

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

12 października 2020

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Rozpoczynający się tydzień to przede wszystkim kończący się z dniem 15 października termin na ostateczne rozstrzygnięcia w sprawie umowy po brexicie. Przekroczenie tej daty doprowadzić może do niedotrzymania ustaleń zakładających wyjście Wielkiej Brytanii z UE z końcem tego roku. Uzupełnieniem wydarzeń będą informacje w sprawie rozwoju pandemii, która skutkuje wprowadzaniem kolejnych obostrzeń w wielu krajach. Nie bez znaczenia będą ponadto doniesienia w sprawie negocjacji politycznych nad kolejnym pakietem fiskalnym w USA. Uważamy, iż złoty pozostanie w tym tygodniu relatywnie stabilny. Na gruncie technicznym piątkowy ruch przyniósł złamanie bariery 4,47 i uruchomienie potencjału na umocnienie polskiej waluty. Potencjalny zakres spadku kursu EUR/PLN obejmuje dotarcie do poziomu 4,4350. W przypadku polskiego długu konsekwentnie oczekujemy presji na spadek dochodowości krótkiego końca krzywej i względnej stabilizacji 10-latk wokół poziomu 1,30%.

Najważniejsze dane tego tygodnia

Szczegóły wrześniowej inflacji

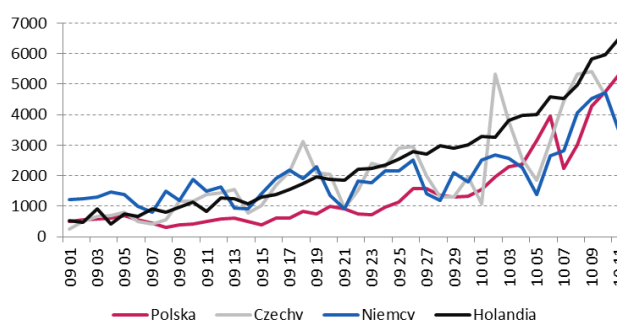
W czwartek GUS opublikuje szczegóły inflacji we wrześniu, która według szybkiego szacunku wzrosła do 3,2% r/r. Głównym źródłem niespodzianki był wzrost komponentu bazowego. Z jednej strony jest to efekt rosnących cen usług, na co wpływ mają koszty zabezpieczenia sanitarnego. Z drugiej natomiast, widoczny jest stopniowy wzrost cen towarów, który może odzwierciedlać rosnące koszty zaopatrzenia z zagranicy (środki transportu, artykuły wyposażenia mieszkania). W warunkach utrzymującego się popytu (dzięki silnemu impulsowi fiskalnemu udało się uniknąć gwałtownego wzrostu bezrobocia), firmy przerzucają część wyższych kosztów na konsumentów. W rezultacie inflacja pozostawać będzie na podwyższonych poziomach, choć w najbliższych miesiącach powinna się stopniowo obniżać, szczególnie na początku 2021 r.

Spowolnienie poprawy w USA uzewnętrznia potrzebę nowego stymulusa

W tym tygodniu poznamy dane z gospodarki USA. We wtorek opublikowany zostanie szacunek inflacji CPI we wrześniu, która według konsensusu rynkowego wyniosła 1,4% r/r wobec 1,3% r/r przed miesiącem. W piątek natomiast poznamy dane o wrześniowej sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej, które według mediany prognoz wzrosły nieznacznie względem sierpnia. Realizacja tych prognoz potwierdziłaby tylko powolną poprawę aktywności w gospodarce amerykańskiej, co odzwierciedlałoby potrzebę dalszej stymulacji fiskalnej, nad którą prace trwają w Kongresie. Odczyty te nie wpłyną na perspektywy polityki pieniężnej w USA, która w przewidywalnej przyszłości pozostanie stabilna.

Wykres tygodnia

Dzienne przyrosty zachorowań na COVID-19



*Szacunek Banku Millennium
Źródło: Macrobond, Bank Millennium

W ostatnim tygodniu nastąpił znaczący wzrost potwierdzonych zachorowań na COVID-19 w Polsce, ale także w innych krajach Unii Europejskiej. Rządy krajów i regionów wprowadzają w konsekwencji nowe obostrzenia. Wpływa to na oczekiwania wyhamowania w 4Q odbudowy koniunktury po lockdownie obowiązującym na wiosnę. Ze względu na koszty obostrzeń nie sądzimy jednak, aby skala restrykcji w Polsce powróciła do stanu z marca i kwietnia.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5524	1,2%
USD/PLN	3,9098	2,1%
CHF/PLN	4,2145	0,8%
EUR/USD	1,1644	-0,9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,20	0
WIBOR 3M	0,22	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,08	2
5Y	0,62	0
10Y	1,31	1

RS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,24	2
5Y	0,52	2
10Y	0,94	3

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,52	1
US 10Y	0,67	1

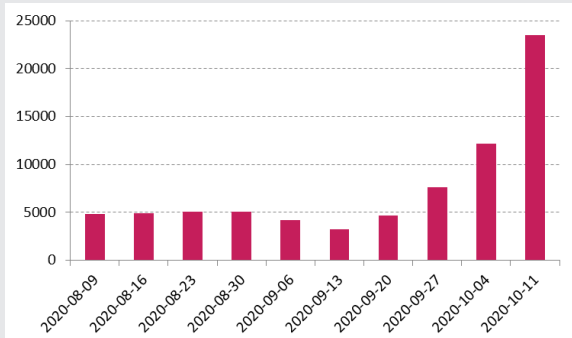
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	48891,5	0,9
S&P 500	3298,5	-0,6
Nikkei 225	23511,6	0,8

Źródło: Refinitiv

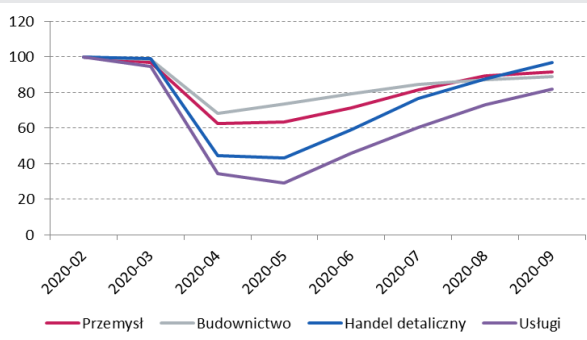
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

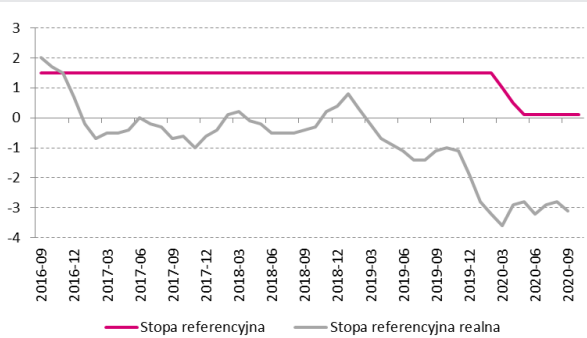
Przyrost zachorowań na COVID-19 w Polsce w poszczególnych tygodniach



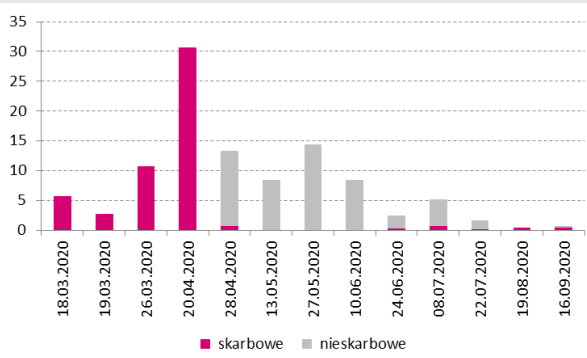
Wskaźniki koniunktury GUS dla Polski [luty 2020=100]



Stopa realna i nominalna stopa procentowa [%]



Odkup obligacji przez NBP [mld PLN]



Rząd wprowadza obostrzenia na terenie całego kraju...

Według danych Ministerstwa Zdrowia potwierdzono w niedzielę 11 października 4178 nowych przypadków zakażenia koronawirusem. W sobotę natomiast poinformowano o 5300 nowych zachorowań, co jest najwyższą liczbą od początku pandemii w Polsce. Z powodu narastającej liczby zakażeń od soboty, 10 października cała Polska stała się co najmniej żółtą strefą. 38 powiatów zostało natomiast oznaczonych jako czerwona strefa. W związku z tym w całej Polsce został przywrócony obowiązek noszenia maseczki w przestrzeni publicznej. Zasady żółtej strefy zaostrzają kryteria działalności m.in. lokali gastronomicznych, siłowni oraz wprowadzają nowe limity dotyczących uczestnictwa w zgromadzeniach, w tym imprezach sportowych i kulturalnych. Zasady czerwonej strefy są jeszcze bardziej rygorystyczne. Obejmują one m.in. zakaz działalności lokali gastronomicznych w godzinach 22-6 rano, zakaz organizacji targów i imprez kulturalnych. Wprowadzono ponadto zmiany w organizacji służby zdrowia. Rząd nie wykluczył, że jeśli przyrosty zachorowań dalej będą się nasilać to może rozpocząć się w kraju stan klęski żywiołowej. Ten został już wprowadzony w ub. tygodniu w Czechach, gdzie liczba wszystkich chorych na COVID-19 wynosi ok 61 tys. oraz w Madrycie. Inne kraje i regiony w Unii Europejskiej także zwiększają restrykcje związane z nasileniem pandemii. W niektórych miastach we Francji, gdzie przybywa ok. 15 tys. nowych przypadków zarażenia dziennie zostały całkowicie zamknięte puby, siłownie i kluby fitness. We Włoszech, podobnie jak w Polsce, wprowadzono powszechny obowiązek zakrywania nosa i ust w miejscach publicznych. Również w części największych miast Niemiec ograniczono działalność lokali gastronomicznych i rozrywkowych.

...a tempo odbicia koniunktury wyhamuje, co jednak jest zgodne z naszymi przewidywaniami

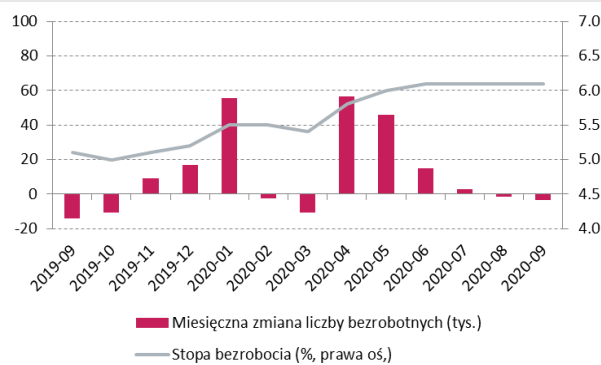
Nasilenie pandemii i wprowadzanie nowych obostrzeń będzie powodowało wyhamowanie tempa odbicia koniunktury w 4Q br. Co prawda wprowadzenie lockdownu w kształcie realizowanym na wiosnę jest mało prawdopodobne, jednak zalecenia dystansu społecznego, a także zmniejszenie mobilności społeczeństwa będą powodowały wyhamowanie konsumpcji, przede wszystkim usług. Scenariusz ten jest zgodny z naszymi oczekiwaniami i uwzględniony w naszej prognozie dynamiki PKB. Tym bardziej, że nasza prognoza spadku PKB w 4Q br. jest nieco bardziej pesymistyczna niż konsensus rynkowy. Zgonie z naszymi oczekiwaniami optymizm widoczny w danych za czerwiec i lipiec wynikał w dużej mierze z realizacji zaległego popytu. Potwierdzeniem tej tezy jest widoczne już we wrześniu wyhamowanie wydatków kartowych klientów Banku Millennium, w tym wydatków ja usług.

Polityka pieniężna w Polsce bez zmian

W ub. tygodniu we środę, tj. jeszcze przed danym o silnym przyroście zachorowań na Covid-19 odbyło się decyzyjne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Zgodnie z oczekiwaniami utrzymała ona dotychczasową politykę monetarną w Polsce. W szczególności stopa referencyjna pozostała na historycznie niskim poziomie 0,10%. Utrzymano także program odkupu obligacji Skarbu Państwa i obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa. Komunikat opublikowany po posiedzeniu był zbliżony do opublikowanego przed miesiącem. Rada zwraca w nim uwagę, że nowe dane wskazują na ożywienie gospodarcze w 3Q br. i spadek tempa ożywienia w sierpniu. Nowością jest fragment, w którym Rada zauważa, że zwiększona zachorowalność odbiła się na osłabieniu walut rynków wschodzących. Co więcej, Rada pisze, że „tempo ożywienia gospodarczego może być także ograniczane przez brak wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP”. Nowością jest dodanie do zdania słowa „trwalszego”, co biorąc pod uwagę wspomniane osłabienie złotego zmniejsza prawdopodobieństwo na reakcję ze strony Rady na kształtowanie się kursu walutowego.

Naszym zdaniem obecny kształt polityki pieniężnej będzie kontynuowany przez dłuższy czas, a prognozy tej nie zmienia zaostrzenie restrykcji

Dane o bezrobociu w Polsce



Źródło: Macrobond, MinFin, PAP, Bank Millennium

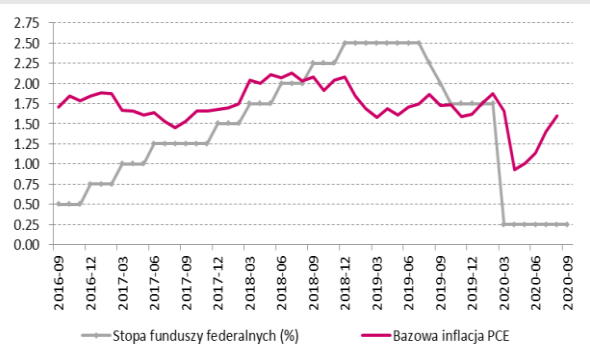
dotyczących życia społeczno-gospodarczego. Nie ulegają bowiem modyfikacji średniookresowe perspektywy inflacji, która utrzymywać się będzie w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego, prognozy odrobienia strat spowodowanych przez pandemię oraz tylko umiarkowane schłodzenie sytuacji na rynku pracy. W warunkach spodziewanego utrzymywania lub pogłębienia ultra-lagodnego nastawienia przez najważniejsze banki centralne na świecie Rada Polityki Pieniężnej, zwracając w komunikacie uwagę na kwestię kursową, będzie chciała uniknąć presji na umocnienie polskiej waluty, stąd perspektywa zaostrzenia retoryki jest w naszej ocenie odległą. Nie sądzimy ponadto, aby w warunkach ogromnej niepewności związanej z sytuacją pandemiczną i jej wpływu na wzrost gospodarczy oraz ceny, RPP zdecydowała się w nadchodzących miesiącach na sformułowanie forward-guidance dla stóp procentowych oraz programu odkupu obligacji. Prezes NBP A. Głapiński powiedział, że bank centralny jest gotowy do podejmowania kolejnych działań antykryzysowych, jeśli zajdzie taka potrzeba, czego nie można wykluczyć w warunkach nasilenia pandemii i wyhamowanie tempa odbudowy koniunktury. W naszej ocenie jednak bardziej skuteczne w obszarze stymulacji gospodarki będą modyfikacje narzędzie niekonwencjonalnych, szczególnie ukierunkowane na pobudzenie akcji kredytowej, a nie obniżki stóp procentowych, które już teraz znajdują się na jednym z najniższych poziomów na świecie. Opublikowany w piątek opis posiedzenia, które odbyło się jeszcze we wrześniu nie zmienia scenariusza dla oczekiwanej stabilizacji polityki pieniężnej w Polsce.

Ponowne wprowadzenie restrykcji będzie oddziaływało w kierunku wyższej stopy bezrobocia, choć nasza prognoza nie ulega zmianie

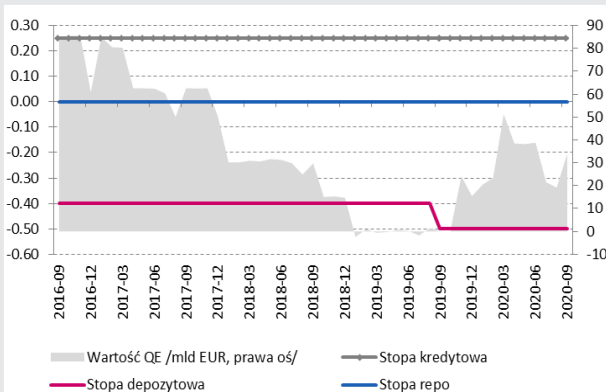
Według szacunków Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła we wrześniu 6,1%, czwarty miesiąc z rzędu. Dane te potwierdzają, że po zniesieniu lockdownu popyt na pracę uległ stabilizacji, co stanowi pozytywną niespodziankę. Jeszcze w marcu spodziewaliśmy się silniejszego wzrostu stopy bezrobocia z poziomu 5,1% odnotowanego tuż przed pandemią. Do stabilizacji rynku pracy przyczynia się relatywnie szybkie odbicie aktywności gospodarczej po zniesieniu lockdownu, a także rządowe programy wsparcia, zwłaszcza Tarcza finansowa, której konstrukcja stanowi zachętę dla firm do utrzymywania zatrudnienia. W naszej opinii jednak nie uda się uniknąć pewnego wzrostu stopy bezrobocia w ostatnich miesiącach tego roku wraz z wyhamowaniem tempa poprawy aktywności gospodarczej. Podtrzymujemy naszą prognozę, że na koniec tego roku stopa bezrobocia wzrośnie do 6,8% z 6,1%, choć część tej zmiany należy przypisać regularnym czynnikom sezonowym.

Makro - zagranica

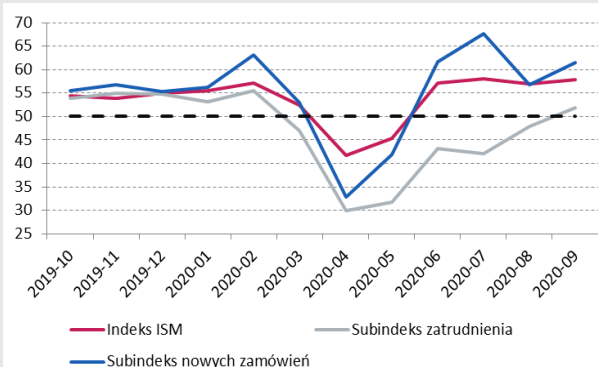
Stopa procentowa w USA [%] i inflacja bazowa PCE [% r/r]



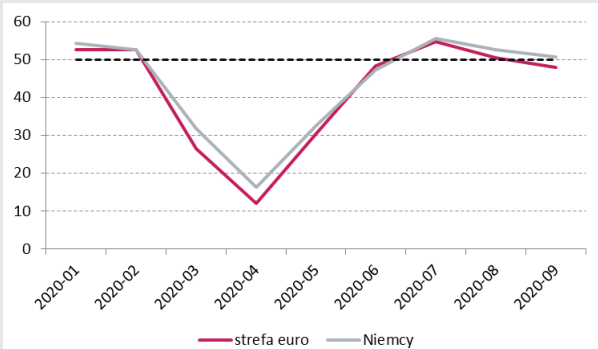
Polityka pieniężna w strefie euro



Indeks ISM dla usług w USA [pkt]



Wskaźnik PMI dla usług w Niemczech i w całej strefie euro [pkt]



Minutki z posiedzeń Fed i EBC nie wpływają na perspektywy polityki pieniężnej w USA i strefie euro

W ub. tygodniu opublikowane zostały protokoły z wrześniowych posiedzeń Fed i Europejskiego Banku Centralnego. Nie dostarczają one istotnych informacji, które mogłyby zmienić perspektywy polityki pieniężnej w USA i w strefie euro. Warto jednak odnotować obawy amerykańskich bankierów centralnych że możliwy „*brak dalszego wsparcia fiskalnego zaostreżyłby trudności gospodarcze w społecznościach mniejszościowych i ludności o niższych dochodach*”. Konieczność dalszej stymulacji fiskalnej podkreślił w ub. tygodniu szef Fed. J.Powell, który powiedział, że „*Zbyt małe wsparcie może prowadzić do słabego ożywienia, przysparzając niepotrzebnych trudności gospodarstwu domowemu oraz przedsiębiorstwom*”. Tymczasem w ub. tygodniu w USA trwała istna saga dotycząca programu luzowania fiskalnego. W poniedziałek napływające komentarze sugerowały, że udało się przełamać impas w rozmowach, a uchwalenie pakietu jest blisko, gdy już we wtorek D.Trump poinformował o wycofaniu negocjatorów i chęci przegłosowania pakietu już po wygranych - jego zdaniem - wyborach prezydenckich w listopadzie. W środę prezydent USA chciał porozumienia dla niektórych pomysłów zawartych w planie, natomiast wczoraj administracja prezydenta USA powróciła do rozmów na temat całościowego pakietu stymulacji. W przypadku sprawozdania po posiedzeniu EBC warto przypomnieć, że w ocenie Rady Prezesów umocnienie euro wpływa na perspektywę inflacji w strefie euro. EBC powtórzył j, iż jednak nie celuje określony kurs euro, to wycena wspólnej waluty jest „*istotnym determinantem dla sytuacji inflacyjnej w strefie euro*”.

Poprawa sytuacji epidemicznej we wrześniu sprzyjała przyspieszeniu poprawy aktywności w usługach USA...

Indeks ISM dla usług w USA wzrósł we wrześniu do 57,8 pkt z 56,9 pkt przed miesiącem. Dane te wskazują, że poprawa koniunktury w amerykańskim sektorze usług pod koniec 3Q br. uległa przyspieszeniu. W szczególności uwagę zwraca wzrost subindeksu zatrudnienia, który we wrześniu po raz pierwszy od początku pandemii przewyższył neutralny poziom 50,0 pkt. Wraz ze stabilizacją przyrostu nowych zachorowań na COVID-19 i częściowym znoszeniem obostrzeń w niektórych regionach koniunktura w największym sektorze gospodarki USA ulega poprawie. Pozytywną informacją jest także przyspieszenie wzrostu nowych zamówień, co, przy założeniu braku eskalacji pandemii, stanowi dobry prognostyk dla aktywności w usługach w ostatnim kwartale tego roku. Ryzykiem dla niej pozostaje przyspieszenie wzrostu zachorowań na COVID-19.

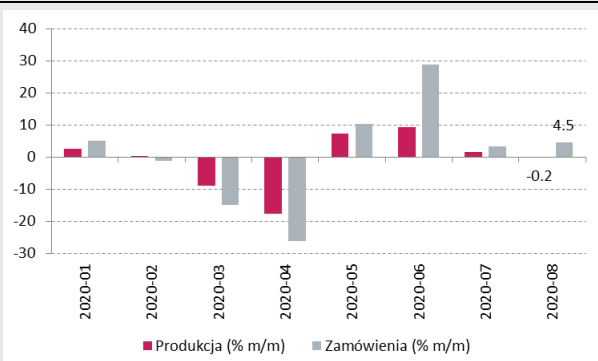
..., czyli zupełnie inaczej niż w strefie euro

W finalnym wyliczeniu za wrzesień indeks PMI dla usług w Niemczech został zrewidowany w górę do 50,6 pkt ze wstępnych danych wynoszących 49,1 pkt. Korekta w górę dla Niemiec sprzyjała podniesieniu indeksu PMI dla usług w całej strefie euro do 48,0 pkt z 47,6 pkt. Pomimo rewizji w górę indeksy te kształtują się poniżej poziomów odnotowanych w sierpniu. Poziomy indeksów PMI dla największych gospodarek strefy euro pozostają zróżnicowane. Jedynie dla usług w Niemczech przewyższa on neutralny poziom 50,0 pkt. Najniższą wartość odnotowano natomiast dla Hiszpanii, dla której usługowy wskaźnik PMI spadł do 42,4 pkt z 47,7 pkt w sierpniu. Dane te wskazują, że nasilenie pandemii oraz wprowadzanie w niektórych regionach obostrzeń znacząco ogranicza nastroje w sektorze. Biorąc pod uwagę, że pandemia nie słabnie budzi to obawy o odbicie aktywności w największym sektorze tych gospodarek w 4Q br.

Sierpniowe dane o produkcji przemysłowej w Niemczech mało optymistyczne

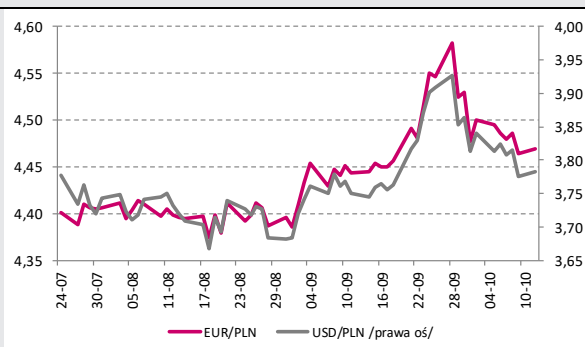
Produkcja przemysłowa w Niemczech spadła (po korekcie sezonowej) w sierpniu o 0,2% m/m, po wzroście o 1,4% r/r w lipcu. Natomiast w stosunku do analogicznego miesiąca ub. roku produkcja w przemyśle była niższa o 9,6% r/r (w lipcu spadek był zbliżony i wyniósł 10,0% r/r). Dana te wskazują, że aktywność w niemieckim sektorze wytwórczym wyhamowała, po okresie maj-lipiec, gdy nadrobiła zaległości poniesione w okresie lockdownu w marcu i kwietniu. Dane stoją w sprzeczności z indeksem PMI dla tego sektora

Produkcja i zamówienia w przemyśle Niemiec [% m/m]

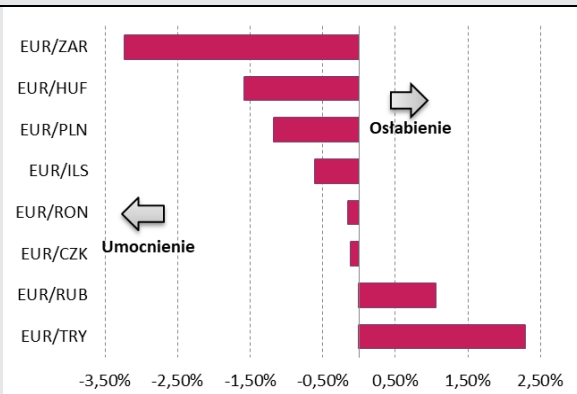


w Niemczech, który w sierpniu wyniósł 52,2 pkt przekraczając granicę 50 pkt oddzielającą ożywienie od spowolnienia. Można przypuszczać, że rozbieżność ta wynika z pewnych zaburzeń w łańcuchach dostaw półproduktów lub organizacji produkcji w okresie wakacyjnym, niemniej wczorajsze dane o zamówieniach w tym sektorze nie napawają zbytnim optymizmem. Sądzymy, że w przypadku Niemiec, podobnie jak dla Polski, sektor wytwórczy będzie jednak powoli zwiększał aktywność, wraz ze stopniową odbudową konsumpcji i wymiany handlowej na świecie.

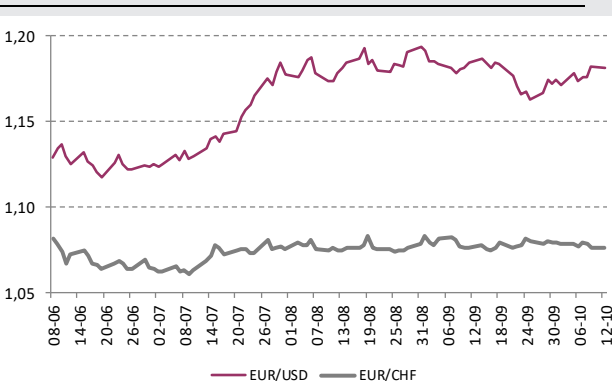
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



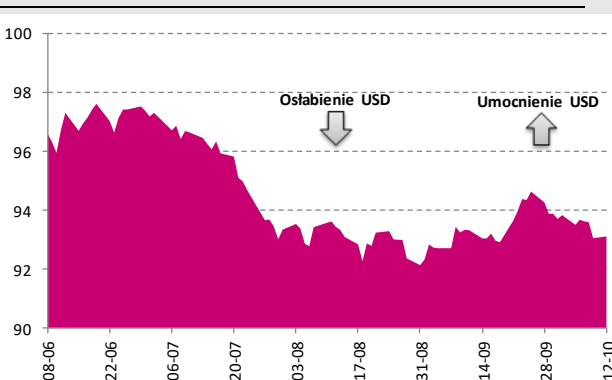
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

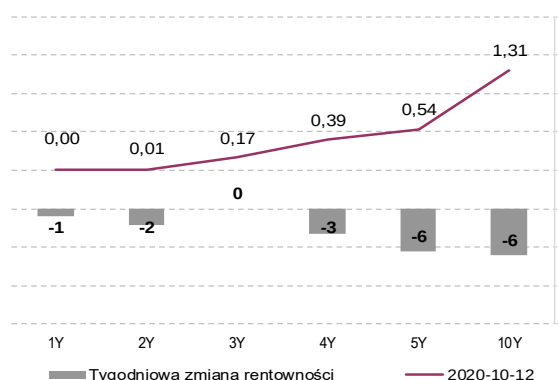
Rynek walutowy

Przez większość ubiegłego tygodnia kurs EUR/PLN pozostawał stabilny realizując naszą prognozę. Dopiero w piątek złoty wykorzystał wyższą eurodolara powyżej poziomu 1,18 do wyznaczenia 3-tygodniowego minimum na poziomie 4,4650 za EUR, coraz bardziej oddalając się od widocznej jeszcze na koniec września bariery 4,60. Co istotne dla dalszych losów pary EUR/PLN, to naruszenie dolnej linii trendu, które uruchomić może potencjał do spadku notowań nawet do poziomu 4,40 (z wcześniejszymi przystankami na 4,4428 i 4,41). Złoty nie był pod koniec ubiegłego tygodnia odosobniony w umocnieniu. Na wartości zyskiwał między innymi węgierski forint (trzeci dzień z rzędu), czy czeska korona (powrót od umocnienia). Na globalnych rynkach walutowych - tak jak wspomnieliśmy - doszło do wzrostu notowań eurodolara w związku z ponownie rosnącymi szansami na rychłe uruchomienie pakietu fiskalnego w USA. Inwestorzy „przetrzymali” zawirowania, gdy D.Trump niemal z każdym dniem zmieniał zdaniem, co do gotowości porozumienia politycznego. Ostatecznie zadeklarował chęć szybkiego uchwalenia pakietu stymulacyjnego dla amerykańskiej gospodarki. W rezultacie kurs EUR/USD przełamał barierę 1,18.

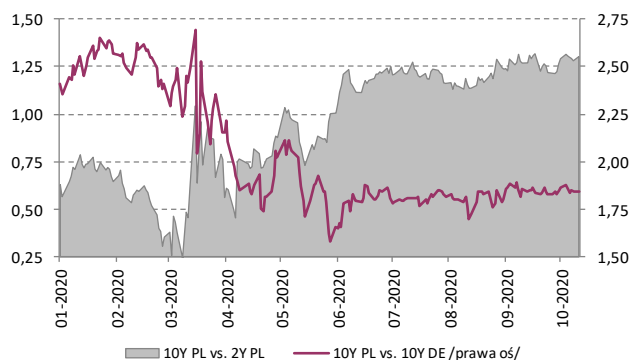
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Waluty regionu Europy Środkowo-Wschodniej próbują wykorzystać wzrost eurodolara do wzrostu swojej wartości. Nie inaczej wygląda to w przypadku pary EUR/PLN, która po złamaniu bariery 4,47 uruchomiła kilkugroszowy potencjał do zniżki. Może to nieco dziwić w sytuacji rosnącego ryzyka towarzyszącego rozwojowi pandemii na świecie i wprowadzaniu przez kolejne kraje restrykcji. Złoty oraz pozostałe waluty regionu CEE są jednak już w znacznym stopniu uodpornione na taki scenariusz. Podobnie w niewielkim stopniu reagują na spekulacje towarzyszące negocjacom po brexitie. Z tego powodu możliwa jest na gruncie technicznym niewielka zniżka notowań EUR/PLN w tym tygodniu. Jej zakres szacujemy na poziom 4,4428, a nawet 4,41 (w skrajnie optymistycznym scenariuszu uwzględniającym zarówno pozytywny finał negocjacji brexitowych, jak i porozumienie polityczne w USA w sprawie nowego pakietu fiskalnego). Przy tak dynamicznie zmieniającym się otoczeniu nie uważamy natomiast, by oczekiwana niewielka zniżka notowań EUR/PLN miała mieć charakter trwały.
USD/PLN	↓	Wyznaczone w ubiegłym tygodniu miesięczne minimum kursu USD/PLN (3,7650) wcale nie musi być w naszej ocenie kresem zniżki notowań. Korzystnie na gruncie technicznym wygląda bowiem sytuacja zarówno pary EUR/PLN, jak i eurodolara. Liczymy zatem, że w najbliższych dniach notowania USD/PLN obniżą się do 3,7275 lub 3,70.
EUR/USD	↑	Przybierająca na sile pandemia w Europie nie stanowi obecnie większego zmartwienia dla notowań euro. Wspólna waluta mimo wprowadzania obostrzeń przez niektóre kraje Starego Kontynentu zyskuje na wartości. Wzrostowy ruch eurodolara nie jest jednak w naszej ocenie zbudowany na sile euro, a słabości dolara rozumianej jako konieczność dodatkowego wsparcia gospodarki USA. Nie oczekujemy przy tym, by wyższa eurodolara miała mieć dynamiczny charakter. Według nas będzie to raczej spokojny ruch w kierunku wyższych poziomów z ograniczeniem na poziomie 1,1880 (a więc ruch niewielki w stosunku do bieżących poziomów). Czynnikiem ryzyka pozostaje rozwój negocjacji brexitowych.

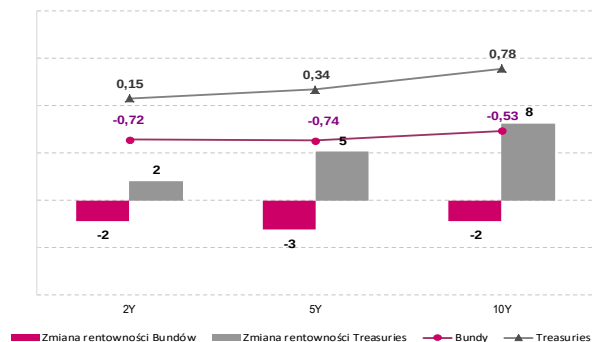
Rentowność obligacji krajowych [%]



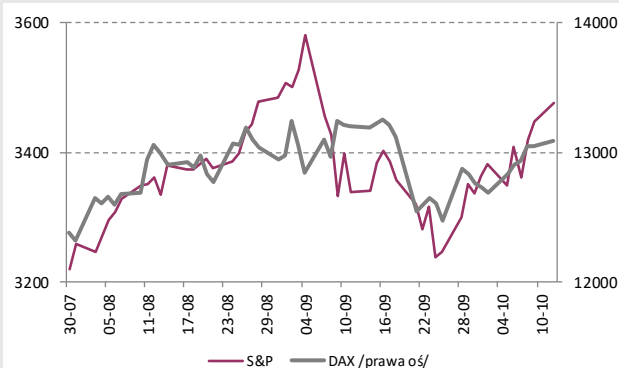
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

W ubiegłym tygodniu doszło do spadku dochodowości długiego końca krzywej motywowanego częściowo zmianami na rynku niemieckiego Bunda. W rezultacie rentowność polskiej 10-latki obniżyła się o 6 bps do 1,31%. O tyle samo, lecz do 0,54% zniżkowała dochodowość 5-letniego benchmarku. Rosnące zainteresowanie nieco dłuższymi tenorami niż 2- czy 3-lata wynika z faktu, iż inwestorzy poszukują wyższych rentowności niż np. roczny, czy 2-letni papier z rentownością 0,0% lub 0,03%. Wspomniane papiery o krótszych terminach zapadalności zniżkowały w ostatnich dniach zdecydowanie słabiej niż 10-latka. W przypadku 2-latki jednak nawet spadek o 2 bps do 0,03% oznaczał wyznaczenie historycznego minimum. Warto wspomnieć, że w ubiegłym tygodniu przejściowo krótki koniec krzywej osiągnął poziom 0,00%. Wydarzeniami tygodnia na rynku pierwotnym był przetarg zamiany podczas którego Ministerstwo Finansów sprzedało papiery OK0423, PS0425, WZ1126, WZ1129, DS1030 za bliską naszym oczekiwaniom kwotę 3,83 mld PLN oraz odkupiło obligacje DS1020, WZ0121, PS0421, OK0521 i PS0721 łącznie za 3,77 mld PLN. Odkup papierów przyszłorocznych oraz jednej tegorocznej serii pozwolił na wzrost odpowiednio finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych (do ok. 99%) oraz prefinansowania potrzeb przewidzianych na 2021 rok (około 9% wg projektu ustawy budżetowej na 2021). W minionym tygodniu dług o wartości ponad 3,0 mld PLN uplasował Bank Gospodarstwa Krajowego. Na bazowych rynkach długu jak już wspomnieliśmy doszło do spadku rentowności 10-latki niemieckiej o 2 bps do -0,53%. W przeciwnym kierunku poruszała się natomiast 10-latka amerykańska, która wzrostem o 8 bps do 0,78% wyznaczyła tygodniowy szczyt. Motorem napędowym zmian na rynku Treasuries w ostatnim czasie są informacje na temat pakietu fiskalnego w USA. Rosnące prawdopodobieństwo kolejnego poluzowania fiskalnego generuje presję na wzrost dochodowości amerykańskich skarbowych papierów ze względu na konieczność podwyższenia ich emisji celem sfinansowania pakietu pomocy gospodarce Stanów Zjednoczonych.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Niezmiennie od kilku tygodni stabilizacja notowań 10-latki polskiej jest naszym zdaniem nadal najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Złoży się na to przede wszystkim niska płynność rynku (obroty koncentrują się na obligacjach o krótszym terminie zapadalności) oraz brak impulsów z rynku niemieckiego. Fluktuacja wokół poziomu 1,30% jest naszym scenariuszem bazowym. Raz jeszcze w naszej ocenie ciekawiej prezentować się powinny notowania krótkiego końca krzywej, który pozostaje pod ciężarem nadpłynności sektora bankowego i wyznacza nowe historyczne minimum z każdym tygodniem. W najbliższych dniach byłoby to szczególnie istotne, gdyż nowe historyczne minimum 2-latki wiązałoby się z koniecznością wejścia na ujemne terytoria. W teorii sprzyjać temu mogą wypowiedzi jednego z bardziej łagodnie usposobionych członków Rady Polityki Pieniężnej. Wskazują one na możliwość ujemnego poziomu stóp procentowych w Polsce, choć sam członek Rady przypisuje takiemu scenariuszowi małe prawdopodobieństwo.
10Y DE (%)	Wycena Bunda od dłuższego czasu nie zmienia się w sposób diametralny. Poziom -0,54% wydaje się być optymalny na najbliższe dni. Nieco zmienności może pojawić się w zależności od postępów negocjacji umowy między Wielką Brytanią a UE w sprawie brexitu.
10Y US (%)	Wycena amerykańskiego długu uzależniona jest od napływających informacji w sprawie negocjacji nad pakietem politycznym. W dużej mierze mimo braku przełomu scenariusz kolejnej stymulacji amerykańskiej gospodarki jest już uwzględniony w cenach, stąd nie liczymy w najbliższych dniach na zmienność Treasuries z tego powodu.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 12 października					
Brak istotnych publikacji					
Wtorek 13 października					
Eksport r/r	Chiny	Wrzesień	9.5%	10.0%	
Import r/r	Chiny	Wrzesień	-2.1%	0.0%	
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Październik	77.4	74.0	
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Wrzesień	1.3%	1.4%	
Środa 14 października					
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA	09 paź.	4.6%		
14:00 Rachunek obrotów bieżących EUR	Polska	Wrzesień	1620m	1200m	955m
Czwartek 15 października					
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Wrzesień	2.9%	3.2%	
14:30 Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	09 paź.	840k	800k	
Piątek 16 października					
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Wrzesień	-0.2%	-0.3%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Wrzesień	4.0%	4.2%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Wrzesień	0.6%	0.5%	
15:15 Produkcja przemysłowa	USA	Wrzesień	0.4%	0.4%	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Październik	80.4	81.0	
Poniedziałek 19 października					
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Wrzesień	-1.5%	-1.1%	1.3%
10:00 Płace r/r	Polska	Wrzesień	4.1%	4.4%	4.3%

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

Dane i prognozy

	2019	2020	2021	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420	1Q21	2Q21	3Q21	Q421
PKB	4,1	-3,5	4,4	3,2	2,0	-8,2	-3,0	-4,2	-	-	-	-
Stopa bezrobocia	5,2	6,8	6,4	5,2	5,4	6,1	6,1	6,8	7,0	6,6	6,3	6,4
Inflacja CPI (% r/r) **	2,3	3,5	2,2	2,8	4,5	3,2	3,0	3,1	1,9	2,5	2,4	2,2
Ropa naftowa Brent **	64,6	42,5	47,6	63,4	50,5	33,6	41,0	45,3	46,5	47,5	48,0	48,2
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	0,23	0,24	1,71	1,17	0,26	0,22	0,22	0,22	0,23	0,23	0,24
WIBOR 6M (%)	1,79	0,28	0,30	1,79	1,19	0,28	0,26	0,27	0,27	0,28	0,29	0,30
Obligacja 2-letnia (%)	1,50	0,10	0,15	1,50	1,55	0,15	0,09	0,10	0,10	0,10	0,12	0,15
Obligacja 10-letnia (%)	2,07	1,40	1,60	2,07	2,10	1,35	1,35	1,40	1,45	1,50	1,55	1,60
EUR/PLN	4,26	4,35	4,30	4,26	4,55	4,47	4,52	4,40	4,35	4,30	4,30	4,30
USD/PLN	3,80	3,70	3,70	3,80	4,15	3,98	3,85	3,74	3,70	3,70	3,70	3,70
GBP/PLN	5,00	4,95	5,00	5,00	5,11	4,89	4,94	4,95	4,95	4,95	5,00	5,00
EUR/USD	1,12	1,18	1,16	1,12	1,10	1,12	1,17	1,18	1,18	1,16	1,16	1,16
EURIBOR 3M	-0,41	-0,45	-0,45	-0,41	-0,23	-0,43	-0,52	-0,50	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45
LIBOR 3M USD	1,91	0,25	0,30	1,91	1,35	0,30	0,23	0,25	0,25	0,25	0,26	0,30

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium ** średnio w okresie
Źródło: GUS, NBP, Refinitiv, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.