

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

20 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

Malejąca liczba zgonów spowodowanych koronawirusem w Europie, stopniowe odmrażanie działalności gospodarczej, w tym małych sklepów w Niemczech, czy zapowiedź uruchomienia w perspektywie najbliższych dni nowego pakietu pomocy dla małych przedsiębiorstw w USA budują umiarkowany optymizm na początku tygodnia. W kolejnych dniach weryfikatorem sentymentu będą doniesienia o rozwoju pandemii na świecie, ale także publikacje wyników amerykańskich spółek giełdowych. W przypadku krajowego rynku przed nami intensywny tydzień publikacji danych za marzec, tj. miesiąc z wpływem koronawirusa. Mimo wszystko uważamy, iż w obliczu znaczącego zdyskontowania negatywnego wpływu pandemii na koniunkturę polskie aktywa w większym stopniu niż na dane będą wrażliwe na sygnały możliwego dalszego rozluźniania restrykcji przez rząd.

Najważniejsze dane tego tygodnia

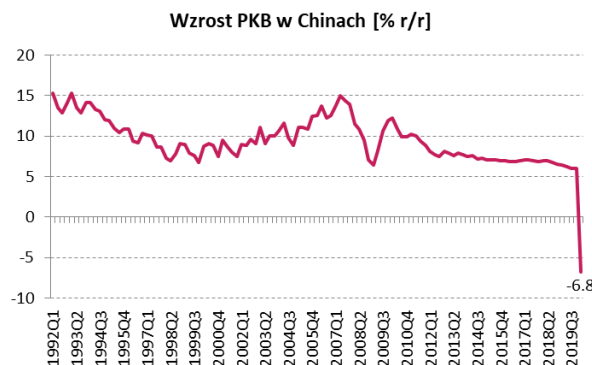
Dane makro z gospodarki w marcu już pod mocnym wpływem COVID-19.

W tym tygodniu poznamy krajowe dane z gospodarki realnej w marcu. We wtorek o godz. 10:00 podane zostaną dane o produkcji przemysłowej, która według naszej prognozy spadła o 2,1% r/r po wzroście w lutym o 4,9% r/r. Spadki produkcji będą napędzane m.in. przez sektor motoryzacyjny, ze względu na zawieszenie produkcji aut w Polsce, a także za granicą, co zatrzymało działalność także poddostawców. Spadki te hamowane będą jednak przez część branż przemysłowych (farmaceutyki), których działalność została zintensyfikowana przez wzmożony popyt. Spodziewamy się także spadku sprzedaży detalicznej w marcu o 5,0% r/r (publikacja w środę o godz. 10:00). Sprzedaż w handlu detalicznym została silnie dotknięta przez ograniczenie działalności m.in. galerii handlowych. Realizacja tych prognoz pozwoli jednak na utrzymanie wzrostu PKB w 1Q na poziomie nieco ponad 2,0% r/r. W 2Q nie uda się jednak uniknąć głębokiego spadku PKB - w naszej ocenie jego dynamika może wynieść ok. -10% r/r.

Wskaźniki koniunktury potwierdzą dalszą zapaść gospodarek

W strefie euro opublikowane zostaną wstępne odczyty indeksów PMI za kwiecień, które wskażą na dalsze pogłębienie recesji w europejskiej gospodarce. Skutki pandemii najsilniej odczuwa sektor usług, gdzie indeksy aktywności spadły już w marcu do historycznie niskich poziomów. Nastroje w przemyśle są nieco lepsze, jednak lockdown i przerwanie łańcuchów dostaw prowadzi do silnych zakłóceń także w tym sektorze. W kwietniu oczekiwać należy dalszego pogorszenia nastrojów, choć w skali mniejszej niż przed miesiącem. Podobną wymowę powinien mieć odczyt indeksu Ifo w Niemczech oraz indeksów PMI w USA.

Wykres tygodnia



Produkt krajowy brutto w cenach stałych w Chinach po raz pierwszy od co najmniej 1992 r. spadł w 1Q br. Wynika to z wybuchu pandemii COVID-19 i działań podjętych dla opanowania choroby. Dane za marzec nieco bardziej optymistyczne od oczekiwanych wskazują na możliwe odbicie aktywności w 2Q, aczkolwiek biorąc pod uwagę spowolnienie gospodarki światowej powrót do wzrostu sprzed pandemii nie będzie możliwy.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5272	-0,5%
USD/PLN	4,1684	0,2%
CHF/PLN	4,3040	-0,3%
EUR/USD	1,0859	-0,8%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,65	-8
5Y	1,07	-3
10Y	1,44	2

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,52	-7
5Y	0,62	-4
10Y	0,89	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,47	-12
US 10Y	0,63	-12

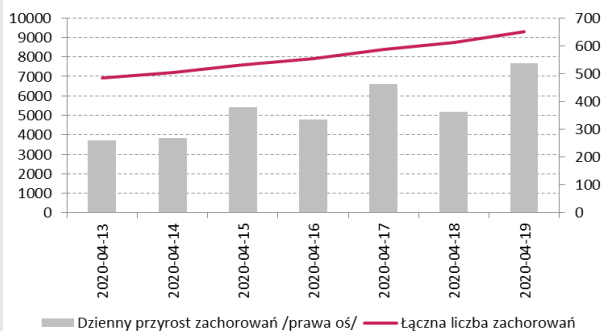
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	45290,9	1,8
S&P 500	2874,6	3,0
Nikkei 225	19669,1	3,3

Źródło: Refinitiv

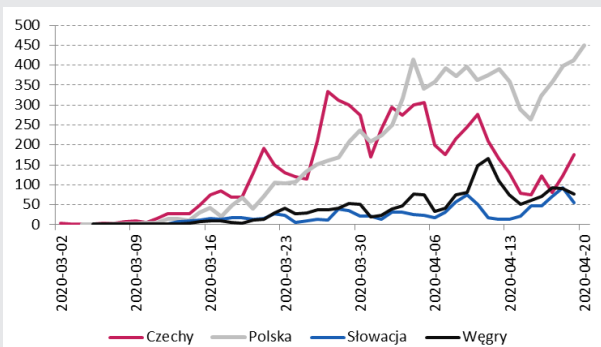
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

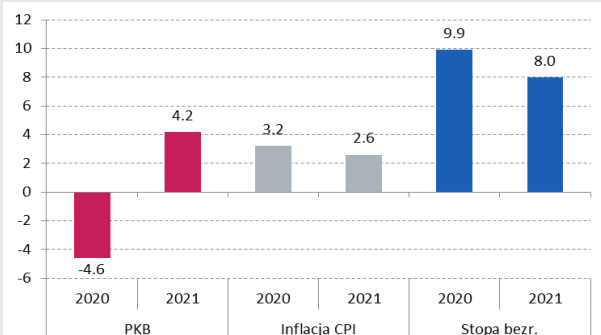
Przyrost zachorowań na COVID-19 w Polsce w ub. tygodniu



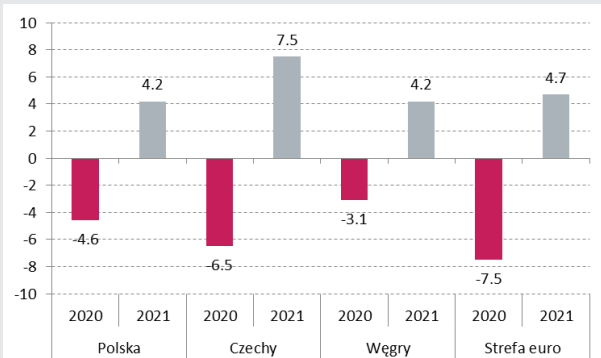
Dzienna zmiana zachorowań na COVID-19 (średnia dwudniowa)



Rewizje prognoz PKB i inflacji przez MFW [%]



Porównanie prognoz MFW między wybranymi gospodarkami [%]



Rząd przedstawił plan odmrażania gospodarki

Na początku bieżącego tygodnia liczba potwierdzonych przypadków zakażeń koronawirusem w Polsce wynosi blisko 9,5 tys., czyli wzrosła w ostatnim tygodniu o 2,8 tys. Weekend jednak przyniósł wzrost liczby zachorowań o ponad 500 osób, tj. najsilniej od początku epidemii COVID-19. Wydaje się zatem, że rozpoczęte dziś łagodzenie restrykcji będzie procesem rozłożonym w czasie. W ubiegłym tygodniu rząd przedstawił warunkowy plan odmrażania gospodarki, którego tempo będzie uzależnione od dynamiki pandemii. Proces odmrażania został podzielony na 4 etapy, z czego pierwszy obejmuje zniesienie wstępu do lasów oraz zwiększenie limitu klientów w sklepach. W kolejnych etapach rząd zamierza znosić ograniczenia w zakresie sklepów budowlanych, hoteli, instytucji kultury (etap 2), gastronomii, zakładów fryzjerskich i kosmetycznych oraz centrów handlowych (etap 3), a na końcu salony masażu, solarium i kluby fitness (etap 4). Odstępy pomiędzy poszczególnymi etapami mogą wynosić 2-3 tyg., w zależności od sytuacji epidemiologicznej. Wicepremier J. Emilewicz powiedziała, że pełne zniesienie ograniczeń może nastąpić w lipcu.

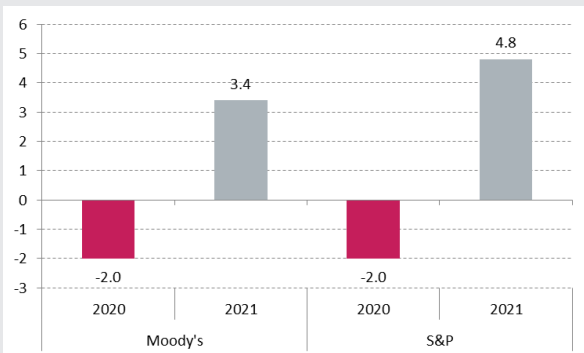
Wzrost gospodarczy - prognoza bez większych zmian

Międzynarodowy Fundusz Walutowy prognozuje spadek globalnego PKB w 2020 r. o 3,0% wobec oczekiwanego w styczniu wzrostu o 3,0%, a prognozę na 2021 r. podniósł do 5,8% z 3,4%. Jest to najsilniejsza korekta prognoz w historii, a skala spowolnienia wzrostu jest zdaniem Funduszu znacznie silniejsza niż podczas kryzysu finansowego 2009-2010 i być może zbliżona do Wielkiej Depresji z lat 30 ub. stulecia. W przypadku Polski spodziewany jest spadek PKB w tym roku o 4,6% i odbicie o 4,2% w 2021 r., co pozwoli odrobić zdecydowaną większość strat. Oczekiwania MFW dotyczące Polski są nieco bardziej pesymistyczne niż nasz szacunek (-3,5%), jednak przy obecnej skali niepewności tego rządu rozbieżność jest relatywnie niewielka. W opublikowanych prognozach uwagę zwraca niewielka skala spodziewanego wzrostu bezrobocia w Niemczech (do 3,9% z 3,2% przy spodziewanej recesji w tym roku na poziomie 7%). Jeśli ten scenariusz miałby się zrealizować, to polskim eksporterom łatwiej będzie odbudowywać działalność po restarcie europejskiej gospodarki, szczególnie, że bardzo łagodna polityka pieniężna NBP spowodować może utrzymanie się złotego na słabym poziomie przez dłuższy czas.

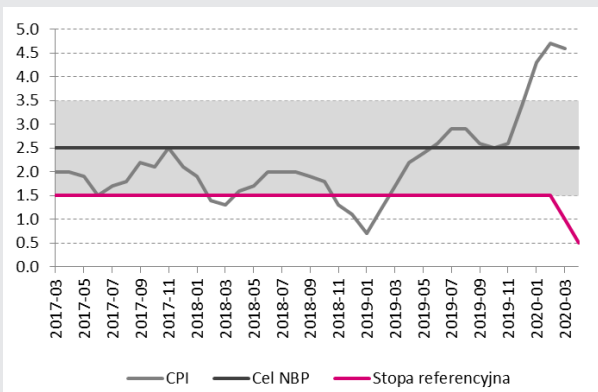
Napływające w ostatnich dniach dane makroekonomiczne nie wpływają istotnie na naszą ocenę perspektyw gospodarki polskiej w tym roku. Przedstawiony w poprzednim tygodniu program wsparcia finansowego przedsiębiorstw daje szansę na zmniejszenie skali wzrostu bezrobocia, co mogłoby złagodzić spadek popytu konsumpcyjnego w 2Q i szybsze jego odbicie w drugiej połowie roku. Wciąż jednak utrzymuje się duża niepewność co do skuteczności wprowadzonych programów oraz długości trwania lockdownu, który od dziś jest stopniowo rozluźniany. Wciąż jednak utrzymywane są duże ograniczenia w działalności gospodarczej.

Dane o płatnościach kartowych i internetowych klientów Banku Millennium wskazują na wyhamowanie spadku wydatków konsumpcyjnych. Spadki w sklepach stacjonarnych oraz wydatków na usługi (w przypadku części usług, spadek wydatków wciąż przekracza 90%) kompensuje częściowo zwiększona sprzedaż internetowa. W rezultacie spadek wydatków w stosunku do okresu sprzed wybuchu pandemii wynosi „zaledwie” ok. 11%. Wyhamowanie spadku wydatków pomógł niewątpliwie efekt świąt, który wpłynął na wzrost wydatków na żywność. Złagodzenie obostrzeń w handlu powstrzyma spadki sprzedaży w kolejnych miesiącach, jednak wyraźnej recesji w 2Q nie da się uniknąć i nasz szacunek na poziomie -10% r/r pozostaje aktualny. Podtrzymujemy naszą ocenę odbudowy aktywności ekonomicznej w drugiej połowie roku, choć ścieżka ożywienia w Chinach sugeruje raczej stopniowy jej przebieg. Nawet po zniesieniu lockdownu, wiele branż nie powróci w tym roku do poziomu aktywności sprzed wybuchu pandemii, szczególnie usługi, gdzie wymagana jest interakcja społeczna (turystyka, rozrywka, kultura, gastronomia, itp.). **W rezultacie podtrzymujemy nasz szacunek dynamiki PKB w tym roku na poziomie -3,5%.**

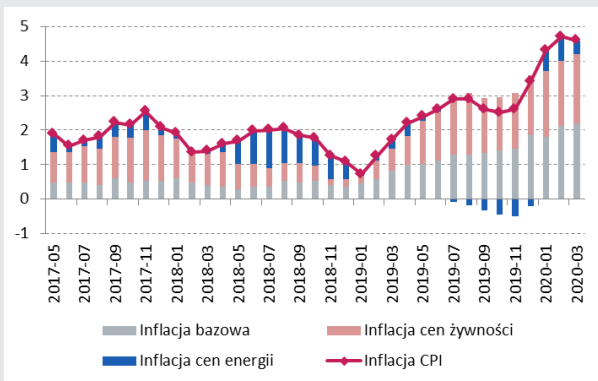
Prognozy Moody's i S&P wzrostu PKB w Polsce [%]



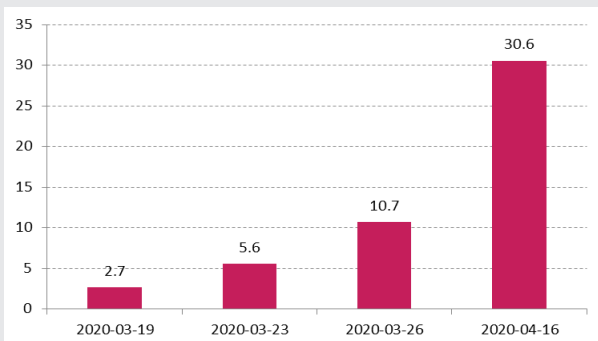
Inflacja CPI, cel inflacyjny [% r/r] i stopa ref. [%]



Struktura inflacji CPI [pkt proc]



Skup przez NBP obligacji skarbowych na rynku wtórnym [mld PLN]



Źródło: Macrobond, MFW, PAP

Rynek pracy - szybki spadek zatrudnienia z szansą na wyhamowanie w dalszej części roku

Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują na szybką reakcję firm na lockdown. W marcu liczba pracujących w sektorze zmniejszyła się o 34,2 tys. i jest to najsilniejszy spadek od grudnia 2001 r. Spadek zatrudnienia jest nawet silniejszy niż podczas ostatniego kryzysu finansowego 2009-2010. W rezultacie, roczna dynamika przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała do 0,3% r/r z 1,1% r/r w lutym. Dane te wskazują, że epidemia COVID-19 skutkująca samooizolacją dużej części społeczeństwa i obostrzeniami w działalności gospodarczej szybciej wpływają na sytuację na rynku pracy niż spodziewaliśmy się jeszcze miesiąc temu.

Do podobnych wniosków skłania informacja minister J. Emilewicz, iż stopa bezrobocia w marcu wzrosła do ok. 6% z 5,5% w lutym. Oznaczałoby to, że liczba bezrobotnych zwiększyła się o ok. 80 tys. osób. A należy zwrócić uwagę, że restrykcje w działalności gospodarczej wprowadzone zostały w połowie miesiąca. W ubiegłym tygodniu szybkie tempo dostosowań na rynku pracy sugerowały także dane o liczbie zapowiedzianych zwolnień grupowych. Według danych Ministerstwa Rozwoju w marcu 84 przedsiębiorstwa zgłosiły zwolnienia grupowe 7,8 tys. pracowników, co na pierwszy rzut oka wydaje się to umiarkowana liczba, jednak biorąc pod uwagę, że ograniczenia dotyczące działalności gospodarczej wprowadzono w II poł. marca jest to pesymistyczna informacja pokazująca, że zwolnienia grupowe mogą być zorganizowane szybko. W kwietniu sytuacja na rynku pracy ulegnie dalszemu silnemu pogorszeniu, choć rozbudowa pakietu wsparcia dla przedsiębiorstw daje szansę na ograniczenie negatywnego wpływu pandemii na rynek pracy i wyhamowanie skali spadku zatrudnienia i wzrostu bezrobocia w drugiej połowie roku. Skalę wzrostu bezrobocia na krajowym rynku pracy może złagodzić także w pewnym zakresie odpływ pracowników z Ukrainy. Zmniejszenie dostępu do pracowników z Ukrainy zwiększy dostęp do pracy dla osób, które ją straciły w wyniku pandemii. **Biorąc powyższe pod uwagę, podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu bezrobocia do 9%, a skuteczna implementacja programów wsparcia przedsiębiorstw będzie chronić przed przekroczeniem tego poziomu.**

Inflacja - wciąż wysoko, choć należy oczekiwać spadku

Inflacja CPI wyniosła w marcu 4,6% r/r wobec 4,7% r/r w lutym. Zaprezentowane dane odzwierciedlają stan jeszcze sprzed wejścia w życie na początku II połowy marca restrykcji dotyczących m.in. działalności gospodarczej w związku z pandemią, przez co wskaźnik CPI ma ograniczoną wartość informacyjną. W strukturze danych widać przyspieszenie inflacji żywności. Inflację hamowały natomiast ceny paliw. Spośród czterech obliczanych miar inflacji bazowej dwie obniżyły się, jedna wzrosła i jedna nie uległa zmianie. Stabilny na poziomie 3,6% r/r pozostał najczęściej śledzony wskaźnik - CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Najbliższe miesiące powinny przynieść dalsze hamowanie inflacji, szczególnie inflacji bazowej. W naszej ocenie wskaźnik CPI może spaść poniżej 3% r/r pod koniec roku. **Ryzykiem dla scenariusza głębszego spadku inflacji jest jednak susza, która może wpłynąć na utrzymywanie się cen żywności na podwyższonym poziomie.** W marcu indeks cen żywności FAO spadł, z związku z ograniczeniem popytu na część produktów w wyniku pandemii, jednak po jej ustąpieniu, na skutek suszy ceny żywności mogą wzrosnąć. Wyzwaniem dla pomiaru inflacji w najbliższych dwóch miesiącach będzie dostęp do danych w związku z zamknięciem sklepów i punktów usługowych oraz niemal całkowite wstrzymanie sprzedaży części usług.

Polityka pieniężna - ultra łagodna polityka pieniężna utrzyma się

W obecnych warunkach pandemii inflacja CPI schodzi na nieco dalszy plan w regułach decyzyjnych członków Rady Polityki Pieniężnej, a największa uwaga będzie poświęcana sytuacji na rynku pracy i walce z recesją. W naszej opinii Rada może chcieć wstrzymać się od korekt w poziomie stóp procentowych NBP wskazując działania niestandardowe jako pole do ewentualnych dostosowań w polityce monetarnej, a także działania w obszarze polityki fiskalnej, które mogą być bardziej skuteczne w walce ze skutkami pandemii. Dlatego też Rada może chcieć poczekać z ewentualnymi kolejnymi cięciami na ocenę skutków gospodarczych pandemii i wpływ

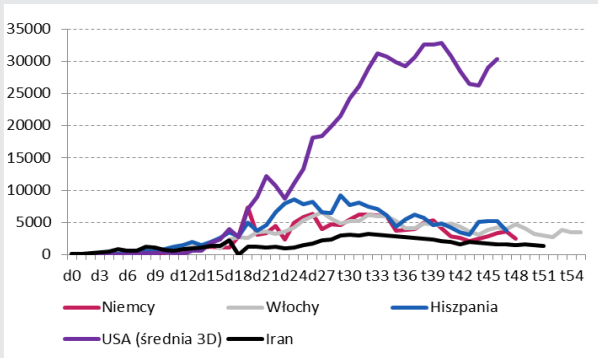
programów rządowych na gospodarkę. Obniżka stóp jeszcze w tym roku nie jest wykluczona, natomiast podtrzymujemy naszą ocenę, iż obniżki oprocentowania mogą nie przynieść skutku w postaci poprawy dostępu do finansowania, a tego potrzebować będzie gospodarka po restarcie. Głównym jej beneficjentem byłby resort finansów, który będzie mierzył się ze znacznym wzrostem potrzeb pożyczkowych w tym roku.

Budżet państwa wsparty przez wpłatę NBP

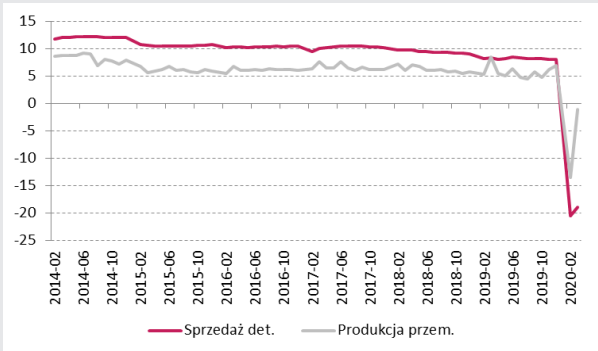
Według informacji NBP zysk banku centralnego w 2019 roku wyniósł 7,8 mld PLN, z czego 7,44 mld PLN trafi do budżetu państwa, a 391,4 mln PLN zapisane zostanie na fundusz rezerwowy NBP. Główny wpływ na wielkość wyniku finansowego NBP miał wynik z zarządzania rezerwami dewizowymi oraz dodatni wynik z różnic kursowych, będący efektem osłabienia złotego w ubiegłym roku. Wpłata z zysku NBP stanowi wyraźne wsparcie budżetu, jednak nie uchroni to przed silnym wzrostem deficytu wywołanego pandemią koronawirusa. Spowodowany nią kryzys zmniejszy dochody budżetowe, a programy wsparcia gospodarki zwiększą wydatki budżetu i całego sektora finansów publicznych. W rezultacie deficyt sektora *general government* może w tym roku zbliżyć się do 7% PKB. Ewentualna konieczność rozbudowy tarczy antykryzysowej będzie skutkowałą jeszcze większym wzrostem deficytu i potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych.

Makro - zagranica

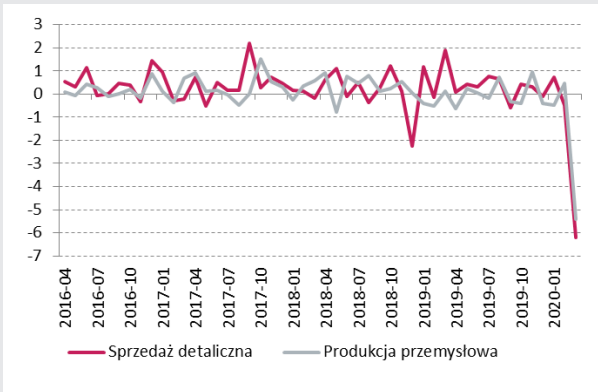
Dzienna zmiana zachorowań na COVID-19 po zdiagnozowaniu 100 przypadków



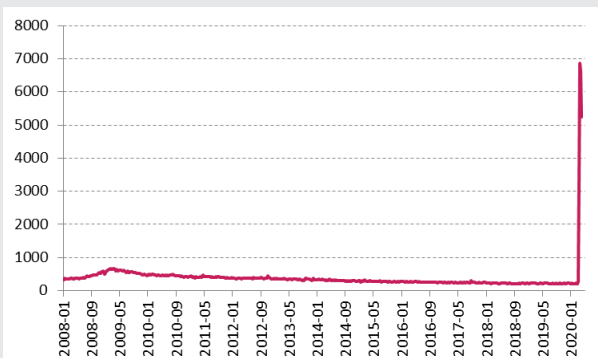
Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w Chinach [% r/r]



Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w USA [% m/m]



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



Część gospodarek stopniowo wychodzi z lockdownu

Liczba zakażonych koronawirusem na świecie zbliża się do 2,5 mln, z czego nieco ponad 30% infekcji dotyczy USA. Aktualnym epicentrum pandemii jest Rosja, gdzie wzrost zachorowań postępuje w tempie wykładniczym. W ostatnim tygodniu ponownie więcej nowych przypadków zostało potwierdzonych w Hiszpanii oraz, w nieco mniejszej skali, we Włoszech (choć przyrosty te nie są tak intensywne, jak w I poł. kwietnia). Stabilizacja nowych zachorowań widoczna jest w USA. Sygnały wyhamowywania tempa pandemii w Europie mogą spowodować konkretyzowanie planów odmrażania gospodarki, choć w Hiszpanii i Francji przedłużone zostało obowiązywanie obostrzeń do maja. Prezydent D.Trump przedstawił w ub. tygodniu wstępny plan znoszenia lockdownu w USA, który składa się ma z trzech etapów, a decyzje w tym zakresie mają leżeć w gestii władz stanowych. Ze względu na silne osłabienie nowych przyrostów zachorowań, część ograniczeń została w ub. tygodniu zniesiona w Austrii. Również Dania od początku tego tygodnia poluzowuje część ograniczeń uruchamiając m.in. instytucje edukacyjne i opiekuńcze oraz zezwala na część działalności gospodarczej (stomatolodzy, fizjoterapeuci, zakłady fryzjerskie). Podobnie Niemcy od tego poniedziałku uruchamiają działalność małych sklepów (szkoły mają zostać otwarte z początkiem maja).

W 1Q pierwszy spadek PKB w Chinach od co najmniej 1992 r.

Chińska gospodarka skurczyła się w 1Q br. o 6,8% r/r wobec wzrostu o 6,0% r/r w ostatnim kwartale ub. roku. W ujęciu kwartalnym dynamika PKB wyniosła -9,8% kw/kw. To pierwszy od co najmniej 1992r. ujemny odczyt dynamiki PKB w Chinach. Dane te pokazują silnie negatywny wpływ pandemii na wyniki chińskiej gospodarki. Gospodarka chińska zaczęła być odmrażana po pandemii w marcu, więc drugi kwartał powinien przynieść poprawę wzrostu i według aktualnych prognoz MFW w całym roku wzrost gospodarczy może wynieść 1,2%. Na poprawę sytuacji w gospodarce po pandemii wskazują dane marcowe, kiedy produkcja przemysłowa spadła o „jedynie” 1,1% r/r, a spadek sprzedaży detalicznej wyhamował do 15,8% r/r z 20,5% w pierwszych dwóch miesiącach roku.

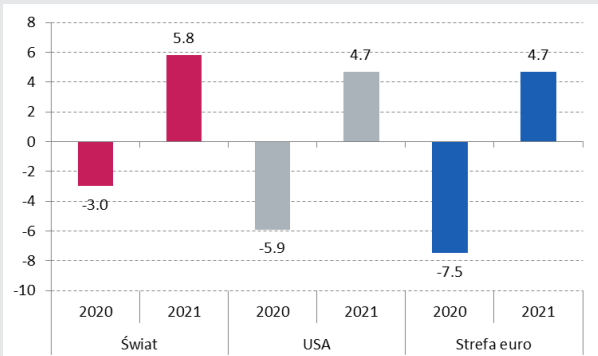
Gospodarka USA już w głębokiej recesji

Sprzedaż detaliczna w USA spadła w marcu o 8,7% m/m, po spadku o 0,4% m/m w lutym. Natomiast spadek produkcji przemysłowej wyniósł 5,4% m/m, tj. okazał się najsilniejszy od 1946 r. Dramatycznie słabe dane nie były jednak dużym zaskoczeniem - ukształtowały się nieco poniżej oczekiwań. Informacje o handlu detalicznym i z sektora wytwórczego odzwierciedlają wpływ ograniczenia działalności gospodarczej i spadku popytu w związku z pandemią koronawirusa. Dane za marzec dopełniły obrazu pierwszego kw. 2020 r., w którym wzrost gospodarczy w ujęciu annualizowanym wyniósł w USA ok. 0,0% kw/kw. Należy zauważyć jednak, że obostrzenia w biznesie wprowadzono w USA w II połowie marca, co wraz ze skalą rozwoju epidemii w tym kraju sugeruje zatrważające spadki także w kwietniu, tym bardziej, że sytuacja na rynku pracy pogarsza się w niedotowanej do tej pory skali. Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych złożonych w tygodniu kończącym się 10 kwietnia wyniosła 5,245 mln i była tylko nieco niższa niż 6,6 mln z poprzedzającego tygodnia. Dane te wskazują na trwającą nadal zatrważającą redukcję etatów w USA. W ciągu ostatnich 4 tygodni złożono ponad 22 mln nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, czego dane te nigdy do tej pory nie odnotowały. Według naszych obliczeń stopa bezrobocia w USA kształtuje się już na poziomie ok. 13,5%. Warto odnotować, że w historii danych o stopie bezrobocia zaczynających się w 1948 r. najwyższy oficjalny odczyt wyniósł do tej pory 10,8%, a przebicie 20% przez wskaźnik stopy bezrobocia w USA w nadchodzącym czasie może nie być najbardziej pesymistycznym scenariuszem z prawdopodobnych. Aktywność gospodarcza w USA będzie uzależniona od stanu epidemii i zaradczych działań władz, niemniej trudno spodziewać się, aby PKB w 2Q spadł mniej niż o kilkadziesiąt procent kw/kw.

MFW spodziewa się recesji w gospodarce globalnej

Międzynarodowy Fundusz Walutowy według kwietniowego raportu *World Economic Outlook* spodziewa się spadku globalnego PKB w 2020 r. o 3,0% wobec oczekiwanego w styczniu wzrostu o 3,0%, a prognozę na 2021 r.

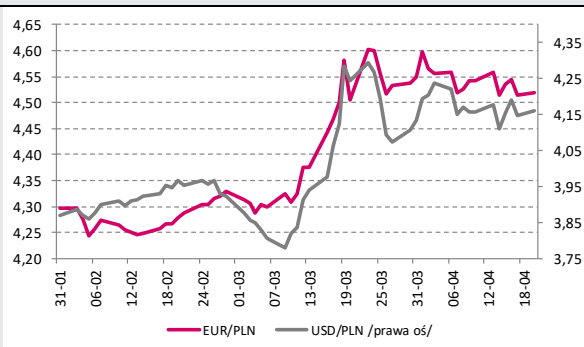
Prognozy MFW dotyczące wzrostu PKB [%]



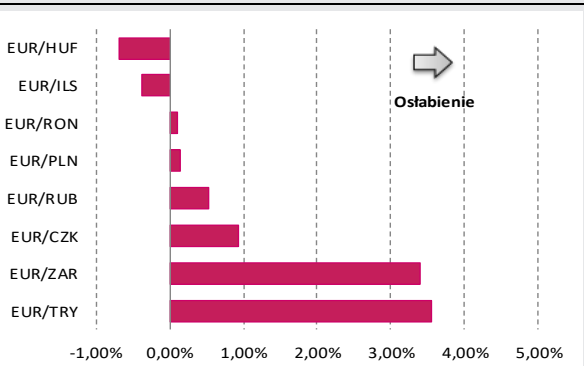
Źródło: Macrobond, MFW, Bank Millennium

podniósł do 5,8% z 3,4%. Jest to najsilniejsza korekta prognoz w historii, a skala spowolnienia wzrostu jest zdaniem Funduszu znacznie silniejsza niż podczas kryzysu finansowego 2009-2010. Prognozy te wskazują, że do końca 2021 r. uda się jednak gospodarce globalnej odrobić straty gospodarcze związane z pandemią. Nie dotyczy to jednak krajów rozwiniętych, gdzie według MFW wzrost gospodarczy w 2021 r. nie przewyższy spadków z 2020 r.

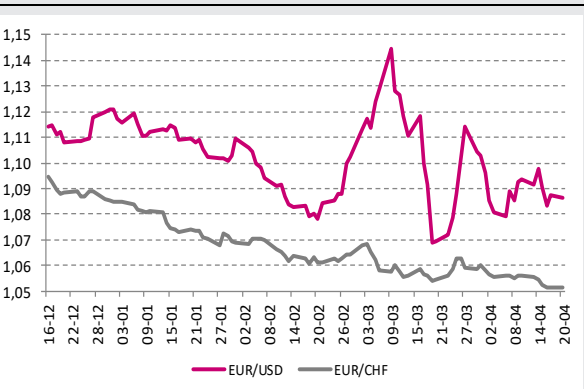
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



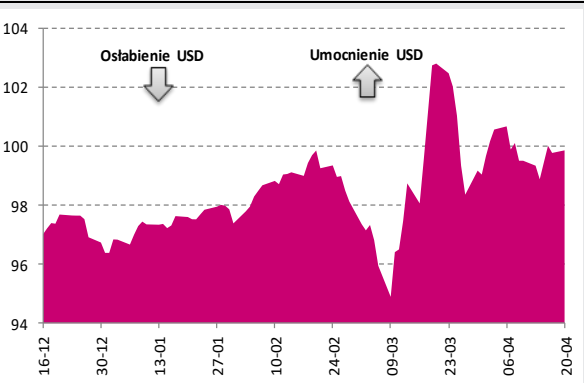
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

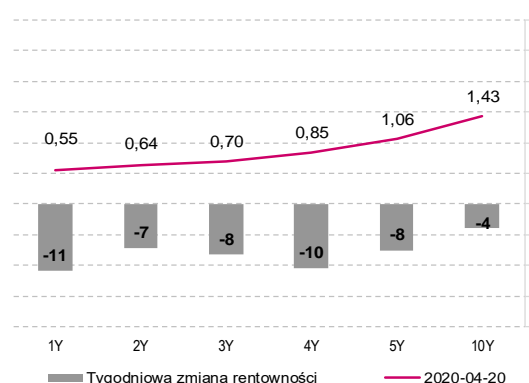
Rynek walutowy

W ubiegłym tygodniu notowania EUR/PLN były niezwykle stabilne. Kurs EUR/PLN zawierał się w zaledwie 4-groszowym przedziale 4,51 - 4,55. Na tle walut regionu pozytywnie kolejny tydzień z rzędu zachowywały się natomiast notowania węgierskiego forinta. Od początku kwietnia kurs EUR/HUF obniżył się już o blisko 5,5%. Na przełomie marca i kwietnia jednak węgierski forint był jednak najszabszy w historii do euro. Na globalnych rynkach walutowych ubiegły tydzień należał do dolara, który umocnił się o dwa centy w relacji do euro, obniżając się do poziomu 1,08. Zainteresowaniem cieszył się ponadto szwajcarski frank. Kurs EUR/CHF kontynuował mozołną zniżkę, którą za pomocą interwencji walutowych próbuje ograniczyć bank centralny Szwajcarii. W omawianym okresie kurs EUR/CHF obniżył się do poziomu 1,0505, tj. minimum z 2015 roku.

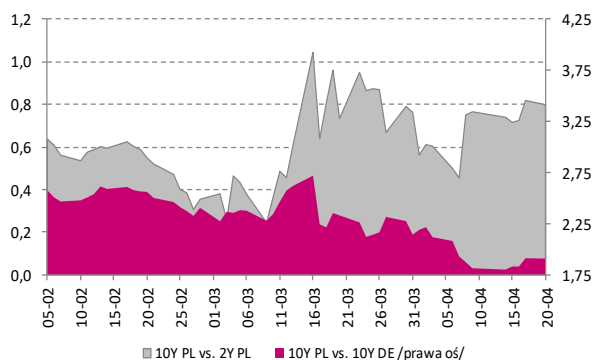
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	Mimo, iż kurs EUR/PLN rozpoczyna nowy tydzień od zejścia do najniższego poziomu od blisko miesiąca (4,5085), to nie uważamy, by w tym tygodniu możliwe było silniejsze umocnienie złotego. W naszej ocenie przedział 4,50 - 4,60 powinien, wzorem ubiegłych tygodni, wyznaczać kres aprecjacji i osłabienia polskiej waluty do euro. Z tego powodu większe prawdopodobieństwo przypisujemy osłabieniu złotego w najbliższych dniach. Nie powinno być ono jednak znaczące, gdyż - mimo dynamicznej sytuacji - poziom zdyskontowania negatywnych informacji związanych z koronawirusem jest już znaczący i trudno oczekiwać kolejnego negatywnego impulsu. Na pozytywne informacje jest natomiast naszym zdaniem zbyt wcześnie. Za taką - do pewnego stopnia - można jednak uznać decyzję o przelożeniu na późniejszy termin posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, co w krótkim terminie odsunęło ryzyko kolejnej niespodzianki po stronie polityki pieniężnej. Oscylowanie kursu EUR/PLN wokół poziomu 4,55 jest naszym zdaniem scenariuszem bazowym tego tygodnia. Mnogość krajowych publikacji tego tygodnia nie powinna w istotny sposób przekładać się na wycenę złotego. Kluczowe pozostaną informacje dotyczące przebiegu pandemii, gdyż to one kształtować będą proces „odmrażania” gospodarki.
USD/PLN	Wyznacznikiem notowań kursu USD/PLN - z uwagi na relatywną stabilizację pary EUR/PLN - ponownie będzie globalna sytuacja dolara. Ta natomiast pozostaje mocno zmienna, stąd spodziewamy się oscylowania notowań w przedziale 4,11 - 4,20.
EUR/USD	Eurodolar pozostaje w kłinczu próbując wyostać się z przedziału 1,08 - 1,10. Z jednej strony o sile decyduje utrzymujące się zapotrzebowanie na amerykańską walutę na świecie, z drugiej zaś słabość dolara generuje wyjątkowo łagodna nawet jak na amerykańskie warunki polityka pieniężna Fed, czy dramatyczne pogorszenie sytuacji na tamtejszym rynku pracy. Euro natomiast nie ma jednoznacznych argumentów za wzrostem wartości, choć stopniowe odmrażanie gospodarek EMU pozytywnie kontrastuje ze stanem pandemii w Stanach Zjednoczonych. W naszej ocenie ten tydzień powinien przynieść relatywną stabilizację notowań eurodolara. Emocje mogą nie wzbudzać nawet dane makro, w tym wstępne odczyty indeksów PMI, gdyż słabość koniunktury motywowana wpływem koronawirusa jest już uwzględniona w notowaniach.

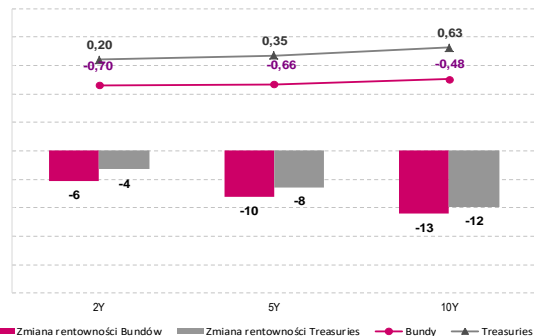
Rentowność obligacji krajowych [%]



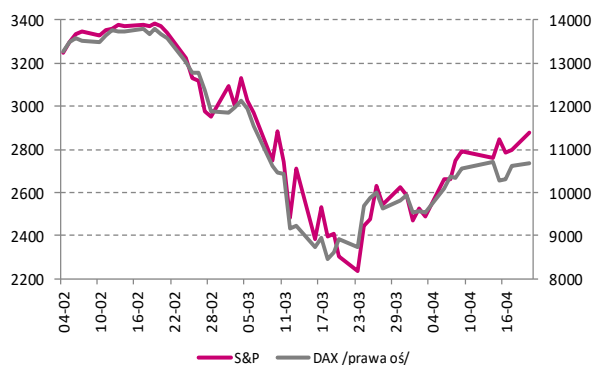
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Wydarzeniem ubiegłego tygodnia na krajowym rynku długu był odkup obligacji przez Narodowy Bank Polski Bank, który nabył sześć serii obligacji na łączną kwotę 30,65 mld PLN, tj. prawie całą zgłoszoną do odkupu pulę wynoszącą około 32,3 mld PLN. Nowością był odkup papierów zerokuponowych. Do tej pory NBP nabywał wyłącznie obligacje stałokuponowe. Zdecydowana większość odkupionych obligacji - nieco ponad 30 mld - dotyczyła papierów DS0725 (10,04 mld PLN), WS0428 (5,04 mld PLN) i DS1029 (15,0 mld PLN). Skala zakupów NBP robiła wrażenie. Dotychczas podczas trzech poprzednich odkupów bankowi udało się nabyć obligacje łącznie za około 19 mld PLN. Nie uważamy jednak, by aktywnym oferentem papierów były banki komercyjne. Uważamy zatem, iż dostarczycielem obligacji był BGK. Prawdopodobnie w formule private placement nabył on od Ministerstwa Finansów wymienione obligacje na kwotę około 30 mld PLN. Ku takiemu scenariuszowi skłania nas także analiza danych MinFin dotycząca struktury inwestorów po lutym, jak i sprzedaży obligacji w marcu i kwietniu.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	<p>↓</p> <p>Krajowy rynek obligacji niezmiennie pozostaje pod wpływem działań Narodowego Banku Polski, którym zawdzięczamy rekordowo niską rentowność wzdłuż całej krzywej, pomimo gwałtownego zwiększenia emisji długu przez Ministerstwo Finansów. Nie bez znaczenia są także oczekiwania rynkowe dotyczące dalszych cięć stóp procentowych. Notowania kontraktów FRA2x5 wynoszą 0,30%, tj. zakładają cięcie kosztu pieniądza o niemal 50 bps. Nasze oczekiwania w krótkim, jak i średnim terminie zakładają utrzymywanie się presji na stopniowy spadek dochodowości. Z powodu aktywności NBP zdecydowanie maleje wpływ rozbudowanego krajowego kalendarium danych makroekonomicznych na wycenę SPW. Ciekawostką tego tygodnia jest decyzja o przełożeniu na późniejszy termin posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej (kolejne odbędzie się 28 maja tj. ponad trzy tygodnie później niż wynikało z dotychczasowego harmonogramu). Zdecydowanie więcej emocji pojawi się w przyszłym tygodniu, gdy liczymy na zwiększenie płynności na rynku z uwagi na odkup obligacji PS0420 (10,3 mld PLN), płatności kuponowe oraz wejściem w życie (od 30.04) decyzji o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej (co uwolni około 40 mld PLN).</p>
10Y DE (%)	<p>↔</p> <p>Mimo, iż w tym tygodniu poznamy wstępne indeksy PMI w niemieckim przemyśle i usługach oraz indeks Ifo, to nie uważamy, by omawiany okres miał przynieść istotne zmiany niemieckiej krzywej dochodowości. Istotniejsze dla niemieckiego długu mogą okazać się natomiast informacje w sprawie chęci utworzenia przez Europejski Bank Centralny banku „złych długów”, o czym donosi dzisiejszy Financial Times. Za scenariusz bazowy tego tygodnia uznajemy jednak stabilizację dochodowości Bunda wokół poziomu -0,45%.</p>
10Y US (%)	<p>↔</p> <p>Mnogość działań amerykańskiej Rezerwy Federalnej jest już w kalkulowanej 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. Za scenariusz bazowy uważamy oscylowanie 10-latk USA wokół poziomu 0,65%.</p>

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
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%
Wtorek 21 kwietnia					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Marzec	4.9%	-2.1%	-2.1%
10:00 PPI r/r	Polska	Marzec	0.1%	-0.5%	-0.2%
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Kwiecień			
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Marzec	5.77m	5.4m	
Środa 22 kwietnia					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Marzec	7.3%	-2.0%	-5.0%
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA		-7.3%		
Czwartek 23 kwietnia					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Kwiecień	45.4	39.0	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Kwiecień	31.7	30.0	
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Kwiecień	5.6%	0.8%	3.0%
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Kwiecień	44.5	40.0	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Kwiecień	26.4	24.0	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Marzec	9.4%	9.3%	9.6%
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	17 kwietnia	5245k	4000k	
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Kwiecień	48.5	38.5	
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Kwiecień	39.8	32.5	
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Marzec	765k	650k	
Piątek 24 kwietnia					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Marzec	5.5%	5.6%	5.6%
10:00 Indeks IFO	Niemcy	Kwiecień	86.1	80.0	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Marzec	1.2%	-11.8%	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Kwiecień	89.1	71.0	
Poniedziałek 27 kwietnia					
Brak istotnych publikacji					

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	6,0	7,2	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

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.