

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

6 kwietnia 2020

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

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Kalendarium istotnych wydarzeń tego tygodnia jest ograniczone z racji Świąt Wielkanocnych. Dodatkowo piątek jest dniem wolnym od pracy dla wielu rozwiniętych rynków. Raz jeszcze najciekawszą pozycją będą dane dotyczące wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA oraz przełożone z dziś na czwartek spotkanie grupy OPEC+. Inwestorzy bacznie monitorować będą ponadto rozwój pandemii, zwłaszcza po słowach D.Trumpa, który stwierdził, iż przed USA najtrudniejszy tydzień w walce z koronawirusem. Na gruncie lokalnym interesująco zapowiada się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, choć ze względu na brak konferencji prasowej podsumowującej posiedzenie Rady nie usłyszymy o perspektywach stóp procentowych w Polsce, na co z pewnością liczyli inwestorzy. Nasze oczekiwania co do kursu EUR/PLN pozostają bez zmian. Nadal uważamy, iż notowania powinny poruszać się w przedziale 4,50 - 4,63.

Najważniejsze dane tego tygodnia

RPP przynajmniej na razie nie zmieni parametrów polityki pieniężnej

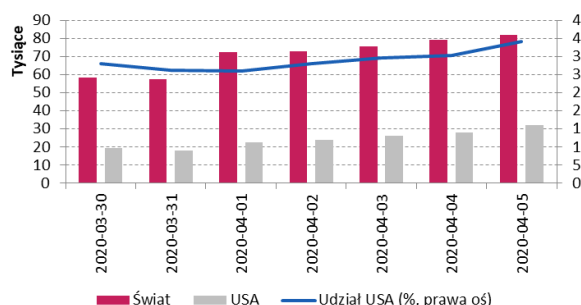
W tym tygodniu odbędzie się decyzyjne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Po modyfikacji parametrów polityki pieniężnej 17 marca, w tym obniżeniu głównej stopy procentowej z 1,50% do 1,00% oraz uruchomieniu programu skupu obligacji na rynku wtórnym nie spodziewamy się, aby przyniosło ono jakieś zmiany. Większość członków Rady zgodnie ze swoimi wypowiedziami będzie dążyła do stabilizacji stóp procentowych wskazując politykę fiskalną, jako główne narzędzie walki ze skutkami pandemii COVID-19. W tym tygodniu nie odbędzie się konferencja po posiedzeniu, a więc nie usłyszymy odpowiedzi na pytania dotyczące perspektyw stóp procentowych w Polsce, skali i terminu programu skupu aktywów oraz przewidywań w zakresie wzrostu gospodarczego i cen na najbliższe kwartały.

Dane makro z USA w cieniu doniesień o rozwoju pandemii SARS-CoV-2

Wielkanocny tydzień nie obfituje w publikacje najistotniejszych danych makroekonomicznych USA. Będą one zatem nieco w cieniu doniesień dotyczących czynnika determinującego dalszy przebieg wydarzeń gospodarczych, tj. pandemii koronawirusa. Warto jednak zwrócić uwagę na dane, które poznamy w czwartek. O godz. 14:30 opublikowana zostanie liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych złożonych w tygodniu kończącym się 3 kwietnia. Po ich wzroście o 10 mln w drugiej połowie marca, i dramatycznym pogorszeniu perspektyw rynku pracy, dane te już nie będą robić tak negatywnego wrażenia, jak poprzednio. W takich warunkach nastroje konsumenckie powinny się załamać, co zapewne odzwierciedli indeks Uniwersytetu Michigan (czwartek, godz. 16:00).

Wykres tygodnia

Dzienna zmiana zachorowań na COVID-19



Epidemia COVID-19 na świecie nadal eskaluje. Bardzo mocne przyrosty notowane są w USA (około 40% wszystkich nowych przypadków). Tymczasem sytuacja w Europie Zachodniej, która bardzo mocno cierpi z powodu pandemii, ulega już pewnej stabilizacji. Głównym czynnikiem wpływającym na nastroje inwestorów będą zatem doniesienia o przebiegu epidemii w USA, gdzie gospodarka zmierza do recesji dużo głębszej niż podczas kryzysu finansowego 2008-2009.

Źródło: Macrobond

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5680	0,2%
USD/PLN	4,2361	2,4%
CHF/PLN	4,3250	0,0%
EUR/USD	1,0785	-2,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,13	-1
WIBOR 3M	1,17	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,99	2
5Y	1,34	0
10Y	1,67	-10

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,71	-5
5Y	0,78	-12
10Y	1,01	-9

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,42	12
US 10Y	0,64	1

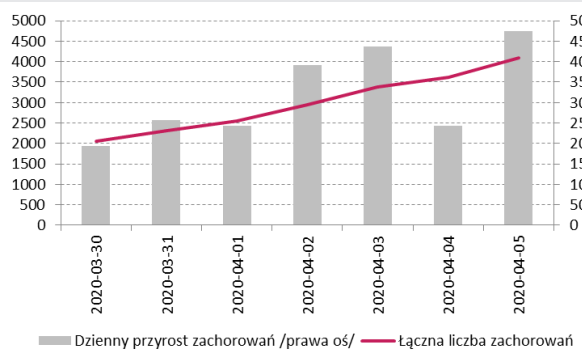
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	42741,5	4,7
S&P 500	2488,7	-2,1
Nikkei 225	18576,3	-2,7

Źródło: Refinitiv

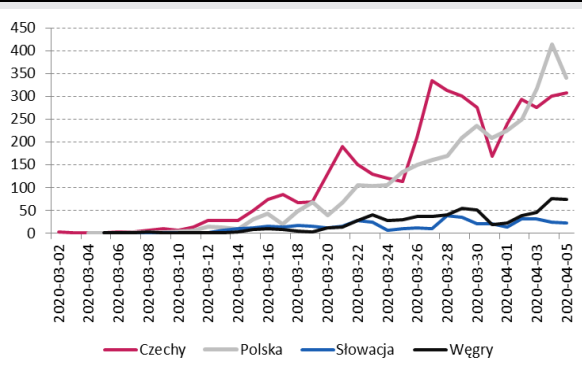
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

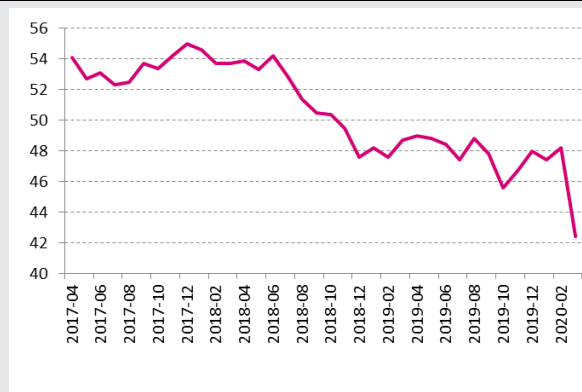
Przyrost zachorowań na COVID-19 w ub. tygodniu



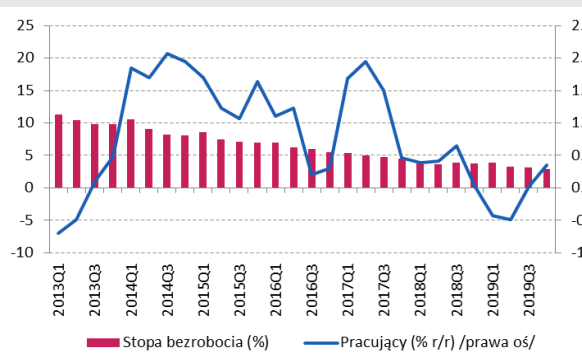
Dzienna zmiana zachorowań na COVID-19 w CEE



Indeks PMI w polskim przemyśle [pkt]



Stopa bezrobocia w Polsce



Update o COVID-19

Epidemia COVID-19 w Polsce nie zmniejsza swojej siły. W ciągu ostatnich 7 dni liczba potwierdzonych przypadków zwiększyła się ponad dwukrotnie przekraczając wczoraj łącznie 4 tys. Polska wciąż znajduje się przed główną falą zachorowań, jednak dotychczasowy przebieg pandemii wskazuje na jej łagodniejszą ścieżkę niż w większości innych krajów UE. Zdaniem premiera Morawieckiego szczyt zachorowań może nastąpić w maju-czerwcu, choć część modeli prognostycznych wskazuje na przełom kwietnia i maja jako okres szczytu pandemii w Polsce.

Recesja w przemyśle

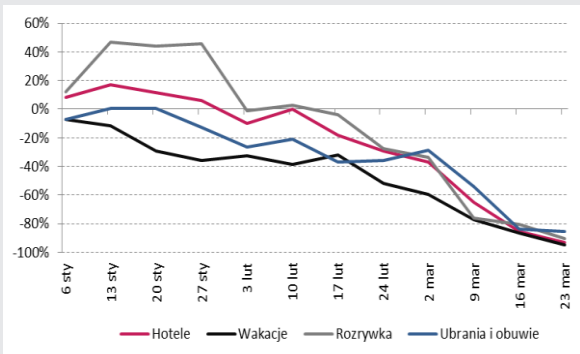
Indeks PMI obrazujący koniunkturę w krajowym przemyśle wyniósł w marcu 42,4 pkt wobec 48,2 pkt przed miesiącem. Oznacza to najniższy miesięczny spadek wskaźnika w historii badania i jest to jego najniższy poziom od końca 2008 r., gdy światowa gospodarka znajdowała się w kryzysie finansowym. Dane potwierdzają zatem, że eskalacja pandemii COVID-19 załamała koniunkturę w krajowym przemyśle, który już znalazł się w recesji. Należy zauważyć, że koniunktura w przemyśle tak naprawdę jest gorsza niż wyliczenie *headline*, gdyż w marcu odnotowano największe w historii danych opóźnienia czasu dostaw. W normalnych czasach wzrost tego wskaźnika oznacza poprawę popytu na towary przemysłowe. Tym razem jednak w warunkach pandemii koronawirusa wskazuje on zaburzenia podaży surowców i półproduktów. Najgorsze jednak dopiero przed polskim przemysłem. W kwietniu, wobec obowiązujących w Polsce i innych krajach Europy prewencyjnych ograniczeń w przemieszczaniu się, recesja w przemyśle ulegnie pogłębieniu. Jeszcze gorsze nastoje utrzymują się zapewne w sektorze usług, który zmagają się z gwałtownym wstrzymaniem popytu i załamaniem kondycji finansowej. Aktywność w krajowym przemyśle w dłuższym okresie będzie uwarunkowana przebiegiem epidemii koronawirusa, działań rządów w zakresie jej ograniczania i „restartu” gospodarek najważniejszych partnerów handlowych. Niemniej oczekiwania na najbliższe 12 miesięcy są, według badania PMI, najgorsze w historii

Ekonomiczne skutki pandemii wydają się coraz mocniej odczuwalne

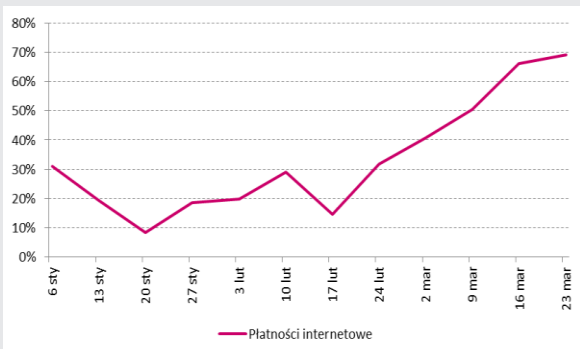
Nasilająca się skala pandemii nie tylko w Polsce, ale przede wszystkim w Europie i USA rodzi ryzyka silniejszego negatywnego wpływu na gospodarkę. Tym bardziej, że wprowadzone nowe restrykcje dodatkowo ograniczają aktywność gospodarczą i zwiększają negatywne skutki ekonomiczne. Dane makroekonomiczne o skali zaburzeń w gospodarce nie są jeszcze dostępne, jednak informacje o aktywności ekonomicznej Polaków wskazują na silne ograniczenie wydatków konsumpcyjnych. Z danych o klientach Banku Millennium wynika, że wydatki na część usług (turystyka, hotele, rozrywka) spadły o ponad 90%. Co nie dziwi biorąc pod uwagę wprowadzone ograniczenia w przemieszczaniu się. Spadły wydatki nie tylko na usługi, ale także na zakupy dóbr trwałego użytku. Część zakupów przeniosła się do internetu, jednak dynamiczne wzrosty zakupów internetowych (o ok. 70% w porównaniu ze średnim poziomem tygodniowych) nie zneutralizowały silnych spadków w innych kategoriach.

W rezultacie w 2Q br. oczekujemy silnego spadku konsumpcji, który może wynieść nawet 14% r/r. W jeszcze większej skali mogą obniżyć się inwestycje firm, ze względu na załamanie ich sytuacji finansowej w wyniku wstrzymania aktywności oraz niższego popytu. W rezultacie w 2Q br. spadek PKB może wynieść ok. 11% r/r. W drugiej połowie roku zakładamy odbicie gospodarki, jednak powinno mieć ono stopniowy charakter i w całym roku spadek PKB wyniesie ok. 3,5%. Za scenariuszem stopniowego wychodzenia z kryzysu, przemawiać będzie konieczność stopniowego znoszenia części restrykcji, aby nie dopuścić do nawrotu pandemii po zniesieniu ograniczeń w przemieszczaniu się. Dodatkowo, gospodarki wspierać nie będzie otoczenie zewnętrzne, ponieważ ze względu na większą skalę pandemii główni partnerzy handlowi Polski zagrożeni będą w głębokiej recesji. Obecne szacunki wskazują na spadek PKB w strefie euro o ok. 8% w tym roku. Pewnym pozytywem może być fakt, że polska gospodarka może być dotknięta przez skutki koronawirusa w mniejszym stopniu niż większość krajów Europy, ze względu na wczesne podjęcie działań ograniczających

Płatności kartowe i internetowe klientów Banku Millennium [średnia 2019=100]



Zakupy internetowe klientów Banku Millennium [średnia 2019=100]



Źródło: Bank Millennium

transmisję wirusa, a także ze względu na relatywnie mniejszy udział w PKB sektorów dotkniętych najbardziej skutkami pandemii (usługi turystyczne, hotelarskie, rozrywka).

Perspektywy rynku pracy pogarszają się

Nasze oczekiwania co do rozwoju sytuacji na rynku pracy pogorszyły się na przestrzeni tygodnia. Widzimy coraz więcej ryzyk, iż wzrost bezrobocia będzie szybszy i silniejszy niż nasze dotychczasowe oczekiwania, które zakładały skalę wzrostu bezrobocia nie większą niż w czasie kryzysu po upadku Lehman Brothers. Wzrostem bezrobocia najsilniej i najszybciej będą dotknięte usługi - gastronomia, hotele i turystyka, transport pasażerski, częściowo także handel. Skutkom recesji nie oprze się także przemysł, w tym głównie samochodowy. Już w marcowym badaniu PMI firmy z przetwórstwa przemysłowego zgłaszały plany zmniejszenia pracowników w skali największej od 2009 r. Ryzyko najszybszej utraty pracy dotyczy pracowników wykonujących zadania w oparciu o umowy cywilne, umowy o pracę na czas określony, a także samozatrudnionych. Analiza branż wskazuje, że skutkami koronawirusa dotkniętych może być bezpośrednio 25% pracowników. Przykłady innych krajów wskazują, że sytuacja na rynku pracy ulega gwałtownemu pogorszeniu pod wpływem pandemii koronawirusa. W USA w ciągu dwóch tygodni pracę straciło niemal 10 mln osób, a w Hiszpanii z powodu pandemii COVID-19 bezrobocie wzrosło o 800 tys. Nasz mniejszy optymizm co do rozwoju sytuacji na rynku pracy wiąże się także ze spadkiem wiary w skuteczność działań podjętych w ramach tarczy antykryzysowej, które mogą nie być wystarczające, żeby powstrzymać wzrost bezrobocia. Tym bardziej, że część propozycji w ramach pierwszej wersji tarczy antykryzysowej pomijała duże firmy. W rezultacie, w naszym obecnym scenariuszu zakładamy wzrost bezrobocia na koniec tego roku do poziomu 8,5-9,0%.

RPP zapewne obniży jeszcze stopy, choć nie jest to scenariusz pożądany

Podtrzymujemy naszą opinię, że łagodzenie polityki pieniężnej poprzez obniżki stóp procentowych może nie być efektywnym narzędziem wsparcia gospodarki w obecnym uwarunkowaniach. W naszej ocenie wyceniany przez rynek stopy procentowej scenariusz obniżki stopy referencyjnej o nawet 75 bps jest zbyt agresywny. Obecnie kwotowania kontraktu FRA 9x12 wynosi 0,40%, co implikuje stopę referencyjną na poziomie 0,25%. Taki poziom stopy procentowej może ograniczyć możliwości sektora bankowego do wsparcia gospodarki dodatkowym kredytem. A to dostęp do finansowania zewnętrznego, szczególnie dla firm, może być jednym z kluczowych narzędzi ułatwiających wyjście gospodarki z obecnego kryzysu. Dlatego też w naszej ocenie pożądana by była stabilizacja stóp. Nie wykluczamy jednak cięcia oprocentowania, aby zmniejszyć presję na rentowności papierów skarbowych i obniżkę kosztów finansowania wysokich potrzeb pożyczkowych. Dlatego też konsensusem pomiędzy zwolennikami i przeciwnikami cięcia stóp, może być redukcja oprocentowania o 25 bps. w połowie roku, kiedy sytuacja epidemiczna ustabilizuje się z większą dokładnością będzie można ocenić ekonomiczne skutki pandemii.

Tarcza wchodzi w życie i będzie uzupełniana

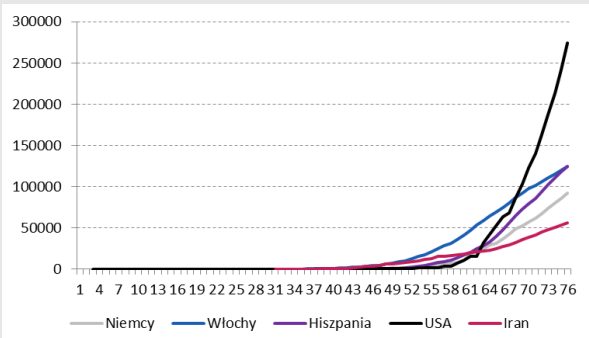
Prezydent podpisał akty prawne wchodzące w skład tzw. tarczy antykryzysowej. Tzw. specustawa o wsparciu firm została rozszerzona względem wcześniejszych projektów o zawieszenie składek ZUS na okres marzec-maj dla mikroprzedsiębiorstw. Pozostałe dokumenty dotyczą rozszerzenia kompetencji Polskiego Funduszu Rozwoju i modyfikują regulacje z zakresu ochrony zdrowia. Dodatkowym elementem wsparcia gospodarki ma być także projekt ustawy mającej ułatwić wykorzystanie środków unijnych o wartości ok. 3 mld PLN.

Komisja Europejska zaakceptowała rządowy plan gwarancji pożyczek udzielanych przez banki dla średnich i dużych przedsiębiorstw, w związku z epidemią koronawirusa. Jest to jeden z elementów Tarczy Antykryzysowej. Koszt tego programu ma wynieść 22 mld PLN (4,8 mld EUR) i może przełożyć się, według dokumentów Komisji Europejskiej, na pożyczki o wartości 125 mld PLN (27 mld EUR). Samozatrudnieni i mikrofirmy firmy ubiegają się natomiast, w ramach przepisów Tarczy Antykryzysowej, o zwolnienie ze składek ZUS. Do tej pory złożono ok 128 tys., wniosków. Pomoc ta może zostać poszerzona także na małe przedsiębiorstwa, tj. zatrudniające do 49

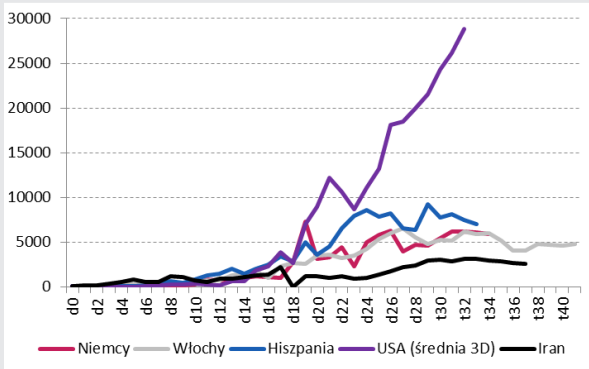
pracowników. Według doniesień medialnych rząd pracuje bowiem nad uzupełnieniem przyjętych dotychczas rozwiązań. Nowe elementy dotyczyć mają także możliwości zmiany umowy kredytowej między firmą a bankiem oraz wsparcia rolników.

Makro - zagranica

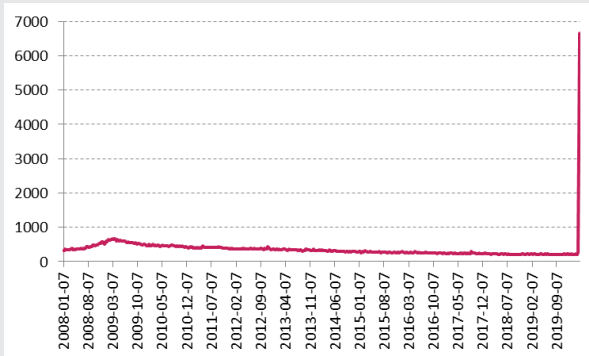
Liczba zachorowań na COVID-19



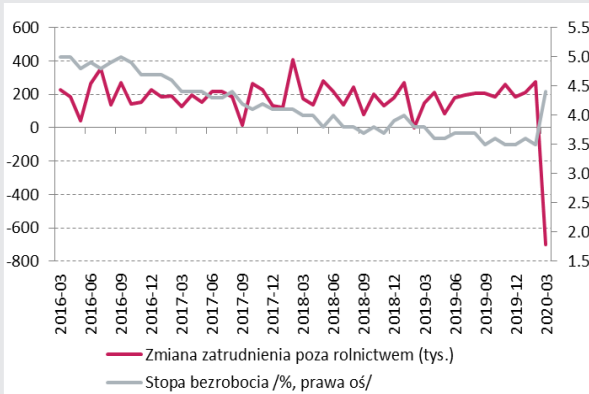
Dzienne przyrosty zachorowań na COVID-19 po diagnozie co najmniej 100 przypadków



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



Dane non-farm payrolls w USA



Epidemia COVID-19 na świecie przybiera na sile

Epidemia COVID-19 na świecie przybiera na sile. Natomiast na całym świecie liczba zarażonych SARS-CoV-2 przekroczyła 1,25 mln, a jednodniowy przyrost był zbliżony do liczby wszystkich potwierdzonych do tej pory przypadków w Chinach. Blisko 40% nowych zachorowań na całym świecie odnotowuje się w USA, w których wczoraj potwierdzono ponad 32 tys. nowych przypadków. Wczoraj naczelny lekarz USA powiedział, że ten tydzień „będzie najtrudniejszym i najsmutniejszym w życiu większości Amerykanów”. Tymczasem krajach Europy także mocno dotkniętych epidemią sytuacja nie ulega jeszcze większemu pogorszeniu - dzienne przyrosty zachorowań we Włoszech, Hiszpanii i w Niemczech powoli stabilizuje się. Warto zauważyć, że łączna liczba potwierdzonych zarażeń w Hiszpanii przewyższyła liczbę chorych we Włoszech. Dzielne zmiany zachorowań nie narastają również w Iranie (łączna liczba zdiagnozowanych przekroczyła 50 tys.). Władze irańskie planują w związku z tym przywrócić od najbliższej soboty aktywność gospodarczą o „niskim ryzyku”.

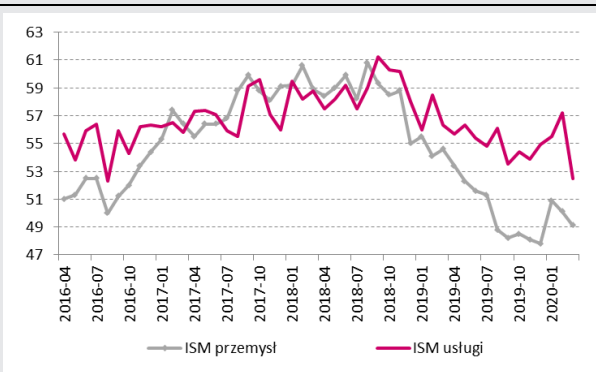
Najsilniejsze od co najmniej 50 lat wzrosty bezrobocia w USA

Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA złożonych między 23 a 27 marca wyniosła 6,65 mln. Jest to najwyższy tygodniowy wzrost w historii danych zaczynającej się w 1967 r. Przewyższył o dwukrotnie poprzedni rekord sprzed tygodnia (3,3 mln). Oznacza to, że w ciągu ostatnich dwóch tygodni marca wniosków o zasiłek dla bezrobotnych złożyło 10 mln osób, co stanowi ok. 6% całości liczby pracujących. Warto jednak zauważyć, że dramatyczne wzrosty liczby bezrobotnych tylko w małej części znalazły swoje odzwierciedlenie w danych za marzec z rynku pracy poza sektorem rolniczym (non-farm payrolls). Co prawda liczba etatów poza rolnictwem w USA (non-farm payrolls) spadła w marcu o 700 tys. po odczycie za luty wynoszącym 275 tys., a więc w skali zbliżonej do najsilniejszych redukcji zatrudnienia w największym dołku aktywności podczas ostatniego kryzysu finansowego 2008-2009, jednak nie jest ona zgodna z danymi *initial claims*. Mocny spadek zatrudnienia wpłynął w marcu na skokowy wzrost bezrobocia do 4,4% z 3,5%, tj. z wartości najwyższej do prawie 3 lat. W rzeczywistości jednak stopa bezrobocia jest już w okolicach 9-10%, co zapewne potwierdzą już dane NFP za kwiecień. Rynek pracy w USA znajduje się w zapaści, która będzie się tylko w najbliższym czasie dalej pogłębiała. Stany Zjednoczone to obecnie epicentrum pandemii, co biorąc pod uwagę rozmiar kraju i brak wewnętrznych granic szybko nie ustąpi. Gospodarka amerykańska doświadcza zatem załamania, które w 2Q br. będzie znacznie silniejsze niż podczas ostatniego kryzysu finansowego. Skala epidemii w tym kraju budzi obawy, że gigantyczne i szybko podjęte działania Fed jak i rządzącej administracji mogą nie uchronić tej gospodarki od długotrwałej recesji.

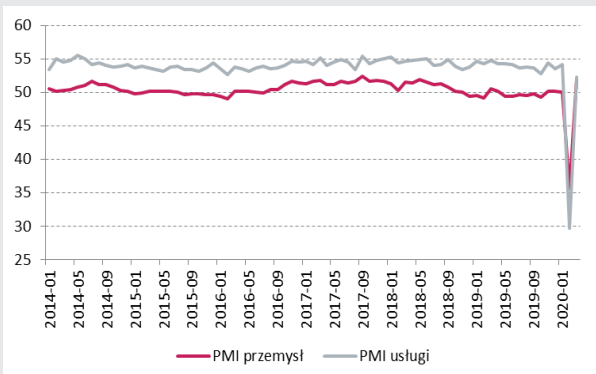
Dane o koniunkturze w USA nie pasują do wydarzeń w gospodarce

Indeks ISM dla amerykańskiego przemysłu obniżył się w marcu do 49,1 pkt z 50,1 pkt. Wskaźnik o wartości bliskiej neutralnego poziomu 50 pkt nie oddaje rzeczywistego obrazu aktywności w sektorze wytwórczym USA, który znajduje się w recesji. Indeks ten, podobnie jak podobne wskaźniki dla przemysłu w innych krajach świata sztucznie podbijany jest przez komponent czasu dostaw, który wydłuża się ze względu na epidemię koronawirusa na świecie. Subindeks nowych zamówień oraz składowa zatrudnienia kształtują się już na poziomach ostatni raz notowanych podczas kryzysu finansowego w 2008-2009 r. Biorąc pod uwagę tempo rozprzestrzeniania się COVID-19 w USA oraz synchronizację załamania niemal na całym świecie recesja w amerykańskim sektorze wytwórczym będzie najpewniej głębsza niż przed dekadą. Analogiczny wskaźnik dla usług, również zaskoczył pozytywnie. Indeks ISM dla usług w USA wyniósł w marcu 52,5 pkt wobec 57,2 pkt. Wskaźnik dla usług, podobnie jak dla przemysłu, jest jednak podbijany przez składową opóźnień dostaw, co poprawia obraz aktywności w sektorze. Pomimo tego czynnik marcowa wartość indeksu nie pasuje do obrazu amerykańskiej gospodarki w II połowy marca, gdy złożono 10 mln nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Kolejny odczyt z pewnością będzie bliższy rzeczywistości amerykańskiej gospodarki, która częściowo nie funkcjonuje z powodu postępującej pandemii COVID-19.

Indeksy ISM dla gospodarki USA [pkt]



Indeksy PMI (CFLP) dla Chin [pkt]



Źródło: Macrobond, NBP

Indeksy PMI dla Chin odbijają po załamaniu w lutym

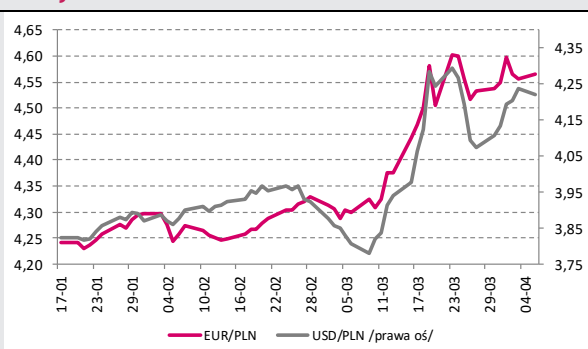
Indeks PMI (według China Federation of Logistics and Purchasing) dla przemysłu w Chinach odbił w marcu do 52,0 pkt z 35,7 pkt w lutym, natomiast indeks dla usług poprawił się jeszcze bardziej - do 52,3 pkt z 29,6 pkt. Dane te wskazują, że gospodarka chińska powróciła do wzrostu po zaburzeniu koniunktury w lutym, gdy w tym kraju intensywnie rozwijała się epidemia COVID-19 i władze chińskie wprowadziły w części kraju ograniczenia i restrykcje dla działalności gospodarczej. Pomimo tej poprawy perspektywy dla gospodarki Chin nie są optymistyczne ze względu na załamanie gospodarcze w innych krajach świata wywołane pandemią, co będzie silnie hamowało większość chińskiego eksportu.

Komisja Europejska poszukuje nowych narzędzi na COVID-19

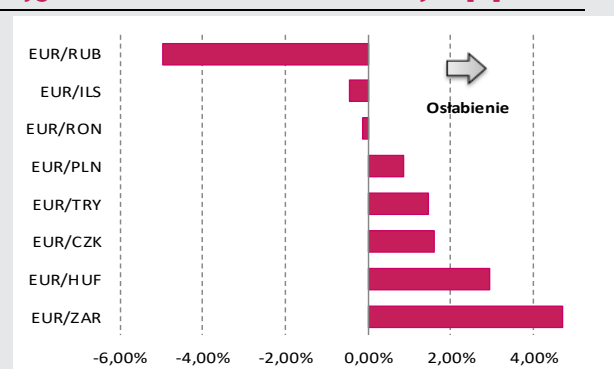
Rada Unii Europejskiej poparła propozycję Komisji Europejskiej przeznaczenia 37 mld EUR w ramach obecnej perspektywy na lata 2014-2020 na przeciwdziałanie skutkom pandemii COVID-19. Środki te zostaną przekazane na wsparcie opieki zdrowotnej oraz do małych i średnich firm. Ponadto mogą wesprzeć rynek pracy oraz sektory odczuwające najmocniej załamanie gospodarcze. Według wcześniejszych doniesień największa część tej kwoty wynosząca ok 7,5 mld EUR może trafić do Polski. Rada UE zaakceptowała ponadto drugą propozycję KE dotyczącą rozszerzenia Funduszu Solidarności UE, z którego każdy z krajów członkowskich UE będzie mógł otrzymać do 0,8 mld EUR wsparcia. Komisja Europejska przedstawiła także propozycję przeznaczenia 100 mld EUR na ochronę pracowników w firmach Unii Europejskiej, które we względu na pandemię COVID-19 musiały zaprzestać lub mocno ograniczyć swoją działalność. Wsparcie miałyby objąć ponadto samozatrudnionych w rolnictwie i rybołówstwie oraz inne najbardziej potrzebujące osoby. Środki te mają pochodzić z bieżącej perspektywy budżetu Unii Europejskiej. Wielkość środków z budżetu UE na tle planowanych wydatków w budżetów części państw narodowych wydają się wydają się relatywnie małe, a ich wpływ na gospodarkę ze względu na ogromne potrzeby nie może być znaczący.

Rynek walutowy

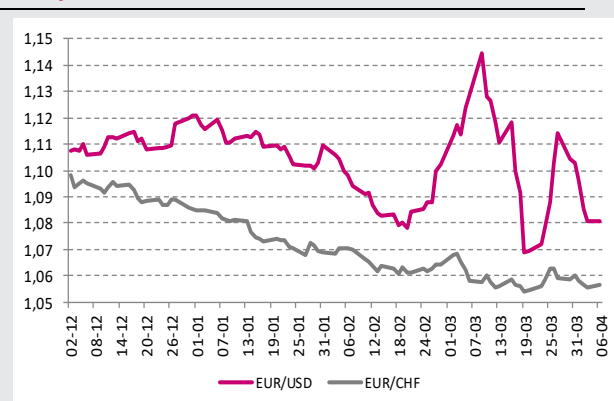
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



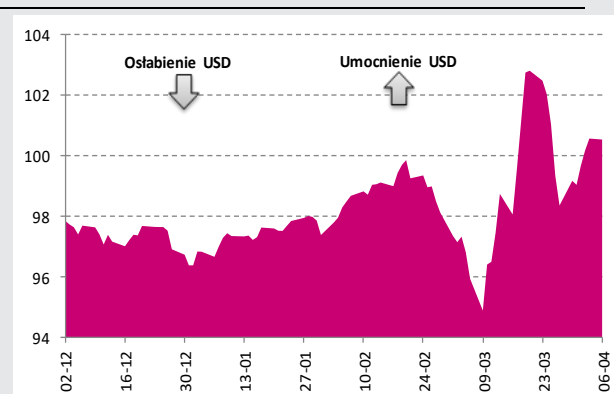
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



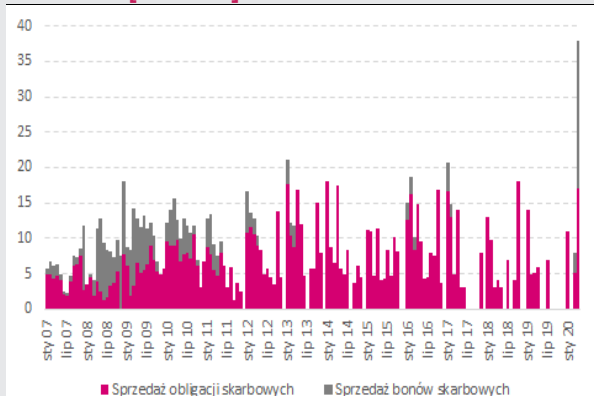
Źródło: Refinitiv

Cały miniony tydzień dolar zyskiwał na wartości w relacji do euro. W rezultacie kurs EUR/USD obniżył się z poziomu 1,1150 do 1,0750. Tym, co zapewnia amerykańskiej walucie siłę jest utrzymująca się awersja do ryzyka, która sprawia, że inwestorzy uciekający z mniej bezpiecznych aktywów zaczynają preferować dolara. Nie bez znaczenia jest ponadto fizyczne zapotrzebowanie na amerykańską walutę, które zmusiło Rezerwę Federalną do odtworzenia linii swapowych z największymi bankami centralnymi świata. Obecnie zapotrzebowanie na płynność dolarową jest tak silne, iż Rezerwa Federalna uruchomi 6 kwietnia dodatkowe narzędzie, tj. transakcję repo z bankami centralnymi w celu wsparcia sprawnego zaopatrywania zagranicznych rynków pieniężnych w dolary. Co ciekawe wrażenia na notowaniach eurodolara nie wywarły zatrważające dane dotyczące liczby nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA, które wzrosły (podczas ostatniego tygodnia marca) aż o około 6,5 mln. Podczas, gdy poprzedzające je dane wskazywały na przyrost dodatkowych 3,5 mln bezrobotnych. Brak reakcji kursu EUR/USD dobitnie pokazuje, ile negatywnych informacji jest już w cenach, co w naszej ocenie sprawia, iż o umocnienie dolara w kolejnych tygodniach będzie coraz trudniej.

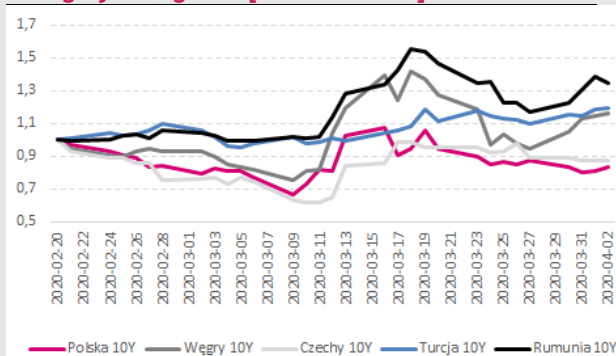
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Sytuacja na krajowym rynku walutowym zaczyna się normować. Kurs EUR/PLN porusza się we wskazywanym przez nas przedziale 4,50 - 4,60. Mimo, iż sentyment zewnętrzny pozostanie niesprzyjający bardziej ryzykownym aktywom, w związku z eskalacją epidemii koronawirusa na świecie (głównie w USA) i publikacjami makro ukazującymi niszczycielską siłę pandemii na koniunkturę, to większość tych czynników jest już uwzględniona w cenach. Nie oczekujemy ponadto pojawienia się nowych, negatywnych sygnałów wymagających rynkowego zdyskontowania. Nie bez znaczenia w tym przypadku jest także ubogie kalendarium danych tego tygodnia. Z tych powodów liczymy na stabilizację kursu EUR/PLN we wskazywanym przedziale. Tym bardziej, iż potwierdza się wskazywana przez nas w poprzednim raporcie relatywna stabilizacja złotego do euro na tle innych walut emerging markets (patrz wykres Tygodniowa zmiana kursów walutowych obok).
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 osłabiać się po okresie silnego umocnienia w poprzednim tygodniu. Negatywnie na sytuację dolara powinna oddziaływać także eskalująca sytuacja koronawirusowa w USA, a także niezwykle łagodna - nawet jak na amerykańskie warunki - polityka pieniężna w Stanach Zjednoczonych..
EUR/USD	↑	Potrzeba korekty, ultra-łagodna polityka pieniężna w USA oraz rosące dysproporcje pomiędzy sytuacją pandemiczną w USA a strefą euro to argumenty, które powinny sprzyjać zwyżce eurodolara w tym tygodniu. Podczas gdy USA - zdaniem D.Trumpa - przeżywać będą najtrudniejszy tydzień w walce z pandemią, sytuacja we Włoszech i Hiszpanii zaczyna się stabilizować. Liczymy zatem na powrót kursu EUR/USD w okolice 1,0950.

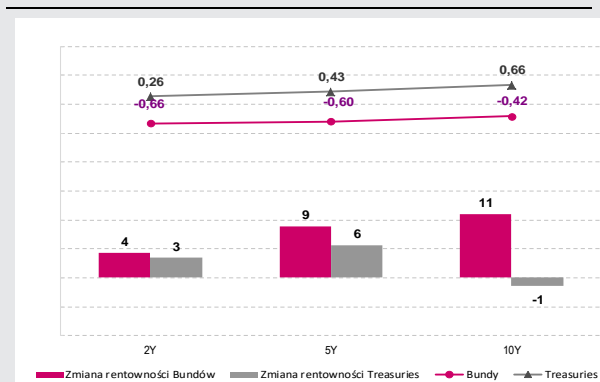
Sprzedaż długu przez MinFin oraz plan podaży na kwiecień [mld PLN]



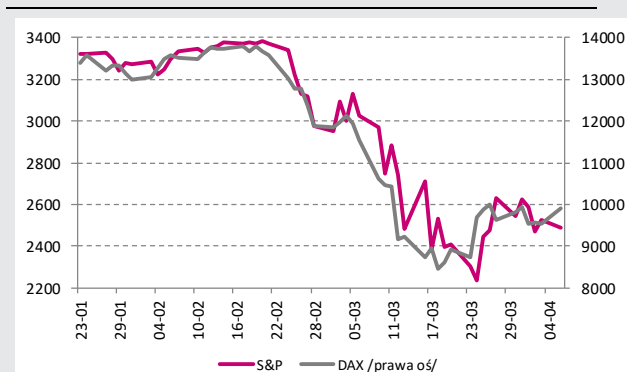
Relatywna zmiana rentowności 10-letnich obligacji w regionie [20.02.2020=1]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Rynek obligacji

Zmiany dochodowości krajowego w ubiegłym tygodniu były dość ograniczone - zwłaszcza na tle ostatnich dynamicznych tygodni. Co ciekawe najbardziej zmiennym benchmarkiem w omawianym okresie była 2-latka. Mimo, iż finalnie - licząc jako zmiana tygodniowa - dochodowość krótkiego końca krzywej ustabilizowała się nieco poniżej 1%, to w ciągu dnia potrafiła się istotnie wahać. Nadal zatem pomimo działań NBP płynność rynku pozostaje ograniczona, co sprzyjało skokowej zmianie cen. Najistotniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było ogłoszenie przez Ministerstwo Finansów planu podaży na kwiecień o największej miesięcznej wartości co najmniej od 2007 roku. Zabrakło natomiast zwyczajowego pod koniec kwartału planu na trzy kolejne miesiące. W tym miesiącu resort finansów zorganizuje dwa przetargi (z czego jeden miał już miejsce) sprzedaży obligacji o łącznej wartości 9-17 mld PLN. Resort planuje też przetargi sprzedaży różnego rodzaju bonów skarbowych za 9-21 mld PLN. Oznacza to gwałtowne zwiększenie emisji, co motywowane jest koniecznością zapewnienia finansowania dla pakietu fiskalnego mającego na celu ochronę krajowej gospodarki przed wpływem pandemii koronawirusa. Na rynkach bazowych dochodowość obligacji rosła w minionym tygodniu. Szczególnie silny, bo dwucyfrowy, był wzrost dochodowości Bunda, który z poziomu -0,54% zwyżkował do -0,41% na dzisiejszym otwarciu. Relatywnie stabilna na poziomie 0,65% była natomiast rentowność 10-latki USA.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Po zgodnym z naszymi oczekiwaniami spadku dochodowości długiego końca krzywej w ubiegłym tygodniu nasze oczekiwania na najbliższe dni zakładają stabilizację wyceny krajowego długu. Zdecyduje o tym w dużej mierze świąteczny kalendarz tj. dzień wolny od pracy w piątek (dla większości rozwiniętych rynków) oraz poniedziałek (także w Polsce). Krótszy tydzień pracy sprzyjać będzie ograniczeniu aktywności. Podobnie jak potrzeba uspokojenia dynamiki zmian SPW po ostatnich burzliwych tygodniach. Najciekawszym momentem omawianego okresu będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Nie uważamy jednak, by miało ono istotny wpływ rynkowy. RPP nie będzie „tłumaczyła się” z nieoczekiwanego zwrotu w nastawieniu, w tym z obniżki stóp procentowych, ponieważ z powodu koronawirusa konferencja prasowa po posiedzeniu Rady nie odbędzie się. Najciekawsza dla inwestorów byłaby natomiast ocena Rady co do konieczności dalszych cięć kosztu pieniądza. Poza brakiem konferencji prasowej na takie sygnały ze strony RPP jest jednak naszym zdaniem za wcześnie. Ministerstwo Finansów już dziś kontynuować będzie sprzedaż długu (bonów skarbowych) wynikającą ze zwiększonych potrzeb pożyczkowych. Ich gwałtowny wzrost jest już jednak uwzględniony w cenach. Oczekujemy zmiany strategii zarządzania długiem poprzez preferowanie emisji długu o krótszym terminie zapadalności oraz większą częstotliwość przetargów uzupełniających.
10Y DE (%)	Wycena niemieckiego długu uwzględni już zarówno zwiększone zainteresowanie Bundem jako tzw. bezpiecznym aktywem w momencie zwiększonej awersji do ryzyka, jak i negatywny dla cen powrót rządu niemieckiego do emisji nowego długu z uwagi na konieczność sfinansowania pakietu fiskalnego mającego chronić gospodarkę Niemiec przed wpływem koronawirusa. Oczekujemy stabilizacji wyceny Bunda.
10Y US (%)	Tak jak i w ubiegłym tygodniu tak i w tym liczymy na stabilizację sytuacji na rynku US Treasuries. Mimo, iż zgodnie z wypowiedziami D.Trumpa przed USA najtrudniejszy tydzień w walce z koronawirusem, to skrajnie negatywna koniunktura Stanów Zjednoczonych jest już w większości wyceniona przez rynki.

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 06 kwietnia					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Kwiecień	-17.1		
Wtorek 07 kwietnia					
Brak istotnych danych					
Środa 08 kwietnia					
	Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Kwiecień	1.0%	1.0%
13:00	Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA		15.3%	
14:00	Opis posiedzenia banku centralnego	Węgry	Marzec		
20:00	Opis posiedzenia banku centralnego	USA	Marzec		
Czwartek 09 kwietnia					
13:30	Opis posiedzenia banku centralnego	EZ	Marzec		
14:30	Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	03 kwietnia	6648k	
16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Kwiecień	89.1	87.0
Piątek 10 kwietnia					
	Dzień wolny od pracy	USA			
	Dzień wolny od pracy	UK			
	Decyzja S&P w sprawie ratingu	Polska			
14:30	Inflacja CPI r/r	USA	Marzec	2.3%	
Poniedziałek 13 kwietnia					
	Dzień wolny od pracy	Polska			

Źródło: Refinitiv

Dane i prognozy***

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

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium ** średnio w okresie, *** 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 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 dotożył 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.