

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

14 kwietnia 2020

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Nowy, krótszy tydzień pracy to przede wszystkim historyczne porozumienie państw OPEC+ w sprawie silnego ograniczenia wydobycia ropy naftowej (o blisko 10 mln barytek dziennie tj. około 10% światowej podaży surowca). W kolejnych dniach inwestorzy skupiać się będą na danych makroekonomicznych, które wskażą na negatywny wpływ pandemii na koniunkturę. Ponownie w centrum uwagi znajdują się dane z rynku pracy i nieruchomości USA. Na rynku krajowym w tym tygodniu najistotniejsze będą decyzje (środa/czwartek) w sprawie poluzowania restrykcji wywołanych koronawirusem. Nerwowość rynku stopy procentowej mogą wywoływać natomiast wypowiedzi G.Ancyparowicz z Rady Polityki Pieniężnej, która powiedziała o możliwości cięcia stopy referencyjnej poniżej zera w razie konieczności.

Najważniejsze dane tego tygodnia

Oczekiwany nieznaczny spadek inflacji CPI w marcu

W kontekście polskiej gospodarki w centrum uwagi będą informacje dotyczące rozwoju epidemii COVID-19, planów „odmrożenia” części sektorów oraz doniesień związanych z polityką wsparcia aktywności gospodarczej. Mniejsze znaczenie będzie miała wtorkowa (godz. 10:00) publikacja danych o inflacji CPI w marcu. Według naszych oczekiwań obniżyła się ona do 4,5% r/r z 4,7% r/r w lutym. Oczekiwania te obciążone są jednak dużą niepewnością dotyczącą m.in. możliwości pozyskania danych o cenach w niektórych branżach (handel, usługi), które uległy „zamknięciu” z powodu epidemii.

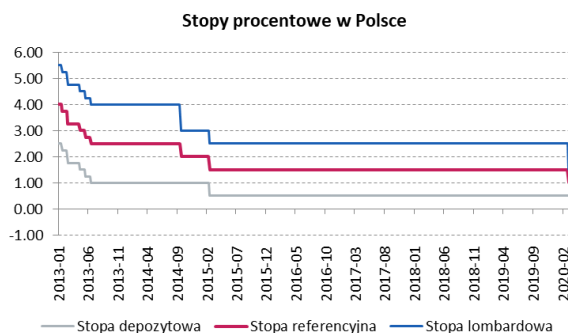
Kolejna porcja danych makro z USA

W tym tygodniu poznamy istotne informacje z gospodarki USA, tj. z kraju gdzie potwierdzono już ok. 0,6 mln zarażeń COVID-19. W środę opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej w marcu (które najpewniej już potwierdzą recesję amerykańskiego sektora wytwórczego) oraz Beżową Księgę opisującą sytuację gospodarczą w poszczególnych regionach kraju. W czwartek natomiast poznamy dane za marzec z amerykańskiego rynku nieruchomości oraz liczbę nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (*initial jobless claims*) z ub. tygodnia, które potwierdzą dalsze załamanie rynku pracy w USA.

Pierwszy spadek r/r chińskiego PKB co najmniej od 1992 r.

W piątek natomiast lepiej poznamy stan chińskiej gospodarki w 1Q za sprawą danych o PKB w 1Q br. Według konsensusu prognoz jego dynamika wynieść ma -6,0% r/r po wzroście o 6,0% r/r w 4Q 2019. Realizacja tej prognozy potwierdziłaby drastyczne załamanie aktywności w Chinach, gdzie co najmniej od 1992 roku nie odnotowano spadków PKB w ujęciu r/r.

Wykres tygodnia



Rada Polityki Pieniężnej nieoczekiwanie obniżyła stopy procentowe o 50 pkt baz. Stopa referencyjna wynosi zatem obecnie 0,50%. NBP poszerzył także zakres skupowanych papierów wartościowych o te z gwarancją skarbu państwa, aby zapewnić środki na realizację rządowej Tarczy finansowej dla przedsiębiorstw.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5451	-0,3%
USD/PLN	4,1587	-1,5%
CHF/PLN	4,3042	-0,3%
EUR/USD	1,0931	1,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,65	-48
WIBOR 3M	0,70	-47

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,71	-16
5Y	1,15	-16
10Y	1,47	-21

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,58	-10
5Y	0,72	-7
10Y	0,97	-2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,34	8
US 10Y	0,76	10

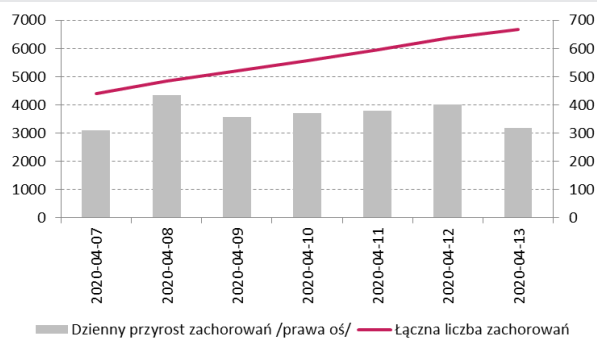
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	44499,2	8,0
S&P 500	2761,6	11,0
Nikkei 225	19638,8	3,6

Źródło: Refinitiv

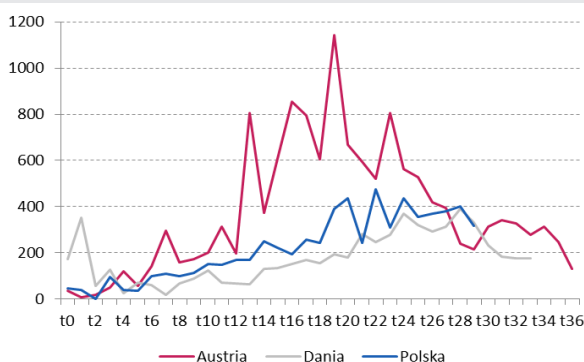
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

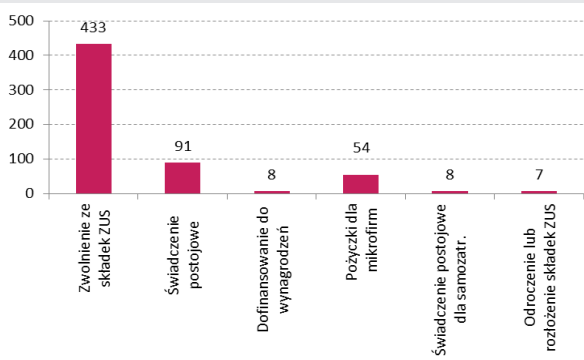
Przyrost zachorowań na COVID-19 w Polsce w ub. tygodniu



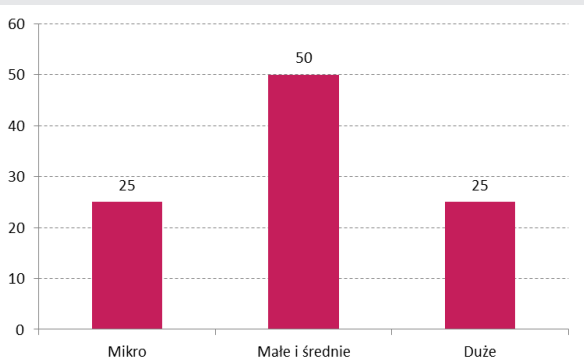
Dzienna zmiana zachorowań na COVID-19



Liczba wniosków o wsparcie w ramach Tarczy Antykrzysowej [tys.]



Tarcza finansowa rządu dla firm [mld PLN]



Źródło: Macrobond

Rząd przedłuża dotychczasowe ograniczenia i komunikuje plany ich stopniowego znoszenia

W Polsce potwierdzona dzienna liczba nowych zachorowań w ostatnich dniach nie narasta. Łącznie zdiagnozowano już ponad 6,5 tys. przypadków. Nie widać jednak w kraju wytracania mocy przez epidemię, tak jak ma to miejsce w Czechach, w Danii, czy w Austrii (gdzie od wtorku otwarte zostaną sklepy wielkopowierzchniowe i markety budowlane). Rząd przedłużył zatem w ub. czwartek do 19 kwietnia włącznie wszystkie dotychczas obowiązujące ograniczenia życia społecznego i gospodarczego. Instytucje edukacyjne pozostaną natomiast zamknięte do 26 kwietnia. Ponadto minister zdrowia Ł. Szumowski poinformował, że od czwartku 16 kwietnia będzie obowiązkowe zakrywanie ust i nosa w przestrzeni publicznej. Wicepremier J. Sasin powiedział natomiast, że od 19 kwietnia nastąpi powolne „odmrażanie” gospodarki, w formie likwidacji bądź złagodzenia dotychczasowych restrykcji, zwłaszcza w handlu i usługach. Jest to z pewnością dobra informacja dla aktywności gospodarczej i rynku pracy, choć i tak one bardzo ucierpią z powodu ograniczeń jak i spadku popytu w związku z samoizolacją konsumentów. Podtrzymujemy zatem naszą prognozę spadku PKB w Polsce w tym roku o 3,5%.

NBP zaskakująco obniża stopy procentowe

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe NBP o 50 pkt. bazowych. W ten sposób stopa referencyjna kształtuje się na najniższym w historii poziomie 0,50%, a stopa depozytowa 0%. Rada podtrzymała plan prowadzenia operacji repo i skupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym. Zakres nabywanych instrumentów rozszerzony został o papiery dłużne gwarantowane przez Skarb Państwa. Inicjatywa ta otwiera możliwość zakupu przez NBP długu emitowanego przez spółki Skarbu Państwa, w tym Polski Fundusz Rozwoju, który będzie realizował program Tarczy Finansowej wspierającej przedsiębiorstwa wartości 100 mld PLN. Cięcia stóp procentowych nie wykluczaliśmy w naszym scenariuszu, jednak nieco później, aby Rada mogła ocenić skalę skutków ekonomicznych pandemii i dostosować wykorzystywane narzędzia. Tak szybkie i radykalne cięcie stóp może nie wesprzeć celu, jakim jest pobudzenie akcji kredytowej, gdyż pogorszenie kondycji sektora bankowego podkopie jego możliwości do kreacji kredytu. Beneficjentem cięcia stóp procentowych jest Ministerstwo Finansów, które w tym roku będzie emitowało znacznie większe od zakładanych emisje papierów skarbowych. Naszym zdaniem w tym momencie przestrzeń do dalszych obniżek stóp zapewne wyczerpała się, szczególnie, że realne stopy procentowe w Polsce już teraz są najniższe na świecie, choć prezes Głapiński powiedział, że bank centralny może podjąć dalsze działania mające na celu pobudzenie gospodarki. Braku możliwości dalszej obniżki stóp procentowych, nawet poniżej zera nie wykluczyła członkini Rady Polityki Pieniężnej G. Ancyparowicz. Dodała jednak, że w jej ocenie dotychczasowe działania są wystarczające i nie spodziewa się zmian do końca roku, choć sytuacja pozostaje nadal bardzo dynamiczna. Naszym zdaniem stabilizacja stóp procentowych jest obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem, a ewentualne dalsze ruchy w polityce monetarnej będą możliwe po ocenie wpływu dotychczasowego jej luzowania.

Kolejne elementy Tarczy antykrzysowej wchodzi w życie

W związku z negatywnym szokiem popytowym wywołanym pandemią realizowana jest przez rząd Tarcza antykrzysowa, w ramach której na koniec ub. tygodnia przedsiębiorcy złożyli już ponad 600 tys. wniosków. Zdecydowana większość z nich dotyczy zwolnienia ze składek ZUS za okres marzec-maj (433 tys.) oraz świadczenia postojowego (90,7 tys.). Rząd planuje także modyfikacje wsparcia w ramach Tarczy antykrzysowej. Według proponowanych przepisów małe firmy (zatrudniające od 10 do 49 pracowników) zostaną zwolnione z 50 proc. wysokości składek na ubezpieczenie społeczne zaległych w okresie 3 miesięcy. Nowe rozwiązania obejmują także m.in. możliwość ponownego ubiegania się o „postojowe” dla pewnych grup przedsiębiorców oraz złagodzenie warunków dla mikroprzedsiębiorstw ubiegających się o pożyczkę. Nowa ustawa wprowadzi ponadto możliwość renegotjacji warunków kredytu bankowego przez

wszystkich przedsiębiorców (ewentualne modyfikacje zależą będą tylko od obu stron umowy kredytowej). Według szacunków w Ocenie Skutków Regulacji nowe przepisy pogorszą wynik sektora finansów publicznych w 2020 roku o 18,5 mld PLN. Znacznie większą skalę będzie miała natomiast rządowa Tarcza finansowa.

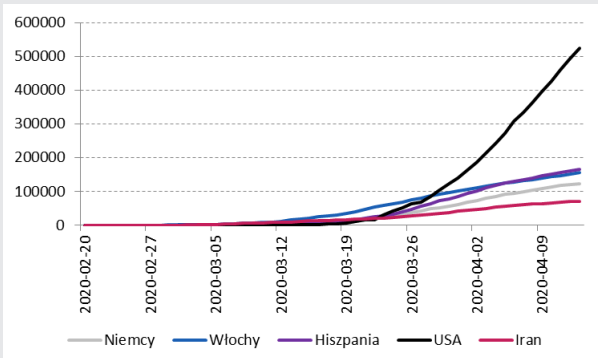
Rząd ogłasza Tarczę finansową

Rząd zaprezentował program tzw. Tarczy Finansowej o łącznej wartości 100 mld zł (ok. 4,5% PKB), która ma przez Polski Fundusz Rozwoju zapewnić finansowanie przedsiębiorstw i przeciwdziałać silnemu wzrostowi bezrobocia. Skorzystanie ze wsparcia obwarowane jest pewnymi ograniczeniami, m.in. utrzymywaniem przez firmy stanu zatrudnienia z 29.02.2020 r. Program opiera się o wsparcie firm ze środkami alokowanymi według klucza wielkości przedsiębiorstw (25 mld PLN mikroprzedsiębiorstwa, 50 mld PLN małe i średnie, 25 mld dla dużych firm). Średnie firmy mogą liczyć na subwencje, natomiast finansowanie dużych firm zostanie oparte o kredyty poprawiające płynność oraz dokapitalizowanie. Rząd zaznacza, że nawet 75% subwencji będzie mogło podlegać umorzeniu o łącznej wartości 60 mld PLN. Środki na sfinansowanie programu mają pochodzić z emisji przez PFR obligacji (emisje zaczną się już w kwietniu). Szef PFR P.Borys powiedział, że pakiet obejmie obligacje 2-4 letnie, a spłata zobowiązań nastąpi w latach 2022-2025. Realizacja działań ma rozpocząć się jeszcze w kwietniu po akceptacji przez KE. Ogłoszone działania nie zwiększą długu publicznego liczonego według definicji krajowej, stąd nie zagrazi złamaniem limitów zadłużenia. Wpłynie jednak na wzrost długu liczonego według definicji Eurostatu, który szerzej niż definicja krajowa traktuje sektor finansów publicznych. Uruchomienie programu rządowego przełoży się na wzrost skali programu skupu aktywów przez NBP, który poza obligacjami PFR (100 mld PLN w tym roku), będzie musiał skupować obligacje Skarbu Państwa (ok. 100 mld PLN). W piątek P.Borys powiedział, że część programu będzie mogła być sfinansowana przez emisję obligacji detalicznych oraz nie wykluczył zaangażowania inwestorów zagranicznych. Działania w ramach Tarczy finansowej stanowią zachętę dla utrzymywania stanu zatrudnienia w przedsiębiorstwach i rzeczywiście mogą przyczynić się do mniejszej skali zwolnień. Nie da się ich jednak uniknąć, w szczególności w przypadku osób na umowach cywilnoprawnych. W warunkach nagłego załamania popytu duże znaczenie dla zachowania miejsc pracy i ochrony przed bankructwami ma także szybkość uruchamiania pomocy. Należy zatem mieć nadzieję, że pomoc dla firm nie będzie się przedłużać w stosunku do pierwotnych zapowiedzi uruchomienia programu pod koniec kwietnia.

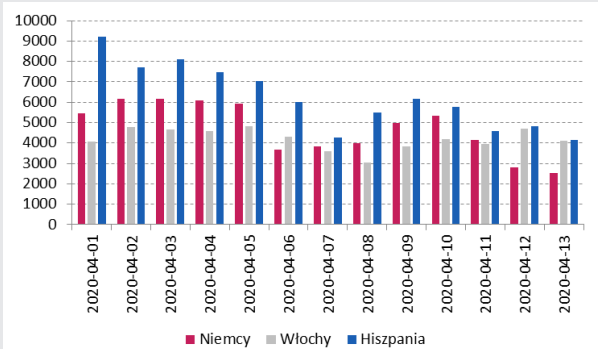
S&P utrzymuje rating Polski

Zgodnie z oczekiwaniami agencja S&P potwierdziła rating Polski na poziomie „A-”. Utrzymano ponadto stabilną perspektywę tej oceny. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami i polityką dwóch innych największych agencji ratingowych (Fitch i Moody's), które w ostatnich tygodniach także nie zmodyfikowały swojej oceny. Według S&P polska gospodarka w 2020 r. skurczy się o 2,0%, a deficyt *general government* wzrośnie do 6,1% PKB. W 2021 r. polska gospodarka powinna natomiast wzrosnąć o 4,8%, a deficyt GG poprawić się do 3,1% PKB. Za oczekiwaniami tymi, według agencji, przemawiają solidne fundamenty polskiej gospodarki, płynny kurs walutowy, relatywnie niskie zadłużenie oraz działania stymulacyjne władz.

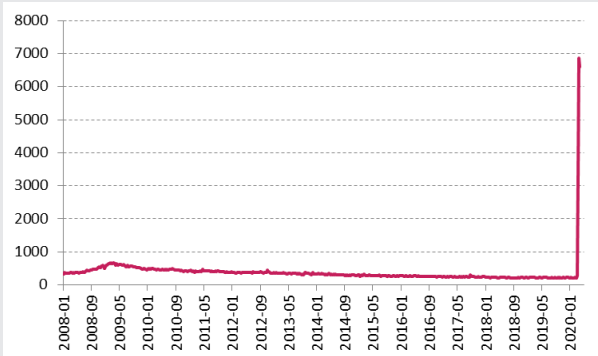
Liczba zachorowań na COVID-19



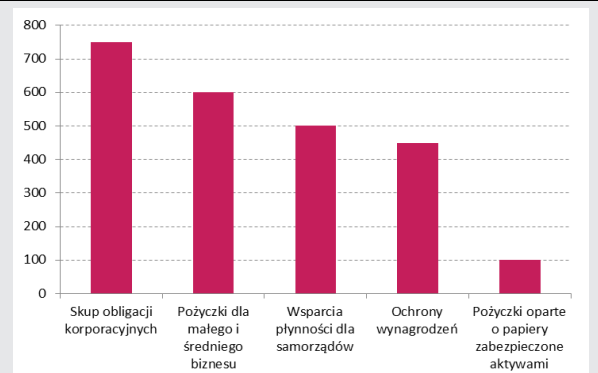
Dzienne przyrosty zachorowań na COVID-19 po diagnozie co najmniej 100 przypadków



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



Program pożyczkowy Fed [mld USD]



Makro - zagranica

Sygnaly stabilizacji nowych przypadków COVID-19 na świecie

Epidemia COVID-19 dotyka coraz większej liczby ludzi, choć wzrost liczby nowych zarażeń w ostatnich dniach nie intensyfikował się. Oznaki pewnej stabilizacji odnotowywane są w kraju z największą liczbą zachorowań, tj. w Stanach Zjednoczonych (prawie 0,6 mln przypadków). Nieco mniej pesymistyczne informacje płyną także z Europy: w Hiszpanii i w Niemczech z dnia na dzień maleje liczba nowych przypadków, a we Włoszech liczba ta utrzymuje się. W kilku krajach Europy epidemia na tyle wytraciła swoją moc (Austria, Dania), że rządy wprowadzają luzowanie dotychczas obowiązujących ograniczeń. W Austrii od wtorku, 15.04 zostaną otwarte sklepy wielkopowierzchniowe oraz markety budowlane. W krajach o znacznie większej skali pandemii „odmrażanie” gospodarki nastąpi później, co nie będzie sprzyjało aktywności krajowym eksporterom.

Kolejny ogromny wzrost liczby bezrobotnych w USA

W tygodniu kończącym się 4 kwietnia złożono w USA 6,6 mln nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (initial jobless claims) wobec 6,87 mln w tygodniu poprzedzającym (rewizja w górę względem wstępnie obliczonych 6,65 mln). Dane te okazały się gorsze od oczekiwań rynkowych, które wynosiły 5,25 mln. Wskazują, że ze względu na zamrożenie części aktywności gospodarczej w związku z epidemią koronawirusa. W ciągu ostatnich trzech tygodni złożono łącznie 16,8 mln nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, co oznacza wzrost stopy bezrobocia do ok. 10%, tj. poziomu zbliżonego do najwyższej wartości od 1948 r. wynoszącej 10,8%. Stany Zjednoczone to obecnie epicentrum pandemii COVID-19, gdzie intensywnie przybiera ona na sile. Oznacza to, że bezrobocie będzie nadal rosło zbiegając z tygodnia na tydzień do poziomu być może zbliżonego do 20%. Skala załamania aktywności gospodarczej w USA jest ogromna i jeszcze się pogłębi.

Fed rozpoczyna program pożyczek

Fed rozpoczął realizację ogłoszonego wcześniej programu pożyczek o wartości 2,3 bln USD. 500 mld USD zostało przeznaczone na zakup bonów emitowanych przez władze stanowe i największych miast. Program pożyczek na poprawę płynności małych i średnich firm ma mieć wysokość 650 mld USD. Fed zwiększył ponadto względem wcześniejszych informacji wielkość i skalę programu skupu obligacji korporacyjnych na rynku pierwotnym i wtórnym oraz programu skupu papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi i konsumpcyjnymi.

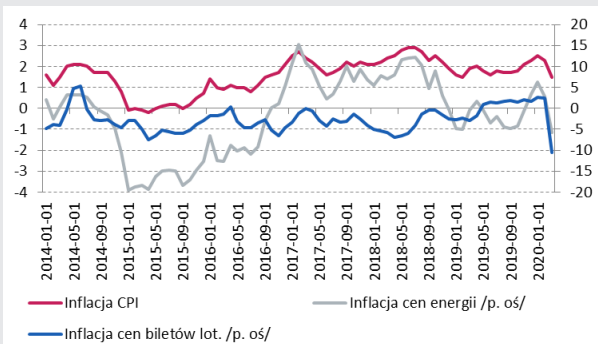
Spadek inflacji CPI w USA w marcu

Inflacja CPI w USA obniżyła się w marcu do 1,5% r/r z 2,3% r/r przed miesiącem, za sprawą mocnych spadków cen paliw w związku z niskimi cenami ropy naftowej na świecie. Spadł również wskaźnik bazowy, tj. CPI po wyłączeniu cen żywności i energii - do 2,1% r/r z 2,4% r/r w lutym. Przyczynił się do tego ponad 10% spadek r/r cen transportu lotniczego, a także m.in. zniżkujące ceny odzieży. Ze względu na epidemię COVID-19 i zamknięcie części gospodarki indeks ten został opracowany na mniejszej liczbie elementów koszyka inflacyjnego. Niemniej potwierdza on wpływ epidemii na procesy inflacyjne w USA. Perspektywy dla inflacji, w szczególności komponentu bazowego pozostają jednak bardzo niepewne, m.in. ze względu na osłabienie w ostatnich latach ujemnej korelacji między bezrobociem a presją inflacyjną.

Nastroje konsumenckie w USA najslabsze od 9 lat

Indeks Uniwersytetu Michigan obrazujący nastroje konsumpcyjne wśród amerykańskich gospodarstw domowych obniżył się w kwietniu do 71,0 pkt. z 89,1 pkt przed miesiącem, tj. do najniższego poziomu od 2011 r. Koniunktura konsumencka w USA ulega pogorszeniu w związku z dramatycznym spadkiem aktywności gospodarczej i wzrostem bezrobocia wywołanymi epidemią COVID-19 i wynikłym unieruchomieniem znacznej części gospodarki.

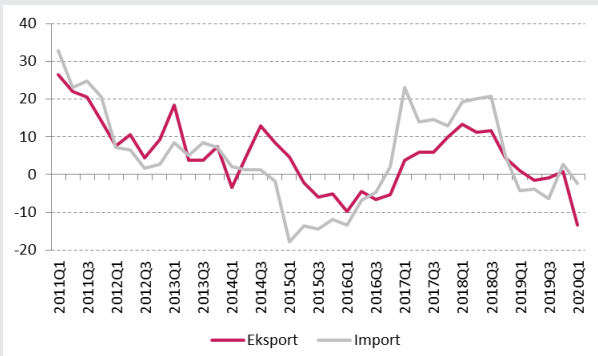
Inflacja CPI w USA [% r/r]



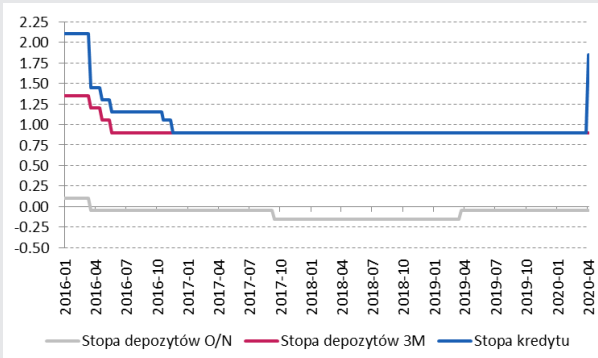
Program Unii Europejskiej wsparcia przeciw epidemii COVID-19

Program	Kwota [mld EUR]
Wsparcie z budżetu UE narodowych działań na rzecz ochrony rynku pracy	100
Gwarancje Europejskiego Banku Inwestycyjnego kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw w UE	200
Wsparcie krajów strefy euro w ramach Europejskiego Mechanizmu Stabilności	240

Import i eksport Chin [% r/r]



Stopy procentowe Narodowego Banku Węgier [%]



Źródło: Macrobond, PAP, Bank Millennium

Kraje strefy euro porozumiały się w sprawie funduszy na przeciwdziałanie skutków pandemii COVID-19

Ministrowie finansów UE zaakceptowali plan Komisji Europejskiej dotyczący wsparcia gospodarki cierpiącej z powodu epidemii COVID-19. Składa się on z trzech elementów. Pierwszy program o wartości 100 mld EUR pochodzących z budżetu UE ma wspierać rynek pracy we Wspólnocie. Drugi program dotyczy wykorzystania środków Europejskiego Banku Inwestycyjnego, które mają zostać przeznaczone na gwarancje pożyczek dla małych i średnich przedsiębiorstw. Aprobata tych programów miała miejsce już wcześniej, a nowością są natomiast ustalenia dotyczące wsparcia krajów strefy euro ze środków w ramach Europejskiego Mechanizmu Stabilności (240 mld EUR). Nie udało się zatem osiągnąć porozumienia dotyczącego emisji wspólnych euroobligacji, na czym szczególnie zależało krajom południa najmocniej dotkniętym pandemią i co pozwoliłoby pozyskać jeszcze większe fundusze na przywracanie gospodarczej normalności. O ile inicjatywy te są bardzo pożądane, to ich skala nie napawa zbytnim optymizmem co do ich skuteczności.

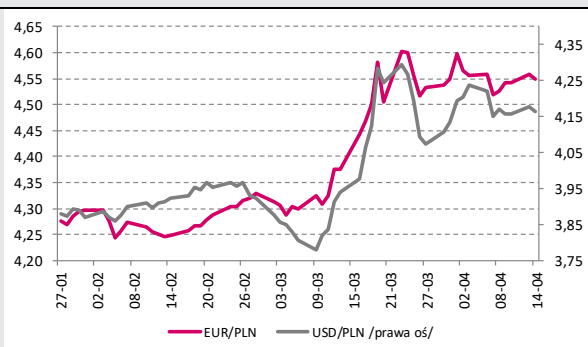
Poprawa dynamiki eksportu i importu w Chinach

Wzrost eksportu Chin wyrażony w USD wyniósł w marcu -6,8% r/r wobec -17,1% łącznie w styczniu i lutym. Nieco mniejsze spadki r/r odnotowano także w przypadku importu (-0,4% r/r wobec -3,2% r/r łącznie w styczniu i lutym). Dane te potwierdzają, że marzec przyniósł zwiększenie aktywności gospodarczej w Chinach, pomimo pozostawania w mocy wielu ograniczeń związanych z epidemią SARS-CoV-2. Aktywność ta jednak nadal pozostaje bardzo niska, a dane o wymianie handlowej wskazują na spadki r/r w okresie styczeń-marzec umacniają oczekiwanie spadku PKB w Chinach w 1Q br., co nie miało miejsca od 1992 r., czyli odkąd dostępne są dane o rachunkach narodowych dla Państwa Środka. Pomimo stopniowego znoszenia od początku kwietnia ograniczeń w działalności gospodarczej perspektywy dla wzrostu PKB i eksportu Chin pozostają mocno niekorzystne, ze względu na załamanie gospodarki największych partnerów handlowych spowodowane epidemią i izolacyjnymi działaniami ograniczającymi postęp zachorowań.

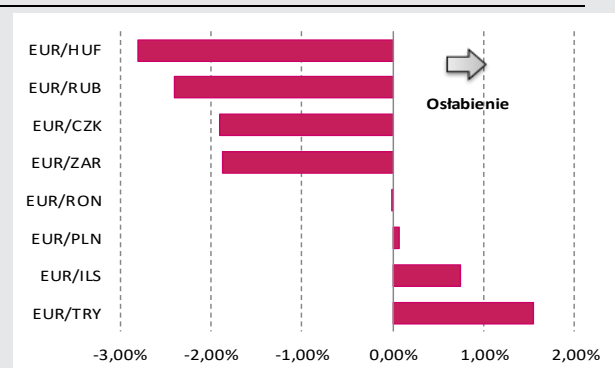
Bank centralny Węgier de facto podwyższa koszt pieniądza

Narodowy Bank Węgier podniósł stopę jednodniową i tygodniową kredytu do 1,85% pozostawiając 3-miesięczną stopę depozytową (główna stopa procentowa) na poziomie 0,9% i jednodniową stopę depozytową (-0,5%). Zmiana ta oznacza, że stopa procentowa na rynku międzybankowym może teraz kształtować się w ramach symetrycznego przedziału (-0,5%; 1,85%) wokół stopy głównej. Działania te mają de facto dać możliwość podniesienia rynkowej stopy procentowej, co motywowane jest słabością forinta. Bank zapowiedział także rozpoczęcie skupu obligacji na rynku wtórnym oraz kontynuację zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką na rynku pierwotnym i wtórnym oraz dalsze nabywanie obligacji korporacyjnych.

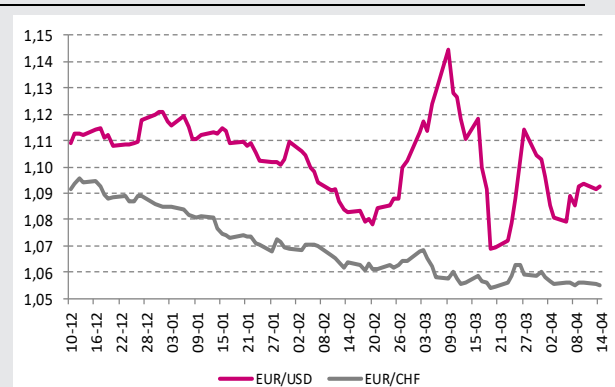
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



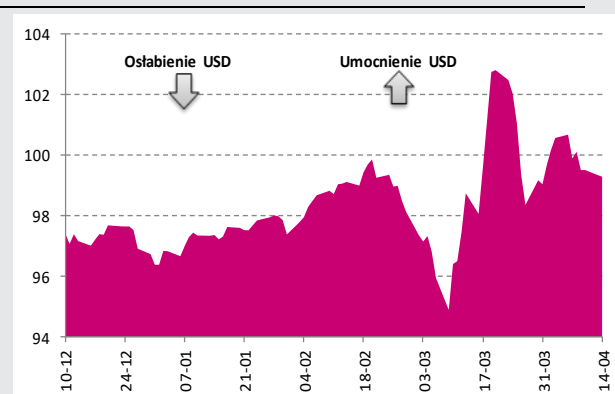
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

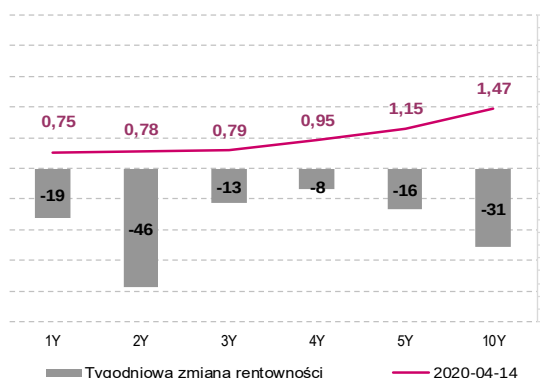
Rynek walutowy

Kwietniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej i nieoczekiwana decyzja o silnym złagodzeniu polityki monetarnej zadecydowały o przebiegu notowań EUR/PLN w ubiegłym tygodniu. Złoty zareagował na działania RPP osłabieniem, które - co istotne - kontrastowało z zachowaniem pozostałych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Węgierski forint, czeska korona, a nawet rosyjski rubel, czy południowoafrykański rand wykorzystwały umiarkowanie pozytywny sentyment inwestycyjny ubiegłego tygodnia do wzrostu wartości wobec euro. Polski złoty natomiast nieznacznie osłabił się, choć nadal kurs EUR/PLN pozostawał w wielokrotnie wskazywanym przez nas przedziale 4,50 - 4,63. Na rynkach globalnych mieliśmy do czynienia z - oczekiwaną przez nas - wyższą notowań eurodolara. Przyczyną jednak należy, iż jej 1,5-centowy zakres uznać należy za skromny. Miniony tydzień to także stabilizacja notowań EUR/CHF na poziomie 1,0550, co jak pokazały dzisiejsze dane banku centralnego Szwajcarii odbyło się udziałem wzmocnionych interwencji SNB.

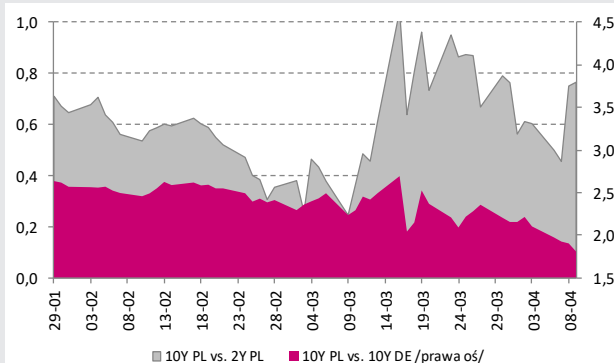
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	W tym tygodniu nie spodziewamy się istotnych korekt kursu EUR/PLN w stosunku do bieżącego poziomu 4,55 jak i wskazywanego przez nas właściwie od początku pojawienia się koronawirusa w Polsce przedziału wahań 4,50 - 4,63. Złotego łagodnie mogłaby wesprzeć retoryka piątkowych komentarzy agencji S&P formułowanych podczas przeglądu ratingu Polski. Podobnie jak zapowiedziane na 19 kwietnia stopniowe odmrażanie restrykcji dotyczących „handlu i usług” w polskiej gospodarce. Zwracamy natomiast uwagę, iż konsekwencją ostatniej decyzji Rady Polityki Pieniężnej i luzowania ilościowego rzędu około 9% PKB będzie negatywnie wyróżnianie się złotego w średnim terminie się na tle walut regionu.
USD/PLN	↓	Wyznacznikiem notowań kursu USD/PLN - z uwagi na relatywną stabilizację pary EUR/PLN - będzie globalna sytuacja dolara. Ta natomiast pozostaje negatywna dla amerykańskiej waluty, która traci na wartości z uwagi na oczekiwania silniejszego złagodzenia polityki pieniężnej w USA, aniżeli strefy euro. Nasze oczekiwania zakładają notowań USD/PLN w kierunku poziomu 4,10. W szczególności, gdyby publikowane w tym tygodniu dane z USA ponownie okazały się negatywną niespodzianką.
EUR/USD	↑	Mimo, iż wyżka eurodolara postępuje opornie, to w naszej ocenie ma podstawy do kontynuacji, choć w tym tygodniu nie powinna być ona znacząca. Dolara - jako globalną walutę odpowiadającą za około połowę światowego handlu - nadal wspierają bowiem jego fizyczne braki wynikające ze zwiększonego zapotrzebowania po zerwaniu łańcuchów dostaw, czy wycofywania się z ryzykownych inwestycji. Uważamy jednak, iż podobnie jak podczas poprzednich kryzysów jest to okres przejściowy, a potężne złagodzenie polityki pieniężnej w USA kontrastujące z sytuacją w strefie euro skutkować będzie wyżką eurodolara. Z punktu widzenia technicznej analizy kluczowe będzie pokonanie poziomu 1,11 na tygodniowym wykresie świec japońskich.

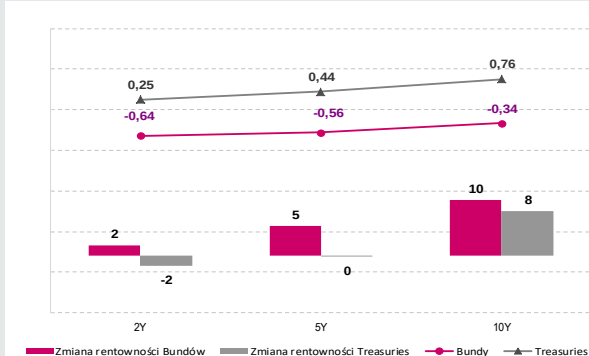
Rentowność obligacji krajowych [%]



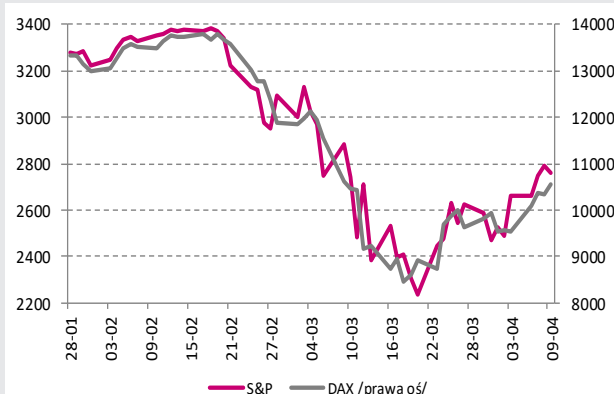
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Rynek obligacji

W ubiegłym tygodniu za sprawą kolejnej zaskakującej decyzji Rady Polityki Pieniężnej o m.in. cięciu stóp procentowych na krajowym rynku długu doszło do dynamicznych spadków dochodowości wzdłuż całej krzywej. Rentowność 2-latki obniżyła się o 12 bps do rekordowego minimum 0,7%. Z kolei o 23 bps do 1,46% zmalała dochodowość 10-latki. Z uwagi na obniżkę stóp procentowych gwałtownie spadły także stawki WIBOR. Na rynkach bazowych natomiast omawiany okres był czasem wzrostu dochodowości, który wiążemy z odegraniem po zdyskontowaniu wielu działań w sferze polityki pieniężnej i fiskalnej, w szczególności w Stanach Zjednoczonych.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	W naszej ocenie rynek stopy procentowej pozostanie zmienny. O ile przestrzeń do zaskoczeń po stronie Rady Polityki Pieniężnej maleje, to nadal nie można wykluczyć kolejnych działań. Uwagę zwracają przede wszystkim komentarze członkini Rady G.Ancyparowicz, która w razie konieczności dopuszcza możliwość cięcia stopy referencyjnej poniżej zera oraz wyklucza stosowanie <i>deposit tiering</i> tj. różnicowania stawek depozytowych w NBP dla banków komercyjnych. W ocenie członkini RPP bank centralny rozważa także rozpoczęcie skupu obligacji korporacyjnych na rynku wtórnym. Scenariusz powrotu do cięcia kosztu pieniądza, choć w wymiarze 25 bps, wyceniają już notowania kontraktów FRA. Niezmiennie uważamy jednak, iż pomimo eksplozji potrzeb pożyczkowych Ministerstwa Finansów presja na wzrost dochodowości jest niewielka. Tworzyć ją mogą lepsze nastroje podbudowane między innymi planowanym na ten tydzień poluzowaniem restrykcji, czy piątkowe dość przychylne komentarze agencji S&P formułowane przy okazji przeglądu ratingu Polski. Determinacja NBP do wsparcia polityki fiskalnej resortu poprzez obniżenie kosztów emisji obligacji, czy obsługi długu jest jednak duża i momenty wyższej rentowności będą niwelowane aktywnością banku centralnego. Jej wyrazem będzie czwartkowa - pierwsza z dwóch w kwietniu - aukcja skupu obligacji skarbowych. Nasze oczekiwania na najbliższe dni zakładają kontynuację spadku dochodowości, choć w ograniczonym wymiarze. Długi koniec krzywej kierować się będzie w stronę poziomu 1,40%. 2-latka natomiast oscylować powinna wokół bariery 0,75%, co skutkować będzie niewielkim wypłaszczeniem krzywej.
10Y DE (%)	Bieżący tydzień nie powinien dostarczyć informacji mogących w istotny sposób wpływać na wycenę niemieckiego długu. W szczególności, iż kalendarium istotnych danych makroekonomicznych w znaczącej mierze skoncentrowane jest na informacjach z USA, a nie strefy euro. Negatywnych emocji, sprzyjających wzrostowi cen długu Niemiec, nie powinien dostarczać ponadto przebieg pandemii na Starym Kontynencie. Z tego powodu uważamy, iż najbliższe dni powinny przynieść stabilizację Bunda wokół poziomu -0,35%.
10Y US (%)	Mnogość działań amerykańskiej Rezerwy Federalnej jest już wkalkulowana w wycenę długu USA. Podobnie jak negatywny scenariusz gospodarczy dla Stanów Zjednoczonych. Trudno będzie zatem w najbliższych dniach o impuls mogący sprzyjać wyraźnym zmianom notowań Treasuries. Mimo, iż nieco emocji mogą wywoływać wyniki spółek giełdowych, to za scenariusz bazowy uważamy oscylowanie 10-latki USA wokół poziomu 0,75%.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 13 kwietnia					
Dzień wolny od pracy	Polska				
Wtorek 14 kwietnia					
Export r/r	Chiny	Marzec	-17.2%	-14.0	
Import r/r	Chiny	Marzec	-4.0%	-9.5	
14:00 Saldo obrotów bieżących (EUR) Polska		Luty	2265m	370m	820m
Środa 15 kwietnia					
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Marzec	4.7%	4.4%	4.5%
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA		-17.9%		
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Marzec	0.6%	-3.9%	
20:00 Beżowa Księga	USA	Kwiecień			
Czwartek 16 kwietnia					
08:00 Inflacja CPI r/r	Niemcy	Marzec	1.7%	1.4%	
11:00 Produkcja przemysłowa WDA r/r EZ		Luty	-1.9%	-1.5%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Marzec	3.6%	3.5%	3.6%
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	10 kwietnia	6606k		
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Marzec	1452k	1300k	
14:30 Rozpoczęte budowy domów	USA	Marzec	1599k	1330k	
Piątek 17 kwietnia					
04:00 PKB r/r	Chiny	1Q	6.0%	-6.0%	
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Marzec	-13.5%	-7.0%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Marzec	-20.5%	-10.0%	
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Marzec	1.2%	0.7%	
Poniedziałek 20 kwietnia					
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Marzec	1.1%	0.8%	0.8%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Marzec	7.7%	6.4%	7.4%

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	-3,5	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	30,0	35,0	40,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	0,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,50	0,50
WIBOR 1M (%)	1,64	1,63	0,65	1,64	1,64	1,64	1,63	1,63	1,14	0,65	0,65	0,65
WIBOR 3M (%)	1,72	1,71	0,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,17	0,70	0,70	0,70
WIBOR 6M (%)	1,79	1,79	0,74	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,19	0,72	0,73	0,74
Obligacja 2-letnia (%)	1,33	1,50	0,90	1,33	1,80	1,62	1,52	1,50	1,55	0,70	0,80	0,90
Obligacja 10-letnia (%)	2,82	2,07	1,60	2,82	2,84	2,39	2,00	2,07	2,10	1,40	1,50	1,60
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 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.