

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

19 października 2020

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Kurs EUR/PLN pozostaje zmienny. Obecnie wykorzystuje lepsze nastroje światowe zbudowane nadziejami na uchwalenie nowego pakietu fiskalnego w USA oraz wynikami chińskiej gospodarki. W rezultacie, kurs EUR/PLN zawrócił z poziomu 4,58 widocznego jeszcze podczas piątkowych notowań i obecnie porusza się około 5 groszy niżej. Uważamy, iż w kolejnych dniach ma potencjał do zniżki w kierunku 4,5250. Niewielki potencjał do umocnienia polskiej waluty istnieje pod warunkiem braku nowych niesprzyjających informacji z otoczenia. Na gruncie makro w tym tygodniu poznamy liczne dane z krajowej gospodarki za wrzesień, choć w obliczu postępującej pandemii ich rynkowy wpływ może być ograniczony. Bardziej istotne mogą być odczyty za październik wskazujące już na skalę pogorszenia na skutek częściowego lockdownu? Wsparciem dla złotego mogą okazać się rozwiązania w sprawie pomocy dla niektórych branż dotkniętych najnowszymi obostrzeniami, jakie na ten tydzień zapowiedział rząd.

Najważniejsze dane tego tygodnia

W tym tygodniu dane z gospodarki realnej we wrześniu

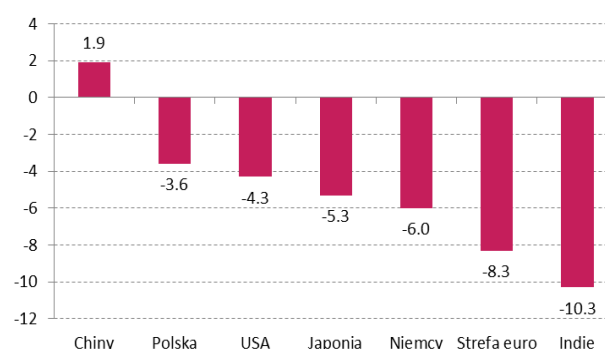
Ten tydzień przyniesie publikację kolejnych danych z krajowej gospodarki za wrzesień, wskazujących kontynuację odbudowy koniunktury. Dynamika produkcji przemysłowej w naszej ocenie przyspieszy do 3,4% r/r, natomiast sprzedaży detalicznej do 3,3% r/r, wpisując się w obraz odrabiania strat z lockdownu. Większą niepewnością obciążone są wyniki budownictwa, ze względu na wygasanie inwestycji infrastrukturalnych. Koniunktura gospodarcza w kolejnych miesiącach obciążona jest większym ryzykiem, ponieważ nasilenie pandemii pogarsza perspektywy gospodarki. Zamiast spodziewanego wzrostu (mierząc q/q), gospodarka skurczy się względem trzeciego kwartału. Najsilniej odczuje to sektor usług, bezpośrednio dotknięty skutkami mniejszej mobilności społeczeństwa. Pomimo pogłębienia w 4Q, recesja w całym roku będzie jednak mniejsza niż obawiano się na początku kryzysu. Nasilenie pandemii zwiększa jednak ryzyko dla wzrostu gospodarczego i bezrobocia w przyszłym roku.

Jak znacząco nasilenie pandemii wpłynęło na nastroje w strefie euro?

W piątek poznamy wstępne wyliczenia za październik indeksów PMI dla przemysłu i usług w Niemczech oraz w całości strefy euro. Wobec nasilenia pandemii oraz nałożenia nowych obostrzeń nastroje w obu sektorach najprawdopodobniej pogorszą się, choć utrzyma się nieco inna ocena sektora przemysłowego, który według konsensusu prognoz kontynuuje w październiku ożywienie (indeksy PMI powyżej 50 pkt.), sektor usług natomiast bardziej odczuwa skutki pandemii i samoizolacji konsumentów. W związku z tym indeksy dla tego sektora jeszcze bardziej oddalą się w dół od neutralnej bariery 50 pkt. Dane te obok opublikowanego już indeksu Zew będą sygnalizować obniżenie się PKB w 4Q br. względem okresu czerwiec-wrzesień.

Wykres tygodnia

Prognoza PKB w 2020 r. wg. MFW (%)



PKB w Chinach wzrósł w 3Q br. o 4,9% r/r po wzroście o 3,2% r/r kwartał wcześniej. Oznacza to, że po trzech kwartałach tego roku PKB był wyższy niż przed rokiem o 0,7%. Chiny odrobiły straty poniesione w wyniku pandemii i lockdownu, a ich perspektywy są dużo lepsze niż dla innych największych gospodarek. Koniunktura w Chinach dobrze rokuje dla wymiany handlowej na świecie. W szczególności zmniejszają się obawy o zakłócenia dostaw z Państwa Środka.

*Szacunek Banku Millennium
Źródło: Macrobond, Bank Millennium

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	-0,01	-2
5Y	0,50	-4
10Y	1,29	0

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

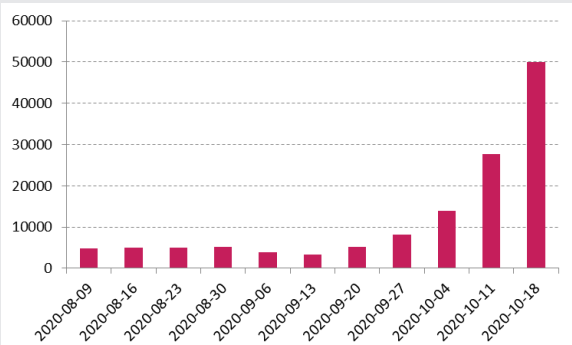
Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,52	1
US 10Y	0,67	1

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

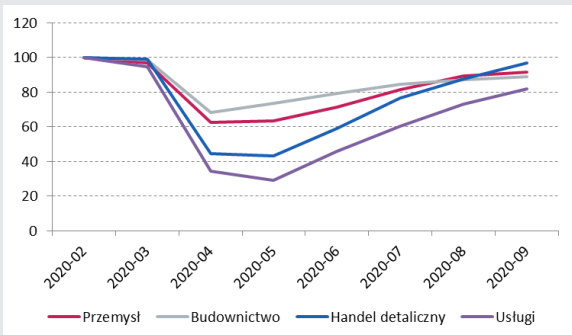
Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

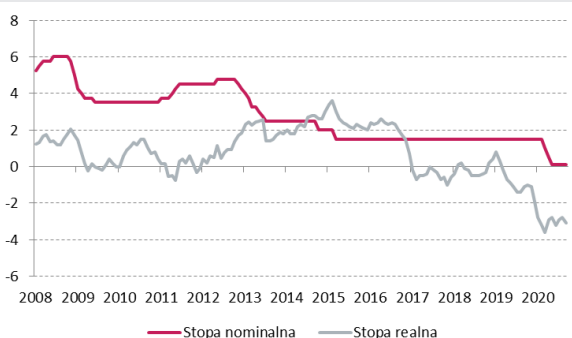
Przyrost zachorowań na COVID-19 w Polsce w poszczególnych tygodniach



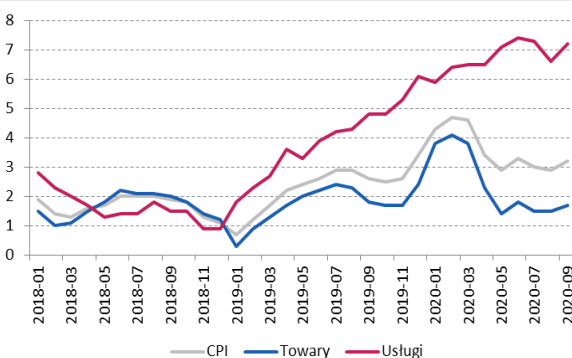
Wskaźniki koniunktury GUS dla Polski [luty 2020=100]



Stopa realna i nominalna stopa procentowa [%]



Inflacja CPI, cen dóbr i cen usług [% r/r]



Makro - kraj

Rząd zaostrza restrykcje w walce z koronawirusem...

W ub. tygodniu liczba potwierdzonych przypadków zakażeń koronawirusem zwiększyła się o 50 tys. po przyroście o 27,7 tys. tydzień wcześniej. W związku z wykładniczym wzrostem zachorowań rząd zaostrzył środki przeciwdziałania pandemii. Od soboty liczba powiatów objętych tzw. czerwoną strefą wzrosła do 152 z 38, obejmując blisko połowę wszystkich powiatów w Polsce. Na obszarze tym zamieszkuje jednak ok. 70% ludności Polski. Zmieniono również regulacje w ramach czerwonych i żółtych stref. Według nich w całej Polsce skrócono godziny pracy lokali gastronomicznych od 06:00 do 21:00, całkowicie zamknięto siłownie, kluby fitness i pływalnie, a wydarzenia sportowe mogą się odbywać bez udziału publiczności. W czerwonej strefie dodatkowo wprowadzono ograniczenia liczby osób w placówkach handlowych, edukację zdalną na poziomie ponadpodstawowym i wyższym. Podczas konferencji premier M. Morawiecki powiedział, że rząd nie planuje ponownego wprowadzania całkowitego lockdownu oraz chciałby uniknąć konieczności edukacji zdalnej dla młodszych dzieci, ale wykluczyć takiego scenariusza nie może. W jego wypadku wprowadzone zostałyby ponownie uruchomione zasiłki opiekuńcze.

...co spowoduje skurczenie się gospodarki w 4Q...

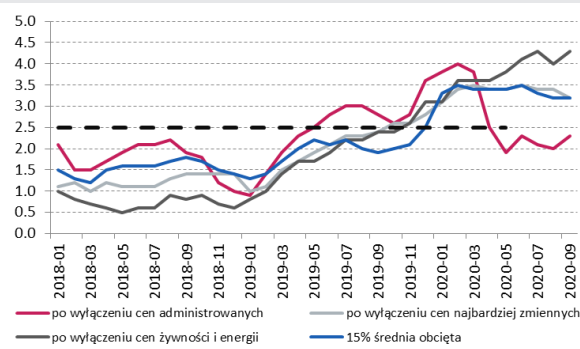
Skutki ekonomiczne wprowadzonych obostrzeń będą mniej dotkliwe niż lockdownu wprowadzonego wiosną, jednak wyraźnie wpłyną na ścieżkę wychodzenia z kryzysu. Samoizolacja społeczna i zmniejszona mobilność Polaków będą przekładały się na ograniczenie konsumpcji, szczególnie usług. Opublikowany pod koniec ubiegłego tygodnia raport Googla o mobilności wskazuje na wyraźny spadek przemieszczania się Polaków, co widocznej jest w mniejszej liczbie wizyt w sklepach, restauracjach, a także mniejszą aktywność transportu publicznego. W rezultacie, perspektywy konsumpcji pogorszą się, nawet jeśli nie zostanie wprowadzony twardy lockdown. Obecne obostrzenia powinny mieć mniejszy wpływ na przemysł, ponieważ nie jest planowane całkowite zamknięcie granic, a ożywienie gospodarki Chin i wyciszenie tam pandemii powinny utrzymać łańcuchy dostaw, które były zrywane podczas pierwszej fali pandemii, kiedy gospodarka chińska znajdowała się w lockdownie. Ryzykiem dla sektora przemysłu i usług jest natomiast silny przyrost nowych zachorowań, a w rezultacie liczby osób objętych kwarantanną. To może ograniczyć dostępność pracowników i zmniejszyć moce wytwórcze. Obecnie na kwarantannie przebywa ok. 304 tys. osób, a na początku października było to ok. 130 tys. osób.

W efekcie, zamiast kontynuacji wzrostu, 4Q przyniesie spadek PKB względem 3Q i pogłębienie recesji w ujęciu rocznym. Dane o wysokiej częstotliwości o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej wskazywały na silne ożywienie w okresie czerwiec-sierpień. Nie zmieniliśmy wówczas naszych prognoz PKB, widząc pewne zagrożenia wynikające z ewolucji pandemii oraz wysokiej niepewności i zmienności danych miesięcznych. W rezultacie, nasza prognoza spadku o 3,5% w 2020 roku pozostaje aktualna. W poszczególnych kwartałach nastąpiły pewne zmiany (mniejszy spadek w III kw. i głębsza recesja w IV kw.), jednak prognoza na cały rok pozostaje realistyczna. Sytuacja pandemiczna stwarza natomiast zagrożenia dla wzrostu PKB w 2021 r., które obecnie szacujemy się na 4,4%. Zmiany strukturalne i zmiany nawyków konsumentów, będące efektem pandemii (m.in. mniejsza częstotliwość wizyt w kinach, fitness klubach, restauracjach wywołają trwałe zmiany w gospodarce, które mogą wpłynąć na dynamikę PKB w dłuższym okresie.

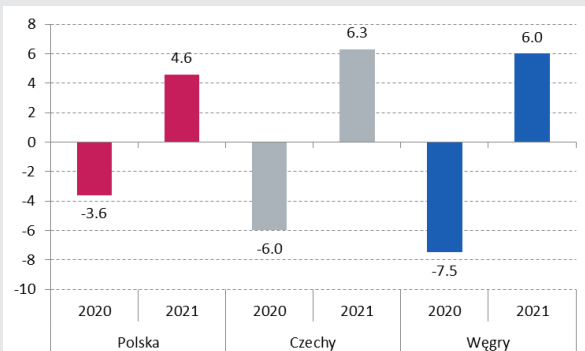
...choć w wyraźnie mniejszej niż w 2Q

Lepsza sytuacja Chin - epidemiczna i ekonomiczna - jest jednym z czynników, który powinien powodować, iż skutki ekonomiczne obecnej fali pandemii powinny być mniejsze niż na wiosnę. Dodatkowo zwrócić uwagę należy na znacznie lepszą niż na początku roku sytuację płynnościową firm. W rezultacie, według badania Polskiego Instytutu Ekonomicznego, blisko 2/3 firm ocenia swoją płynność finansową jako dostateczną, by przetrwać okres powyżej 3 miesięcy. W kwietniu odsetek ten nie przekraczał 40%. To niewątpliwie efekt pakietów pomocowych rządu i szeroko rozumianej

Inflacja bazowa [% r/r]



Prognozy MFW dynamiki PKB w 2020 i 2021 r.



Źródło: Macrobond, MinFin, PAP, Bank Millennium

ekspansywnej polityki gospodarczej, czego odzwierciedleniem są rekordowo niskie stopy procentowe, jedne z najniższych na świecie, a także silny wzrost deficytu sektora finansów publicznych (do ok. 12% PKB w 2020 z 0,7% PKB w 2019). Z tego też powodu pogorszenie nastrojów firm i konsumentów powinno być mniejsze.

Pandemia może mieć trwalszy wpływ na polski rynek pracy

Przeciętna liczba etatów w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu br. wzrosła względem sierpnia o 17,4 tys. po wzroście o 43 tys. miesiąc wcześniej, choć przeciętna liczba etatów nie powróciła do poziomów z lutego (była niższa o 133,5 tys.). Roczna dynamika zatrudnienia poprawiła się do -1,2% z -1,5% przed miesiącem. Pozytywną niespodzianką okazała się natomiast roczna dynamika przeciętnego wynagrodzenia, która wyniosła 5,6% r/r wobec 4,1% r/r przed miesiącem.

Dane te wskazują na kontynuację poprawy sytuacji na rynku pracy pod koniec 3Q br. i stanowią dobry punkt wyjścia dla oczekiwanego pogorszenia popytu na pracę w przyszłości. Znaczący wzrost zachorowalności na Covid-19 w październiku oraz wzrost liczby osób objętych kwarantanną mogą odbić się na wskaźniku zatrudnienia, tak jak miało to miejsce na wiosnę. Biorąc jednak pod uwagę nieco łagodniejsze restrykcje skala tego wpływu będzie mniejsza niż podczas pierwszego lockdownu. W nieco dłuższej znaczące nasilenie pandemii zwiększa ryzyko dla sytuacji na rynku pracy. Życie gospodarcze będzie zmuszone zapewne do trwalszego dostosowania się do sytuacji epidemicznej. W takich warunkach bilans kosztów i korzyści z utrzymywania zatrudnienia będzie stał się coraz mniej korzystny dla pracowników, co najprawdopodobniej będzie skutkowało zmniejszeniem popytu na pracę i nieco silniejszym wzrostem bezrobocia. Naszym zdaniem dotyczy to głównie części usług (branże rozrywkowe, kulturalne, eventowe), które najpewniej będą zmuszone do zmian strukturalnych, o ile nie uda się zahamować wpływu pandemii na obciążenie służby zdrowia. O spadku popytu na te usługi świadczy badanie Polskiego Instytutu Ekonomicznego i Polskiego Funduszu Rozwoju, w którym aż 80% respondentów oceniło, że rzadziej niż przed pandemią bierze udział w wydarzeniach kulturalnych i rozrywkowych. Jeśli nie uda się zatem znaleźć sposobu na wyhamowanie pandemii wzrost bezrobocia w Polsce będzie nieunikniony, choć najprawdopodobniej zostanie odłożony w czasie.

Inflacja w Polsce odporna na pandemiczny kryzys, choć będzie się obniżać

Inflacja CPI wyniosła we wrześniu 3,2% r/r co jest zgodne z szybkim szacunkiem z początku miesiąca. Pomimo kryzysu gospodarczego inflacja CPI pozostaje podwyższona, a jej wyhamowanie następuje wolniej niż wstępne oczekiwania. Inflację napędzają rosnące ceny usług, których dynamika przyspieszyła do 7,2% r/r z 6,6% miesiąc wcześniej. Jak wskazywaliśmy już wcześniej to efekt przerzucania na konsumentów wyższych kosztów świadczenia usług ze względu na konieczność zabezpieczenia sanitarnego. Ponadto jest to rezultat odpływu pracowników z zagranicy, co znajduje odzwierciedlenie w wyższych cenach usług opieki społecznej, utrzymania gospodarstwa domowego, czy opieki nad dziećmi. Wolniejszy spadek inflacji może wiązać się także z ekspansywną polityką fiskalną i monetarną w Polsce.

W ostatnich miesiącach widoczne jest także stopniowe przyspieszanie wzrostu cen towarów. Ich dynamika we wrześniu wyniosła 1,7% r/r. Częściowo może to być efekt słabszego złotego, ale także zaburzeń w łańcuchach dostaw i zaopatrzenia na droższych rynkach europejskich, lub na rynku krajowym. W rezultacie, inflacja bazowa, mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii ponownie wzrosła do 4,3% r/r wobec 4,0% r/r miesiąc wcześniej.

W perspektywie końca roku inflacja CPI będzie się stopniowo obniżać, zbliżając się w grudniu do celu banku centralnego. Na początku przyszłego roku natomiast, ze względu na wysoką bazę statystyczną, inflacja spadnie poniżej 2,0% r/r. Niska inflacja za granicą powinna sprzyjać ograniczeniu presji inflacyjnej także w Polsce, jednak słaby złoty, a także ekspansywna polityka gospodarcza mogą ten proces spowalniać.

Stopy procentowe powinny pozostać na obecnym poziomie

Wolniejszy od oczekiwań spadek inflacji, w połączeniu z mniejszym się obawiano się pierwotnie wpływem pandemii na gospodarkę, powinny sprzyjać w naszej ocenie utrzymaniu stabilnych stóp procentowych w Polsce przez dłuższy czas, co najmniej do roku 2022. Podtrzymujemy naszą ocenę, że dalsze ewentualne obniżki stóp procentowych, nawet w sytuacji pogorszenia perspektyw gospodarki na skutek drugiej fali pandemii, nie przyniosą pożądanych skutków ekonomicznych, ponieważ doprowadzą do wyraźnego ograniczenia przestrzeni do wzrostu akcji kredytowej. Przy obecnym poziomie stóp procentowych, koszt finansowania nie jest obciążeniem dla firm i konsumentów, nie stanowi też czynnika ograniczającego popyt na kredyt. Wyzwaniem dla sektora finansowego jest wysokie ryzyko kredytowe, a polityka stóp procentowych tego problemu nie rozwiązuje. Dlatego też za bardziej efektywne uznajemy narzędzia polityki fiskalnej lub niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej, ukierunkowane na pobudzenie akcji kredytowej.

Zgodny z oczekiwaniami spadek nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w sierpniu

Nadwyżka salda obrotów bieżących obniżyła się w sierpniu do 947 mln EUR z 1012 mln EUR w lipcu (rewizja w dół z 1620 mln EUR). Na wynik ten złożyła się niższa niż miesiąc wcześniej nadwyżka w wymianie towarów i usług, co było w dużym stopniu kompensowane niższym deficytem na rachunku dochodów pierwotnych. Roczna dynamika eksportu w sierpniu utrzymała się na poziomie dodatnim i wyniosła 0,8% r/r wobec 1,7% miesiąc wcześniej. Dane o eksporcie wpisują się w obraz odbicia aktywności sprzedażowej po zniesieniu lockdownu, choć potencjał do jego zwężki ogranicza słaba koniunktura w gospodarce globalnej. Dynamika importu wyniosła natomiast -5,1% r/r wobec -4,4% r/r miesiąc wcześniej. Spadki te odzwierciedlają słaby popyt wewnętrzny, szczególnie inwestycyjny, wciąż wyraźnie niższy niż przed wybuchem pandemii aktywność branży samochodowej, a także zniżkę cen ropy naftowej. Nieznacznie wyhamowała też wartość obrotów usługami.

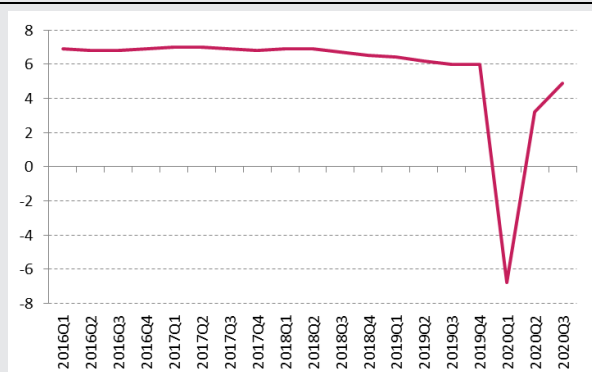
Saldo obrotów towarowych, a także łączne saldo obrotów bieżących nieznacznie pogorszyło się względem maja i czerwca, jednak jego poziom wskazuje na brak zagrożeń dla stabilności zewnętrznej gospodarki. Jednocześnie wciąż dodatnią kontrybucję do dynamiki PKB będzie miał eksport netto, choć mniejszą niż w 2Q br. W kolejnych miesiącach wolumeny wymiany handlowej powinny stopniowo odbudowywać się, choć nasilenie pandemii będzie spowalniało tempo tego procesu. Dotychczasowe dane o nowych zamówieniach eksportowych wskazują na stabilizację handlu zagranicznego, choć ostatnie dostępne dane dotyczą okresu sprzed nasilenia pandemii. Import będzie znajdował się pod negatywną presją niższego popytu inwestycyjnego, ponieważ w warunkach niepewności firmy są skłonne ograniczać nakłady na środki trwałe.

MFW podnosi prognozy PKB

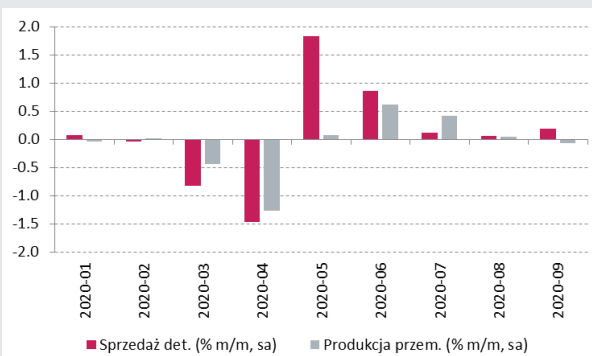
Międzynarodowy Fundusz Walutowy opublikował nowy raport World Economic Outlook, w który przedstawił zrewidowane prognozy wzrostu gospodarczego na świecie, także w Polsce. W ocenie ekspertów MFW dynamika światowego PKB wyniesie w tym roku -4,4% co oznacza wzrost o 0,8 pkt proc. w stosunku do poprzednich prognoz. Na rok 2021 spodziewany jest wzrost PKB o 5,2% czyli 0,2 pkt proc. mniej niż oczekiwano poprzednio. Spośród krajów rozwiniętych najsilniej zrewidowano górę prognozy dynamiki PKB dla Stanów Zjednoczonych i strefy euro. W przypadku Polski spodziewany jest spadek PKB w tym roku o 3,6% oraz wzrost o 4,6% w roku 2021, czyli odpowiednio 1 pkt proc. i 0,4 pkt proc. więcej niż prognozy z czerwca. Raport MFW potwierdza mniejszy niż się obawiano na początku kryzysu wpływ pandemii na globalną gospodarkę. Należy jednak pamiętać, że utrzymuje się wysoka niepewność co do prognoz dla gospodarki światowej ze względu na utrzymującą się pandemię, a jej nasilenie w ostatnich tygodniach tę niepewność potęguje.

Makro - zagranica

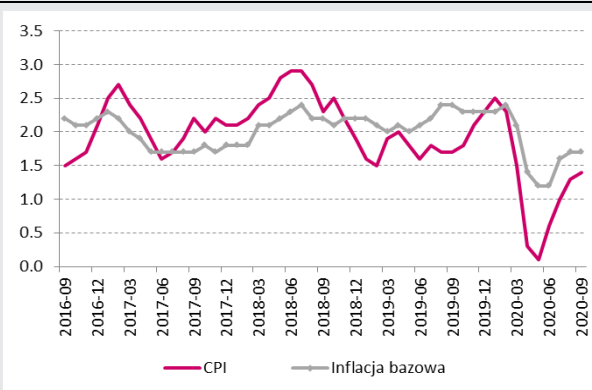
Dynamika PKB w Chinach [% r/r]



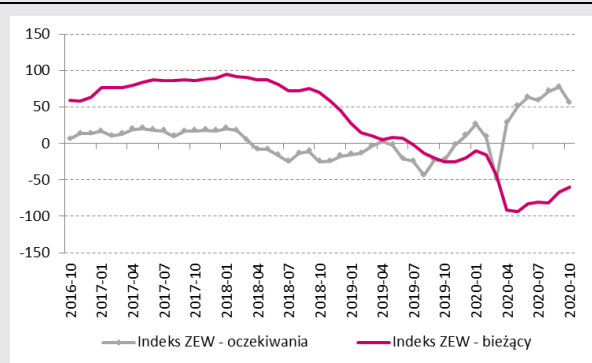
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna w USA [% m/m]



Inflacja CPI i wskaźnik bazowy w USA [% r/r]



Indeks ZEW [pkt]



Chiny odrabiają straty po pandemii

Produkt krajowy brutto w Chinach, drugiej największej gospodarce na świecie wzrósł w 3Q br. o 4,9% r/r po wzroście o 3,2% r/r kwartał wcześniej. Dane te okazały się nieznacznie niższe od konsensusu prognoz, który wynosił 5,2% r/r. Niemniej PKB w pierwszych trzech kwartałach tego roku był już o 0,7% wyższy niż w analogicznym okresie ub. roku, co oznacza, że gospodarka chińska odrobiła już straty poniesione w wyniku pandemii i wprowadzonego lockdownu. Poprawie aktywności gospodarczej sprzyjają wzrosty produkcji przemysłowej oraz inwestycji, które w części napędzane są przez popyt zagraniczny. Zwiększone zapotrzebowanie na środki medyczne oraz zmiany organizacji pracy w wyniku narastającej pandemii na świecie przełożyły się na zwiększenie sprzedaży chińskich eksporterów. Według prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego PKB w Chinach wzrośnie o 1,9% w 2020 r. i o 8,2% w 2021 r., znacząco przyczyniając się do oczekiwanej poprawy globalnej koniunktury w przyszłym roku. Oczekiwania te są bardziej optymistyczne niż dla innych wielkich gospodarek na świecie.

Mieszane dane z gospodarki realnej we wrześniu w USA

Sprzedaż detaliczna w USA we wrześniu okazała się pozytywną niespodzianką, rosnąc o 1,9% m/m wobec 0,9% m/m miesiąc wcześniej, co było wynikiem nieco lepszym niż konsensus rynkowy na poziomie 0,5% m/m. Wrzesień okazał się zatem piątym miesiącem wzrostu sprzedaży detalicznej z rzędu. Poprawa względem sierpnia miała szeroki charakter. Uwagę zwraca wzrost o 3,6% m/m wzrostu sprzedaży aut i części samochodowych, co naszym zdaniem wiązać można z rezygnacją z transportu publicznego w warunkach pandemii. Poprawiła się również sprzedaż detaliczna w restauracjach. Trudno jednak oczekiwać, aby takie tempo sprzedaży detalicznej utrzymywało się także w 4Q br., przy oczekiwanym przyspieszeniu zachorowań na COVID-19. Produkcja przemysłowa w USA zaskoczyła natomiast negatywnie. Spadła ona bowiem o 0,6% m/m przy oczekiwaniach wskazujących na stabilizację dynamiki z sierpnia, gdy wyniosła +0,4% m/m. Siła odbudowy przemysłu po pandemii uległa zatem obniżeniu, co najpewniej przeniesie się także na ostatni kwartał tego roku. Perspektywy dla 4Q br. w gospodarce USA pozostają jak na razie bardzo niepewne. Niemniej na tem moment perspektywy dla gospodarki amerykańskiej przedstawiają się lepiej niż dla strefy euro. Według najnowszych prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego PKB w USA skurczy się w tym roku o 4,3%, a w Eurolandzie o 8,3%.

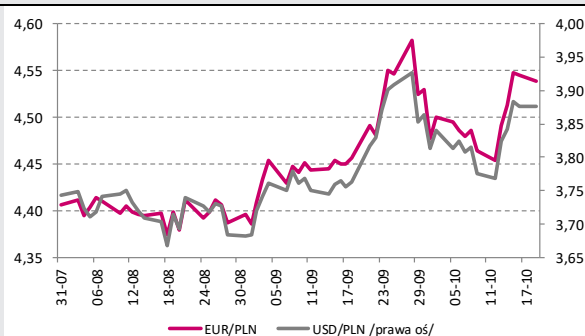
Stabilna inflacja CPI w USA

Inflacja CPI w USA wyniosła we wrześniu 1,4% r/r wobec 1,3% r/r przed miesiącem. Niezmiennie inflację w USA ogranicza inflacja cen energii, która wyniosła -7,7% r/r, a także ceny biletów lotniczych (-25,0% r/r). Spadkowi wskaźnika we wrześniu przeciwodziła natomiast wzrost r/r cen żywności, usług medycznych, wyrobów tytoniowych oraz przede wszystkim używanych aut (+10,3% r/r), co najpewniej odzwierciedla wzmożony popyt, gdyż część ludzi w warunkach znoszenia obostrzeń zrezygnowała z transportu publicznego na rzecz prywatnego. Z powodu pandemii popyt w gospodarce amerykańskiej nie odbuduje się szybko, co oznacza, że presja inflacyjna w USA będzie niska przez długi czas, podobnie jak stopy procentowe Fed.

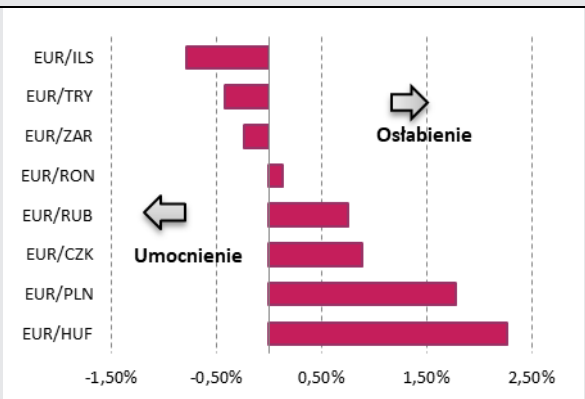
Pogorszenie oczekiwań dotyczących gospodarki niemieckiej na początku 4Q br.

Indeks instytutu Zew obrazujący średniookresowe oczekiwania analityków dotyczących przyszłej sytuacji gospodarczej w Niemczech spadł w październiku do 56,1 pkt z 77,4 pkt we wrześniu. Jest to jego najsilniejszy spadek od marca tego roku, gdy w Niemczech wprowadzono lockdown. Dane te odzwierciedlają mniej optymistyczne przewidywania dla koniunktury w Niemczech, co wynika z nasilenia pandemii w ostatnich tygodniach w Niemczech, jak i w innych krajach Unii Europejskiej. Oznacza to, że perspektywa powrotu aktywności do poziomów sprzed pandemii znacząco się wydłuża. Analogiczny wskaźnik dla oceny sytuacji bieżącej wzrósł w październiku do -59,5 pkt z -66,2 pkt we wrześniu, choć sam poziom wskaźnika nadal jest na recesyjnych poziomach.

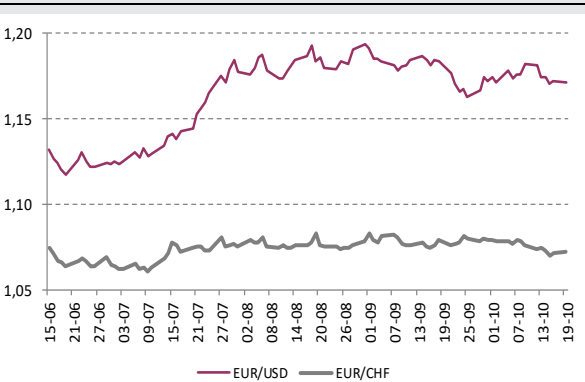
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



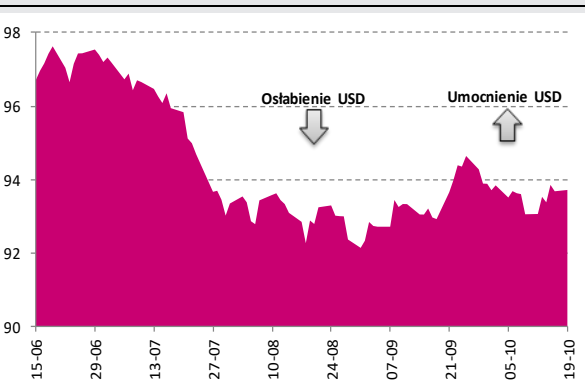
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

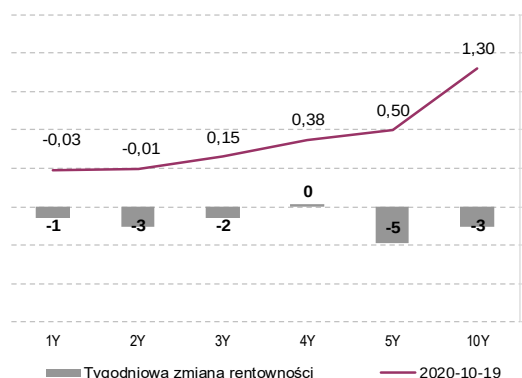
Rynek walutowy

Ubiegły tydzień to okres systematycznego osłabienia złotego w relacji do głównych walut. Była to odpowiedź na gwałtowne pogorszenie globalnych nastrojów (brak przełomu w negocjacjach na temat umowy wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, pakietu fiskalnego w USA, powrót restrykcji przeciwdziałających rozwojowi pandemii). W rezultacie, kurs EUR/PLN zwiększył się z poziomu 4,45 do 4,58. Złoty nie był odosobniony w przecenie do euro. Na wartości w ostatnich dniach wyraźnie traciły także pozostałe waluty regionu. Liderem przeceny był węgierski forint, który w omawianym okresie stracił ponad 2% w relacji do wspólnej waluty. Na rynkach globalnych kurs EUR/USD obniżył się o około jednego centa do poziomu 1,17. W kierunku mocniejszego dolara oddziaływała wspomniana rosnąca awersja do ryzyka. Z tych samych powodów w ostatnich dniach obniżeniu uległy notowania pary EUR/CHF.

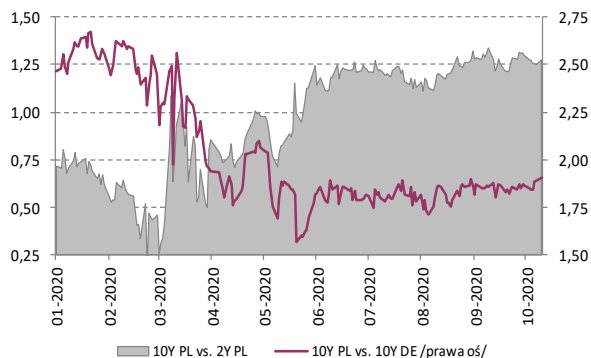
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	Złoty pozostaje zmienny. Rynkami finansowymi targają bowiem przeciwstawne nastroje. Z jednej strony mamy do czynienia z negatywnymi gospodarczymi konsekwencjami pandemii, z drugiej nadzieje na złagodzenie skutków restrykcji rodzą m.in. szanse na porozumienie w sprawie pakietu fiskalnego w USA, czy - lokalnie - wsparcie dla branż dotkniętych skutkami częściowego lockdownu w kraju. W naszej ocenie kurs EUR/PLN powinien nieznacznie umocnić się w tym tygodniu. Zakres umocnienia nie będzie jednak znaczący i szacujemy go na maksymalnie 1%. Wymaga on jednak braku nowych negatywnych sygnałów z otoczenia. Wpływ krajowych danych, które licznie będą publikowane w tym tygodniu, uznajemy za niewielki. Uważamy, iż w obecnych uwarunkowaniach inwestorzy skupieni będą na odczytach za kolejny miesiąc (ukazujący już negatywny wpływ nowych obostrzeń) aniżeli na wrześniu, który ukazuje prawdopodobnie nieaktualny już scenariusz odbudowy koniunktury po słabej wiosnie. Podsumowując uznajemy, iż poziom 4,5250 a nawet 4,50 mają szansę - z zachowaniem umiarkowanego optymistycznych nastrojów na świecie - przyciągać notowania EUR/PLN. Takie zachowanie byłoby tożsame z przebiegiem notowań EUR/PLN z przełomu września i października, gdy kurs po zwrocie do poziomu 4,58 obniżył się w szybkim tempie o kilka groszy.
USD/PLN	Liczymy na niewielki spadek notowań kursu USD/PLN. Złoży się na to zarówno ograniczone umocnienie złotego jak również delikatna przecena amerykańskiej waluty na rynkach globalnych. Nasze oczekiwania obciążone są jednak nieco wyższym niż zazwyczaj ryzykiem, gdyż opierają się na założeniach natury politycznej (co najmniej zbliżenie stanowisk w USA w sprawie pakietu fiskalnego, lub - w scenariuszu optymistycznym - jego uchwalenie).
EUR/USD	Eurodolar nie jest obecnie zbyt zmienny, gdyż negatywne skutki pandemii równoważone są oczekiwaniami na nowy impuls fiskalny w Stanach Zjednoczonych. Najnowsze informacje świadczą o zbliżeniu politycznych stanowisk w kwestii dalszego poluzowania fiskalnego, stąd liczymy na niewielki wzrost optymizmu rynkowego, a tym samym ograniczonąwyżkę kursu EUR/USD. W tle niezmiennie pozostają jednak zagrożenia związane z rozwojem pandemii, czy opóźnienia w rozmowach na temat umowy wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej.

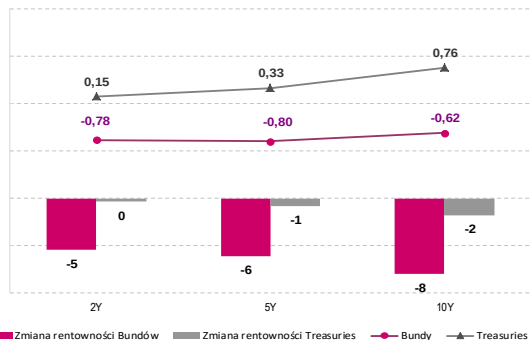
Rentowność obligacji krajowych [%]



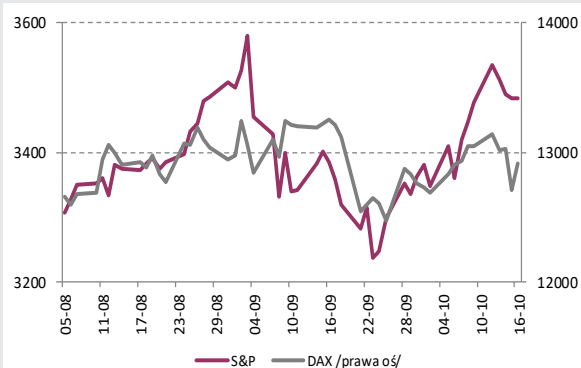
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Ubiegłotygodniowe zmiany krajowego rynku długu nie były znaczące, natomiast wystarczyły, by obraz notowań był ciekawy. Dochodowość krótkiego końca krzywej kontynuowała spadek. Mimo, iż wyniósł on jedynie 3 bps to wystarczyło, by rentowność znalazła się na ujemnym poziomie -0,01%, czyli nowym rekordowym minimum. O tyle samo, lecz do 1,30% zniżył długie końce polskiej krzywej. Na krajowym rynku długu wydarzeniem tygodnia był 14sty w historii i jedyny w październiku przetarg *outright buy*, na którym Narodowy Bank Polski odkupił trzy obligacje za łącznie 1,32 mld PLN z czego papiery Banku Gospodarstwa Krajowego za 1,15 mld PLN (seria FPC0630). Przed przetargiem NBP deklarował odkup czterech serii papierów za maksymalnie 3 mld PLN. Na rynkach bazowych w ostatnich dniach dość dynamicznie obniżyła się rentowność niemieckiej 10-latk. Spadek o 8 bps do -0,62% był reakcją na wzrost awersji do ryzyka na świecie (ekspansja pandemii, brak przełomu w sprawie rozmów na linii UE-Wielka Brytania). Zmianom nie poddały się natomiast obligacje USA, które nadal oczekują uchwalenia pakietu fiskalnego.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Nie widzimy podstaw do zmiany naszych oczekiwań dotyczących zachowania krajowego długu. Niezmiennie uważamy, iż najbardziej prawdopodobny scenariusz to ten z ostatnich miesięcy (w przypadku 2-latk) lub tygodni (w przypadku 10-latk). Krótki koniec krzywej pozostanie w naszej ocenie pod presją na niewielką, acz systematyczną zniżkę z uwagi na nadpłynność sektora bankowego (największy inwestor na rynku SPW). Dodatkowo, w najbliższych dniach wspomniana nadpłynność ulegnie powiększeniu z uwagi na wykup obligacji DS1020. Długie końce krzywej natomiast pozostanie wrażliwe na zmiany rynku niemieckiego. Obserwowana presja na spadek dochodowości Bundów powinna generować analogiczne zachowanie krajowych obligacji o 10-letnim terminie zapadalności. Zniżka polskiego długu z długiego końca krzywej nieznacznie poniżej bariery 1,30% jest naszym zdaniem prawdopodobna. Wpływ licznych publikacji krajowych danych makro, jakie poznamy w tym tygodniu, oceniamy jako nieznaczny. Scenariusz polityki pieniężnej pozostaje bowiem niezmienny. Potencjalny wpływ na retorykę członków Rady Polityki Pieniężnej mogą mieć natomiast odczyty za kolejne miesiące obowiązywania restrykcji, a nie za wrzesień.
10Y DE (%)	Scenariusz unikania ryzyka premiuje niemieckie obligacje na zasadzie poszukiwania bezpiecznych przystani w czasach zawirowań. Potencjalny zakres wynikający z takiej strategii istnieje, choć jest on w naszej ocenie ograniczony. Uważamy, iż w obecnych uwarunkowaniach barierą, które nie powinniśmy przebić jest historyczne minimum dochodowości wyznaczone na wiosnę podczas pierwszej fali pandemii w Europie (-0,84%). Ubogi kalendarium danych makroekonomicznych sprawia, że wycena Bundów w większym stopniu będzie wystawiona na wpływ informacji dotyczących pandemii i nowych restrykcji mających ją powstrzymać.
10Y US (%)	Wycena Treasuries uwarunkowana jest na sygnały dotyczące uchwalenia kolejnego pakietu fiskalnego. Najnowsze sygnały z USA świadczą o zbliżeniu politycznych stanowisk w tej kwestii, co rodzić powinno niewielką presję na wzrost dochodowości amerykańskiego długu. Wynika ona z faktu, iż porozumienie oznaczać będzie zastrzykiem gotówki dla amerykańskiej gospodarki, która musi być pozyskana poprzez zwiększoną emisję obligacji. Uzupełnieniem czynników wpływających istotnie na notowania długu Stanów Zjednoczonych będzie publikacja Beżowej Księgi Fed ukazującej obraz gospodarki USA w październiku.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 19 października					
04:00 PKB r/r	Chiny	3Q	3.2%	5.2%	
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%
Wtorek 20 października					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Wrzesień	-1.2%	-1.4%	-1.6%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Wrzesień	1.5%	3.4%	3.4%
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Październik	0.75%		
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Wrzesień	1476k	1520k	
14:30 Liczba rozpoczętych budów domów	USA	Wrzesień	1416k	1477k	
Środa 21 października					
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Wrzesień	-12.1%	-10.6%	-19.6%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Wrzesień	0.5%	2.4%	3.3%
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA	16 paź.	-0.7%		
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Październik			
Czwartek 22 października					
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Wrzesień	16.2%	16.2%	16.4%
14:30 Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	16 paź.	898k		
Piątek 23 października					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Październik	56.4	55.7	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Październik	50.6	49.0	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Październik	53.7	53.1	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Październik	48.0	47.0	
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Wrzesień	6.1%	6.1%	6.1%
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Październik	53.2	53.0	
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Październik	54.6	54.0	
Poniedziałek 26 października					
10:00 Indeks IFO	Niemcy	Październik	93.4		

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.