

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

30 marca 2020

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Przed nami kolejny tydzień, w trakcie którego informacje dotyczące rozprzestrzeniającej się pandemii będą kształtowały nastroje. W coraz większym stopniu jednak sentyment inwestycyjny będzie także zależał od napływających danych, a tych istotnych w tym tygodniu nie zabraknie. Na krajowym rynku finansowym oczekujemy stabilizacji notowań kursu EUR/PLN w przedziale 4,50 - 4,60. Dynamiczne zmiany towarzyszyć będą wycenie długu, dla której najistotniejszy będzie plan podaży Ministerstwa Finansów na kwiecień oraz operacji kupna obligacji przez Narodowy Bank Polski. W tym tygodniu zwracamy uwagę także na rynek ropy naftowej, gdzie baryłka Brent kosztuje około 23,5 USD tj. najmniej od 17 lat. Jest to z jednej strony wynik słabnącego popytu z uwagi na spadek aktywności ekonomicznej w związku z koronawirusem, z drugiej zaś efekt wewnętrznej wojny cenowej kartelu OPEC+.

Najważniejsze dane tego tygodnia

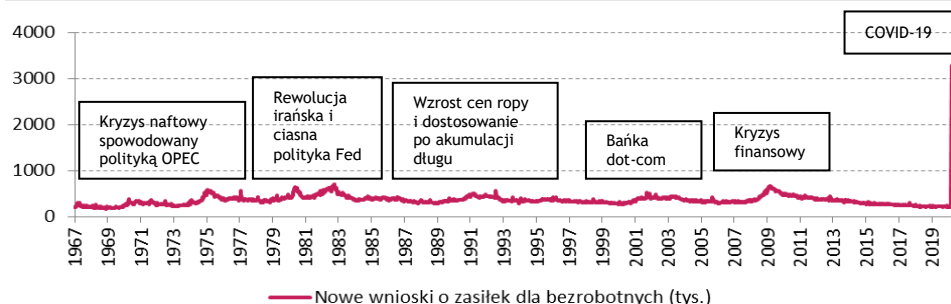
W tym tygodniu kolejne dane wskazujące na skalę załamania koniunktury

W tym tygodniu publikowane będą kolejne dane z gospodarek rozwiniętych, wskazujących na skalę załamania koniunktury w następstwie epidemii koronawirusa. W tym kontekście istotne będą wskaźniki koniunktury w USA i strefie euro. Oczekiwać można dalszego pogorszenia nastrojów w przemyśle i usługach (indeksy PMI w USA i strefie euro oraz indeks ISM dla USA), a w ślad za znacznym pogorszeniem perspektyw rynku pracy, także nastrojów konsumentów (w USA będą podane wskaźniki Conference Board). Ważne też będą kolejne dane z amerykańskiego rynku pracy, które już w ubiegłym tygodniu wskazywały na znaczny wzrost bezrobocia. W tym tygodniu podane będą kolejne odczyty wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, raport ADP, a także liczba nowych miejsc pracy, która zapewne spadnie po raz pierwszy od września 2010. Ciekawe będą także dane z Chin, gdzie podany będzie indeks PMI dla przemysłu, co pozwoli ocenić skalę odbicia koniunktury po opanowaniu epidemii.

Jak polski przemysł zareagował na wybuch epidemii?

W środę o godz. 09:00 poznamy pierwsze dane PMI dla polskiego przemysłu znajdujące się już pod silnym wpływem epidemii COVID-19. Według naszych oczekiwań indeks ten obniży się do 45,9 pkt z 48,2 pkt w lutym. Sytuacja w przemyśle będzie jednak gorsza niż wskazania indeksu, gdyż w marcu, podobnie jak w lutym zostanie on sztucznie zawyżony przez składową opóźnień dostaw, wynikających z zaburzeń w związku z pandemią koronawirusa.

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych złożonych między 16 a 20 marca wyniosła 3,3 mln po 0,281 mln w tygodniu poprzedzającym. Tak dramatycznego wzrostu w przeciągu tygodnia nie odnotowano nigdy w historii danych. U szczytu poprzedniego kryzysu (2008 - 2009) przyrost o 3,3 mln wniosków odbył się w przeciągu 6 tygodni. Skala załamania rynku pracy w USA wskazuje na bardzo głęboką recesję w gospodarce. Ze względu na oczekiwaną dalszą eskalację epidemii w tym kraju, gdzie liczba zachorowań na COVID-19 przebiła już Chiny nie pozwala na oczekiwania odbicia koniunktury w kształcie litery „V”. Bezprecedensowe luzowanie polityki pieniężnej Fed oraz gigantyczny pakiet fiskalny o wartości 2 bln USD pozwalają jednak mieć nadzieję, że uda się uniknąć cyklu gospodarczego w kształcie litery „L”.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5560	-1,4%
USD/PLN	4,1372	-3,3%
CHF/PLN	4,3134	-1,2%
EUR/USD	1,1011	1,9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,14	-1
WIBOR 3M	1,17	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,96	-4
5Y	1,34	-12
10Y	1,78	-15

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,75	13
5Y	0,89	13
10Y	1,09	14

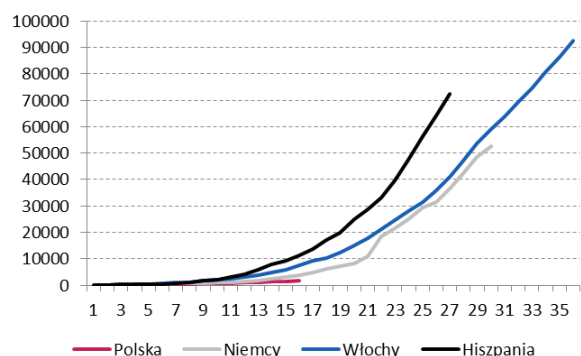
Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,53	-15
US 10Y	0,65	-8

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	40886,9	-0,6
S&P 500	2541,5	10,3
Nikkei 225	19389,4	17,1

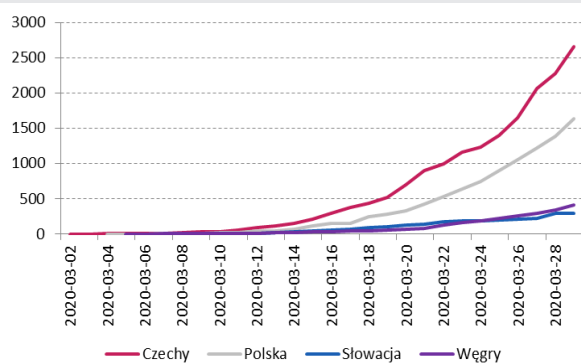
Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

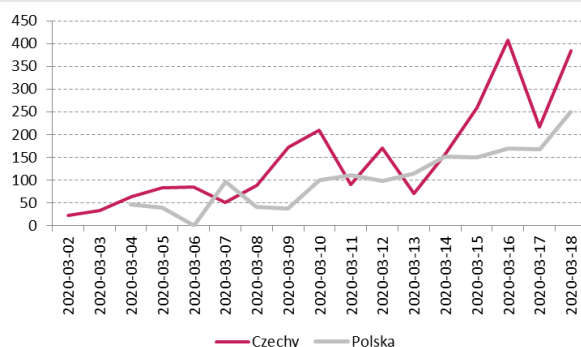
Rozwój epidemii COVID-19 po potwierdzeniu 50 przypadków



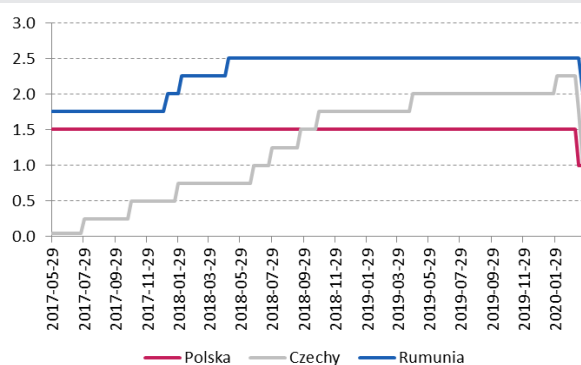
Liczba potwierdzonych zachorowań na COVID-19



Dzienna zmiana zachorowań na COVID-19



Stopy procentowe w Polsce, Czechach, Rumunii [%]



Makro - kraj

Epidemia w Polsce nasila się, choć w mniejszej skali niż w krajach Europy Zachodniej

Skala epidemii w Polsce nasila się, choć jej zakres jest mniejszy niż w innych krajach na podobnym etapie rozwoju epidemii. Według stanu na poniedziałek rano, to osiemnasty dzień, kiedy liczba zainfekowanych przekroczyła 50, liczba stwierdzonych zachorowań wynosi w Polsce 1905, natomiast liczba zmarłych 26. Na tym samym etapie rozwoju epidemii liczba stwierdzonych przypadków w Niemczech wynosiła ponad 7 tys., a we Włoszech ponad 10 tys. Radykalne działania podjęte przez rząd w celu powstrzymania rozwoju epidemii mogą więc przynieść mniejszą skalę pandemii i wyplaszczanie krzywej zachorowań.

Skutki ekonomiczne epidemii będą znaczne

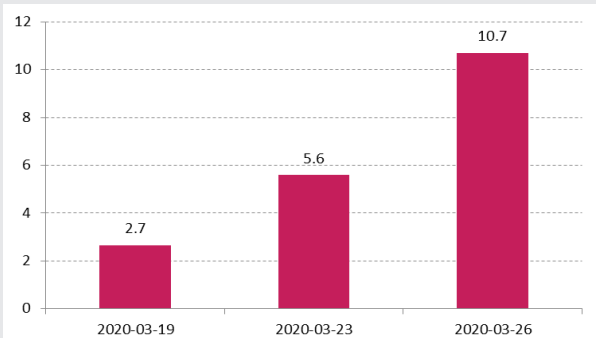
Nawet jeśli przebieg epidemii będzie łagodniejszy niż w krajach Europy Zachodniej to skutki ekonomiczne będą znaczne. Szczególnie, że możliwe jest wprowadzenie dodatkowych ograniczeń. W ubiegłym tygodniu rząd wprowadził zakaz przemieszczania się, poza sytuacjami niezbędnymi (zakupy żywności i leków, tylko konieczne dojazdy do pracy) i zgromadzeń powyżej dwóch osób. Wprowadzono także ograniczenia liczby osób w transporcie publicznym. Poza nowymi zakazami przedłużono do 13 kwietnia kontrolę na granicach. Minister Emilewicz wskazała na możliwość wprowadzenia dodatkowych działań w tym tygodniu, które mogą wiązać się z nowymi obostrzeniami w sklepach i zakładach pracy.

Wzrost gospodarczy - głęboka recesja w 2Q i stopniowe odbicie w drugiej połowie roku

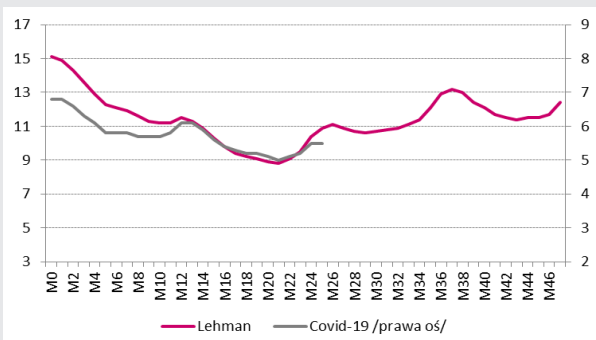
Dane z polskiej gospodarki za styczeń i luty były lepsze od oczekiwań, co wskazało na dobrą kondycję gospodarki w okresie bezpośrednio poprzedzającym wybuch epidemii. Wzrost gospodarczy w 1Q może wynieść ok. 2,5% r/r, czemu pomogą wzmożone zakupy przezroczystościowe przed wybuchem epidemii. Drugi kwartał będzie jednak silnym uderzeniem dla gospodarki, a PKB może spaść o nawet 10% r/r, przy założeniu, że szczyt epidemii będzie w kwietniu, a na przełomie maja i czerwca zaczną rozluźniać się restrykcje, a aktywność ekonomiczna będzie odradzać się. Najsilniej skutki obecnego kryzysu odczuwają firmy usługowe (szczególnie turystyka, gastronomia, kultura, rozrywka, transport, szczególnie pasażerski), które mierzą się z załamaniem dochodów na skutek wprowadzonej izolacji społecznej. Załamanie nastrojów w sektorze usług wskazały wstępne indeksy PMI w krajach strefy euro.

W drugiej połowie roku spodziewamy się odbudowy wzrostu, jednak w naszej ocenie odczyt dynamiki PKB w całym roku będzie ujemny i wyniesie ok. -3,0% r/r. W dalszym ciągu prognozy obciążone są dużym ryzykiem, uzależnionym od przebiegu epidemii w Polsce i w Europie. Napływające dotychczas dane, szczególnie z Europy, a także możliwe dalsze restrykcje w przemieszczaniu się, nie dają podstaw do optymizmu, stąd ryzyka dla wzrostu gospodarczego skierowane są w dół. Przebieg restartu gospodarki w Chinach, gdzie aktywność ekonomiczna odbudowuje się po ustabilizowaniu sytuacji epidemiologicznej, wskazuje na stopniowe jej tempo. Wskaźnik aktywności ekonomicznej w Chinach po załamaniu się na przełomie stycznia i lutego, kiedy zamknięto Wuhan, wzrósł o ok. 20% w stosunku do dołka z połowy lutego, jednak wciąż jest o ok. 30% niższy niż na początku roku. Wciąż utrzymywana jest część restrykcji, szczególnie we współpracy z otoczeniem zewnętrznym. Przykładowo, każdy obcokrajowiec przybywający do Pekinu musi odbyć obowiązkową 2-tygodniową kwarantannę. Oznacza to, że nawet po ustabilizowaniu sytuacji epidemiologicznej działalność w niektórych branżach nie wróci szybko do poziomu sprzed epidemii. Skalę i tempo odbicia gospodarki po ustabilizowaniu epidemii w Polsce będą ograniczały także restrykcje utrzymywane w innych krajach UE, znacznie bardziej dotkniętych przez epidemię. Skutki gospodarcze epidemii w krajach Europy Zachodniej będą znaczne, strefa euro doświadczy głębokiej recesji, przez co popyt zagraniczny nie będzie wspierał odbudowy wzrostu w Polsce. Powyższe czynniki wskazują, że przebieg odbicia wzrostu może mieć bardziej kształt litery U niż V.

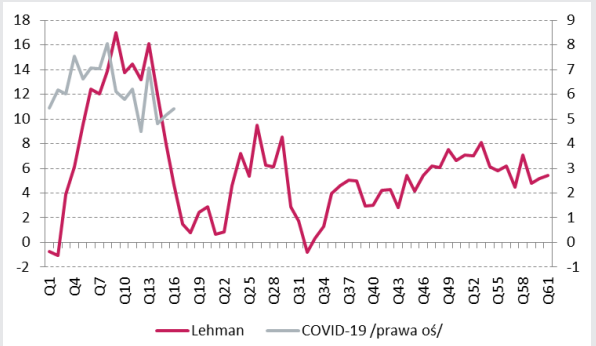
Program skupu obligacji przez NBP [mld PLN]



Stopa bezrobocia w okresach kryzysów [%]



Wzrost płac realnych [% r/r]



Źródło: Macrobond

Bezrobocie - wzrost do ok. 7% to optymistyczne założenie

Załamanie wzrostu gospodarczego i ograniczenia w działalności gospodarczej będą miały negatywny wpływ na rynek pracy. Szukając analogii w kryzysie lat 2008-2009, kiedy w rok od upadku Lehman Brother liczba bezrobotnych w Polsce wzrosła o ok. 400 tys, to w obecnych uwarunkowaniach oznaczałoby to wzrost stopy bezrobocia do ok. 8%. Biorąc jednak pod uwagę znacznie bardziej dynamiczny charakter obecnego kryzysu i wstrzymanie działalności lub radykalne ograniczenia skali działania znacznej części firm, skala wzrostu bezrobocia mogłaby być większa i bardziej gwałtowna. Zakładamy jednak, że podjęte w ramach Tarczy Antykryzysowej działania osłonowe polskich firm, szczególnie małych i średnich zmniejszą skalę zwolnień i stopa bezrobocia w tym roku nie przekroczy 7%. Na chwilę obecną to dość optymistyczny scenariusz, biorąc pod uwagę relatywnie ograniczoną, w porównaniu z innymi krajami, skalę wsparcia firm, pomijanie dużych firm w niektórych rozwiązaniach Tarczy, a także opóźniające się tempo prac parlamentarnych.

Inflacja wyhamuje, choć ceny żywności mogą złagodzić dezinflacyjne skutki recesji

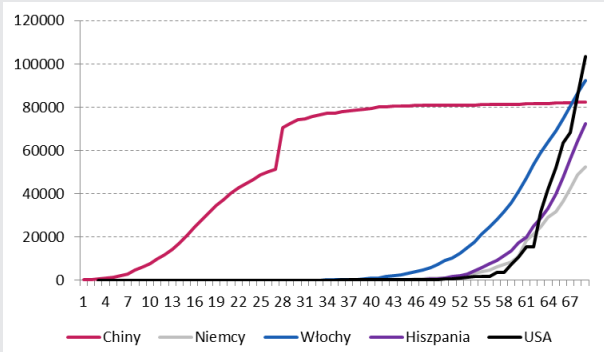
Presja inflacyjna spadnie, w ślad za spadkiem wzrostu gospodarczego, szczególnie inflacja bazowa przestanie narastać. Dodatkowo, w kierunku niższej inflacji będzie działać spadek cen paliw na stacjach benzynowych. Niemniej jednak, w drugiej połowie roku działanie tego czynnika może wygasnąć, ponieważ w naszej ocenie utrzymanie cen ropy naftowej na obecnych poziomach w długim terminie będzie trudne, szczególnie jeśli w drugiej połowie roku nastąpi odbicie koniunktury. Dodatkowo, czynnikiem niepewności pozostają ceny żywności. W okresie epidemii widoczny był pewien wzrost cen żywności, kupowanej w celach przezorności. Biorąc pod uwagę warunki pogodowe i suszę, która może utrzymać się także w miesiącach wiosenno-letnich, miesiące wiosenne mogą przynieść mniejszy sezonowy spadek cen żywności. W rezultacie inflacja cen żywności może obniżyć się tylko nieznacznie w stosunku do bieżących poziomów. W naszej ocenie inflacja mierzona wskaźnikiem CPI powróci do pasma dopuszczalnych odchyłań inflacji od celu i średnio w roku wyniesie 3,2% r/r, choć ryzyka dla naszej prognozy skierowane są w górę.

Stopy procentowe - obniżki niewykluczone, choć mało efektywne we wsparciu gospodarki

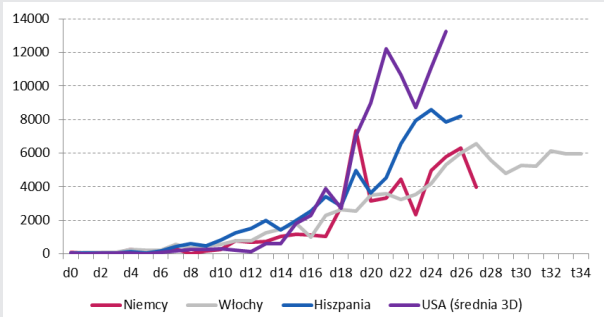
W zakresie polityki pieniężnej uważamy, że optymalnym scenariuszem byłaby stabilizacja stóp procentowych, gdyż dalsze cięcia stóp procentowych mogłyby być nieefektywnym narzędziem wsparcia gospodarki w obecnych uwarunkowaniach, szczególnie, że inflacja może spadać w powolnym tempie. Rynek FRA wycenia cięcie stóp o 50 pbs w perspektywie najbliższych 6 miesięcy. W naszej ocenie tak radykalny spadek stóp procentowych może mieć negatywny wpływ na warunki funkcjonowania sektora bankowego, ponieważ przez pogorszenie jego kondycji finansowej i kapitałowej, zmniejszy się możliwość kreacji kredytu przez polskie banki. To byłoby niepożądane w obecnym kryzysie, ponieważ polskie firmy będą potrzebowały finansowania na odbudowę działalności po tym, jak sytuacja epidemiologiczna ustabilizuje się. Tym bardziej, że utrzymany zostaje podatek bankowy, który nie zachęca do wzrostu akcji kredytowej. W takich uwarunkowaniach liczyć się można z ograniczeniem skali finansowania, szczególnie w warunkach podwyższonego ryzyka kredytowego. Dlatego też szczególnie pożądane są działania władz monetarnych i nadzorczych ukierunkowane na wsparcie akcji kredytowej, w tym także poprzez złagodzenie wpływu podwyższonego ryzyka kredytowego (przede wszystkim firm -małych i dużych) na bilanse banków. Pobudzenie kredytu jest priorytetem Narodowego Banku Węgier, który utrzymał stopy procentowe na niezmienionym poziomie, a ściął stopę rezerw obowiązkowych do zera i modyfikuje program finansowania wzrostu gospodarczego. Głównym beneficjentem ewentualnej obniżki stóp proc. w Polsce byłby niewątpliwie resort finansów, który w tym roku mierzyć się będzie ze znacznym wzrostem potrzeb pożyczkowych, sięgających 100 mld PLN. Niższe stopy procentowe powstrzymają nadmierny wzrost rentowności papierów skarbowych i kosztów finansowania długu. W tym samym kierunku działa rozpoczęty skup przez Narodowy Bank Polski obligacji skarbowych na rynku wtórnym.

Makro - zagranica

Liczba zachorowań na COVID-19



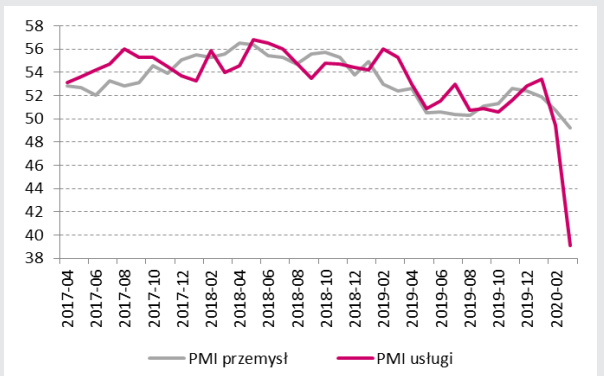
Dziennie przyrosty zachorowań na COVID-19 (po potwierdzeniu 100 przypadków)



Nowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych [tys.]



Indeksy PMI w USA [pkt]



Pandemia COVID-19 nieustannie eskaluje

Pandemia COVID-19 nieustannie eskaluje. Liczba potwierdzonych zarażeń na świecie przekroczyła już 720 tys., co oznacza, że w ciągu tygodnia wzrosła ponad dwukrotnie. Nadal notowane są dynamiczne przyrosty w Europie, zwłaszcza w Hiszpanii i w Niemczech, gdzie nowych przypadków przybywa już silniej niż we Włoszech (tam pojawiają się sygnały pewnej stabilizacji liczby nowych zachorowań). Obecnie najmocniej epidemia rozprzestrzenia się w Stanach Zjednoczonych, w których codziennie potwierdza się kilkanaście tysięcy nowych przypadków. Skala rozwoju epidemii oraz wynikające z niej samoizolacja mieszkańców i ograniczające działania władz na świecie nie pozwalają wierzyć w szybkie odbicie globalnej koniunktury, tj. w przebieg cyklu w kształcie litery „V”. Oznacza to, że okres recesji w największych gospodarkach rozwiniętych wydłuży się co najmniej do kilku kwartałów. Bezprecedensowe w skali i tempie przeprowadzenia działania władz na świecie w zakresie polityki gospodarczej pozwalają jednak mieć nadzieję, że uda się uniknąć najbardziej negatywnego scenariusza, tj. aktywności gospodarczej przybierającą postać litery „L” oznaczającej błyskawiczne załamanie koniunktury, a następnie przedłużającego się okresu stagnacji gospodarczej. W szczególności uwagę zwraca największa w historii skala stymulacji monetarnej i fiskalnej w USA, która w 2020 r. sięgnąć może łącznie 4 bln USD. O ile jeszcze kraje rozwinięte są w stanie próbować łagodzić wpływ epidemii gospodarczej w oparciu o własne środki to kraje rozwijające się będą potrzebować międzynarodowej pomocy. Według szefowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego kraje te będą potrzebować 2,5 bln USD finansowania zewnętrznego.

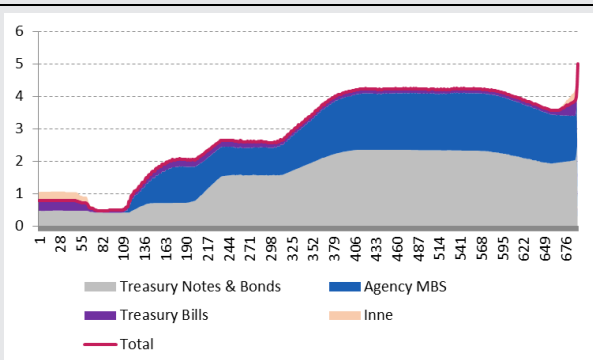
Najsilniejsze od co najmniej 50 lat załamanie rynku pracy w USA

Epidemia koronawirusa dramatycznie odbija się na sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA złożonych między 16 a 20 marca wyniosła 3,3 mln, po wzroście tydzień wcześniej na poziomie 281 tys. Tak dramatyczny wzrost liczby osób bezrobotnych nie dokonał się nigdy w ponad 50 letniej historii danych. Dla odzwierciedlenia skali obecnego załamania, należy wspomnieć, że w szczycie redukcji zatrudnienia w 2008 r., tj. podczas globalnego kryzysu finansowego taka sama liczba nowych wniosków o zasiłek była złożona w ciągu 6 tygodni. Do tak ogromnych zmian przyczynia się zwłaszcza załamanie zatrudniającego ok 80% pracowników USA sektora usług. Odzwierciedla to opublikowany w ub. tygodniu wskaźnik PMI dla tych branż w USA, który spadając do 39,1 pkt w marcu z 49,4 pkt w lutym dobił do nienotowanego dotąd dna. Dane te utwierdzają prognozy, że recesja z powodu pandemii w USA będzie głębsza niż podczas kryzysu po upadku Lehman Brothers (prezes Fed J.Powell powiedział, że gospodarka może w niej już być). Dla łagodzenia skutków gospodarczych amerykańskie władze wprowadzają największy w dziejach USA program stymulacji fiskalnej i monetarnej.

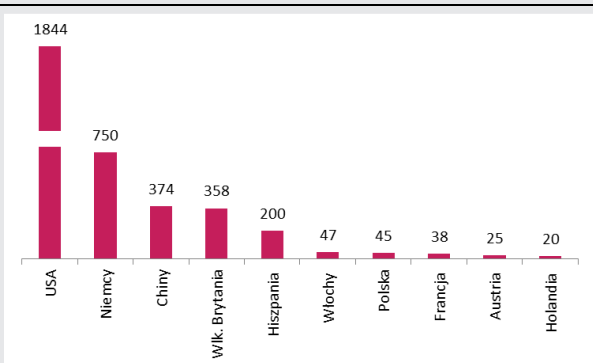
QE w USA bez limitów

W ub. tygodniu Fed kolejny raz złagodził politykę pieniężną w USA m.in. znosząc wcześniejsze ograniczenia skali skupu aktywów. Ponadto Rezerwa Federalna ogłosiła nowe programy o łącznej wartości 300 mld USD, które mają wesprzeć akcję kredytową w gospodarce. Pierwsze dwa z nich: *Primary Market Corporate Credit Facility* (PMCCF) dla nowo emitowanych obligacji korporacyjnych i *Secondary Market Corporate Credit Facility* (SMCCF) pozwolą Fed na zakup długu przedsiębiorstw. Konstrukcja tych programów częściowo wspartych z budżetu federalnego pozwoli obejść zakaz bezpośredniego nabywania przez Fed korporacyjnych papierów dłużnych. Trzeci program *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) ma zapewnić dostęp do kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W komunikacie Fed uprzedza ponadto o uruchomieniu wkrótce programu *Main Street Business Lending Program*, którego celem będzie wsparcie akcji kredytowej dla małych i średnich przedsiębiorstw. Informacje te wskazują, że bank centralny USA skupując papiery korporacyjne oraz planując bezpośrednie kredytowanie niektórych przedsiębiorstw wchodzi w dziedzinę gospodarczą, w których nigdy do tej pory nie był obecny. Wobec wstrząsu gospodarczego, jakim jest epidemia SARS-CoV-2 Fed reaguje szybko, aby zapewnić tanie finansowanie dla

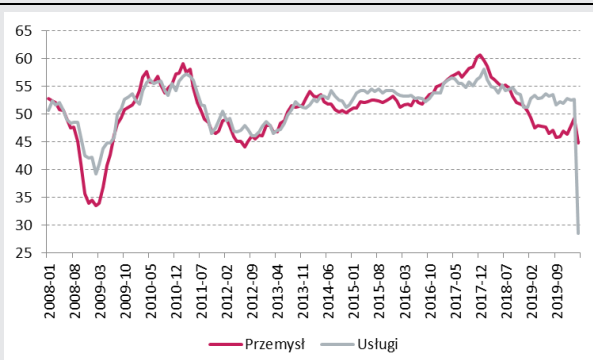
Bilans Fed [bln USD]



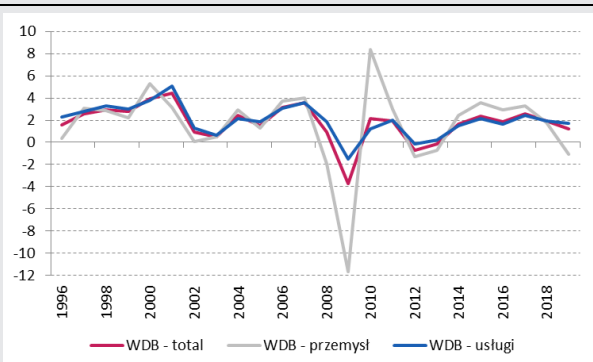
Wartość pakietów pomocowych [mld EUR]



PMI w strefie euro [pkt]



Wartość dodana brutto w strefie euro [%]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

różnych podmiotów gospodarczych i poszerzenia dostępu do kredytów. Działania Fed, mogą wpłynąć na łagodniejszy przebieg zaburzenia związanego z epidemią i szybszy powrót do fazy ożywienia, tak jak po wielkim kryzysie finansowym 10 lat temu, gdy gospodarka amerykańska wydzignęła się z marazmu wcześniej niż inne kraje rozwinięte. Stymulacji monetarnej towarzyszą największy w historii program fiskalny.

Największy w historii program fiskalny w USA

W ub. tygodniu amerykański Kongres zaaprobował największy w historii USA program publicznego wsparcia gospodarki. Ostateczna jego wersja przewiduje m.in. 500 mld USD na pomoc dla branż w trudnej sytuacji, 350 mld USD na pożyczki dla małych firm i 250 mld USD na wsparcie osób bezrobotnych. Program zawiera zapisy zgodnie, z którymi dla każdego dorosłego obywatela zarabiającego mniej niż 75 tys. USD rocznie zostanie przeznaczone 1200 USD i dodatkowe 500 USD na każde dziecko.

Recesja w strefie euro inna niż poprzednie

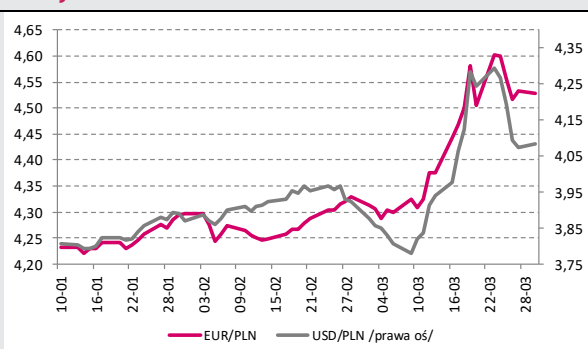
Według wstępnych obliczeń indeksy PMI dla usług w Niemczech i w strefie euro załamały się w marcu do najniższych poziomów w historii badania. Wyniosły one 34,5 pkt wobec 52,5 pkt w lutym dla Niemiec oraz 28,4 pkt wobec 52,6 pkt przed miesiącem dla Eurolandu. Skala spadku jest bezprecedensowa. Sektor usług, zwłaszcza transport, turystyka i gastronomia znajduje się w dramatycznej sytuacji w związku z epidemią koronawirusa, która wymusiła wstrzymanie świadczenia usług lub załamanie popytu na skutek ograniczenia możliwości przemieszczania się i innych regulacji administracyjnych. Obecnie strefa euro jest jednym z epicentrow pandemii, a w większości jej krajów liczba nowych zachorowań nadal eskaluje. Badanie PMI wskazuje także na bezprecedensowy spadek subindeksu zatrudnienia, co jest najgorszą informacją, gdyż oznacza zanik ostatniego bezpiecznika koniunktury oraz budzi obawy o szybką obudowę gospodarki. Indeksy PMI dla przemysłu spadły natomiast do 45,7 pkt dla Niemiec i do 44,8 pkt dla Eurolandu, choć sytuacja w tym sektorze jest gorsza niż wskazują poziomy indeksów, gdyż są one sztucznie podbijane przez komponent czasu dostaw. Dane PMI za marzec wskazują, że PKB w strefie euro spadnie w 1Q, ale najgorsze jeszcze przed nią, gdyż zanosi się na nienotowane w ostatnich dziesięcioleciach załamanie gospodarki w 2Q, a recesja będzie miała inny charakter niż w przeszłości. Do tej pory bowiem sektor usług wygładzał przebieg cyklu koniunkturalnego. Obecnie sektor ten, o zdecydowanie największym zatrudnieniu w strefie euro cierpi najmocniej, a spadek aktywności gospodarczej najpewniej będzie dużo silniejszy niż podczas globalnego kryzysu finansowego w latach 2008-2009, a także kryzysu zadłużeniowego 2011-2012. Z tych względów należy oczekiwać, podobnie jak w przypadku USA, że koniunktura w strefie euro nie poprawi się szybko. Dane wskazują że rosną ryzyka dla dłuższej dekonunktury, co nie pozwoli polskiemu eksportowi łagodzić spadku popytu wewnętrznego w kraju. Optymistyczną informacją jest jednak ogromna skala działań rządu Niemiec, największej gospodarki strefy euro.

Niemcy wesprą gospodarkę kwotą 750 mld EUR

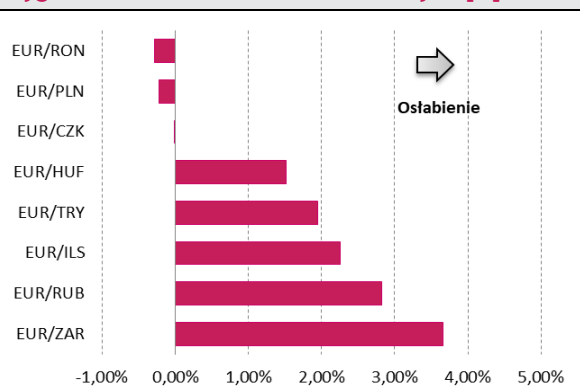
W ub. tygodniu niemiecki parlament przyjął pakiet stymulacyjny w wysokości 750 mld EUR. Największa część (600 mld EUR) tej kwoty stanowi Fundusz Stabilności Gospodarczej dla dużych (zatrudniających ponad 250 pracowników) przedsiębiorstw, którego środki będą przeznaczone na gwarancje kredytów poprawiających płynność, a także dokapitalizowanie spółek. Niemiecki rząd wprowadza także możliwość odroczenia składek podatkowych oraz zamierza współfinansować do 60% wynagrodzenia zatrudnionych, których praca nie jest wykorzystana. Z kolei na pożyczki i dotacje dla samozatrudnionych oraz mikroprzedsiębiorstw przeznaczono 50 mld EUR. Przewidziano także wsparcie służby zdrowia oraz dodatkowe zasiłki rodzinne. Realizacja tego programu spowoduje zwiększenie deficytu finansów publicznych o 156 mld USD, co może wiązać się z czasowym zniesieniem konstytucyjnych limitów zadłużenia. Wartość programu stanowi ponad 20% niemieckiego PKB, co dwukrotnie przewyższa skalę programu w Polsce. Rozwiązania te pozwalają mieć nadzieję, na odbudowę w perspektywie kilku kwartałów gospodarki po szoku związanym z nadal eskalującą w Niemczech epidemią COVID-19.

Rynek walutowy

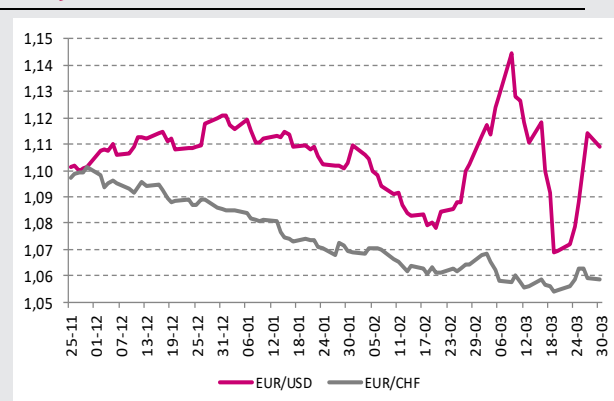
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



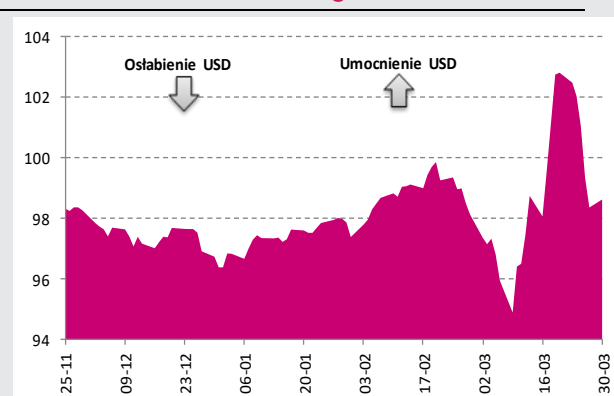
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

Miniony tydzień wśród walut emerging markets był okresem uspokojenia notowań po wcześniejszym okresie burzliwej przeceny. Co więcej, niejednokrotnie - jak w przypadku rumuńskiego leja, czeskiej korony oraz złotego - walutom CEE udało się odrobić część poniesionych strat w relacji do euro. W przypadku kursu EUR/PLN oznaczało to spadek notowań do 4,50 z poziomu 4,63 wskazywanego przez nas we wcześniejszych raportach jako możliwy kres osłabienia polskiej waluty. Na przeciwnym biegunie był natomiast południowoafrykański rand, który był najtańszy w historii po decyzji agencji Moody's o obniżeniu ratingu RPA do poziomu śmieciowego. Na rynkach globalnych omawiany okres zdecydowanie należał do euro, które umacniało się w relacji do dolara. Zwyżka kursu EUR/USD o ponad 4,5% była najsilniejsza od grudnia 2008 roku, co jest kolejną rynkową analogią do czasów ostatniego kryzysu.

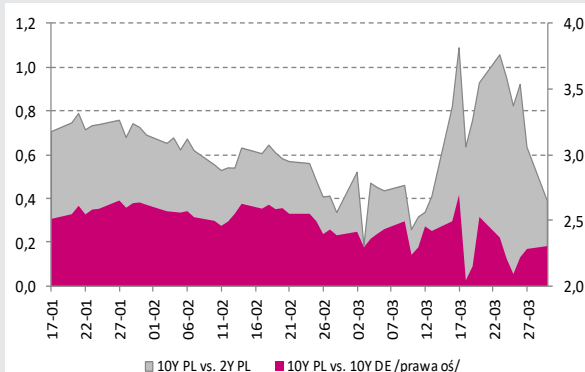
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	W tym tygodniu liczymy na dalsze uspokojenie wyceny złotego do euro. Kurs EUR/PLN zawierać się powinien w przedziale 4,50 - 4,60 który w normalnych okolicznościach uznany byłby za szeroki. Obecnie natomiast utrzymanie notowań EUR/PLN w tych ramach przez cały tydzień uznane byłoby za stabilizację. Mimo, iż uważamy, iż sentyment zewnętrzny pozostanie niesprzyjający bardziej ryzykownym aktywom, w związku z eskalacją epidemii koronawirusa na świecie i publikacjami makro ukazującymi niszczycielską siłę pandemii na koniunkturę, to w tym tygodniu złoty może radzić sobie nieco lepiej niż aktywa regionu. Warto odnotować dość wysoką odporność polskiej waluty na negatywne sygnały płynące z regionalnego otoczenia, w tym wspomnianą wcześniej obniżkę ratingu RPA do poziomu śmieciowego. Niewrażliwość złotego wynika częściowo z piątkowych, dość przychylnych opinii agencji Moody's w kwestii polskiej gospodarki. Złoty zdyskontował ponadto wyjątkowo silne złagodzenie polityki pieniężnej w Polsce wraz z dalszym cięciem stóp procentowych oczekiwanym przez rynki. Historycznie polska waluta była ponadto każdorazowym beneficjentem programów skupu aktywów, które obecnie na świecie prowadzone są na rekordową skalę. W bieżących uwarunkowaniach koncentrację kursu EUR/PLN wokół poziomu 4,50 uznać należy za sukces.
USD/PLN	Relatywnie niewielki zakres oczekiwanych zmian złotego w tym tygodniu sprawia, że decydujący wpływ na zachowanie pary USD/PLN będzie mieć wartość dolara. Ten natomiast powinien pozostawać względnie słaby w relacji do innych walut. W rezultacie zakładamy, iż kurs USD/PLN może nieznacznie zmniejszyć w tym tygodniu kierując się w stronę poziomu 4,0730.
EUR/USD	W naszej ocenie w tym tygodniu dolar może nadal tracić na wartości w relacji do euro. Poza najsilniej eskalującymi na świecie zachorowaniami na koronawirusa w USA negatywnie na amerykańską walutę oddziaływać będzie polityka pieniężna Fed, w tym nielimitowane zakupy wielu typów papierów wartościowych. Na gruncie makro szczególnie interesująco zapowiadają się kolejne dane z rynku pracy USA, a także cotygodniowy odczyt liczby wniosków o kredyt hipoteczny MBA. Notowania eurodolara powinny zatem kierować się w tym tygodniu do poziomu 1,1150.

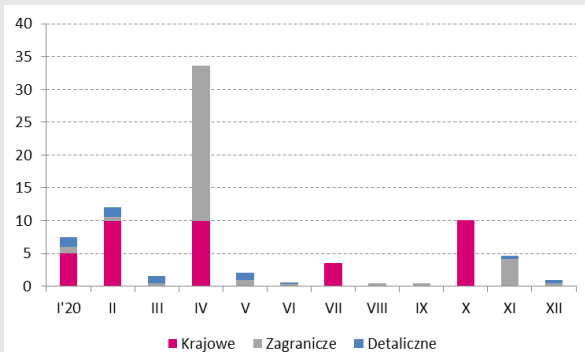
Stan środków na rachunkach MinFin na koniec roku [mld PLN]



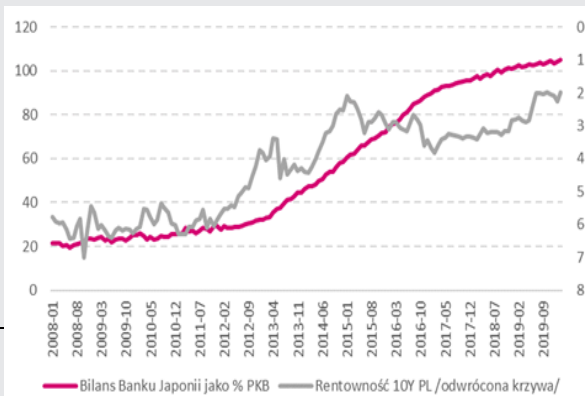
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Wykupy obligacji w 2020 roku [mld PLN]



Luzowanie ilościowe na świecie, a polski dług [%]



Rynek obligacji

Miniony tydzień na krajowym rynku długu przyniósł wyplaszczanie krzywej. Dochodowość 2-latki obniżyła się o 5 bps do -0,95%, a 10-latki o 11 bps do 1,82%. Wzrostowi cen SPW - poza działaniami Narodowego Banku Polski - sprzyjało zachowanie obligacji na rynkach bazowych. W minionym tygodniu szczególnie silnie, bo o 16 bps do -0,53% obniżyła się rentowność Bunda i to pomimo przegłosowania pakietu stymulacji fiskalnej w Niemczech, który wiązać się będzie z koniecznością pierwszej od 2013 roku emisji długu skarbowego w tym kraju. Na rynku amerykańskich obligacji rentowność tamtejszej 10-latki obniżyła się o 9 bps do 0,64%. Podobnie jak w przypadku Niemiec tak i amerykańska administracja przegłosowała rekordowy pakiet stymulacji fiskalnej. Wzrost rentowności wynikający ze zwiększenia amerykańskich potrzeb pożyczkowych neutralizowały jednak działania Fed. W ubiegłym tygodniu bilans Rezerwy Federalnej przekroczył - po raz pierwszy w historii - kwotę 5 bln USD.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Mimo, iż sentyment zewnętrzny pozostaje zmienny, w naszej ocenie rozpoczynający się tydzień na rynku długu zdominowany będzie przez czynniki krajowe, które wspierać będą wycenę obligacji. Co prawda jutro Ministerstwo Finansów opublikuje prawdopodobnie dość rozbudowany kalendarz emisji SPW na drugi kwartał i szczegółowy harmonogram na kwiecień, to oczekujemy zwiększonej aktywności Narodowego Banku Polski, który skutecznie powinien zdejmować presję wynikającą ze zwiększonych podaży obligacji. Te wzrosną natomiast ze względu na konieczność wykupu ponad 10 mld PLN z wygasającej w kwietniu obligacji PS0420 oraz zwiększenie potrzeb pożyczkowych (szacowane przez nas na dodatkowe około 100 mld PLN w całym roku) zapewnijającej finansowanie pakietu fiskalnego. Uzupełnieniem podaży obligacji będą bony skarbowe, które już dziś Ministerstwo Finansów zaoferowało po raz pierwszy od 2017 roku. Chęć obniżenia duration długu zwiększać będzie niedawna obniżka stóp procentowych i oczekiwania na kolejne cięcie o 50 bps wycenione przez kontrakty FRA w perspektywie najbliższych miesięcy. Z drugiej strony Narodowy Bank Polski powinien przedstawić swój harmonogram swoich operacji zakupów długu na rynku wtórnym. Istotną informacją jest ponadto, iż z dniem dzisiejszym NBP będzie uczestnikiem rynku Treasury BondSpot Poland. Oznacza to, iż bank centralny może pełnić funkcję market makera w dowolnym momencie, a nie jedynie za pośrednictwem operacji repo, czy programy skupu aktywów, w ramach którego w tydzień skupiono obligacje o wartości niemal 20 mld PLN. Podsumowując uważamy, iż krótki koniec krzywej będzie zniżkował poniżej poziomu 1,0% tj. stopy referencyjnej nawet w obliczu zwiększonych podaży w tym segmencie ze strony MinFin. Długi koniec natomiast pozostanie bardziej wrażliwy na zmienne czynniki zewnętrzne, ale i w tym przypadku liczymy na aktywność banku centralnego, która będzie wspierała wycenę SPW.
10Y DE (%)	Mimo dynamicznego spadku dochodowości Bunda w ubiegłym tygodniu, w tym liczymy na kontynuację tego ruchu w kierunku poziomu -0,7%. Sprzyjać temu będzie prawdopodobnie słaby sentyment z uwagi na narastającą pandemię w Europie, słabe dane z gospodarki strefy euro oraz skup długu przez EBC.
10Y US (%)	Działania Fed tj. agresywny skup niezwykle rozbudowanego wachlarza instrumentów wspierać będzie spadkowy trend dochodowości długu wzdłuż całej krzywej. Podobnie jak wysoce prawdopodobne kolejne rozczarowujące dane z gospodarki USA.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 30 marca					
11:00 Koniunktura gospodarcza	EZ	Marzec	103.5		
Wtorek 31 marca					
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Marzec	1.2%	0.8%	
15:00 Indeks CaseShiller r/r	USA	Marzec	2.9%		
15:45 Indeks Chicago PMI	USA	Marzec	49.0	45.5	
16:00 Conference Board	USA	Marzec	130.7	121.0	
Środa 01 kwietnia					
03:45 Indeks PMI dla przemysłu	Chiny	Marzec	40.3	46.5	
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Marzec	48.2	46.5	45.9
09:55 Indeks PMI dla przemysłu	Niemcy	Marzec	48.0	45.7	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu	EZ	Marzec	49.2	44.8	
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny	USA		-29.4%		
14:15 Raport ADP	USA	Marzec	183k	-400k	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu	USA	Marzec	50.7	49.2	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Marzec	50.1	44.0	
16:00 Indeks nowych zamówień	USA	Marzec	49.8		
16:00 Indeks zatrudnienia	USA	Marzec	46.9		
Czwartek 02 kwietnia					
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	27 marca	3283k		
Piątek 03 kwietnia					
09:55 Indeks PMI dla usług	Niemcy	Marzec	52.5	34.5	
10:00 Indeks PMI dla usług	EZ	Marzec	52.6	28.4	
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Marzec	273k	-400k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Marzec	3.5%	4.0%	
15:45 PMI w usługach	USA	Marzec	49.4	39.1	
16:00 ISM w usługach	USA	Marzec			
Poniedziałek 06 kwietnia					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Kwiecień	-17.1		

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

Dane i prognozy

	2018	2019	2020	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420
PKB	5,1	4,1	-3,0	4,9	4,7	4,5	3,9	3,2	-	-	-	-
Stopa bezrobocia	5,8	5,2	7,0	5,8	5,9	5,2	5,1	5,2	-	-	-	-
Inflacja CPI (% r/r) **	1,6	2,3	3,2	1,4	1,2	2,4	2,8	2,8	-	-	-	-
Ropa naftowa Brent **	71,7	64,6	35,0	72,2	63,3	69,8	62,0	63,4	50,0	25,0	30,0	35,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00
WIBOR 1M (%)	1,64	1,63	1,15	1,64	1,64	1,64	1,63	1,63	1,05	1,10	1,15	1,15
WIBOR 3M (%)	1,72	1,71	1,25	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,15	1,20	1,25	1,25
WIBOR 6M (%)	1,79	1,79	1,30	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,20	1,25	1,30	1,30
Obligacja 2-letnia (%)	1,33	1,50	1,10	1,33	1,80	1,62	1,52	1,50	1,00	0,90	1,00	1,10
Obligacja 10-letnia (%)	2,82	2,07	2,00	2,82	2,84	2,39	2,00	2,07	1,80	1,80	1,90	2,00
EUR/PLN	4,30	4,26	4,35	4,30	4,30	4,25	4,37	4,26	4,50	4,45	4,40	4,35
USD/PLN	3,76	3,80	3,85	3,76	3,84	3,73	4,00	3,80	4,09	3,97	3,89	3,85
GBP/PLN	4,79	5,00	5,00	4,79	5,00	4,73	4,93	5,00	5,10	5,05	5,00	5,00
EUR/USD	1,14	1,12	1,14	1,14	1,12	1,14	1,09	1,12	1,10	1,12	1,13	1,14
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

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.