

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

27 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

Przed nami intensywny tydzień na rynkach finansowych. W centrum uwagi będą posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej oraz Europejskiego Banku Centralnego. Szczególnie interesująca będzie ocena perspektyw gospodarczych USA i strefy euro. Publikacje danych o PKB za pierwszy kwartał z tych miejsc nie powinny wzbudzać natomiast większych emocji z uwagi na ich historyczny charakter i obecnie znacznie bardziej negatywny scenariusz gospodarczy. Na krajowym rynku w tym tygodniu emisje obligacji powinien rozpocząć Polski Funduszu Rozwoju. Nie spodziewamy się problemów z uplasowaniem emisji, w szczególności po dokonanych wykupie obligacji PS0420, czy zbliżającym się uwolnieniu środków z decyzji o obniżeniu rezerwy obowiązkowej dla banków komercyjnych. Wsparciem dla emisji PFR będzie ponadto niedawna rezygnacja MinFin z przetargu obligacji, czy obniżenie od maja oprocentowania detalicznych obligacji skarbowych (około 5% emisji fundusz planuje zaoferować dla klientów detalicznych). Kurs EUR/PLN rozpoczyna tydzień wokół dolnego ograniczenia przedziału 4,50 - 4,60, a umiarkowanie optymistyczne nastroje - których źródłem są między innymi kolejne decyzje rozluźniające restrykcje w części państw Europy - mogą nawet zakończyć się próbą naruszenia bariery 4,50.

Najważniejsze dane tego tygodnia

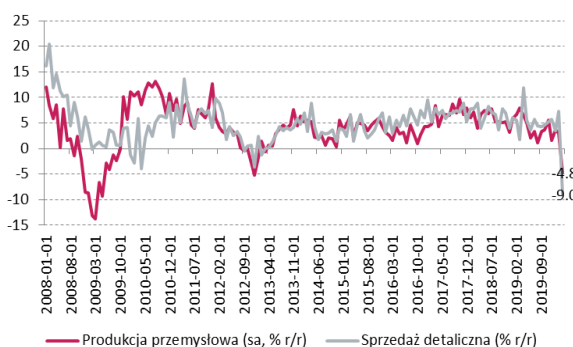
W tym tygodniu posiedzenie Fed i EBC

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie Fed i EBC. Po silnym złagodzeniu polityki pieniężnej w ciągu ostatniego miesiąca przestrzeń do dalszej stymulacji zmniejsza się. Ewentualne modyfikacje dotyczyć będą narzędzi luzowania ilościowego, bo stopy procentowe już spadły do zera i w tym kontekście możliwe są modyfikacje programu skupu aktywów i rozbudowa instrumentów finansowania gospodarki. Z rynkowego punktu widzenia ciekawe będą także komentarze bankierów centralnych dotyczące oceny perspektyw gospodarek dotkniętych pandemią Covid-19. Biorąc pod uwagę skalę zaburzeń w gospodarkach dalsza stymulacja monetarna nie jest możliwa, szczególnie w strefie euro.

Jaki punkt startowy dla recesji w USA i strefie euro?

W tym tygodniu poznamy pierwsze szacunki PKB w 1Q w USA (środa, godz. 14:30) oraz w strefie euro (czwartek, godz. 11:00). Według konsensusów rynkowych gospodarka amerykańska skurczyła się w 1Q o 4,8% kw/kw (SAAR), a PKB w Eurolandzie spadł o 2,7% r/r, na skutek pandemii COVID-19 oraz wynikających z niej samoizolacji mieszkańców i „zamrożenia” części aktywności ekonomicznej. Dane za 1Q wskażą punkt startowy dla recesji w tych gospodarkach, które w 2Q doświadczą jeszcze głębszych spadków. Ich skala będzie głównie uzależniona od tempa odmrażania aktywności gospodarczej w największych krajach, gdzie nadal jednak utrzymuje się większość wprowadzonych wcześniej ograniczeń.

Wykres tygodnia



Spadek produkcji przemysłowej (sa) o 4,8% r/r i sprzedaży detalicznej o 9,0% r/r w marcu potwierdzają silnie negatywny wpływ pandemii COVID-19 na gospodarkę. Załamanie wskaźników koniunktury w kwietniu do najniższych poziomów w historii wskazuje, że spadki w 2Q br. będą jeszcze głębsze. Według naszej prognozy PKB w 2Q obniży się o ok. 10% r/r po wzroście o 2,0% r/r w 1Q.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5170	-0,1%
USD/PLN	4,1672	0,0%
CHF/PLN	4,2830	-0,4%
EUR/USD	1,0838	-0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,65	0
WIBOR 3M	0,69	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,62	-4
5Y	0,98	-10
10Y	1,36	-9

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,44	-7
5Y	0,59	-3
10Y	0,87	-5

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,47	-1
US 10Y	0,62	0

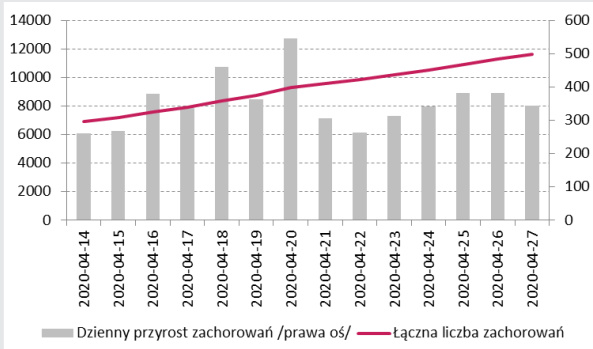
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	44884,3	-1,0
S&P 500	2836,7	-1,3
Nikkei 225	19797,8	0,7

Źródło: Refinitiv

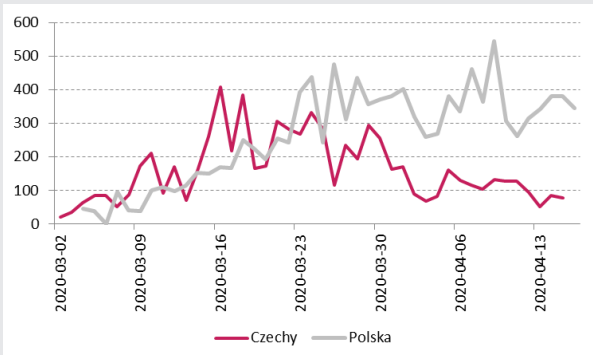
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

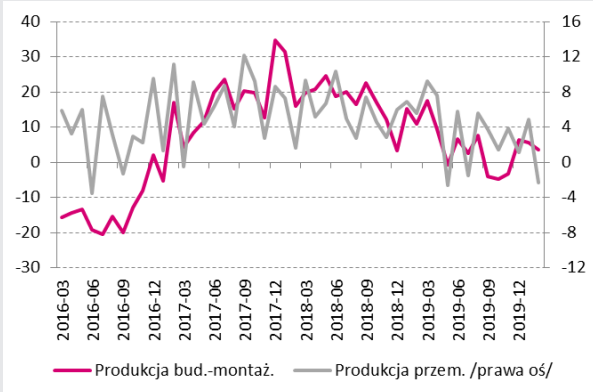
Przyrost zachorowań na COVID-19 w Polsce w ostatnich dwóch tygodniach.



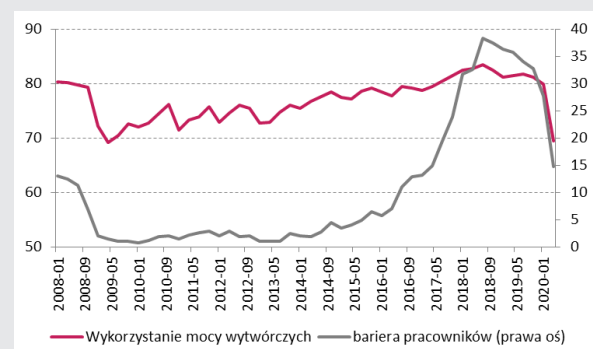
Dzienna zmiana zachorowań na COVID-19



Produkcja przemysłowa i bud.-montażowa [% r/r]



Wykorzystanie mocy wytwórczych i bariera dostępu do pracowników [pkt]



Covid-19 update

Sytuacja epidemiczna w Polsce stabilizuje się, choć w ostatnim tygodniu liczba nowych zachorowań była o ok. 300 mniejsza niż przed tygodniem. Łączna liczba zdiagnozowanych infekcji wynosi 11,6 tys. W weekend liczba nowych infekcji była nieznacznie większa niż prognozy, co wskazuje, iż ich wygasanie następuje stopniowo. Rząd wydłużył w piątek zamknięcie placówek edukacyjnych i opiekuńczo-wychowawczych do 24 maja, a zakaz ruchu lotniczego do 9 maja. We wtorek lub w środę rząd przedstawić ma jednak decyzje dotyczące ewentualnego łagodzenia restrykcji związanych z epidemią. Drugi etap odmrażania gospodarki obejmować powinien obejmować otwarcie hoteli, sklepów budowlanych w weekendy oraz otwarcie niektórych instytucji kultury.

Pandemia szybko wpłynęła na załamanie aktywności gospodarczej

Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane z polskiej gospodarki obejmujące marzec, wskazały na szybki wpływ pandemii na wyniki polskich firm i ich szybką reakcję na lockdown. Dynamika produkcji przemysłowej wyniosła w marcu -2,3% r/r wobec wzrostu o 4,9% r/r przed miesiącem. Pandemia w największym stopniu dotknęła branżę motoryzacyjną (spadek produkcji o 28,6% r/r), co wiąże się z zamknięciem fabryk w Polsce i w Europie. W rezultacie, produkcja aut w Polsce spadła w marcu o 51,9% r/r. Również inne branże z dużym udziałem eksportu odnotowały mocne spadki, np. produkcja mebli i elektroniki. W związku z zamrożeniem części handlu, mocno spadła produkcja odzieży i wyrobów tekstylnych. Spadek produkcji przemysłowej był hamowany przez zintensyfikowanie produkcji w części branż, co wiązało się z mocnym zwiększeniem zapotrzebowania konsumentów wynikającym z niepewności co do rozwoju epidemii, np. farmaceutyki (+39,7% r/r). Dane za kwiecień będą znacznie gorsze, ponieważ będą obejmowały cały miesiąc lockdownu. Na taki scenariusz wskazują m.in. wskaźniki koniunktury. Opublikowany na początku miesiąca indeks PMI spadł do poziomu najniższego od końca 2008 r. Na znaczne pogorszenie sytuacji przemysłu wskazują też dane o stopniu wykorzystania mocy wytwórczych, które w kwietniu spadło do 69,4% z 79,9% na początku roku. Do najniższych poziomów w historii obniżyły się wskaźniki koniunktury GUS, a najsilniejsze spadki dotknęły branże usługowe, w szczególności firmy działające w obszarze zakwaterowania i gastronomii. Najmniej znaczące pogorszenie wykazują firmy z dwóch sekcji - działalność finansowa i ubezpieczeniowa oraz informacja i komunikacja. Negatywny wpływ na wyniki przemysłu mają nie tylko krajowe ograniczenia związane z pandemią, ale także spadek popytu zagranicznego.

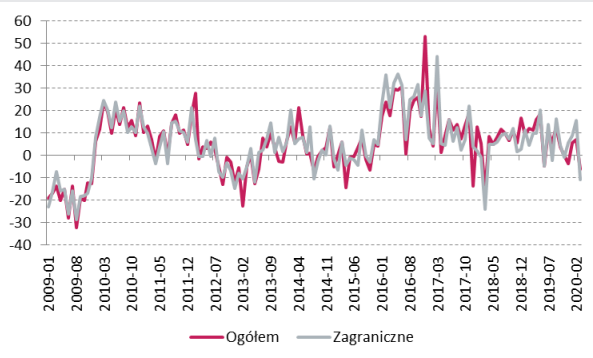
Branża budowlana oparła się skutkom pandemii

Dotychczas, w najmniejszym stopniu dotknięty epidemią COVID-19 jest sektor budowlany. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w marcu o 3,7% r/r, po wzroście o 5,5% w lutym. Wynika to z dużej inercji działalności i konieczności dokończenia rozpoczętych inwestycji. Perspektywy na kolejne kwartały są już gorsze, m.in. ze względu na zahamowanie przyrostu nowych projektów deweloperskich oraz ograniczenia w dostępie do pracowników (odpływ pracowników z Ukrainy w związku z epidemią). W marcu liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto obniżyła się o 20,9% r/r po wzroście o 7,2% r/r w lutym. Potencjalnie wpływ słabej koniunktury na budownictwo łagodzić może zwiększenie wydatków inwestycyjnych sektora publicznego, czego plany w najbliższych tygodniach ma przedstawić rząd. Ich skutki będą widoczne jednak z opóźnieniem.

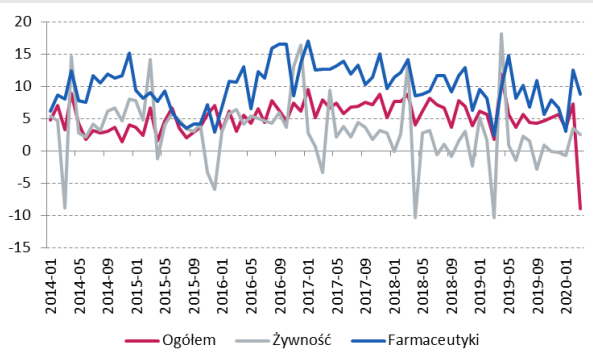
Załamanie w handlu detalicznym kompensowane częściowo wzrostem sprzedaży w internecie

Pandemia i wprowadzone ograniczenia w handlu spowodowały załamanie sprzedaży detalicznej, której dynamika w cenach stałych wyniosła -9,0% r/r wobec 7,3% r/r w lutym. Spadki w największym stopniu odnotowano w sprzedaży odzieży, aut i dóbr trwałych (meble, radio, telewizja i sprzęt AGD). Wzrost odnotowano natomiast w przypadku sprzedaży farmaceutyków i żywności. Spadki w sklepach stacjonarnych łagodzone były rosnącą dynamicznie sprzedażą internetową (w przypadku mebli i sprzętu RTV/AGD udział sprzedaży internetowej wzrósł w marcu do 24,5% z 9,6%). Rosnące

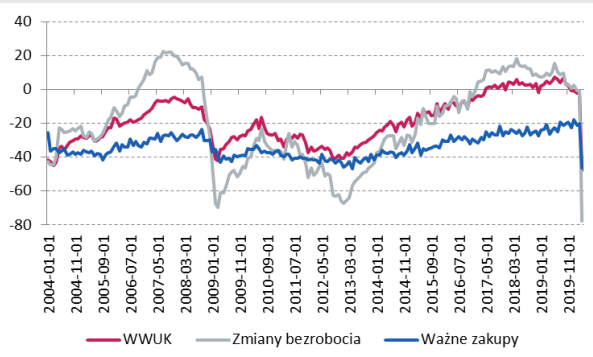
Nowe zamówienia w przemyśle [% r/r]



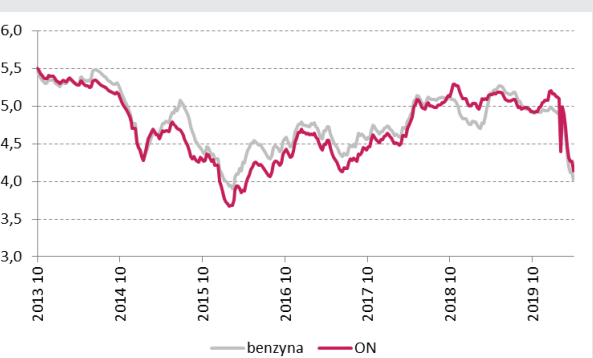
Sprzedaż detaliczna [% r/r]



Koniunktura konsumencka [pkt]



Ceny detaliczne paliw [PLN/litr]



dynamicznie zakupy internetowe potwierdzają także dane dotyczące płatności kartowych i internetowych klientów Banku Millennium. W połowie kwietnia wartość zakupów internetowych podwoiła się w stosunku do średniej tygodniowej z 2019 r. Niemniej jednak rosnąca gwałtownie sprzedaż internetowa nie uchroni przed gwałtownym spadkiem konsumpcji prywatnej w 2Q. Dane Banku Millennium dotyczące kart i płatności internetowych wskazują na znaczny spadek konsumpcji usług (ponad 90% w rozrywce, hotelach itp.). W rezultacie, drugi kwartał 2020 r. będzie najpewniej najgorszym okresem dla konsumpcji (szacujemy jej spadek -14% r/r) od początku transformacji.

Na słabe perspektywy konsumpcji wskazują też odczyty indeksów nastrojów konsumenckich, które załamały się w kwietniu w bezprecedensowej skali. Najczęściej śledzony indyktor - wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej obniżył się do -47,7 pkt z -2,3 pkt w marcu, tj. do najniższego poziomu od co najmniej 2004 r. Spośród składowych indeksu najbardziej gwałtownie spadł subindeks spodziewanego bezrobocia (o 77 pkt), co potwierdza przypuszczenia, że nawet po zakończeniu lockdownu konsumpcja gospodarstw domowych nie powróci do poziomów z 1Q br., gdyż gospodarstwa domowe zwiększają oszczędności w obawie o swoją sytuację finansową.

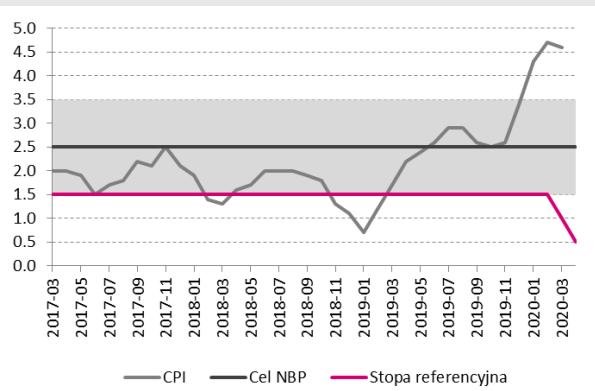
Perspektywy gospodarki na 2Q pozostają bardzo słabe

Opublikowane do tej pory dane z polskiej gospodarki, obejmujące pierwszy kwartał pokazują solidny punkt startowy w przededniu wybuchu pandemii, jednak wprowadzenie radykalnych ograniczeń w działalności gospodarczej w połowie marca spowodowało znaczne pogorszenie koniunktury. W rezultacie wzrost PKB spadnie do poniżej 2% r/r w 1Q z 3,2% r/r w 4Q 2019. Znacznie gorszy będzie II kwartał, kiedy spodziewamy się spadku PKB o 10% r/r. W drugiej połowie roku spodziewamy się odbicia gospodarki, choć tempo wzrostu będzie uzależnione od harmonogramu odmrażania gospodarki. Obecnie wprowadzone złagodzenie obejmujące zwiększenia liczny klientów w sklepach nie będą miały znacznego skutku gospodarczego. Większą wagę będzie miał drugi etap, a przede wszystkim trzeci etap, kiedy odmrożone zostaną punkty gastronomiczne, wiele punktów usługowych i centra handlowe. Ich termin będzie uzależniony od sytuacji epidemicznej, a ostatnie dane o zachorowalności nie skłaniają do pośpiechu w tej kwestii. Przy obecnej dynamice pandemii oraz uwzględniając aktualną prognozę ExMetrix nie można wykluczyć, że trzeci etap odmrażania nastąpi na przelomie maja i czerwca. W takim scenariuszu, druga połowa roku przyniesie odbicie koniunktury, jednak nie skompensuje ono początkowego spadku i w całym roku gospodarka skurczy się o 3,5%. Szczególnie, że odbudowy gospodarki po ustabilizowaniu sytuacji pandemicznej nie będzie pomagała słaba koniunktura zewnętrzna. Już teraz dane o zamówieniach w przemyśle wskazują na silny spadek popytu zewnętrznego (w marcu zamówienia eksportowe spadły o 10,8% r/r). Prognoza MFW wskazują na recesję w Eurolandzie w skali ok. 7%, więc popyt zagraniczny pozostawać będzie słaby. Pozytywnie działać może jednak oczekiwana relatywnie niewielka zwyżka stopy bezrobocia w Niemczech, co może dać szansę polskim eksporterom na szybsze odbicie po odmrożeniu gospodarki.

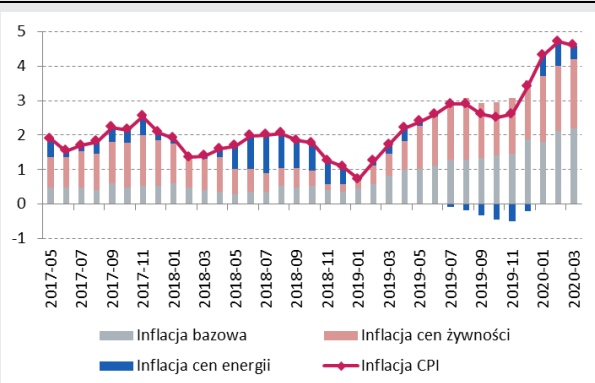
Firmy szybko zaczęły dostosowywać zatrudnienie do lockdownu

Dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw wskazały na szybką reakcję firm na lockdown. Wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniósł w marcu 0,3% r/r wobec 1,1% r/r w lutym, a dynamika wynagrodzeń obniżyła się do 6,3% z 7,7% r/r. W stosunku do lutego liczba pełnych etatów w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się o 34,2 tys. i jest to najsilniejszy spadek od grudnia 2001 r. Dane te mogą być zaburzone przez fakt, iż firmy raportujące stan zatrudnienia mogły go pomniejszyć o osoby pobierające przez dłuższy czas zasiłek opiekuńczy i chorobowy. Nie zmienia to faktu, że popyt na pracowników znacznie spadnie i perspektywy rynku pracy radykalnie się zmieniły. Sygnalizowały to już badania PMI, w których przedsiębiorcy z sektora przetwórstwa przemysłowego zapowiadali cięcia etatów w skali największej od 2009r. Pogorszenia na rynku pracy w marcu nie potwierdziły natomiast dane o stopie bezrobocia rejestrowanego, która obniżyła się do 5,4% z 5,5% w lutym. W szczególności zaskoczył spadek liczby zarejestrowanych bezrobotnych o 10,5 tys. Możliwych jest wiele różnokierunkowych wyjaśnień tego zjawiska, a część może wiązać się z pewnym opóźnieniem w dostosowaniu stopy bezrobocia do decyzji

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



Struktura inflacji CPI [pkt proc]



Źródło: Macrobond, MFW, PAP

przedsiębiorców, a marcowe dane o stopie bezrobocia nie zmieniają perspektyw rynku pracy, które są negatywne. Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu bezrobocia do 9% na koniec roku, a skuteczna implementacja programów wsparcia przedsiębiorstw będzie chroniła przed przekroczeniem tego poziomu.

Silny spadek cen ropy pomoże wyhamować inflację w Polsce

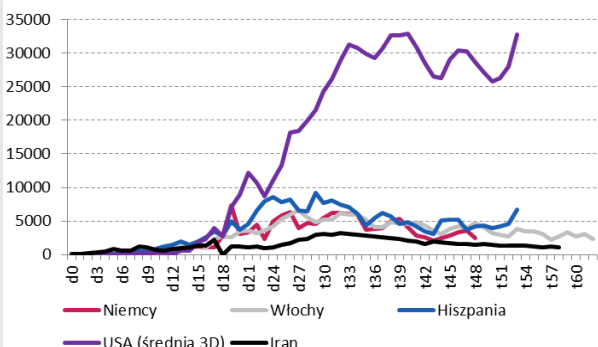
Ostatnie tygodnie przyniosły znaczny spadek cen ropy naftowej na rynkach międzynarodowych. Cena za baryłkę ropy Brent jest obecnie blisko 2/3 tańsza niż na początku roku. W samym kwietniu ropa potaniała o ponad 30%. Czynniki te wydatnie obniżyły ścieżkę inflacji w najbliższych miesiącach. Tylko w kwietniu ceny paliw na stacjach benzynowych w Polsce spadły o nieco ponad 10% m/m. Przy spodziewanym spadku inflacji bazowej, częściowo ze względu na wysoką bazę statystyczną sprzed roku, inflacja obniży się znacznie w kwietniu i wskaźnik CPI powróci do pasma dopuszczalnych odchyżeń inflacji do celu, a pod koniec roku zbliży się do celu banku centralnego. W dalszej części roku dezinflacja będzie postępować, w reakcji na recesję, jednak jej tempo będzie hamowane przez podwyższone ceny żywności. Susza i niekorzystne warunki pogodowe będą bowiem podwyższały ceny owoców i warzyw, które już teraz zwyżkują w warunkach pandemii. W rezultacie inflacja średnioroczna może być nieco niższa niż nasza dotychczasowa prognoza na poziomie 3,4% i wynieść 3,2%.

Polityka pieniężna bez zmian w maju

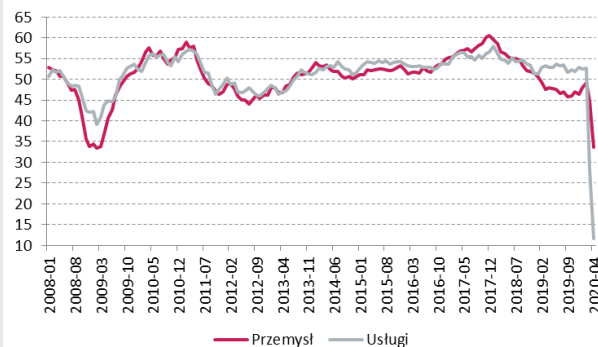
W zakresie polityki pieniężnej podtrzymujemy naszą ocenę, iż Rada może chcieć wstrzymać się od korekt w poziomie stóp procentowych NBP wskazując działania niestandardowe jako pole do ewentualnych dostosowań w polityce monetarnej, a także działania w obszarze polityki fiskalnej, które mogą być bardziej 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.

Makro - zagranica

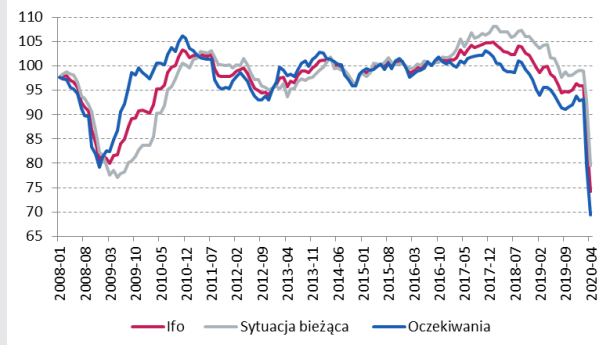
Dzienna zmiana zachorowań na COVID-19 po zdiagnozowaniu 100 przypadków



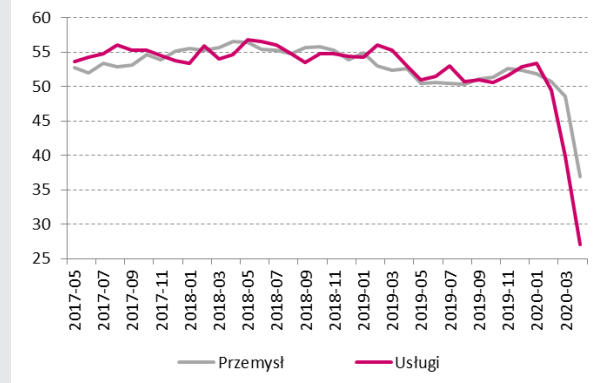
Indeks PMI dla strefy euro [pkt]



Indeks Ifo [pkt]



Indeks PMI dla USA [pkt]



Źródło: Macrobond

Zachorowalność na COVID-19 stabilizuje się

Liczba potwierdzonych przypadków infekcji wirusem SARS-CoV-2 na świecie wynosi już 3,0 mln, z czego ok. 0,8 mln wyzdrowiało, a ok. 0,2 mln zmarło. Dzienny przyrost wynoszący ok. 80 tys. pozostaje od około 2 tygodni stabilny. Najwięcej przypadków na świecie potwierdzono w USA, gdzie nie widać sygnałów przyspieszenia rozwoju pandemii. Część stanów łagodzi restrykcje związane z działalnością gospodarczą, m.in. Karolina Południowa i Georgia, jednak jak na razie nie widać na tych obszarach spadku dynamiki zachorowalności, co budzi obawy o wzmożone wzrosty liczby zarażonych w przyszłości. Podobnie, w większości krajów Europy Zachodniej najbardziej dotkniętych epidemią sytuacja wygląda stabilnie, a najwięcej nowych przypadków na Starym Kontynencie odnotowuje się w Rosji i w Wielkiej Brytanii.

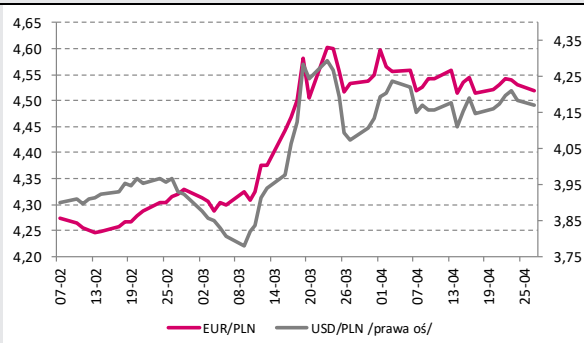
Sektor usług w Eurolandzie z najłagodniejszą koniunkturą w historii

Według wstępnych wyliczeń indeksy PMI dla usług w Niemczech oraz w strefie euro w kwietniu pogłębiły spadki i osiągnęły nowe historyczne minima - indeks dla Niemiec obniżył się do 15,9 pkt z 31,7 pkt. w marcu, a dla całej strefy euro do 11,7 pkt z 26,4 pkt. Skalę załamania koniunktury w usługach spowodowanego epidemią COVID-19 odzwierciedla fakt, że w najniższym punkcie kryzysu finansowego 2009-2010 wskaźniki te kształtowały się na poziomach ok. 40 pkt. Indeksy PMI dla przemysłu zbliżyły się natomiast do wartości najniższych w historii wskazując na mniejszą skalę załamania w tym sektorze niż w usługach. Wskaźnik dla Niemiec kształtuje się bowiem na poziomie 34,4 pkt wobec 45,4 pkt w marcu, a całej dla Eurostrefy indeks zmniejszył się do 33,6 pkt z 44,5 pkt w marcu. Dane sygnalizują spadek PKB w 2Q br. u najważniejszych partnerów handlowych Polski w nieodnotowanej do tej pory skali (według autorów badania PMI do -7,5% r/r dla całej strefy euro). Oczekiwania ankietowanych firm w badaniu PMI również okazują się najgorsze w historii podobnie jak wskaźnik zatrudnienia. Podobne wnioski dla gospodarki niemieckiej płyną z wyliczenia za kwiecień indeksu Ifo, który obniżył się w kwietniu do 74,3 pkt z 85,9 pkt w marcu, a więc do najniższego poziomu w historii danych rozpoczynającej się w 2005 r. Do spadku tego przyczyniła się zarówno zniżka komponentu sytuacji bieżącej (do 79,5 pkt), jak i oczekiwań na najbliższe miesiące (do 69,4 pkt.) Dane te potwierdzają, że ze względu na pandemię COVID-19 gospodarka niemiecka doświadcza załamania silniejszego niż podczas kryzysu finansowego 2009-2010, jak i kryzysu zadłużeniowego 2012 r. Według Międzynarodowego Funduszu Walutowego niemiecka gospodarka skurczy się w 2020 o 7,0%, co już negatywnie oddziałuje na polski przemysł.

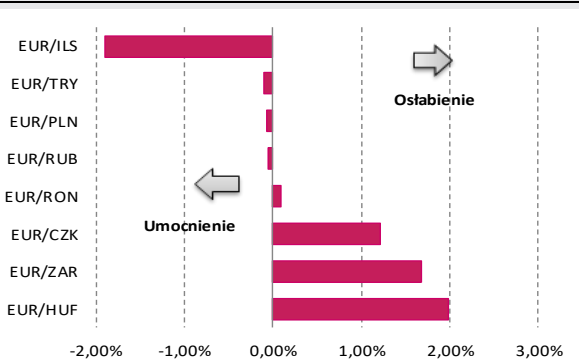
Gospodarka amerykańska dalej pogłębia spadki, a władze poszerzają program wsparcia.

W tygodniu kończącym się 17 kwietnia złożono w USA 4,4 mln nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wobec 5,2 mln wniosków tydzień wcześniej. W ciągu ostatnich 5 tygodni przybyło 26,5 mln podań o zasiłek. Liczby te korespondują ze wzrostem stopy bezrobocia w USA do ok. 16,3%, a więc wartości, której nie odnotowano jeszcze w historii danych rozpoczynającej się w 1948 r. Sytuacja na rynku pracy w USA dobitnie wskazuje dramatycznie negatywny wpływ epidemii COVID-19 na gospodarkę, podobnie jak indeksy PMI, które obniżyły się w usługach do 27,0 pkt z 39,8 pkt w marcu ustanawiając najniższą wartość w historii. Indeks PMI dla przemysłu spadł natomiast do 36,9 pkt z 48,5 pkt. Gospodarka amerykańska, podobnie jak inne kraje rozwinięte w 2Q doznaje szoku prawdopodobnie najsilniejszego od 90 lat. Dla przeciwdziałania skutkom pandemii amerykański Kongres przegłosował w ub. tygodniu czwarty już program wsparcia warty około 0,5 bln USD. Ponad połowę z tej kwoty (300 mld USD) przeznaczono na podwyższenie budżetu programu pożyczek dla małych firm cierpiących z powodu pandemii. Przewidziano ponadto 75 mld USD na dodatkowe wsparcie służby zdrowia i 25 mld USD na testy na obecność wirusa SARS-CoV-2.

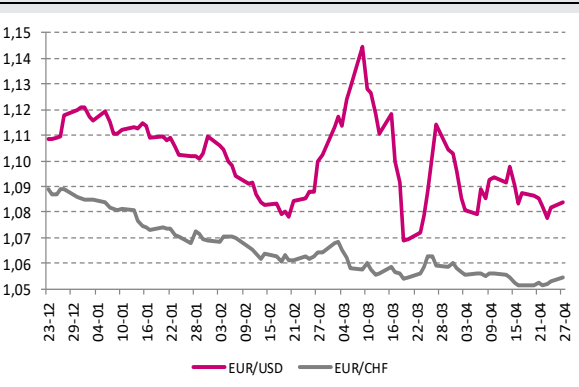
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



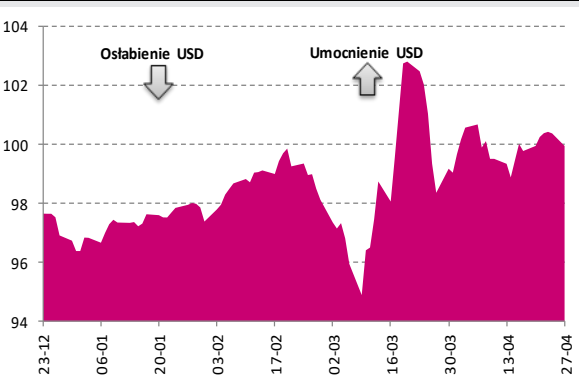
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

Rynek walutowy

Za nami trzeci z rzędu tydzień, w trakcie którego kurs EUR/PLN poruszał się w zawężonym przedziale wahań, tj. 4,50 - 4,5570. Emocji - zgodnie z naszymi oczekiwaniami - nie wzbudzały liczne krajowe dane makroekonomiczne mimo, iż w większości były one słabsze od oczekiwań. Tak jak przypuszczaliśmy jednak kluczowe pozostaną informacje dotyczące przebiegu pandemii, gdyż to one kształtować będą proces „odmrażania” gospodarek. Te natomiast, w przypadku Europy Zachodniej pozostają umiarkowanie optymistyczne, co stopniowo przekłada się na poprawę sentymentu inwestycyjnego. Na globalnym rynku walutowym omawiany okres był czasem ograniczonego umocnienia dolara. Aż cztery z pięciu sesji zakończyło się aprecjacją amerykańskiej waluty do euro. Kurs EUR/USD obniżył się przejściowo do 1,0725. Wpływu na notowania nie miały publikacje danych makroekonomicznych mimo, iż wymowa indeksów PMI była pesymistyczna. Poziom zdyskontowania negatywnego scenariusza gospodarczego jest już jednak znaczący. Kluczowe w naszej ocenie będą dopiero publikacje wskazujące na tempo wychodzenia z załamania gospodarczego, a na te przyjdzie nam poczekać.

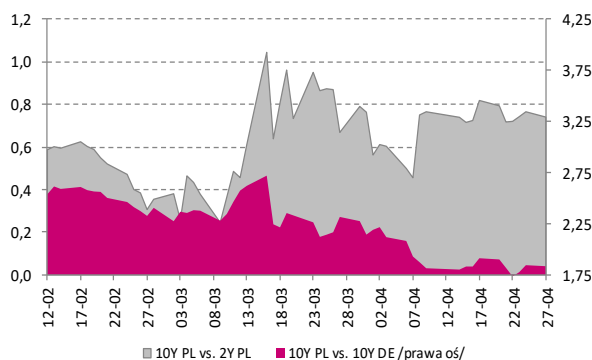
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Sytuacja na krajowym rynku walutowym stopniowo normalizuje się. Za przejaw tego uznajemy zawężenie się w ostatnich trzech tygodniach przedziału wahań kursu EUR/PLN. Z początkowego zakresu 4,50 - 4,63 w pierwszym etapie epidemii koronawirusa w Polsce obecnie nastąpiło uspokojenie notowań do zakresu 4,50 - 4,5570. Niewykluczone natomiast, iż w tym tygodniu wykorzystując poprawę sentymentu inwestycyjnego motywowaną odmrażaniem kolejnych gospodarek Europy Zachodniej - po raz pierwszy od połowy marca - notowaniom uda się naruszyć dolny przedział wahań. Uspokojenie notowań widać ponadto wśród waluty węgierskiej i czeskiej. Nie uważamy - wzorem ostatnich dni - by waluty regionu Europy Środkowo-Wschodniej były wrażliwe na publikowane dane makroekonomiczne.
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, czyli zakresu dobrze znanego z ostatnich tygodni.
EUR/USD	↑	Próba zejścia notowań poniżej poziomu 1,08 okazała się nietrwała. Dziś kurs EUR/USD powrócił do przedziału 1,08 - 1,10 i w naszej ocenie w najbliższych dniach może kierować się w stronę górnego ograniczenia. Wsparciem dla euro mogą być informacje dotyczące odmrażania gospodarek w kolejnych państwach unii monetarnej oraz umiarkowanie optymistyczne dane dotyczące pandemii. Wszystkie one kontrastują z sytuacją w USA. Podobnie jak agresywne złagodzenie polityki pieniężnej przez Fed. Uważamy zatem, iż w tym tygodniu eurodolar może odrobić zniżkę z ostatnich dni. Posiedzenia banków centralnych USA i strefy euro nie powinny przynieść zmienności. Podobnie jak dane o PKB za pierwszy kwartał w obu gospodarkach. Dla inwestorów scenariusz załamania aktywności pod wpływem pandemii nie stanowi zaskoczenia.

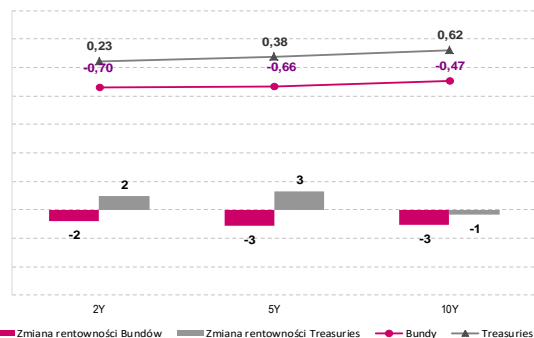
Rentowność obligacji krajowych [%]



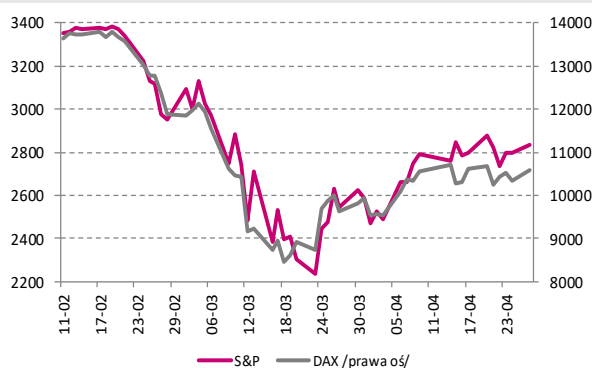
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Za nami kolejny tydzień, w trakcie którego dochodowość krajowych obligacji obniżyła się wyznaczając nowe historyczne minima. W przypadku 10-latki historycznym dnem jest poziom 1,30%, a dla krótkiego końca krzywej 0,59%. Niezmiennie jest to zdecydowana zasługa działań NBP, który skutecznie neutralizuje presję na wzrost dochodowości płynącą ze zwiększonych emisji obligacji. Niespodziankami w tej kwestii były decyzje Ministerstwa Finansów (o odwołaniu przetargu obligacji) i Banku Gospodarstwa Krajowego, który - co zaskakujące - sprzedał 7-letnie obligacje o wartości nominalnej 13 mld PLN. Emisję przeprowadzono na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, który BGK może zasilić kwotą ok. 100 mld PLN. Kolejne obligacje mają zostać oferowane w ciągu najbliższych miesięcy. Na bazowych rynkach długu miniony tydzień był czasem marazmu. Dobrze wyraża go brak zmian - liczonych jako poniedziałkowe otwarcie do piątkowego zamknięcia. Zarówno Bund jak i 10-latka USA rozpoczęły i zakończyły tydzień na niezmiennych poziomach, tj. odpowiednio -0,47% i 0,61%, czemu sprzyjało zdyskontowanie scenariusza negatywnych niespodzianek w danych makro, jak i silnego łagodzenia polityki pieniężnej i fiskalnej.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↓	Przed nami niezwykle emocjonujący tydzień na krajowym rynku finansowym. Tylko dziś Ministerstwo Finansów wyemitowało bony skarbowe o wartości nieco ponad 4 mld PLN wobec planów emisji nawet na 9 mld PLN (do takich poziomów nie dotarł zgłoszony popyt), a w poniedziałek rozstrzygnie się także pierwsza emisja obligacji PFR, na której zaoferowany do sprzedaży będzie 4-letni dług o wartości 15 mld PLN. W czwartek natomiast NBP przeprowadzi odkup obligacji na rynku wtórnym. Zwiększona płynność rynku - za sprawą dokonanego odkupu obligacji PS0420 (nieco ponad 10 mld PLN) oraz zbliżającego się (od maja) uwolnienia środków w wyniku obniżenia rezerwy obowiązkowej (około 40 mld PLN) - sprawić powinna, że PFR powinien ulokować całą planowaną kwotę. Wpływ publikacji danych makroekonomicznych oceniamy jako niewielki. Wzorem ostatnich tygodni mimo zwiększonych emisji długu presję na spadek dochodowości obligacji generować będą działania banku centralnego.
10Y DE (%)	↔	Bund stopniowo przyzwyczajają nas do oscylowania w niewielkim paśmie odchyłań -0,4 - 0,5%. Tak jak w przypadku Treasuries, tak i długu niemieckiego trudno o większą zmienność z uwagi na zdyskontowanie scenariusza łagodzenia polityki pieniężnej, które ma za zadanie uchronić gospodarkę strefy euro przed długotrwałą recesją. Posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, nie powinno przynieść zaskoczeń, stąd nie będzie budzić większych emocji.
10Y US (%)	↔	Po zdyskontowaniu negatywnego wpływu pandemii na amerykańską gospodarkę i wielu działań łagodzących politykę pieniężną Fed trudno obecnie wywołać zmienność amerykańskiej 10-latki. Z tego powodu niezmiennie za scenariusz bazowy uważamy oscylowanie 10-latki USA wokół poziomu 0,65%. Posiedzenie Rezerwy Federalnej, które odbędzie się w tym tygodniu nie powinno przynieść istotnych zmian w obliczu wyczerpującego się arsenału banku.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 27 kwietnia					
Brak istotnych publikacji					
Wtorek 28 kwietnia					
16:00	Indeks Conference Board	USA	Kwiecień	120.0	95.0
Środa 29 kwietnia					
14:00	Inflacja CPI r/r	Niemcy	Kwiecień	1.4%	0.8%
14:30	PKB kw/kw (SAAR)	USA	1Q	2.1%	-4.8%
20:00	Decyzja Fed ws. stóp procentowych	USA	Kwiecień	0-0,25%	0-0.25%
Czwartek 30 kwietnia					
03:00	PMI dla przemysłu wg CFLP	Chiny	Kwiecień	52.0	51.0
03:00	PMI dla usług wg CFLP	Chiny	Kwiecień	52.3	
11:00	PKB sa kw/kw	EZ	1Q	0.1%	-3.2%
11:00	PKB sa r/r	EZ	1Q	1.0%	-2.7%
13:45	Decyzja ws stóp procentowych stopa refinansowa	EZ	Kwiecień	0.0%	0.0%
13:45	Stopa depozytowa	EZ	Kwiecień	-0.5%	-0.5%
14:30	Inflacja PCE r/r	USA	Marzec	1.8%	
14:30	Inflacja PCE r/r bazowa	USA	Marzec	1.8%	1.6%
14:30	Nowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	24 kwietnia	4427k	3500k
Piątek 1 maja					
	Święto Pracy	Polska			
15:45	PMI dla przemysłu	USA	Kwiecień	48.5	36.9
16:00	ISM dla przemysłu	USA	Kwiecień	49.1	42.0
Poniedziałek 4 maja					
03:45	PMI dla przemysłu	Chiny	Kwiecień	50.1	
09:00	PMI dla przemysłu	Polska	Kwiecień	42.4	40.0
09:55	PMI dla przemysłu	Niemcy	Kwiecień	45.4	34.4
10:00	PMI dla przemysłu	EZ	Kwiecień	44.5	33.6

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	2,0	-11,0	-6,0	0,0
Stopa bezrobocia	5,8	5,2	9,0	5,8	5,9	5,2	5,1	5,2	5,4	7,1	7,9	9,0
Inflacja CPI (% r/r) **	1,6	2,3	3,2	1,4	1,2	2,4	2,8	2,8	4,5	-	-	-
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.