

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

23 marca 2020

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Ten tydzień będzie kolejnym zdominowanym przez koronawirusa. Oczekujemy utrzymania awersji do ryzyka, która skutkować będzie wzrostem EUR/PLN w kierunku 4,60 i podwyższoną zmiennością krajowego długu, który wciąż pozostaje mało płynny. Na rynkach globalnych spodziewamy się utrzymania zwiększonego zainteresowania dolarem i frankiem, jako reakcją inwestorów poszukujących tzw. bezpiecznych przystani. W tym tygodniu istotne będą odczyty indeksów PMI w Europie i dane dotyczące liczby nowych bezrobotnych w USA, w szczególności po wypowiedzi J. Bullarda z Fed, iż stopa bezrobocia w USA może sięgnąć 30%. Dane te pozwolą ocenić skalę wpływu pandemii koronawirusa na globalną gospodarkę.

Najważniejsze dane tego tygodnia

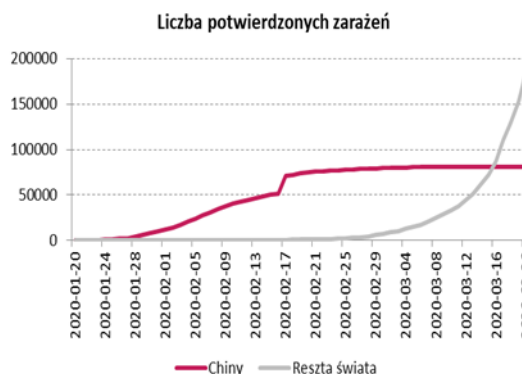
Wydarzenia makro zdominowane przez doniesienia o pandemii

W tym tygodniu, podobnie jak w ubiegłym, na rynkach finansowych będą nadawały doniesienia związane z eskalującą pandemią COVID-19 oraz mającymi łagodzić jej negatywny wpływ na gospodarkę decyzjami władz na świecie. Prawdopodobnie w tym tygodniu Komisja Europejska przedstawi ponadto propozycję mechanizmu wsparcia dla strefy euro w ramach funduszu ratunkowego, Europejskiego Mechanizmu Stabilności. W tym tygodniu odbyć się mają także posiedzenia Banku Węgier (wtorek) oraz Banku Czech (czwartek), który w ub. tygodniu obniżył główną stopę proc. o 50 pkt do 1,75%. Przykład Fedu, w szczególności dzisiejsze kolejne niestandardowe działania (brak limitu wartości skupowanych papierów wartościowych oraz wsparcie firm i samorządów) wskazuje, że banki centralne mogą uruchamiać kolejne pakiety stymulujące gospodarkę poza regularnymi posiedzeniami.

Marcowe dane PMI w Eurolandzie już zarażone koronawirusem

We wtorek poznamy wstępne wyliczenia indeksów PMI dla przemysłu i usług w Niemczech (godz. 09:30) oraz w strefie euro (godz. 10:00), które już w pełni powinny odzwierciedlać bardzo mocne pogorszenie nastrojów w tych sektorach w związku z epidemią koronawirusa. Konsensusy prognoz wskazują na spadki poniżej 40 pkt., sygnalizując kontynuację recesji w przemyśle i załamanie koniunktury w usługach, które do tej pory utrzymywały wzrost PKB europejskich gospodarek na dodatnich poziomach. Ponadto, w czwartek (godz. 13:30) poznamy dane o liczbie nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (*initial jobless claims*) w USA zliczonych między 16 a 20 marca, które najpewniej będą dramatycznie rosły.

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Liczba potwierdzonych zarażeń wirusem SARS-CoV-2 poza Chinami silnie narasta, co nie wróży dobrze aktywności gospodarczej na świecie. Kolejne kraje podejmują drastyczne środki próbując powstrzymać rozprzestrzenianie się wirusa, co powoduje silnie negatywne skutki ekonomiczne. Gospodarki wielu krajów zachodnich zapewne wpadną w recesję. Dla łagodzenia skutków gospodarczych władze na świecie, w tym w Polsce inicjują programy luzowania fiskalnego i monetarnego w niespotykanej dotychczas skali.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3900	1,8%
USD/PLN	3,9303	4,2%
CHF/PLN	4,1552	1,9%
EUR/USD	1,1166	-2,3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,58	-4
WIBOR 3M	1,60	-10

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,26	8
5Y	1,74	52
10Y	1,83	43

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,19	3
5Y	1,40	36
10Y	1,52	46

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,54	32
US 10Y	0,77	21

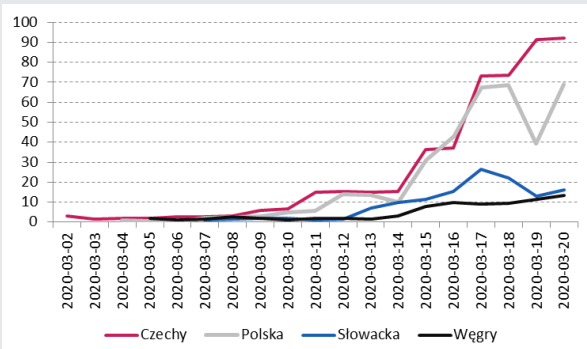
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	36009,3	-21,1
S&P 500	2711,0	-8,8
Nikkei 225	17431,1	-16,0

Źródło: Refinitiv

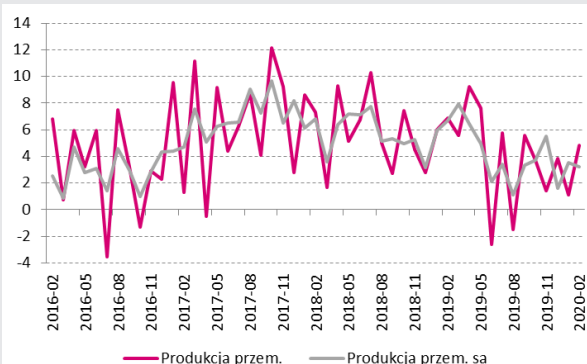
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

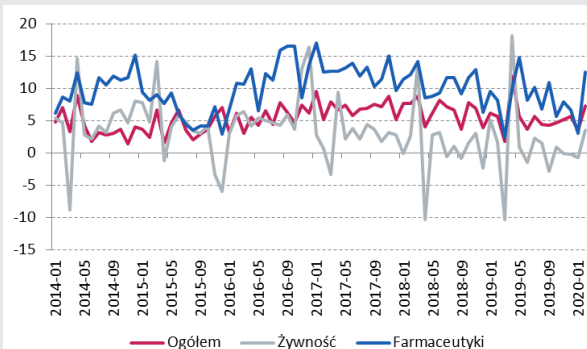
Dzienna zmiana zachorowań (śr. 2M)



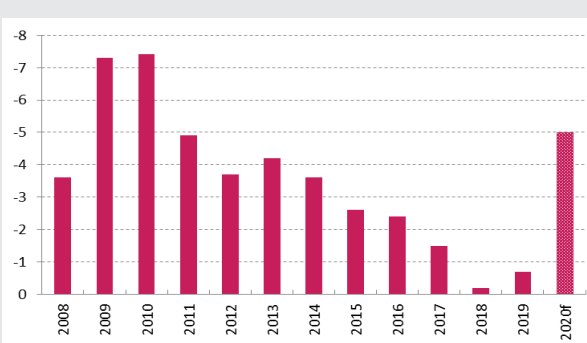
Produkcja przemysłowa [% r/r]



Sprzedaż detaliczna w [% r/r]



Deficyt sektora general government [% PKB]



Źródło: Macrobond

Polska wciąż przed szczytem zachorowań na COVID-19

Liczba zarażonych wirusem SARS-CoV-2 w Polsce stopniowo narasta i w poniedziałek przed południem wynosiła blisko 650 osób. Polska wciąż znajduje się na początku krzywej zachorowań, w związku z czym w najbliższych dniach liczba nowych infekcji będzie dynamicznie narastała, szczególnie jeśli zwiększy się liczba wykonywanych testów. Polska ma jedną z najniższych w Europie liczbę wykonanych testów na koronawirusa w przeliczeniu na milion mieszkańców, co częściowo może odpowiadać za relatywnie niską liczbę stwierdzonych zachorowań. W związku z eskalującą w kraju liczbą zarażeń, rząd ogłosił stan epidemii oraz przedłużył zamknięcie instytucji edukacyjno-wychowawczych do Wielkanocy (12 kwietnia). Rząd poinformował ponadto, że ma zamiar podwyższyć karę pieniężną za złamanie kwarantanny do 30 tys. PLN z 5 tys. PLN oraz wprowadzić regulacje cen na niektóre produkty. Podjęte działania, mające na celu powstrzymanie rozprzestrzeniania się pandemii dają nadzieje na wyplaszczanie krzywej zachorowań i uniknięcie scenariusza większości krajów Europy Zachodniej, jednak będą wiązały się z bardzo negatywnymi skutkami ekonomicznymi. W drugim kwartale oczekiwać można wyraźnego spadku PKB, a tempo i skala odbicia w kolejnych kwartałach będzie uzależniona od długości trwania pandemii oraz skuteczności działań osłonowych proponowanych przez rząd i bank centralny. Zakładając opanowanie pandemii w 2Q, w całym roku wzrost gospodarczy może być zbliżony do zera. Przedłużające się zaburzenia będą miały coraz bardziej negatywne skutki gospodarcze, spychając dynamikę PKB poniżej zera. Obecna dynamika epidemii w krajach Europy Zachodniej i w USA wskazuje na większy jej zakres oraz czas trwania niż w Chinach. Oznacza to, że skutki ekonomiczne będą silniejsze niż zaburzenia gospodarcze w Państwie Środka, które pierwszą falę epidemii opanowały i obecnie chronią się przed drugą falą zachorowań.

Gospodarka w dobrym stanie przed wybuchem epidemii

W ub. tygodniu poznaliśmy dane z gospodarki realnej za luty, które wskazywały na dobrą kondycję polskiej gospodarki w przeddzień wybuchu epidemii w Europie. Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w lutym o 7,3% r/r wobec 3,5% r/r przed miesiącem, przewyższając konsensus rynkowy 4,1% r/r. Najsilniejsze wzrosty odnotowano w sprzedaży odzieży i obuwi oraz farmaceutyków (12,5% r/r). Wzrosła też sprzedaż żywności, co wiązać można z rokowaniem zapasów w związku z epidemią COVID-19. Pozytywną niespodzianką okazał się także wzrost produkcji budowlano-montażowej, który wyniósł 5,5% r/r. Także wyższy od oczekiwań był wzrost produkcji przemysłowej, który w lutym wyniósł 4,9% r/r wobec 1,1% r/r w styczniu. W lutym poprawę dynamiki produkcji wspierał układ kalendarza - w lutym br. liczba dni roboczych była o 1 większa niż w analogicznym miesiącu ub. roku. Po korekcie liczby dni roboczych i sezonowości produkcja przyrosła względem stycznia o 1,3% m/m. Dane makroekonomiczne za luty odstają od obecnej sytuacji gospodarczej i najbliższe miesiące przyniosą załamanie aktywności ekonomicznej, szczególnie w obszarze niektórych usług (restauracje, turystyka, hotele). Problemy dotkną jednak wszystkie firmy poprzez zaburzenia łańcuchów dostaw (część firm już wstrzymuje produkcję ze względu na trudności z pozyskaniem dóbr pośrednich lub wstrzymania działalności przez odbiorców z Włoch czy Francji). Ryzykiem dla firm jest także utrudniony dostęp do pracowników ze względu na możliwą kwarantannę lub zwolnienie.

Rząd uruchamia tarczę antywirusową

W ubiegłym tygodniu dla łagodzenia gospodarczych skutków eskalującej epidemii wirusa SARS-CoV-2 rząd przedstawił program, w którym przewidziano działania z zakresu polityki fiskalnej i monetarnej o łącznej wartości 212 mld PLN (ok. 10% krajowego PKB). Tarczę antykryzysową podzielono na sześć filarów:

1. *Bezpieczeństwo pracowników* - ukierunkowany na ochronę miejsc pracy;
2. *Finansowanie przedsiębiorstw* - zawierający plan na rzecz wsparcia płynnościowego firm w formie pożyczek, kredytów i gwarancji;
3. *Ochrona zdrowia* - bezpośrednie wsparcie służby zdrowia w

zwalczaniu i przeciwdziałaniu epidemii koronawirusa;

4. *Wzmocnienie systemu finansowego* - obejmujący działania Narodowego Banku Polskiego i Komisji Nadzoru Finansowego w zakresie polityki monetarnej, w tym narzędzi niestandardowych oraz polityki regulacyjnej;
5. *Program inwestycji publicznych* - głównie infrastrukturalnych w typowym nurcie keynesowskim;
6. *Inne działania* - głównie w zakresie organizacji oraz zapisów prawnych i regulaminowych.

Wpływ na sytuację przedsiębiorstw mają wszystkie elementy programu tarczy antykryzysowej. Można jednakże wydzielić działania oddziałujące bezpośrednio na firmy obejmujące dwie pierwsze dziedziny, tj. Bezpieczeństwo pracowników i Finansowanie przedsiębiorstw. Wśród nich znalazły się propozycje m.in. dofinansowania zatrudnienia, finansowania postojowego dla umów cywilnoprawnych i samozatrudnionych, dodatkowy zasiłek opiekuńczy, wakacje kredytowe, finansowanie leasingu dla firm transportowych, mikropożyczka dla mikrofirm, prolongata w płatnościach podatków i składek ZUS, rozliczenie całej tegorocznej straty w przyszłym roku. Szczegóły będą zawarte w specustawie, która będzie procedowana w parlamencie w tym tygodniu. W ocenie skutków finansowych specustawy ograniczającej skutki epidemii założono obciążenie sektora finansów publicznych w 2020 r. na poziomie 11,9 mld PLN (głównie fundusz pracy 8,2 mld PLN).

W tym tygodniu toczyć się będą prace nad pakietem wsparcia i w trakcie ich trwania oczekiwać można ich modyfikacji. Nie można wykluczyć także zwiększenia skali programu w miarę potrzeb. Skuteczna implementacja tych planów będzie budziła nadzieje, na przejściowy i ograniczony wpływ epidemii na aktywność gospodarczą, a także szybki jej restart po minięciu obecnych zaburzeń. W szczególności działania wsparcia przedsiębiorstw i pracowników mogą ograniczyć wzrost bezrobocia, co jest tym bardziej istotne, że charakteryzuje się ono wysoką histerezą (raz wybita w górę bardzo powoli powraca do stanu początkowego) oraz fakt, że polska gospodarka utraciłaby posiadany w ostatnich latach „wentyl bezpieczeństwa” w postaci rynku pracy.

Oczekiwany znaczny wzrost deficytu i potrzeb pożyczkowych

Cały program ogłoszony przez rząd to pakiet działań na kwotę 212 mld PLN, tj. blisko 10% PKB. Niemniej jednak bezpośredni impuls fiskalny będzie sięgał ok. 66 mld PLN, a więc 3% PKB. Na polskie warunki to sporo, choć inne kraje na walkę z koronawirusem przedstawiły znacznie większe fundusze (Niemcy zadeklarowały możliwość nieograniczonego wsparcia finansowego gospodarki).

Skutkiem realizacji pakietu będzie wzrost deficytu sektora finansów publicznych, potrzeb pożyczkowych, a także długu publicznego. Niezbędna będzie nowelizacja budżetu, choć zgodnie z zapowiedzią ministra finansów nastąpi zapewne pod koniec 2Q br. Nie można wykluczyć także modyfikacji reguły wydatkowej, która ogranicza przestrzeń do wzrostu wydatków. Wzrost deficytu budżetu będzie znaczny. Będzie to efekt z jednej strony wyższych wydatków (zakładany koszt specustawy w 2020 r. to 11,9 mld PLN), ale także niższych wpływów z podatków. Pogorszenie kondycji firm przełoży się na znaczny ubytek dochodów z podatku CIT, wzrost bezrobocia i niższa dynamika płac ograniczy dochody z PIT, a spadek konsumpcji, szczególnie usług zmniejszy wpływy z VAT. Ze względu na opóźnienie implementacji, budżet nie zrealizuje dochodów z podatku od sieci handlowych, a także prawdopodobnie wpływów z likwidacji OFE. Uszczerbek po stronie dochodów może więc wynieść w skali całego sektora finansów publicznych nawet 25-30 mld PLN. W rezultacie, deficyt sektora finansów publicznych może przekroczyć 5% PKB. Na jego wielkość może wpłynąć skala i tempo realizacji inwestycji publicznych, które są elementem wsparcia gospodarki, a wdrożenie ich w życie może wiązać się z koniecznością dopełnienia obowiązków formalno-prawnych. Z drugiej strony nie można wykluczyć dodatkowych działań stymulujących, jeśli skutki koronawirusa będą bardziej dotkliwe dla gospodarki, co spowoduje dodatkowy wzrost deficytu.

Implikowałoby to wzrost potrzeb pożyczkowych o nawet 70-80 mld PLN. Część z nich mogłaby być sfinansowana z rezerw płynności, które resort

finansów ma zgromadzone na rachunkach bankowych. Na finansowanie tych potrzeb wykorzystane też będą środki UE, która dedykuje dodatkowe fundusze na sfinansowanie działań mających na celu wsparcie gospodarek dotkniętych skutkami koronawirusa. Najbliższe miesiące przyniosą więc znaczny wzrost emisji obligacji, tworząc presję na spadek ich cen. Przeciwdziałać temu będą działania NBP, który obniżył stopy procentowe oraz rozpoczął program skupu obligacji na rynku wtórnym.

NBP i RPP poluzowują politykę monetarną

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła po pięciu latach stabilizacji referencyjną stopę procentową o 50 pkt baz. do 1,00% z 1,50%, tj. najniższego poziomu od początku transformacji. Obcięto ponadto stopę lombardową o 100 pkt baz. do 1,50% z 2,50%. Podjęto też działania wskazane w rekomendacji Zarządu NBP, w tym obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej i wprowadzenie operacji zakupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym. Wobec rosnących ryzyk recesji działania te mają na celu obniżyć koszt i poprawić dostępność do kredytów, co przy zgłaszanych przez firmy problemów płynnościowych może przeciwdziałać bankructwom i likwidacji miejsc pracy. Niższe stopy procentowe ograniczają jednak zyskowność sektora bankowego, co częściowo rekompensowane jest przez niższą stopę rezerw obowiązkowych oraz podwyższenie jej oprocentowania. Planowane jest także złagodzenie wymogów regulacyjnych, w tym obniżenie bufora ryzyka systemowego, czy zmiana definicji klasyfikowania kredytów jako zagrożonych. Pojawiła się także propozycja obniżenia podstawy opodatkowania dla banków o kredyty dla firm związane z COVID-19 udzielone do 31 sierpnia br. Decyzje RPP wesprą resort finansów, który w najbliższych miesiącach będzie mierzył się ze znacznym wzrostem deficytu i potrzeb pożyczkowych. Ryzyko wyraźnego wzrostu rentowności łagodzi obniżka stóp procentowych oraz zapowiadany program skupu obligacji.

W minionym tygodniu NBP rozpoczął realizację pierwszego w historii programu skupu na rynku międzybankowym obligacji skarbowych. NBP zgłosił do odkupu obligacje stałoprocentowe o łącznej wysokości 10 mld PLN, natomiast zaoferował papiery za 2,66 mld PLN. Należy zauważyć jednak, że program został wdrożony zaledwie 3 dni po jego zapowiedzi, a uczestnicy rynku przed przetargiem nie dysponowali szczegółami i warunkami jego przeprowadzenia. Inwestorzy nie byli pewni formy odkupu, rodzajów obligacji, czy wartości programu, co nie sprzyjało popularności aukcji. NBP zaakceptował wszystkie oferty i tym samym udowodnił swoją determinację do dalszego realizowania skupu. Program ten udrażnia rynek papierów skarbowych, który w ostatnich dniach cierpiał na brak płynności. Obecność NBP na rynku i wyceny zaakceptowane przez bank centralny stanowią punkt odniesienia dla pozostałych uczestników rynku. Pewnym mankamentem aukcji był brak oferty na obligacje zmiennoprocentowe, które mają wysoki udział w portfelach instytucji finansowych, a na tym segmencie rynku brakuje płynności. Kolejne aukcje powinny cieszyć się większym zainteresowaniem banków, bo jest już znana ich formuła, jednak czynnikiem powstrzymującym je przed masowym odsprzedawaniem obligacji jest utrzymanie podatku bankowego, który zmniejsza efektywność tego skupu obligacji jako wsparcia gospodarki.

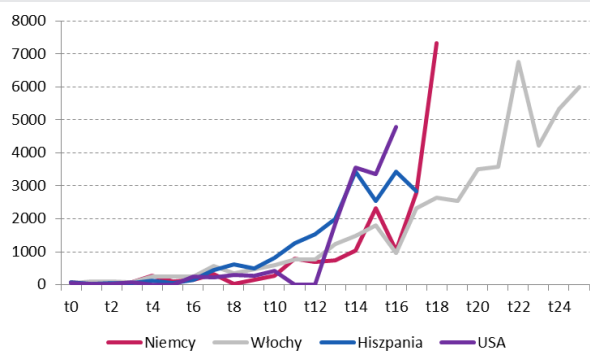
Komunikat opublikowany po ostatniej decyzji RPP sugeruje wstrzymanie się z dalszym łagodzeniem polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Wypowiedzi członków Rady sugerują jednak możliwość podjęcia dodatkowych działań, jeśli skutki ekonomiczne pandemii okażą się silniejsze od oczekiwań, a restart gospodarki będzie wolniejszy.

Makro - zagranica

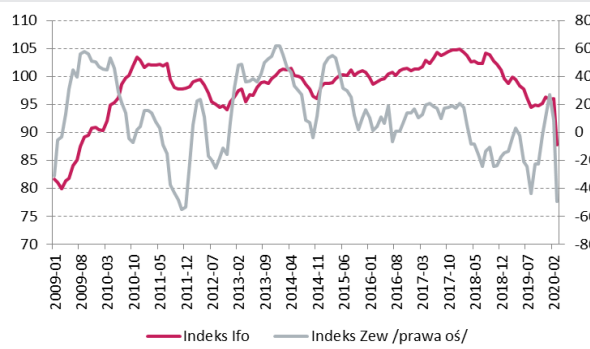
Dzienne przyrosty infekcji SARS-CoV-2



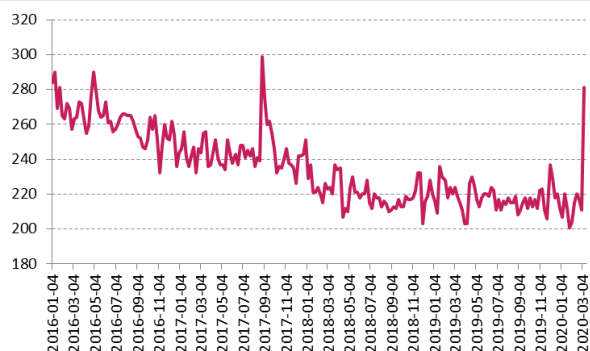
Dzienne przyrosty zachorowań na COVID-19 (po potwierdzeniu 100 przypadków)



Indeksy koniunktury dla Niemiec [pkt]



Nowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA [tys.]



W Europie więcej zachorowań niż w Chinach

Liczba zachorowań z powodu wirusa SARS-CoV-2 na świecie przekroczyła 340 tys., a z powodu tej choroby zmarło ok. 15 tys. osób. Po eskalacji epidemii w Chinach, sytuacja w tym kraju diametralnie się poprawiła i w ostatnich dniach nie odnotowuje się nowych rodzimych przypadków. Tymczasem nowymi centrami zachorowań stał się Iran i Stany Zjednoczone, jednak najmocniej pandemia szerzy się w Europie. Rozwój pandemii w najlepiej rozwiniętych krajach Europy i w Stanach Zjednoczonych oraz radykalne działania zaradcze i prewencyjne drastycznie ograniczające aktywność ekonomiczną definitywnie wskazują, że gospodarki te znajdą się w recesji. Ze względu na skalę eskalacji epidemii skutki gospodarcze na tych obszarach będą najpewniej większe niż w Chinach, które i tak na początku roku doświadczyły negatywnego szoku w gospodarce nienotowanego od dekad.

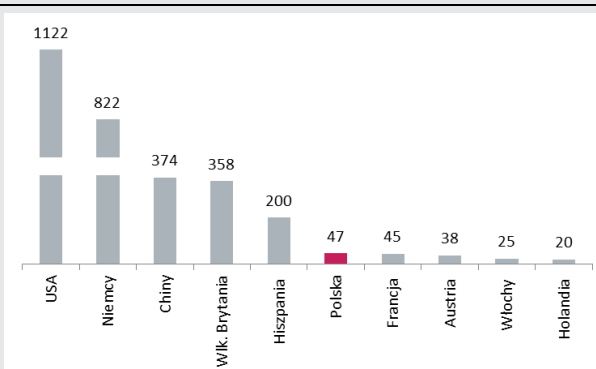
Koronawirus zaradził już dane makro z Europy i USA

Siłę oddziaływania wirusa zaczynają potwierdzać dane makroekonomiczne. Indeks Instytutu Zew odzwierciedlający oczekiwania dotyczące koniunktury w Niemczech załamał się do -49,5 pkt z 8,7 pkt przed miesiącem, tj. do poziomu ostatni raz odnotowanego podczas kryzysu zadłużeniowego w 2011 r. Jeszcze bardziej pesymistyczne wnioski płyną z marcowego wyliczenia indeksu instytutu Ifo, który spadając do 87,7 pkt z 96,0 pkt w lutym osiągnął najniższy poziom od 2009 r. Bardzo słabe dane odnotowano także dla gospodarki amerykańskiej. Mocno rośnie liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych (*initial jobless claims*). W tygodniu kończącym się 14 marca liczba wniosków wzrosła o 70 tys. do 281 tys., choć dane te stanowią prelude do dużo bardziej drastycznych wzrostów. Informacje zebrane między 15 a 19 marca w jednym z większych gospodarczo stanów - w Ohio wskazują, że liczba wniosków poszybowała do 139,5 tys. z 4,8 tys. tydzień wcześniej. Skala zmian sygnalizuje, że liczba nowych wniosków może zbliżyć się w perspektywie kilku miesięcy do danych z dołka ostatniego cyklu koniunkturalnego w 2009 r., to jest do ok. 650 tys. Gospodarka amerykańska dynamicznie wytraca obroty ostatniego silnika koniunktury, tj. rynku pracy i zbiega w kierunku recesji. Dla łagodzenia hamowania aktywności gospodarczej władze na świecie koordynują luzowanie polityki fiskalnej i monetarnej.

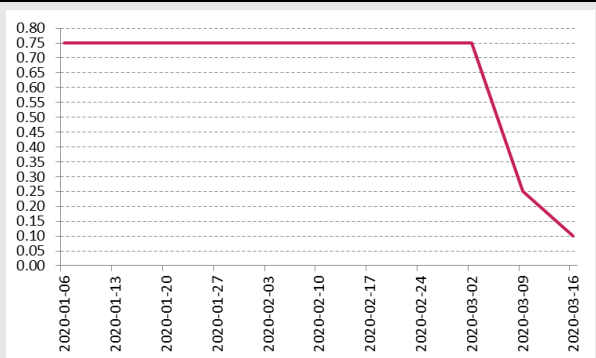
Rządy wpompują miliardy na łagodzenie skutków pandemii

Dla przeciwdziałania negatywnym skutkom epidemii władze Unii Europejskiej planują działania z zakresu polityki gospodarczej: zwiększenie wydatków budżetowych, a także m.in. gwarancje kredytów dla firm i wsparcie rynku pracy. W ub. tygodniu ministrowie finansów UE uzgodnili pakiet stymulacyjny dla wsparcia gospodarki w związku z pandemią koronawirusa w wysokości 1% PKB w 2020 r. Dodatkowo, do 10% PKB może być przeznaczony na instrumenty wsparcia płynności przedsiębiorstw, w postaci gwarancji państwowych i odroczenia płatności podatku. Hiszpania ogłosiła, że zamierza przeznaczyć 200 mld EUR, tj. ok. 20% PKB. Na wartość tą mają złożyć się gwarancje pożyczek dla firm o wartości 100 mld EUR, 83 mld EUR środków prywatnych oraz 17 mld EUR bezpośrednich dotacji z budżetu państwa. Z kolei Francja ogłosiła przeznaczenie 45 mld EUR, z czego duża część to odroczenie płatności podatkowych i obciążeń kosztów pracy, przy czym firmy zagrożone upadłością, będą z tych opłat zwolnione. Zbliżoną wartość pakietu pomocowego uruchomić ma Szwecja (500 mld koron - 45 mld EUR) oraz Austria (38 mld EUR). Komisja Europejska poinformowała także o środkach z budżetu wspólnotowego na zwalczanie epidemii w wysokości 37 mld EUR (Polsce miałyby przypaść największa część). Także kraje spoza Unii Europejskiej zapowiedziały podobne działania. W szczególności robi wrażenie skala pakietu w USA, który ma być warty ok. 1,2 trylionu USA. Przewiduje on bezpłatne testy na wirusa SARS-CoV-2, a także płatny urlop chorobowy dotyczący COVID-19. Pojawili się także pomysły wsparcia amerykańskich gospodarstw domowych w formie bezpośrednich transferów pieniężnych (1000 USD). Znaczący pakiet pożyczek dla firm (330 mld GBP) zapowiedziała Wielka Brytania. Nieco inną strategię planują uruchomić władze drugiej największej gospodarki świata - w Chinach. Zapowiadają one inwestycje infrastrukturalne w skali 400 mld USD, które mają pomóc w osiągnięciu zapowiadanego nowego celu wzrostu

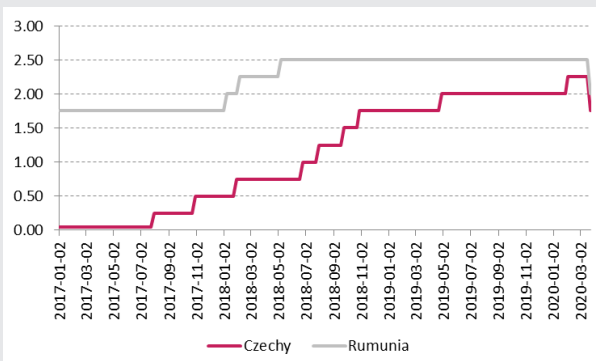
Wartość pakietów pomocowych [mld EUR]



Główna stopa procentowa w Wielkiej Brytanii [%]



Główna stopa procentowa w Czechach i Rumunii [%]



Źródło: Macrobond, NBP

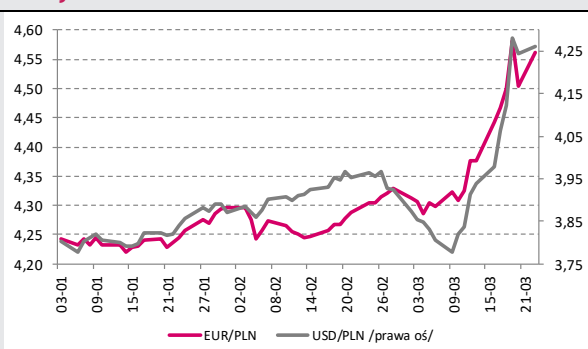
gospodarczego na poziomie 5.0%. Warto zauważyć, że cel wzrostu PKB jest bardzo ambitny, szczególnie wobec załamania aktywności ekonomicznej w styczniu i lutym, i prawdopodobnej recesji w 1Q. Niemniej nawet jego realizacja oznaczałaby najwolniejszy wzrost chińskiej gospodarki od dekad. Należy ocenić, że działania władz na świecie wspierające przedsiębiorstwa, rynek pracy i popyt wewnętrzny są niezbędne dla ograniczonego wpływu epidemii na globalną aktywność gospodarczą, która doświadcza najgorszego szoku od kryzysu gospodarczego 2008-2010.

Władze monetarne nie składają broni

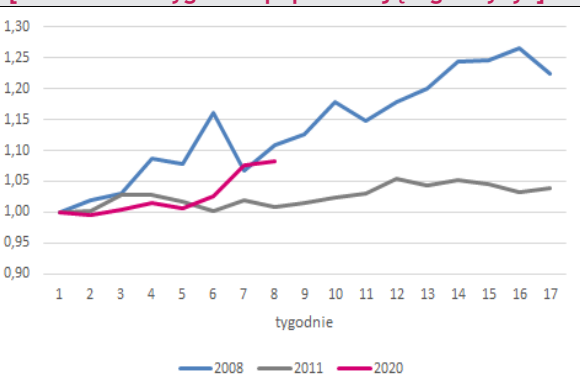
Również władze monetarne nie składają broni w działaniach łagodzących gospodarcze skutki koronawirusa. W ub. tygodniu Fed poinformował o planach wznowienia Instrumentu Finansowania Papierów Komeracyjnych (CPFF), który był wykorzystywany w latach 2008-2009 do wsparcia płynności na rynku obligacji korporacyjnych w USA. Z kolei Europejski Bank Centralny ogłosił program skupu aktywów o wartości 750 mld EUR w ramach przeciwdziałania negatywnemu wpływowi pandemii. Na podobny krok zdecydował się także Bank Australii oraz Bank Anglii, który podwyższył cel skupu papierów wartościowych do 645 mld GDP z 200 mld GDP. Najstarszy bank centralny na świecie obniżył także w ub. tygodniu główną stopę procentową do najniższego poziomu w historii - do 0,1% z 0,25%. Była to druga obniżka stóp w tym miesiącu. Cięcie stóp procentowych w ub. tygodniu w krajach CEE (oprócz Polski) zaaplikowały także Czechy, Rumunia i Turcja. Działania te wpisują się powszechne luzowanie polityki pieniężnej e wobec eskalującej epidemii COVID-19. Niższy koszt pieniądza na świecie powinien sprzyjać zaciąganiu kredytów, głównie obrotowych pozwalających przetrwać przedsiębiorcom załamanie popytu na dobra i usługi. Doświadczenia z ostatniego globalnego kryzysu finansowego wskazują jednak, że wzrost zadłużenia firm nie musi poprawić wyrażnie koniunktury. Wynika to z tego, że pomimo niskiej ceny kredytów przedsiębiorcy po ustąpieniu kryzysu dążą do zmniejszenia zadłużenia i nie wykorzystują okazji do pozyskania taniego kapitału na rozbudowę działalności gospodarczej i inwestycje (tzw. balance sheet recession). Ponadto niskie stopy procentowe oddziałują negatywnie na sytuację sektora bankowego, która w niektórych krajach, np. we Włoszech jest bardzo słaba. Pojawiają się zatem obawy, że recesja w gospodarkach, głównie w krajach rozwiniętych gospodarczo może przejść w okres długotrwałego niskiego wzrostu gospodarczego, a odbudowa strat związanych z epidemią będzie się przedłużać. Być może jednak działania regulatorów i złagodzenie obciążeń regulacyjnych sektora bankowego zwiększą możliwości stymulacji gospodarki przez kredyt.

Rynek walutowy

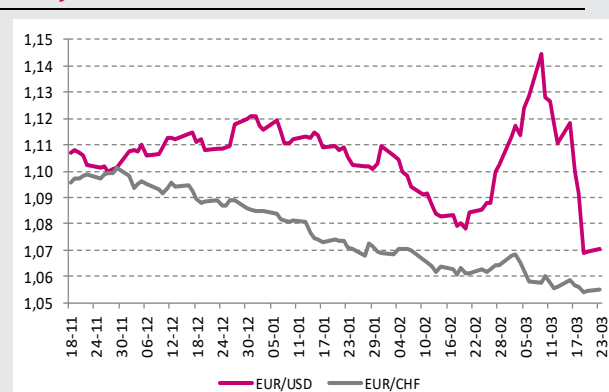
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



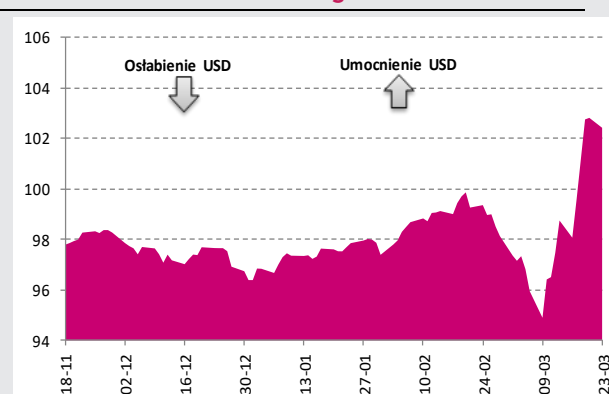
Ewolucja kursu EUR/PLN podczas kryzysów [1=wartość z tygodnia poprzedzającego kryzys]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



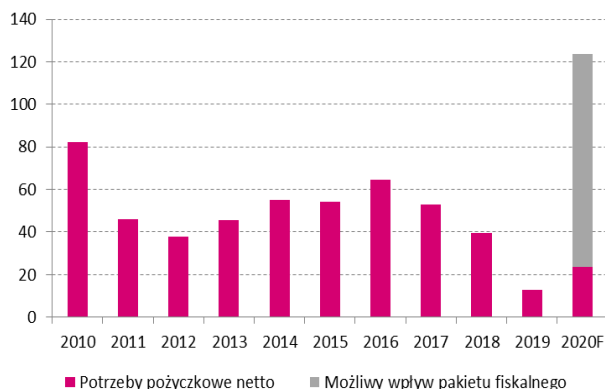
Źródło: Refinitiv

Za nami tydzień wyraźnego osłabienia polskiej waluty. Początkowo jednak złoty pozytywnie wyróżniał się w skali przeceny do euro na tle pozostałych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Sytuacja zmieniła się po decyzji Rady Polityki Pieniężnej, która obniżyła stopy procentowe oraz za pomocą niestandardowych narzędzi dodatkowo poluzowała politykę pieniężną. Kurs EUR/PLN przekraczał kolejno poziomy 4,56; 4,5876 i 4,60 zatrzymując się dopiero na 4,6170. Na koniec tygodnia notowania obniżył się jednak do 4,5045. Na rynkach globalnych omawiany okres był czasem wzmożonych zakupów amerykańskiej waluty. Nastrój prodolarowy nie ustawał przez cały tydzień z uwagi na rosnącą awersję do ryzyka motywowaną destrukcyjnym wpływem koronawirusa na gospodarkę, w tym także amerykańską, czego najnowszymi przykładami były rosnące liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. W rezultacie kurs EUR/USD obniżył się w tydzień aż o 5 centów i sięgnął minimum z połowy 2017 roku tj. 1,0670. Apetyt inwestorów utrzymywał się także w zakupach franka szwajcarskiego, choć tu presję na umocnienie waluty ograniczały interwencje walutowe banku centralnego Szwajcarii.

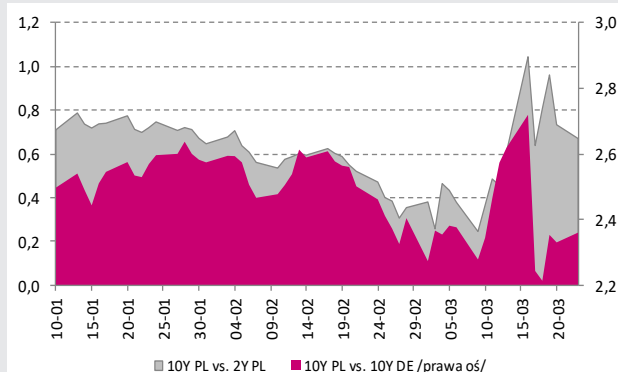
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑ Nerwowość na rynkach finansowych związana z pandemią koronawirusa utrzymuje kurs EUR/PLN na podwyższonych poziomach. W tym tygodniu nie liczymy na wyraźne uspokojenie emocji. Temat rosnących dziennych zachorowań na koronawirusa ustąpi nieco miejsca danym makroekonomicznym pokazującym niszczycielski wpływ pandemii na koniunkturę. W dalszym ciągu zatem otoczenie nie będzie sprzyjało walutom tej części regionu. Nadal jednak przedział 4,60 - 4,6170 jest dla nas kresem osłabienia złotego przy zachowaniu bieżących okoliczności (brak wyraźnej eskalacji zachorowań, czy wprowadzania nowych restrykcji np. ograniczających przemieszczanie się ludności). Zwracamy również uwagę, iż przecena złotego może spotkać się z reakcją NBP, przynajmniej werbalną. Już dwóch członków RPP wypowiadało bowiem się na temat potrzeby monitorowania wartości polskiej waluty. Przykładowo w 2011 roku (kryzys zadłużenia w Europie) NBP interweniował na rynku walutowym, gdy kurs EUR/PLN wynosił 4,50. W takich decyzjach niejednokrotnie ważniejsza jest jednak dynamika zmian aniżeli przywiązanie do jakiegoś poziomu. Skala przeceny złotego do euro jest natomiast, w ostatnich dniach, wyższa niż w przypadku czeskiej korony, czy węgierskiego forinta.
USD/PLN	↑ Spodziewana przecena złotego będzie czynnikiem przemawiającym za zwyżką notowań pary USD/PLN w najbliższych dniach. Najistotniejszym argumentem będzie jednak zachowanie dolara. Ten dziś stabilizuje się na rynkach finansowych. Uważamy natomiast, iż w kolejnych dniach, gdy sentyment inwestycyjny będzie się pogarszał - w większym stopniu pod wpływem negatywnych danych makro aniżeli eskalacji koronawirusa - apetyt na amerykańską walutę powróci.
EUR/USD	↓ Mimo, iż w ubiegłym tygodniu kurs EUR/USD obniżył się aż o pięć centów, to nie uważamy, by był to kres umocnienia dolara do euro. Zainteresowanie amerykańską walutą, jako aktywem safe-haven generować będą doniesienia dotyczące pandemii, jak i sytuacji gospodarczej na świecie. Najistotniejsze w tym tygodniu spośród danych makro będą zmiany w liczbie nowych bezrobotnych (czwartek), które mogą generować zmienność pokazując skalę „zniszczeń” amerykańskiej koniunktury. Inwestorzy oczekują ponadto na opóźniające się przeforsowanie w amerykańskim Kongresie pakietu stymulacji fiskalnej. Duży wpływ na dolara ma ponadto dzisiejsze kolejne nadzwyczajne złagodzenie polityki pieniężnej w USA.

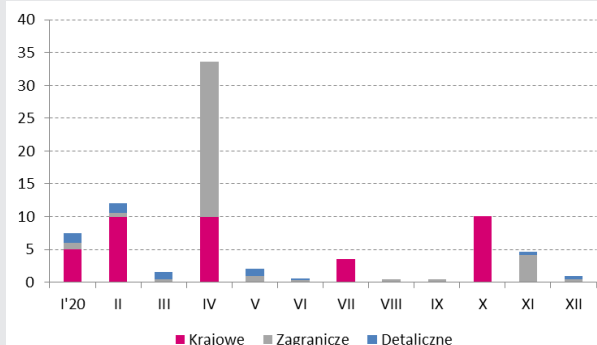
Krajowe potrzeby pożyczkowe [mld PLN]



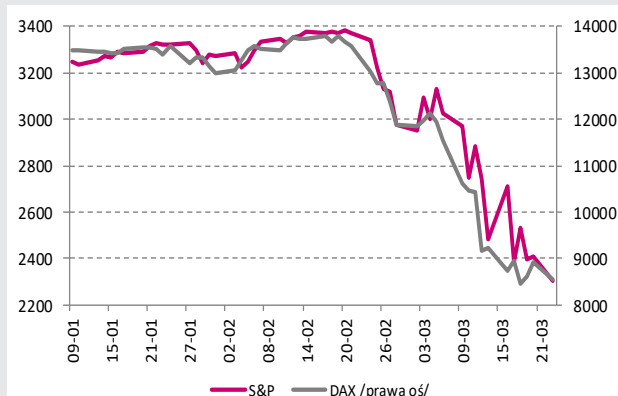
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Wykupy obligacji w 2020 roku [mld PLN]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Rynek obligacji

Za nami niezwykle burzliwy tydzień na krajowym rynku długu, gdy dochodowość obligacji wzdłuż całej krzywej zmieniała się w sposób zawrotny. Momentami dzienna zmienność wynosiła ponad 30 bps. Wytłumaczeniem tak gwałtownych ruchów była niska płynność sprzyjająca skokowym zmianom cen. By temu przeciwdziałać NBP przeprowadził w ubiegłym tygodniu pierwszą z serii zakupów obligacji na rynku wtórnym. Z uwagi jednak m.in. na niewielki wachlarz dostępnych instrumentów trudno uznać początek programu skupu za sukces.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Najbliższe dni ponownie będą czasem podwyższonej zmienności krajowego rynku długu. W kolejnych dniach za sprawą działań NBP (operacje zakupu długu, w tym dzisiejsza) oraz MinFin (przeprowadził dziś przetarg zamiany obligacji) rynek powinien stopniowo odzyskiwać płynność. Tym samym dzienne zmiany rentowności powinny maleć. Kierunkowo nadal uważamy jednak, iż 10-letni dług powinien tracić na wartości. Najpoważniejszym argumentem dla wyższej dochodowości będzie konieczność gwałtownego zwiększenia potrzeb pożyczkowych, jako konsekwencja sfinansowania pakietu fiskalnego przygotowywanego przez rząd. Jak wynika z informacji MinFin około 60 mld PLN z 212 mld PLN pakietu fiskalnego pochodzić będzie z budżetu. W takich uwarunkowaniach najwyższe w historii finansowanie potrzeb pożyczkowych jest już nieaktualne. Należy także pamiętać, iż zwyczajowo kwiecień jest miesiącem wykupu zapadających obligacji. Na chwilę obecną w przyszłym miesiącu pozostaje do wykupu 10 mld PLN obligacji PS0420 oraz ok. 5,25 mld EUR obligacji zagranicznych denominowane w EUR. Dodatkowo, na wynikach budżetu centralnego negatywnie odbijać się będą zmiany zadłużenia w wyniku różnic kursowych na skutek wyraźnego osłabienia złotego do głównych walut. Wartość zadłużenia zagranicznego w całości zadłużenia to jednak około 25% - najmniej od wielu lat - z czego 21,1% całości to zadłużenia w euro, 4,2% całości to zadłużenie w amerykańskim dolarze, a 1,1% przypada na pozostałe waluty. Pewnym stabilizatorem nastrojów może być informacja, iż stan środków na rachunkach MinFin - po lutym - jest najwyższy od czterech miesięcy i wynosi około 57,8 mld PLN.
10Y DE (%)	Ogłoszenie olbrzymiego pakietu stymulacji fiskalnej, a tym samym znaczącego wzrostu emisji niemieckiego długu przekłada się na wzrost dochodowości Bunda. Jednocześnie nie jest on zbyt wysoki, gdyż ucieczka inwestorów do bardziej ryzykownych aktywów absorbuje znaczącą część ruchu związanego ze wspomnianym wzrostem emisji obligacji. W szczególności na tle przekierowywania kapitału z rynku akcji. Nie bez znaczenia są także działania EBC. Nasze oczekiwania zakładają zatem, iż w tym tygodniu - mimo zbliżającego się ogłoszenia pakietu fiskalnego w Niemczech - strona popytowa będzie na tyle silna, iż zadecyduje o spadku dochodowości Bunda.
10Y US (%)	W przypadku długu USA liczymy na niższą dochodowość, której podobnie jak w przypadku Bunda, sprzyjać będzie strategia risk-off tj. napływ kapitału do tzw. bezpiecznych aktywów. Dodatkowo, niższe rentowności sprzyjać będą działaniom amerykańskiej Rezerwy Federalnej mające na celu silne złagodzenie polityki pieniężnej, w tym skup obligacji, w szczególności te dzisiejsze dotyczące zniesienia limitu wartości programu QE oraz dodatkowych środków pomocowych dla firm i samorządów.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 23 marca					
14:00 Podaż pieniądza M3	Polska	Luty	9.3%	9.0%	9.0%
Wtorek 24 marca					
09:30 Indeks PMI dla przemysłu	Niemcy	Marzec	48.0	38.9	
09:30 Indeks PMI dla usług	Niemcy	Marzec	52.5	38.8	
10:00 Stopa bezrobocia rejestrowanego	Polska	Luty	5.5%	5.5%	5.5%
10:00 Indeks PMI dla przemysłu	EZ	Marzec	49.2	39.0	
10:00 Indeks PMI dla usług	EZ	Marzec	52.6	36.5	
14:45 Indeks PMI dla przemysłu	USA	Marzec	50.7	50.0	
14:45 Indeks PMI dla usług	USA	Marzec	49.4	48.8	
Środa 25 marca					
13:30 Zamówienia na dobra trwałe m/m	USA	Luty	-0.2%	-1.3%	
13:30 Zamówienia na dobra trwałe bez środków transp. m/m	USA	Luty	0.8%		
Czwartek 26 marca					
13:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	UK	Marzec	0.1%		
13:30 Nowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	20 marca	281k		
13:30 PKB kw/kw (SAAR)	USA	4Q	2.1%	2.1%	
Piątek 27 marca					
13:30 Inflacja PCE r/r	USA	Luty	1.7%		
13:30 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Luty	1.6%		
15:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Marzec	101.0	95.9	
Poniedziałek 30 marca					
11:00 Koniunktura gospodarcza	EZ	Marzec	103.5		

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	>1,0	4,9	4,7	4,5	3,9	3,2	-	-	-	-
Stopa bezrobocia	5,8	5,2	5,2	5,8	5,9	5,2	5,1	5,2	5,4	4,9	4,9	5,2
Inflacja CPI (% r/r) **	1,6	2,3	3,4	1,4	1,2	2,4	2,8	2,8	4,1	3,4	3,1	3,0
Ropa naftowa Brent **	71,7	64,6	57,5	72,2	63,3	69,8	62,0	63,4	57,0	25,0	30,0	35,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00
WIBOR 1M (%)	1,64	1,63	1,64	1,64	1,64	1,64	1,63	1,63	1,15	1,15	1,15	1,15
WIBOR 3M (%)	1,72	1,71	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,25	1,25	1,25	1,25
WIBOR 6M (%)	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,30	1,30	1,30	1,30
Obligacja 2-letnia (%)	1,33	1,50	1,50	1,33	1,80	1,62	1,52	1,50	1,10	1,15	1,18	1,20
Obligacja 10-letnia (%)	2,82	2,07	2,25	2,82	2,84	2,39	2,00	2,07	2,35	2,35	2,30	2,30
EUR/PLN	4,30	4,26	4,33	4,30	4,30	4,25	4,37	4,26	4,40	4,36	4,34	4,33
USD/PLN	3,76	3,80	3,77	3,76	3,84	3,73	4,00	3,80	3,96	3,89	3,84	3,77
GBP/PLN	4,79	5,00	5,00	4,79	5,00	4,73	4,93	5,00	4,90	4,95	5,00	5,00
EUR/USD	1,14	1,12	1,15	1,14	1,12	1,14	1,09	1,12	1,11	1,12	1,13	1,15
EURIBOR 3M	-0,36	-0,41	-0,42	-0,36	-0,35	-0,39	-0,42	-0,41	-0,45	-0,45	-0,43	-0,42
LIBOR 3M USD	2,81	1,91	0,30	2,81	2,60	2,32	2,09	1,91	0,30	0,30	0,30	0,30

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium ** średnio w okresie, *** aktualizacja prognoz uwzględniająca możliwy wpływ skutków koronawirusa będzie miała miejsce w kolejnym raporcie

Źródło: GUS, NBP, Refinitiv, Macrobond, Bank Millennium SA

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