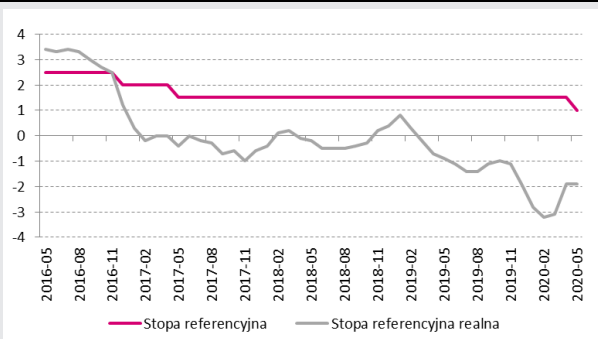
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

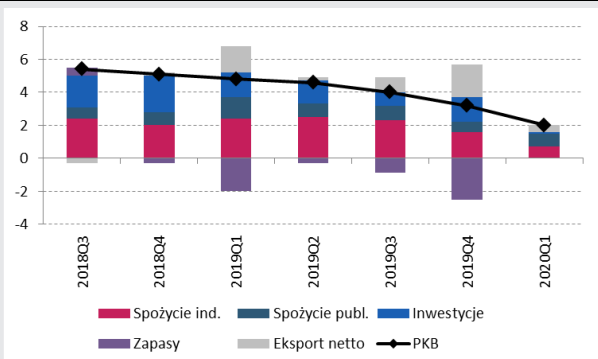
Przyrost zachorowań na COVID-19 w Polsce w ostatnich dwóch tygodniach



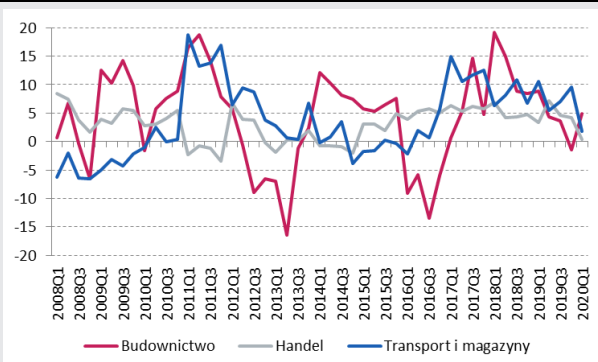
Stopa referencyjna nominalna i realna [%]



Wzrost PKB - struktura [pkt proc.]



Wartość dodana w wybranych sektorach [% r/r]



Rząd znosi kolejne ograniczenia lockdownu

Rząd ogłosił plan kolejnego łagodzenia obostrzeń wprowadzonych dla przeciwdziałania rozprzestrzenianiu się COVID-19. W sobotę 30 maja zostały znoszone ograniczenia liczby osób w handlu detalicznym oraz w restauracjach, jednak przy dalszym obowiązku zakrywania nosa i ust. Natomiast od 6 czerwca będzie mogła być wznowiona działalność m.in. siłowni, klubów fitness, pływalni, kin, teatrów oraz parków rozrywki itp. pod rygorem nowych norm sanitarnych.

Stopy procentowe w Polsce spadły do niemal zera

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną o 40 pkt. baz. do 0,10% z 0,50%. Decyzja ta była dużym zaskoczeniem, ponieważ wcześniejsze wypowiedzi członków RPP wskazywały na chęć stabilizacji stóp w maju, natomiast ewentualne obniżki mogłyby być realizowane w dalszej części roku. W czasach kryzysu konieczne są zdecydowane i szybkie działania, stąd złagodzenie polityki pieniężnej jest konieczne i cięcia stóp w marcu i kwietniu zasadne. Zrealizowany do tej pory silny impuls monetarny i fiskalny dawał podstawy do oczekiwania przerwy z obniżkami stóp na majowym posiedzeniu, aby Rada mogła ocenić skalę wpływu pandemii na gospodarkę i skutki podjętych dotychczas decyzji. Szczególnie, że maj przyniósł pewne sygnały stopniowo poprawiającej się koniunktury oraz oczekiwania mniejszej niż zakładano kilka tygodni temu skali pogorszenia sytuacji na rynku pracy.

W komunikacie uzasadniającym decyzję o cięciu stóp w maju Rada zwróciła uwagę, że za obniżeniem stóp przemawia ryzyko spadku inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP, choć należy zwrócić uwagę, że Rada tej kadencji akceptowała deflację w 2016 r., utrzymując stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Po tym jak RPP obcięła od marca stopy o łącznie 140 pkt baz. oraz rozpoczęła skup aktywów polityka pieniężna w Polsce jest jedną z najbardziej akomodacyjnych spośród krajów rozwijających się. Nakładając na to silny impuls fiskalny (przekraczający 10% PKB) polityka gospodarcza w Polsce jest wysoce ekspansywna, co niewątpliwie pozwoli złagodzić skutki ekonomiczne pandemii.

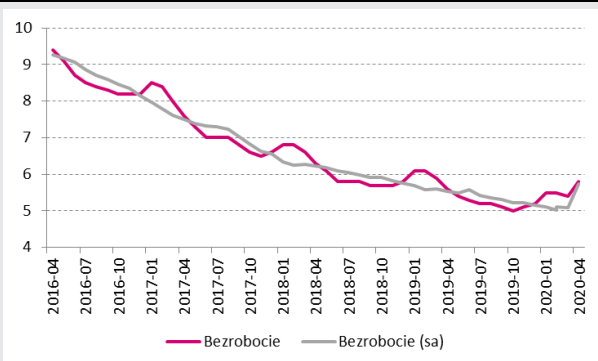
Zrozumieniu majowej decyzji nie pomaga ograniczona komunikacja ze strony banku centralnego. Od marca RPP nie organizuje konferencji po posiedzeniu, nie publikuje sprawozdań z posiedzenia, a także prognoz wskazujących na ocenę wpływu pandemii na gospodarkę i inflację. To utrudnia ocenę funkcji reakcji Rady. Poprzez obniżenie stóp procentowych Rada zapewne dąży do wsparcia obniżki kosztów obsługi zadłużenia oraz zmniejszenia presji na umocnienie złotego, który w ostatnich dniach zyskuje na wartości. Skutkiem obecnych decyzji będzie znaczne pogorszenie kondycji sektora bankowego i zacieśnienie polityki kredytowej, przez co realny koszt kredytu może nie obniżyć się znacznie, a dostępność kredytu będzie utrudniona. W średniookresowym horyzoncie wzrost inflacji może pomóc obniżyć realną wartość długu.

W komunikacie po posiedzeniu RPP nie sformułowała forward-guidance dla stóp procentowych, co utrudnia ocenę perspektyw polityki pieniężnej, jednak w naszej ocenie po majowej obniżce stóp przestrzeń do dalszych cięć prawdopodobnie się wyczerpała. Pozostawienie stopy referencyjnej na poziomie 0,10% może wskazywać na chęć utrzymania jej na dodatnim poziomie i uniknięcia ujemnej stopy depozytowej. Doświadczenia innych krajów, gdzie obniżono koszt pieniądza do niemal 0,0% sugerują, że należałoby spodziewać się długiego okresu utrzymania bardzo niskiego poziomu stóp. Ewentualne korekty w polityce pieniężnej dotyczyć będą kształtu programu luzowania ilościowego, m.in. zakresu instrumentów będących przedmiotem programu skupu aktywów.

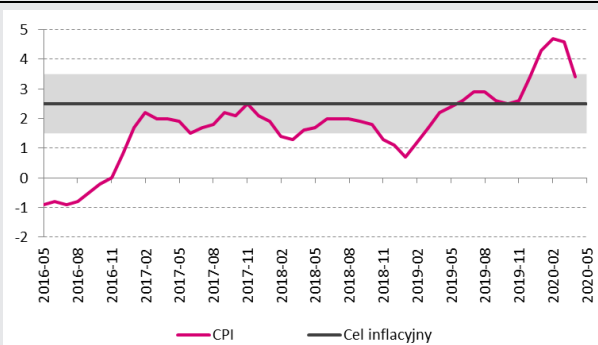
Dane o PKB ujawniają silny wpływ lockdownu na gospodarkę

Według finalnych danych wzrost gospodarczy w 1Q br. wyniósł 2,0% r/r wobec 3,2% r/r przed kwartałem. Dobrą informacją jest utrzymanie rocznej dynamiki PKB na dodatnim poziomie, jednak struktura wzrostu wskazuje na silny negatywny wpływ pandemii COVID-19 na krajową gospodarkę. Wpływ ten widoczny także w dynamice w ujęciu kwartał do kwartału, która po odsezonowaniu wyniosła -0,4%, wskazując na wejście polskiej gospodarki w

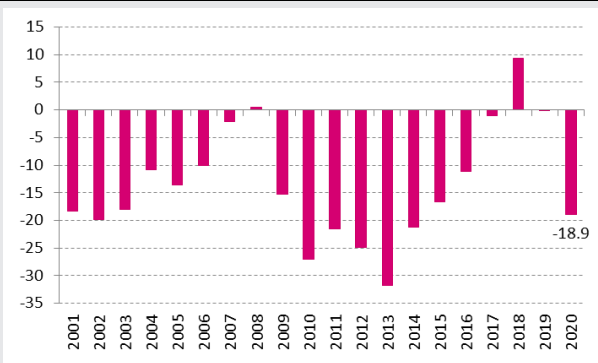
Stopa bezrobocia [%]



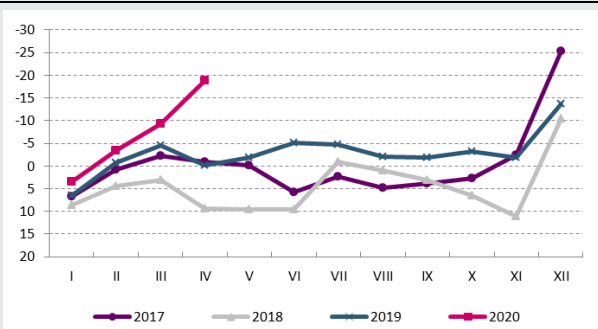
Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]



Wynik budżetu po kwietniu [mld PLN]



Wynik budżetu [mld PLN]



recesje. Zaledwie 2 tygodnie lockdownu w marcu silnie ograniczyły dynamizm polskiej gospodarki. Dynamika konsumpcji w sektorze gospodarstw domowych wyhamowała do 1,2% r/r z 3,3% r/r w 4Q 2019 (najniższa od 2012 r.). Najsilniej rosła natomiast konsumpcja publiczna, której wzrost przyspieszył do 4,3% r/r z 3,2% r/r, do czego mogło przyczynić się zwiększenie wydatków przez sektor *general government* w celu przeciwdziałania pandemii COVID-19. Mocno spowolnił także wzrost inwestycji i eksportu, co nie jest zaskoczeniem biorąc pod uwagę wzrost niepewności oraz gorszą niż w Polsce sytuację epidemiczną u najważniejszych partnerów handlowych Polski. Również po stronie wartości dodanej spadki dynamiki odnotowano w większości sektorów. Głębszym spadkiem wartości dodanej przeciwdziałało budownictwo, które uległo ożywieniu w 1Q. Obserwowane pod koniec 1Q br. negatywna sytuacja gospodarcza została spotęgowana w 2Q br., co potwierdzają ponad 20-procentowe spadki r/r w kwietniu produkcji w przemyśle i sprzedaży detalicznej. Spodziewamy się, że w całym okresie kwiecień-czerwiec PKB w spadnie w dwucyfrowym tempie, a w drugiej połowie roku gospodarka będzie odrabiała straty poniesione w okresie lockdownu. Wychodzenie z pandemii będzie jednak postępowo, ze względu na globalny charakter recesji oraz spodziewany wzrost bezrobocia. Dodatkowo, utrzymujące się ryzyko nawrotów pandemii będzie ograniczało możliwość powrotu do poziomów aktywności sprzed wybuchu pandemii.

Stopa bezrobocia rozpoczęła marsz w górę...

Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w kwietniu do 5,8% z 5,4% w marcu. W samym kwietniu liczba osób zaklasyfikowanych jako bezrobotne wzrosła o 56,4 tys. do 965 tys., co jest pierwszym wzrostem dla kwietnia w historii danych, gdyż do tej pory rozpoczęcie prac sezonowych na wiosnę wspierało spadek liczby osób bezrobotnych. Jednocześnie przyrost ten jest 3 krotnie słabszy niż spadek liczby pełnych etatów w sektorze przedsiębiorstw (o 153,2 tys.), co potwierdza, że tylko część pracowników sektora firm utraciła zatrudnienie. Według minister rodziny, pracy i polityki społecznej M.Małąg przyrost nowych bezrobotnych w maju będzie zbliżony lub nieco słabszy niż w kwietniu, co oznaczałoby wzrost stopy bezrobocia do ok. 6,0%-6,1% w maju, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. Sprawna realizacja rządowych programów wsparcia oraz nieco lepsze od naszych oczekiwań szacunki stopy bezrobocia za marzec i kwiecień sygnalizują, że może ona na koniec roku 2020 być niższa niż wskazywane przez nas 9,0%.

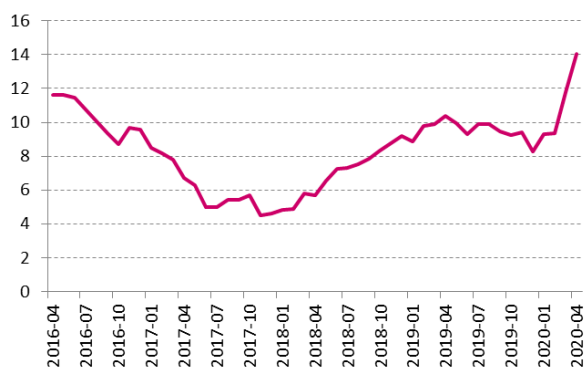
...natomiast inflacja marsz w dół

Według szybkiego szacunku inflacja CPI obniżyła się w maju do 2,9% r/r z 3,4% r/r w kwietniu (nasza prognoza 3,0%). Spadek cen paliw i wolniejszy wzrost cen żywności były głównymi czynnikami odpowiedzialnym za spadek inflacji. Według naszych szacunków inflacja bazowa, obliczana jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 3,6%-3,7% r/r, a więc pozostała poza górnym ograniczeniem (3,5% r/r) dopuszczalnych odchyleni od celu inflacyjnego. W kolejnych kwartałach spodziewamy się spadku inflacji w kierunku celu banku centralnego, choć tempo dezinflacji będą spowalniały podwyższone ceny żywności (efekt suszy), podwyższone ceny części usług ze względu na konieczność podwyższonego standardu sanitarnego oraz odbicie cen na rynkach surowców. Recesja wywołana pandemia COVID-19 zmniejszy presję inflacyjną także na poziomie inflacji bazowej, jednak w naszym scenariuszu bazowym nie spodziewamy się powrotu deflacji.

Budżet zarażony wirusem

Deficyt budżetu państwa wyniósł po kwietniu 18,9 mld PLN wobec deficytu 9,4 mld PLN po marcu. Oznacza to, że w samym kwietniu niedobór budżetu wyniósł 9,5 mld PLN, wskazując na silny wpływ pandemii także na kasę państwa. Z jednej strony widoczne to było w spadku dochodów, głównie z podatków dochodowych PIT i CIT, które w kwietniu były o odpowiednio 31,8% oraz 58,3% niższe niż przed rokiem. Z drugiej strony o 6,4% wzrosły wydatki, a najsilniej wzrosły koszty obsługi długu oraz dotacja do funduszu ubezpieczeń społecznych. To efekt rosnących emisji długu oraz programu wsparcia gospodarki. Natomiast o ponad 60% r/r spadły wydatki majątkowe, wskazując na znaczne ograniczenie wydatków inwestycyjnych. W kolejnych miesiącach deficyt będzie się powiększał w związku z dalszym ubytkiem dochodów oraz wzrostem wydatków w ramach tarczy antykrzysowej. Rosnąć będzie deficyt całego sektora finansów publicznych, który według

Podaż pieniądza M3 [% r/r]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

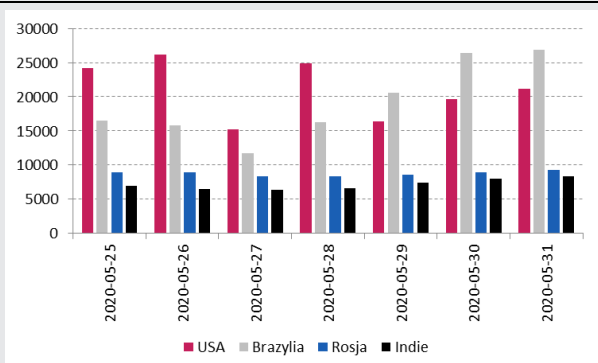
Komisji Europejskiej wyniesie w tym roku 9,5% PKB wobec 0,7% PKB w 2019.

Podaż pieniądza po maju

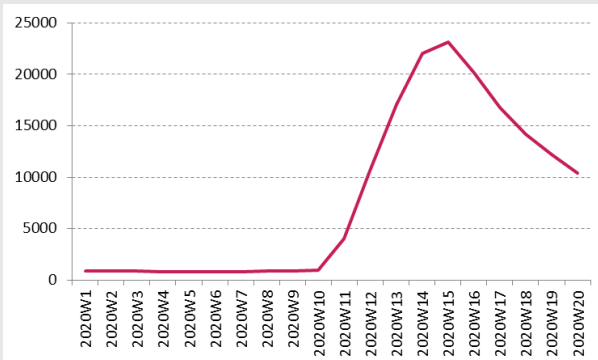
Podaż pieniądza według miary M3 wzrosła w kwietniu o 14,0% r/r po wzroście o 11,8% r/r w marcu, najszybciej od 2009 r. W danych NBP uwagę zwraca najszybszy w historii dostępnych danych wzrost gotówki w obiegu, który wyniósł 29,4% r/r, co wiązać można z rekordowo niskimi stopami procentowymi i wzrostem niepewności. Podobnie jak w marcu odnotowano szybki wzrost depozytów przedsiębiorstw, do czego mogła przyczynić się realizacja programów pomocowych rządu. Po stronie kreacji pieniądza widać w kwietniu znaczący spadek dynamiki kredytu konsumpcyjnego dla gospodarstw domowych do 3,9% r/r z 6,4% r/r w marcu. Wciąż w solidnym tempie rosną natomiast kredyty hipoteczne. W sytuacji zerowych stóp procentowych oczekiwać można, że zainteresowanie inwestycjami w mieszkanie będzie się utrzymywać, choć zaostrożenie polityki kredytowej będzie mogło oznaczać utrudniony dostęp finansowania.

Makro - zagranica

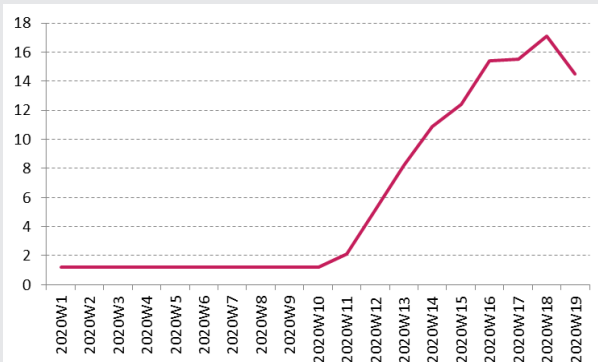
Dzienna zmiana zachorowań na COVID-19



Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA [tys.] (średnia 4 tygodniowa)



Stopa bezrobocia według liczby zarejestrowanych bezrobotnych w USA [%]



Źródło: Macrobond

W Brazylii pandemia COVID-19 z dnia na dzień coraz silniejsza

Epidemia COVID-19 w skali całego świata nadal eskaluje - w ubiegłym tygodniu przyrost potwierdzonych przypadków był najwyższy od jej wybuchu na przełomie 2019 i 2020 r. Łącznie na całym świecie zdiagnozowano ok 6,3 mln zachorowań, z czego ok 375 tys. poniosło śmierć, a ok 2,9 mln powróciło do zdrowia. Pandemia silnie eskaluje w Brazylii, gdzie w ub. tygodniu o ok. 134 tys., a więc o 40%. W krajach rozwiniętych epidemia postępuje z coraz mniejszą intensywnością. W ub. tygodniu liczba nowych przypadków w USA była mniejsza niż przed tygodniem, podobnie jak w krajach Europy Zachodniej. Według Europejskiego Centrum ds. Zapobiegania i Kontroli Chorób wynika, że we Francji przez 10 ostatnich dni liczba śmiertelnych ofiar koronawirusa nie przekraczała 100, a w Niemczech liczba nowych przypadków spadła w niedzielę do 286, najniższego poziomu od ponad dwóch miesięcy. Stabnące zachorowania w strefie euro sprzyjać będą dalszemu znoszeniu restrykcji gospodarczych, a tym samym poprawie aktywności gospodarczej, co pomagać będzie polskiemu eksporterom. Najpewniej część obostrzeń i rekomendacji zostanie w mocny na dłużej, w obawie o drugą falę zachorowań na jesieni br.

Zapowiadają się trudne negocjacje w UE ws. budżetu i programów wsparcia gospodarki

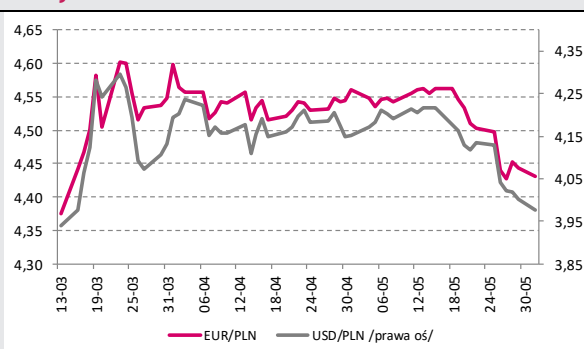
Podczas szczytu Unii Europejskiej Komisja Europejska przedstawiła kolejną propozycję budżetu Wspólnoty na lata 2021-2027, którego wartość sięgnąć ma 1,1 bln EUR, a więc ma być zbliżony do wartości poprzedniej perspektywy finansowej wynoszącej 1,082 bln EUR. KE przedstawiła także program wsparcia gospodarczego o wartości 750 mld EUR dla krajów członkowskich, który ma łagodzić skutki pandemii COVID-19. Na kwotę tą składa się 500 mld EUR w ramach funduszu zaproponowanego wspólnie przez Francję i Niemcy, z którego przekazywane mają być dotacje dla krajów, które najbardziej ucierpiały w skutek pandemii. 250 mld EUR ma być z kolei przekazane w formie preferencyjnych pożyczek. Źródłem finansowania obu inicjatyw ma być dług emitowany przez Komisję Europejską z gwarancjami skarbu państw według udziału wkładu do wspólnego budżetu. Wynika z tego, że w największym stopniu gwarantem obligacji będą Niemcy. Spłata miałaby nastąpić w latach 2028-2058 z dodatkowych dochodów unijnych. Według propozycji Komisji w ramach programu grantowego 81,7 mld euro miałyby trafić do Włoch, 77,3 mld euro do Hiszpanii, a 38,7 mld euro do Francji. Z kolei w ramach pożyczek 90 mld euro miałyby być skierowane do Włoch, a 63 mld euro do Hiszpanii. Polsce przypaść ma natomiast 37,7 mld EUR w formie grantów oraz 25,1 mld EUR w formie pożyczek, których konstrukcja sugeruje bardziej atrakcyjny koszt niż samodzielna emisja zadłużenia. Łącznie daje to kwotę 62,8 mld EUR, tj. ok. 278 mld PLN, co stanowi niemal trzykrotność wartości Tarczy Antykryzysowej rządu. Warto zauważyć, że propozycje te, jak zaznaczył kanclerz Austrii „punkt wyjścia” do negocjacji w Unii Europejskiej, które zapowiadają się na bardzo trudne. Oszczędną czwórka (Austria, Dania, Holandia, Szwecja) przeciwstawia się pomysłom związanym z grantami wybierając pomysł preferencyjnych pożyczek. Trudno jest zatem wskazać, jaką ostateczną formę przyjmą przedstawione rozwiązania.

Rynek pracy w USA odbija się od dna

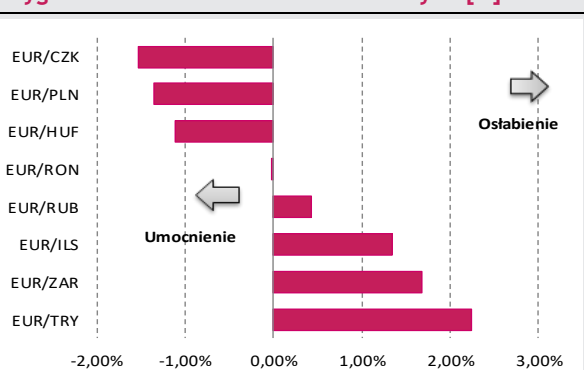
Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych złożonych w tygodniu kończącym się 22 maja wyniosła 2,1 mln wobec 2,4 mln tydzień wcześniej. Liczba nowych wniosków utrzymuje trend spadkowy. Warto zauważyć jednak, że część osób które złożyły wniosek o zasiłek kilka tygodni temu stopniowo wracają do pracy, a łączna liczba osób otrzymujących zasiłek zmniejsza się - w tygodniu kończącym się 11 maja stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 14,5% z rekordowego 17,1% tydzień wcześniej. Amerykański rynek pracy rozpoczyna mozolną poprawę po szoku doznany od pandemii COVID-19.

Rynek walutowy

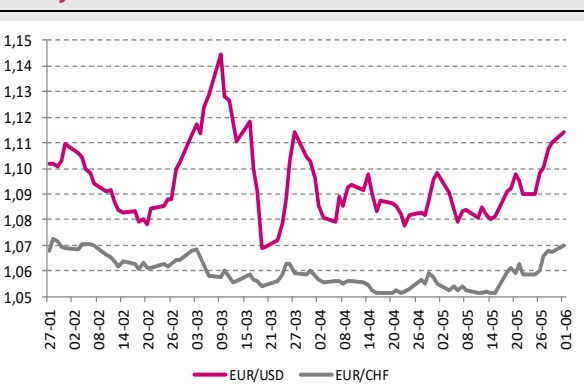
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



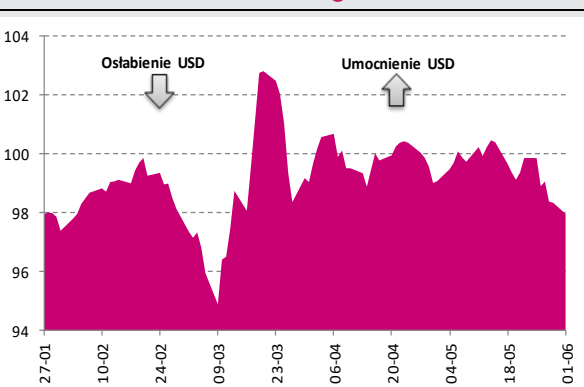
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

W minionym tygodniu złoty zyskiwał na wartości w przyspieszonym tempie wykorzystując pozytywny sentyment globalny. Skalę umocnienia polskiej waluty do euro spotęgowało złamanie nieprzekraczalnej od połowy marca bariery 4,50 PLN za EUR co uruchomiło realizację zleceń ograniczających stratę (stop-loss) i zadecydowało o nagłej zmianie notowań początkowo do poziomu 4,4250 a nawet 4,4040 w kolejnych dniach. Spadek kursu EUR/PLN zatrzymała dopiero nieoczekiwana decyzja Rady Polityki Pieniężnej o cięciu stóp procentowych. W reakcji notowania zawróciły do poziomu 4,46. Warto podkreślić, iż do momentu decyzji Rady złoty był walutą, która najlepiej radziła sobie w minionym tygodniu w relacji do złotego na tle walut regionu. Tak jak wspomnieliśmy na globalnym rynku walutowym koniec maja był czasem wzrostu apetytu na ryzyko, co oznaczało, iż na wartości - kosztem m.in. euro - traciły tzw. bezpieczne waluty, czyli dolar amerykański i frank szwajcarski. Pod wpływem propozycji Komisji Europejskiej, która przedstawiła między innymi program wsparcia gospodarczego o wartości 750 mld EUR dla krajów członkowskich euro zaczęło zyskiwać na wartości. Kurs EUR/USD - po czterech z rzędu dniach wzrostowych co nie zdarzyło się od ponad dwóch miesięcy - osiągnął poziom 1,1144 - najwyższy od końca marca. Kurs EUR/CHF osiągnął natomiast barierę 1,0744 tj. maksimum z końca lutego.

Perspektywy złotego

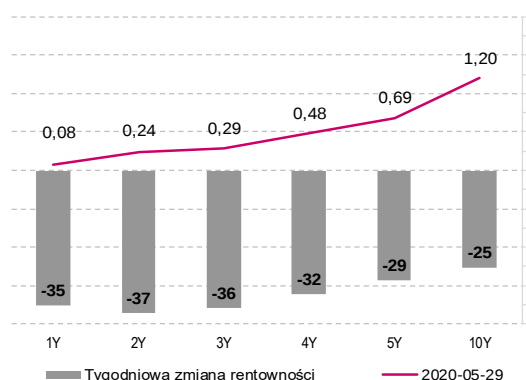
Umocnienie złotego w ostatnich dniach, na fali poprawy sentymentu globalnego i wyceny scenariusza zakładającego wychodzenie gospodarki z lockdownu spowodowało, że kurs EUR/PLN w najbliższych tygodniach poruszać się może w przedziale 4,40 - 4,50. O ile w krótkim terminie za sprawą globalnego wzrostu apetytu na ryzyko notowania poruszać się mogą wokół dolnego ograniczenia kanału, to z czasem powinny kierować się do jego górnego bariery. Zadecydować o tym mogą perspektywy luźniejszej niż dotychczas spodziewano się polityki pieniężnej. Nie bez znaczenia może być także chęć osłabienia złotego przez Radę Polityki Pieniężnej (wciąż istnieje pole do rozszerzenia niestandardowych działań), wskazywana jako jedna z przestanków za obniżką stóp procentowych w maju przez jednego z przedstawicieli RPP.

Ubiegłotygodniowa decyzja Rady Polityki Pieniężnej zmienia nieznacznie w naszej ocenie bilans ryzyk dla złotego i stanowi czynnik mogący wpłynąć na powstrzymanie presji na umocnienie polskiej waluty. Złoty stracił argument, który decydował o lepszym „zachowaniu” złotego do euro na tle koszyka walut Europy Środkowo-Wschodniej. Obecnie - po cięciu stopy referencyjnej do rekordowo niskiego poziomu 0,1% - nominalne stopy procentowe są jednymi z najniższych na świecie. Dodatkowo zdecydowany impuls fiskalny czynniki politykę gospodarczą w Polsce wysoce akomodacyjną. Wartość długu dotychczas nabytego przez Narodowy Bank Polski, która wynosi ponad 3% PKB, jest najwyższa spośród państw *emerging markets*. Taki układ polityki mix może wywierać presję o osłabienie złotego w średnim okresie.

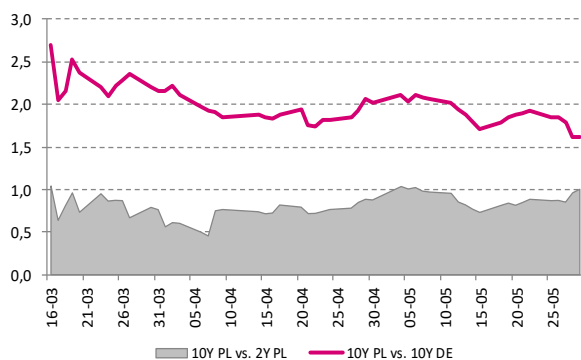
Pewną przeciwwagą mogą być wyniki polskiej gospodarki, które na tle regionu wciąż mogą pozytywnie wyróżniać polską gospodarkę. Szczególnie, że prognozy Komisji Europejskiej wskazują na mniejszą w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej recesję. Czynniki fundamentalne w postaci wyników gospodarki mogą być przeciwwagą dla łagodnej polityki pieniężnej, jednak po ubiegłotygodniowej decyzji RPP ryzyka dla polskiej waluty nasiliły się.

Podsumowując uważamy, iż zmniejszenie dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską, a strefą euro, czy krajami regionu sprawia, że tarcza chroniąca złotego przed zawirowaniami otoczenia zewnętrznego osłabiła się. Obecnie to właśnie sentyment globalny, a nie czynniki lokalne, będzie decydujący dla kierunku notowań polskiej waluty, przy czym nawet w okresach apetytu na ryzyko złoty powinien radzić sobie relatywnie nieco gorzej niż czeska korona, czy węgierski forint. Wrażliwość na wpływ otoczenia sprawia ponadto, iż wycena złotego będzie bardziej wrażliwa niż w ostatnich dwóch miesiącach, gdy przez większość tego okresu kurs EUR/PLN poruszał się w 1,0% przedziale. Tym bardziej, iż zakładamy pogorszenie sentymentu globalnego z uwagi na narastające napięcie pomiędzy USA a Chinami oraz wciąż niepewny ostateczny kształt unijnego pakietu pomocy finansowej dla gospodarek dotkniętych pandemią, co jest przedmiotem poprawy bieżących nastrojów.

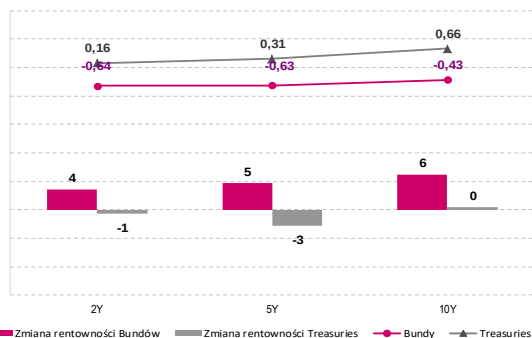
Rentowność obligacji krajowych [%]



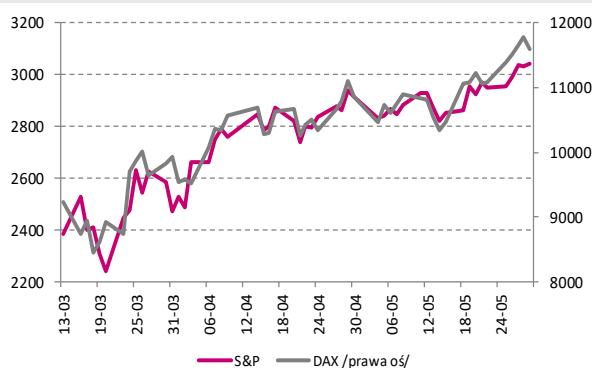
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

W zakończonym tygodniu dochodowość obligacji wzduż całej krzywej zniżkowała do nowego historycznego minimum, co było pokłosiem decyzji Rady Polityki Pieniężnej o nieoczekiwanym cięciu stóp procentowych. Dla długiego końca krzywej nowym dnem jest poziom 1,19%, dla 2-latki natomiast poziom 0,18%. Koniec miesiąca to tradycyjne przedstawienie harmonogramu działań Ministerstwa Finansów, a od niedawna także i Narodowego Banku Polskiego. W czerwcu resort finansów zaplanował wyłącznie przetargi zamiany (5 i 25 czerwca zaoferuje do odkupu papiery serii DS1020, WZ0121, PS0421 i OK0521, a sprzeda OK0722, PS0425, WZ0525, WZ1129 i DS1030 - możliwe są ponadto inne obligacje typu WS albo IZ. Resort finansów poinformował ponadto, iż stan środków na rachunkach budżetowych na koniec maja wyniósł ok. 100 mld PLN, co oznacza, że budżet jest płynnościowo przygotowany na oczekiwane zwiększenie potrzeb pożyczkowych w stosunku do założeń wynikających z ustawy budżetowej. Ministerstwo Finansów opublikowało dane dotyczące zmian w portfelach inwestorów po kwietniu. Wtedy to inwestorzy zagraniczni zmniejszyli udział w polskich obligacjach o 12,9 mld do 139,6 mld PLN, co było drugą najwyższą wartością w historii danych (tj. od 2004 roku). Rekordem pozostaje zatem kwota 13,1 mld PLN o jaką zmniejszył się portfel inwestorów zagranicznych w styczniu 2016 roku tuż przed wprowadzeniem podatku bankowego. Portfel bankowy w kwietniu spuchł natomiast o 69,4 mld PLN. Od dwóch miesięcy do tej kategorii zalicza się jednak także Narodowy Bank Polski, który nabywa obligacje, na rynku wtórnym. W czerwcu NBP będzie miał dwie okazje (10 i 24 czerwca) do nabycia kolejnej porcji długu, choć ostatnie skupy pokazały, iż zdecydowanie przeważa dług nieskarbowy.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Ubiegłotygodniowa decyzja Rady Polityki Pieniężnej o cięciu stóp procentowych do poziomu 0,1% w przypadku stopy referencyjnej odcisnęło swoje piętno na zachowaniu rynku długu także w tym tygodniu. Nasz scenariusz zakłada kontynuację, zainicjowanego majowym posiedzeniem Rady, spadku dochodowości wzduż całej krzywej i jej wystromieniem. Złoży się na to szereg czynników. Poza nowym historycznym minimum kosztu pieniądza będzie nim także decyzja Ministerstwa Finansów o braku sprzedaży nowego długu w tym miesiącu, a jedynie dwóch przetargach zamiany. Pierwsza z czerwcowych aukcji zamiany odbędzie się w piątek. Możliwe, iż w obliczu braku dopływu „nowych” obligacji sektor bankowy z większą niż dotychczas przychylnością będzie spoglądał w kierunku emisji długu Polskiego Funduszu Rozwoju i Banku Gospodarstwa Krajowego. Brak długu skarbowego przy rekordowej nadpłynności sektora bankowego - w miniony piątek padł nowy rekord sprzedanych 7-dniowych bonów pieniężnych NBP na kwotę ponad 150 mld PLN - i chęci optymalizacji podatku bankowego (nie są nim objęte skarbowe papiery wartościowe) sprawi, że dochodowość obligacji powinna się systematycznie obniżać. Niewykluczone, iż w czerwcu rentowność krótkoterminowych obligacji obniży się poniżej 0%, co na polskim rynku długu byłoby wydarzeniem bez precedensu. Wrażliwość długu na czynniki zewnętrzne oraz krajowe dane pozostanie niewielka z uwagi na „sztuczność” rodzimego rynku długu „strzeżonego” przez Narodowy Bank Polski i jego skup obligacji.
10Y DE (%)	Wycena Bundów oczekiwać będzie w tym tygodniu na wynik posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, który jednak nie powinien być odmienny od oczekiwań dalszego, niewielkiego złagodzenia polityki pieniężnej.
10Y US (%)	Wycena Treasuries jest stabilna. Zmienić tego nie powinny także bieżące wydarzenia, w tym piątkowy raport z amerykańskiego rynku pracy.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 01 czerwiec					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Maj	31.9		
14:00 Opis posiedzenia RPP	Polska	Kwiecień			
15:45 PMI w przemyśle	USA	Maj	36.1	39.8	
16:00 ISM w przemyśle	USA	Maj	41.5	43.0	
16:00 ISM nowych zamówień	USA	Maj	27.1		
Wtorek 02 czerwiec					
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Maj	34.5	36.8	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Maj	33.4	39.5	
Środa 03 czerwiec					
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Kwiecień	7.4%		
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA	22 maja	3.0%		
14:15 Raport ADP	USA	Maj	-20236k	-4000k	
15:45 PMI w usługach	USA	Maj	26.7	36.9	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Kwiecień	-16.6%	-17.2%	
16:00 ISM w usługach	USA	Maj	41.8	44.5	
Czwartek 04 czerwiec					
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Maj	16.2	31.4	
10:00 PMI w usługach	EZ	Maj			
11:00 Sprzedaż detaliczna wda r/r	EZ	Kwiecień	-9.2%		
13:45 Decyzja w sprawie stóp proc.	EZ	Czerwiec	0.00%	0.00%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	22 maja	2123k		
Piątek 05 czerwiec					
08:00 Zamówienia w przemyśle wda r/r	Niemcy	Kwiecień	-16.0%		
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Maj	-20500k	-4250k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Maj	14.7%	19.8%	
14:30 Płaca godzinowa	USA	Maj	7.9%		
Poniedziałek 08 czerwiec					
10:00 Indeks Sentix	EZ	Czerwiec			

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

Dane i prognozy

	2018	2019	2020	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420
PKB	5,1	4,1	-3,5	4,9	4,7	4,5	3,9	3,2	2,0	-10,0	-5,8	0,0
Stopa bezrobocia	5,8	5,2	9,0	5,8	5,9	5,2	5,1	5,2	5,4	7,1	7,9	9,0
Inflacja CPI (% r/r) **	1,6	2,3	3,2	1,4	1,2	2,4	2,8	2,8	4,5	-	-	-
Ropa naftowa Brent **	71,7	64,6	35,1	72,2	63,3	69,8	62,0	63,4	50,5	30,0	35,0	40,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	0,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,10	0,10	0,10
WIBOR 1M (%)	1,64	1,63	0,65	1,64	1,64	1,64	1,63	1,63	1,14	0,19	0,20	0,22
WIBOR 3M (%)	1,72	1,71	0,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,17	0,20	0,22	0,25
WIBOR 6M (%)	1,79	1,79	0,74	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,19	0,28	0,30	0,30
Obligacja 2-letnia (%)	1,33	1,50	0,90	1,33	1,80	1,62	1,52	1,50	1,55	0,15	0,13	0,10
Obligacja 10-letnia (%)	2,82	2,07	1,60	2,82	2,84	2,39	2,00	2,07	2,10	1,10	1,15	1,20
EUR/PLN	4,30	4,26	4,35	4,30	4,30	4,25	4,37	4,26	4,55	4,50	4,45	4,35
USD/PLN	3,76	3,80	3,92	3,76	3,84	3,73	4,00	3,80	4,15	4,13	4,05	3,92
GBP/PLN	4,79	5,00	4,95	4,79	5,00	4,73	4,93	5,00	5,11	5,10	5,00	4,95
EUR/USD	1,14	1,12	1,11	1,14	1,12	1,14	1,09	1,12	1,10	1,09	1,10	1,11
EURIBOR 3M	-0,36	-0,41	-0,40	-0,36	-0,35	-0,39	-0,42	-0,41	-0,23	-0,30	-0,35	-0,40
LIBOR 3M USD	2,81	1,91	0,50	2,81	2,60	2,32	2,09	1,91	1,35	1,10	0,75	0,50

* 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.