

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

18 maja 2020

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

W tym tygodniu rynki finansowe pozostaną pod dominującym wpływem napięć w amerykańsko-chińskich relacjach. Nerwowość rośnie wraz z kolejnymi sankcjami nakładanymi przez administrację D.Trumpa, w tym najnowszą decyzją o zablokowaniu możliwości używania amerykańskiej technologii przez chińską firmę Huawei. Uwaga inwestorów skupiać się będzie ponadto na wtorkowym wystąpieniu prezesa Rezerwy Federalnej przed Kongresem USA. Wrażliwość rynków finansowych na publikacje danych makro pozostanie niewielka, stąd nie spodziewamy się zmienności nawet przy publikacjach wstępnych indeksów PMI za maj. Na krajowym rynku wydarzeniami będzie czwartkowa sprzedaż długu Skarbu Państwa oraz zaplanowana na ten tydzień emisja obligacji BGK. Zakładamy utrzymywanie się dochodowości obligacji na poziomach zbliżonych do historycznego minimum. Kurs EUR/PLN walczy natomiast o pozostanie w przedziale 4,5000-4,5770 co wobec bieżącego niesprzyjającego sentymentu staje się coraz trudniejsze.

Najważniejsze dane tego tygodnia

Jaka sytuacja na rynku pracy w Polsce po pełnym miesiącu lockdownu?

W środę poznamy dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu, gdy obostrzenia dla działalności gospodarczej wynikające z pandemii COVID-19 obejmowały cały miesiąc. Według naszej prognozy dynamika zatrudnienia spadła do -0,5% r/r z +0,3% r/r w marcu, a przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia do 3,9% r/r z 6,3% r/r przed miesiącem. Realizacja tych prognoz potwierdzi pogarszającą się szybko koniunkturę na krajowym rynku pracy, co najpewniej będzie kontynuowane w nadchodzących miesiącach.

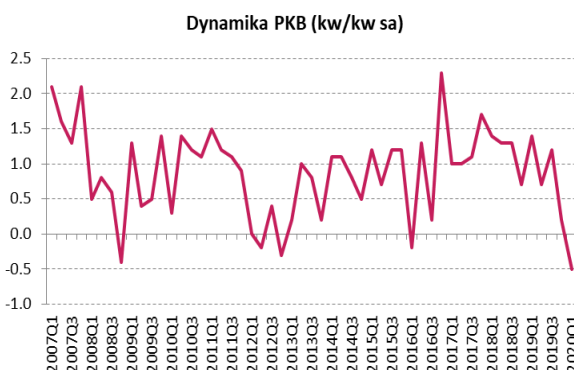
Bardzo słabe dane z gospodarki realnej w kwietniu

W czwartek poznamy dane o produkcji przemysłowej w kwietniu, która według naszej prognozy na skutek pandemii COVID-19 spadła o 8,5% r/r po spadku o 2,3% r/r w marcu (najmocniej od 2012 r.). Konsensus rynkowy jest bardziej pesymistyczny i wynosi -12,4% r/r. W przypadku sprzedaży detalicznej, mocniej dotkniętej niż przemysł przez lockdown, spodziewamy się spadku najsilniejszego w historii. Nasza prognoza wynosi -18,0% r/r i jest zbliżona do konsensusu rynkowego. Dane te potwierdzą silny wpływ pandemii na krajową gospodarkę, aczkolwiek kolejne dane powinny być już mniej pesymistyczne, wraz z odmrażaniem gospodarki.

Czy gospodarka strefy euro najgorsze ma już za sobą?

W czwartek poznamy także wstępne dane o PMI dla przemysłu i usług w strefie euro za maj. Ograniczenie przyrostu zachorowań i stopniowe znoszenie odblokowywanie gospodarek powinny sprzyjać poprawie nastrojów i odbiciu wskaźników z rekordowo niskich poziomów w kwietniu potwierdzając, że gospodarka największego partnera handlowego Polski najgorsze ma już za sobą.

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Polska gospodarka skurczyła się w 1Q br. o 0,5% kw/kw (po odsezonowaniu), potwierdzając silnie negatywną reakcję na lockdown. Jest to najgorszy wynik gospodarki od co najmniej 2002 r. Polska gospodarka wkroczyła w tzw. techniczną recesję, gdyż w 2Q PKB spadnie dużo silniej. Początek recesji na tle innych krajów regionu jest jednak relatywnie łagodny.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5607	0,1%
USD/PLN	4,2208	0,2%
CHF/PLN	4,3379	0,2%
EUR/USD	1,0808	-0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,64	0
WIBOR 3M	0,68	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,52	-6
5Y	0,85	-22
10Y	1,30	-24

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,45	-7
5Y	0,57	-12
10Y	0,81	-15

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,54	-2
US 10Y	0,65	-4

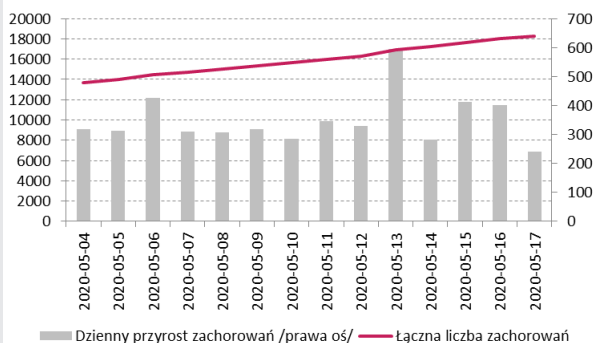
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	44896,0	0,1
S&P 500	2863,7	-2,3
Nikkei 225	20133,7	-1,3

Źródło: Refinitiv

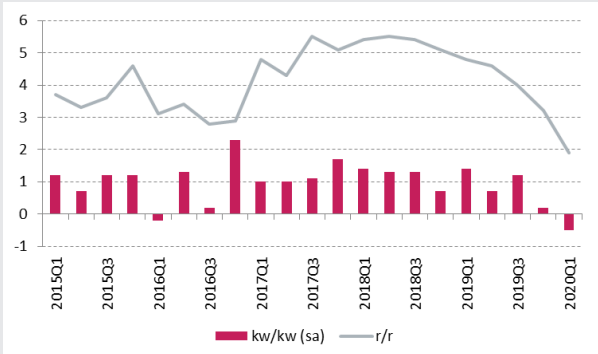
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

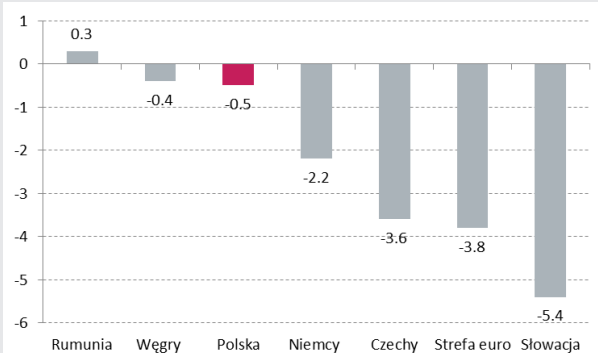
Przyrost zachorowań na COVID-19 w Polsce w ostatnich dwóch tygodniach



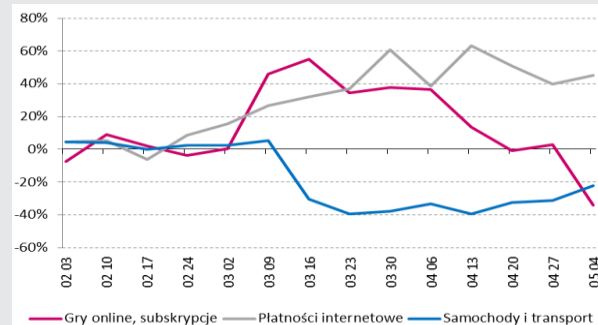
Dynamika PKB w Polsce [%]



Dynamika PKB 1Q 2020 [% kw/kw, sa]



Transakcje kartowe klientów Banku Millennium (zmiana względem średniej ze stycznia i lutego)



Epidemia COVID-19 nadal koncentruje się w górnictwie

W Polsce potwierdzono ok. 18,5 tys. infekcji koronawirusem, z czego 0,9 tys. zmarło, ozdrowiało natomiast 7,5 tys. W ub. tygodniu liczba zachorowań była wyższa niż w tygodniu poprzedzającym, choć najwięcej przypadków koncentruje się w branży górniczej w Województwie Śląskim, a w pozostałych województwach widać tendencję słabnącą. Dziś wchodzi w życie trzeci etap odmrażania gospodarki, dotyczący przede wszystkim sektora usługowego. Ponownie będą mogły być otwarte zakłady fryzjerskie, kosmetycznej oraz restauracje, kawiarnie i ogródki gastronomiczne. Będą one mogły jednak funkcjonować w warunkach obostrzeń sanitarnych. Według przedstawionej w kwietniu strategii następny, czwarty etap ma nastąpić na początku czerwca. Przewiduje on otarcie pozostałych usług, m.in. kin, teatrów oraz klubów fitness.

Polska gospodarka weszła w recesję, choć płytszą niż większość krajów UE

Według wstępnego szacunku GUS wzrost gospodarczy w Polsce wyhamował do 1,9% r/r w 1Q 2020 z 3,2% r/r ostatnich trzech miesięcy ubiegłego roku, co jest najniższym wynikiem od 3Q 2013. Dane te były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Eskalacja pandemii i wprowadzenie w połowie marca lockdownu miały silny wpływ na polską gospodarkę, co szczególnie widoczne jest w danych o kwartalnej dynamice po odsezonowaniu, która była ujemna i wyniosła -0,5% kw/kw. Oznacza to, że gospodarka w samym 1Q skurczyła się silniej niż w szczycie kryzysu po upadku Lehman Brothers. W drugim kwartale br. spadek PKB będzie jeszcze silniejszy, co oznacza wejście polskiej gospodarki techniczną recesję. Pomimo słabych historycznie danych, polska gospodarka pozytywnie wyróżniała się w przededniu wybuchu pandemii, a spadki PKB w większości krajów UE, które opublikowały dotychczas dane (Czechy, Słowacja, Niemcy) były znacznie gorsze.

Pandemia COVID-19 będzie miała destrukcyjny wpływ na gospodarkę w 2Q, czego odzwierciedleniem będzie spadek PKB o ok. 10% r/r. Wskaźniki aktywności ekonomicznej wskazują na gwałtowne załamanie zarówno konsumpcji, jak i inwestycji w 2Q br. Od strony podażowej znaczne ograniczenie aktywności dotyczy zarówno przemysłu, ale przede wszystkim sektora usług (turystyka, gastronomia, hotele), który w głównej mierze odczuwa skutki izolacji społecznej.

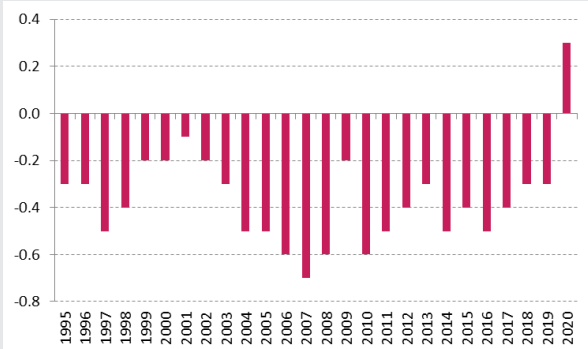
Odmrażanie gospodarki poprawi nastroje w II poł. roku

Znoszenie lockdownu będzie sprzyjało poprawie nastrojów w gospodarce i fala publikacji najgorszych w historii danych prawdopodobnie mija. Lockdown spowodował załamanie koniunktury gospodarczej i wstrzymanie działalności części biznesu, co widoczne było w rekordowo słabych danych za marzec i kwiecień. Kolejne etapy znoszenia lockdownu powinny sprzyjać poprawie aktywności ekonomicznej w drugiej połowie roku. Na początkowym etapie odmrażania gospodarki może mieć gwałtowny charakter. Już teraz kolejne etapy odmrażania gospodarki wskazują na wzrost zapytań o zakupy ratalne, czy rezerwacji usług w reakcji na kolejny etap odblokowania gospodarki.

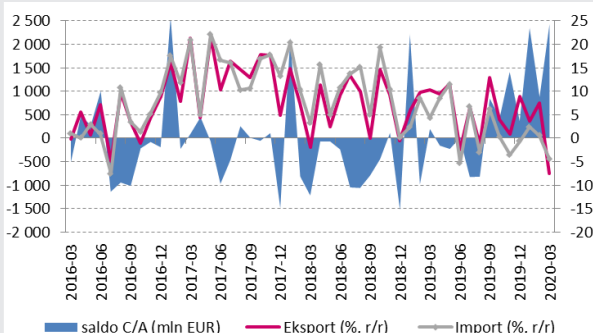
Odmrażanie gospodarki widoczne jest także we wzroście wydatków kartowych klientów Banku Millennium, choć skalę odbicia ocenić można jako umiarkowaną. Wzrost wydatków widoczny jest w sklepach spożywczych, ogrodnictwych i wyposażenia mieszkań. Odmrażanie gospodarki widoczne jest także w stopniowo rosnących wydatkach na transport. Dynamicznie, choć w stabilnym tempie rośnie sprzedaż internetowa. Znacznie gorzej wygląda konsumpcja usług, która w wielu kategoriach jest niemal całkowicie wstrzymana. Kolejny etap odblokowania gospodarki, który wszedł w życie dziś (otwarcie restauracji i barów, zakładów fryzjerskich) daje szansę na wyraźniejsze odbicie wydatków.

Odbudowa nastrojów będzie kontynuowana, jednak gospodarce nie uda się odrobić strat poniesionych w czasie pandemii i w całym roku i spadek PKB wyniesie w naszej ocenie 3,5%. Ryzyka dla wzrostu pozostają negatywne, ponieważ nawet uruchomienie gospodarki będzie wiązało się z utrzymaniem

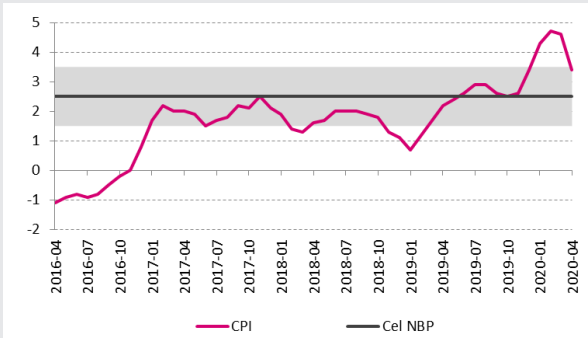
Miesięczna zmiana stopy bezrob. w kwietniu [pp.]



Dane bilansu płatniczego



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]



Źródło: Macrobond, Eurostat, PAP, Bank Millennium

podwyższonego standardu sanitarnego i dystansu społecznego, co ograniczy tempo odbicia gospodarczego. Dodatkowo, po ustąpieniu pierwszego szoku związanego z pandemią, negatywny wpływ na gospodarkę będzie miał mniejszy popyt w wyniku spodziewanego wzrostu bezrobocia.

Możliwy mniejszy niż oczekiwaliśmy wzrost stopy bezrobocia

Szansą na ograniczenie skali wzrostu bezrobocia są programy rządowe, szczególnie Tarcza Finansowa, która wspiera płynność firm. Według informacji prezesa PFR P. Borysa z dnia 15 maja 117 tys. firm, zatrudniających łącznie 1,2 mln pracowników uzyskało wsparcie wartości 24,8 mld zł. Ta forma wsparcia daje realne szanse zmniejszenia skali wzrostu bezrobocia w wyniku pandemii COVID-19. Wzrost bezrobocia jest nieunikniony, ponieważ skutki gospodarcze pandemii będą znaczne i w wielu sektorach gospodarki aktywność ekonomiczna będzie mniejsza niż przed wybuchem pandemii. Niemniej jednak bilans ryzyk dla naszej aktualnej prognozy stopy bezrobocia na poziomie 9% jest w kierunku niższych odczytów i widzimy przestrzeń do rewizji prognozy w dół.

Handel zagraniczny pod wpływem pandemii

Nadwyżka salda obrotów bieżących wzrosła w marcu do 2438 mln EUR z 878 mln EUR w lutym. Licząc w EUR jest to jeden z najwyższych odczytów w historii danych. Do poprawy tej przyczyniły się przede wszystkim lepsze dane o dochodach pierwotnych. Natomiast saldo obrotów towarowych pogorszyło się i wyniosło -69 mln EUR, wobec nadwyżki w lutym wynoszącej 842 mln EUR. Dane te potwierdzają wpływ epidemii COVID-19 na handel towarami z zagranicą, przy czym eksport cierpi nieco bardziej niż import, co będzie utrzymywało się także w kolejnych miesiącach.

Covidowy spadek inflacji

Główny Urząd Statystyczny potwierdził wstępny szacunek inflacji CPI w kwietniu, który spadł do 3,4% r/r z 4,6% r/r. Do spadku inflacji przyczyniła się w dużej mierze zniżka cen paliw o 12,9% m/m i 18,8% r/r, co wynika z załamania cen ropy naftowej na rynkach międzynarodowych ze względu na drastyczny spadek popytu i tylko nieznaczne dostosowanie produkcji. Głębsze spadki inflacji były hamowane m.in. przez ceny usług transportowych (+24,8% m/m, +4,4% r/r) i ceny żywności (+0,3% m/m, 7,8% r/r). Naszym zdaniem wzrost cen transportu może być pewnym zaburzeniem statystycznym związanym z zawieszeniem transportu lotniczego i koniecznością szacowania cen przez Główny Urząd Statystyczny. Przypuszczenie to potwierdza na ogół dodatnia korelacja zmian cen paliw i usług transportowych. Główny Urząd Statystyczny wskazuje, że w kilku branżach zmuszony był szacować znaczny udział cen ze względu na obostrzenia w działalności gospodarczej w wyniku pandemii COVID-19. GUS napisał, że „powyżej 50% szacunków odnotowano w grupie edukacja oraz restauracje i hotele. Blisko 50% udział brakujących danych wyniósł w przypadku rekreacji i kultury”. Z tego względu opublikowane szacunki mają mniejszą wartość informacyjną i nie pomagają w ocenie perspektyw procesów cenowych.

Najbliższe miesiące powinny przynieść dalsze hamowanie inflacji CPI, choć tempo spadku będzie wolniejsze niż w kwietniu. Wciąż silnie dezinflacyjny wpływ będą miały ceny paliw, choć na rynkach międzynarodowych ceny ropy stabilizują się na niskim poziomie. Wyhamowaniu inflacji sprzyjać też będzie spadek presji popytowej i zniżka inflacji bazowej jako następstwo recesji i wzrostu bezrobocia, choć słabszy złoty będzie spowalniał ten proces. Spadki inflacji ograniczać będą także ceny żywności, które ze względu na suszę będą utrzymywać się na podwyższonym poziomie. Wskaźnik CPI będzie zmierzał w kierunku celu inflacyjnego, do którego może zbliżyć się w połowie roku. Średnio w roku natomiast inflacja wyniesie w naszej ocenie 3,2%. Warto zaznaczyć jednak, że oczekiwania te są obarczone dużą niepewnością i będą determinowane rozwojem sytuacji wokół epidemii.

RPP podzielona co do skali luzowania monetarnego

Podczas posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej 17 marca, gdy m.in. obcięto stopę referencyjną o 50 pkt baz. za obniżeniem kosztu pieniądza głosowali: Adam Glapiński, Grażyna Ancyparowicz, Cezary Kochalski, Eryk Łon, Rafał Sura i Jerzy Żyżyński. Przeciwnie głosy wyrazili Łukasz Hardt, Jerzy Kropiwnicki i Kamil Zubelewicz (Eugeniusz Gatnar nie był obecny na posiedzeniu). W tym dniu podjęto również decyzję o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej do 0,0% z 0,5%, a głos sprzeciwu wyraził jedynie

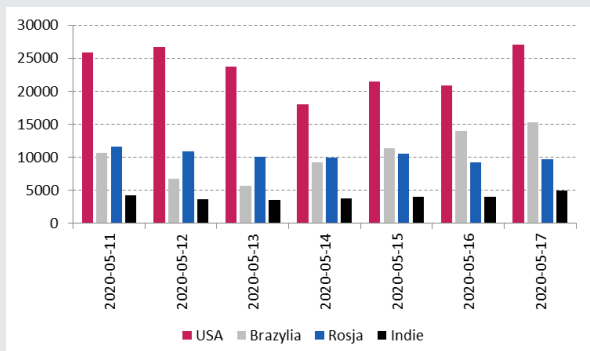
Ł.Hardt. W jego ubiegłotygodniowej wypowiedzi podkreślił, że obniżka stóp przez Radę łącznie o 100 pkt baz. w marcu i kwietniu, była zbyt znacząca, gdyż w warunkach „radykalnego” wzrostu niepewności niższy koszt pieniądza nie przekłada się na większy popyt na kredyt. W jego ocenie, nawet po wygaśnięciu epidemii znacząca niepewność pozostanie, ograniczając konsumpcję i inwestycje.

Podtrzymujemy scenariusz stabilnych stóp w Polsce

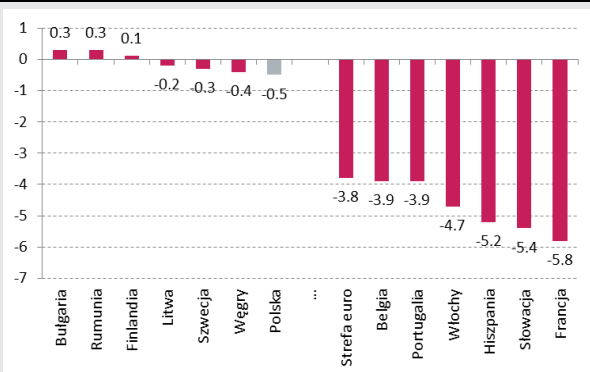
W naszej opinii RPP powinna wstrzymać się z dalszym obniżkami stóp procentowych, koncentrując się na ocenie dotychczasowego łagodzenia polityki pieniężnej, w tym programu skupu aktywów. Dane o PKB percepcji RPP nie powinny zmienić, ponieważ Rada jest świadoma skali załamania gospodarczego wynikającego z pandemii COVID-19. Podtrzymujemy naszą ocenę, iż dalsza obniżka stóp procentowych nie wsparłaby akcji kredytowej, a być może jeszcze by ją pogorszyła, ze względu na podwyższenie wymogów przez sektor bankowy, co już się powoli dokonuje. Stabilizacja stóp potwierdzałaby także wiarę członków Rady w skuteczność łagodniejszej polityki pieniężnej w wsparciu wzrostu gospodarczego i utrzymaniu inflacji w celu. Rynek stopy procentowej wciąż wycenia jednak cięcie stóp w tym roku, choć w mniejszej skali niż jeszcze miesiąc temu

Makro - zagranica

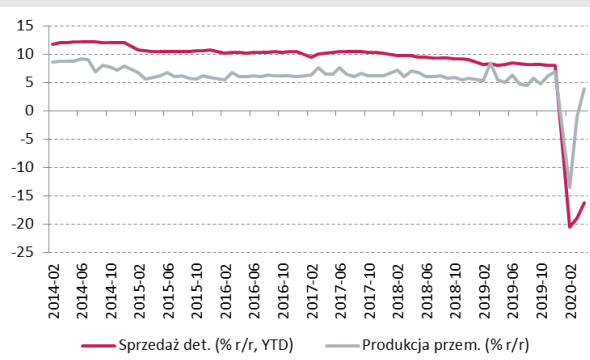
Dzienna zmiana zachorowań na COVID-19



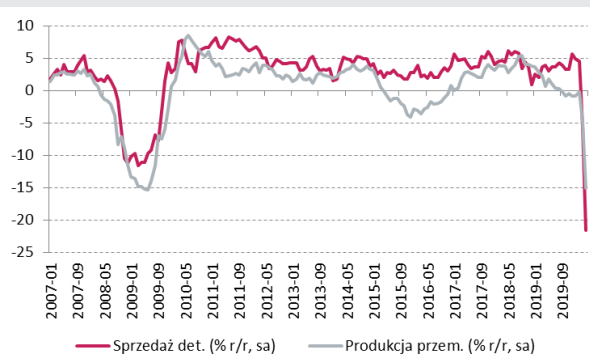
PKB w UE (% kw/kw, sa)



Sprzedaż det. i produkcja przem. w Chinach



Sprzedaż detaliczna i produkcja przem. w USA



Epidemia COVID-19 nie chce ustąpić

Na całym świecie potwierdzono ok 4,8 mln przypadków COVID-19, z czego ok. 0,32 mln osób zmarło i ponad 1,8 mln osób wróciło do zdrowia. Epidemia w skali globalnej dalej eskaluje - 17 maja dzienny przyrost po raz pierwszy przekroczył 100 tys. Niezmienne najwięcej nowych przypadków notuje się w USA, choć ich dzienny przyrost słabnie, a kolejne stany odmrażają życie społeczno-gospodarcze. Epidemia przybiera na sile natomiast w Brazylii i Indiach.

Strefa euro na drodze do głębokiej recesji

W ub. tygodniu poznaliśmy dane dotyczące wzrostu gospodarczego w 1Q 2020 w większości krajów Unii Europejskiej, w tym w strefie euro. Według wstępnych szacunków aktywność gospodarcza we Wspólnocie była bardzo zróżnicowana: w Bułgarii i Rumunii PKB przyszedł względem 2019 Q4 o 0,3% kw/kw, na przeciwnym końcu zestawienia PKB spadło o 5,4% kw/kw na Słowacji i o 5,8% kw/kw we Francji. W strefie euro PKB skurczył się natomiast o 3,3% kw/kw, w tym w samych Niemczech 2,2% kw/kw. Dane te potwierdzają bardzo głęboki negatywny wpływ pandemii COVID-19 na gospodarki najważniejszych partnerów handlowych Polski, zwłaszcza na ich sektor usługowy, który do tej pory łagodził wahania koniunkturalne. Ze względu na dłuższy okres lockdownu PKB w 2Q w większości państw UE spadnie znacznie mocniej, o kilkanaście procent kw/kw, pomimo uruchomienia programów wsparcia w ramach polityki fiskalnej i monetarnej. II połowa roku, przy założeniu braku powrotu obostrzeń powinna być lepsza - już część krajów stopniowo łagodzi wprowadzone obostrzenia. Nie uda się jednak odrobić w pełni strat z I połowy roku, a PKB w całym 2020 r. mocno spadnie.

Kwietniowe dane potwierdzają powolną odbudowę aktywności w Chinach...

Dynamika produkcji przemysłowej w Chinach wyniosła w kwietniu +3,9% r/r wobec -1,1% r/r w marcu. Oznacza to, że sektor wytwórczy w Kraju Środka powrócił do wzrostów r/r, po trzymiesięcznej przerwie wynikającej z pandemii COVID-19. Roczna dynamika sprzedaży detalicznej utrzymała się natomiast na ujemnym poziomie i wyniosła -7,5% r/r (miesiąc wcześniej odczyt wynosił -15,8% r/r). Dane te potwierdzają, że aktywność gospodarcza poprawia się po opanowaniu pandemii, aczkolwiek odbicie jest słabe i powolne. Sygnalizuje to, że wzrost gospodarczy w Chinach nie powróci do tempa sprzed pandemii, co najpewniej będzie obserwowane w przyszłości również w innych krajach, które obecnie jeszcze walczą z rozprzestrzenianiem się COVID-19. Czynnikiem hamującym odbicie będzie koniunktura na całym świecie, która będzie obniżona względem końca ub. roku, w tym także w Chinach, co potwierdzają kwietniowe dane za kwiecień.

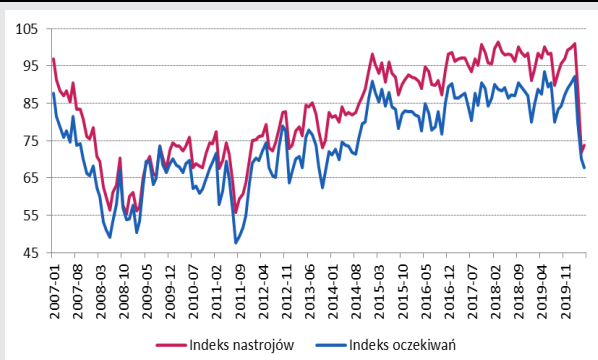
...a gospodarka amerykańska w kwietniu znalazła się w depresji...

Z powodu zatrwającego rozprzestrzeniania się epidemii COVID-19 i podjętych działań zaradczych kwietniowe dane z gospodarki realnej okazały się bardzo słabe. Sprzedaż detaliczna w USA spadła w kwietniu o 21,6% r/r po spadku o 5,7% r/r przed miesiącem, najmocniej w historii. Produkcja przemysłowa obniżyła się natomiast o 15,0 r/r, blisko negatywnego rekordu z 2009 r. Odczyty odzwierciedlają skalę wpływu samoizolacji mieszkańców i lockdownu na działalność gospodarczą w USA. Największa gospodarka na świecie była w kwietniu w dołku koniunktury, podczas gdy Chiny w tamtym miesiącu stopniowo odbudowywały aktywność. Kolejne miesiące powinny przynieść pewną poprawę, wraz ze stopniowym odmrażaniem gospodarki przez władze poszczególnych stanów.

..., która może jednak ustąpić nieco szybciej niż oczekiwano.

Wobec niezwykle słabych danych z gospodarki USA w kwietniu powiew mniejszego pesymizmu wniosło wstępne wyliczenie indeksu Uniwersytetu Michigan obrazującego nastroje konsumenckie wśród amerykańskich gospodarstw domowych. Wzrósł on bowiem w maju do 73,7 pkt z 71,8 pkt przed miesiącem. Jest to dość zaskakująca informacja biorąc pod uwagę ogromne wzrosty liczby osób bezrobotnych. W samym maju kolejne 6 mln osób złożyło wnioski o zasiłek dla bezrobotnych. W kierunku poprawy nastrojów oddziaływać mogło stopniowe łagodzenie restrykcji, spadek cen

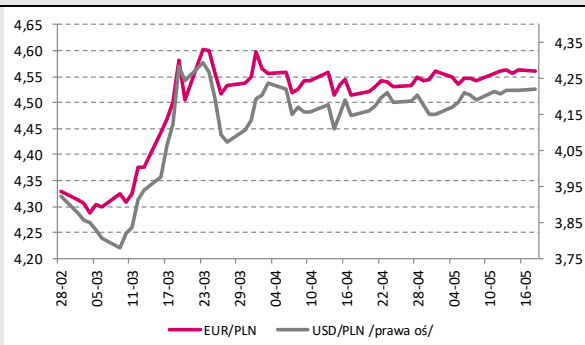
Indeks nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan w USA [pkt.]



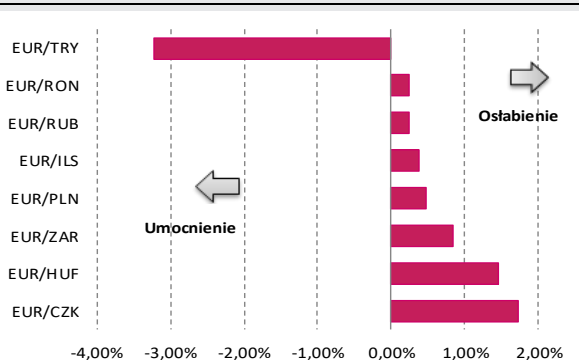
Źródło: Macrobond

konsumpcyjnych, poprawa na amerykańskich giełdach oraz programy wsparcia zarówno ze strony polityki monetarnej, jak i fiskalnej, w tym transfery w wysokości 1200 USD dla gospodarstw domowych. Warto podkreślić, że wskaźnik koniunktury konsumenckiej kształtuje się mocno powyżej najniższych wartości w historii, co budzi nadzieję, że wraz ze stopniowym znoszeniem restrykcji gospodarka będzie szybciej niż wcześniej sądzono wracała na ścieżkę wzrostu wpierana konsumpcją. Nie uda się jednak osiągnąć poziomów sprzed epidemii, m.in. z powodu zmiany w strukturze konsumpcji (zmniejszenie wydatków głównie na usługi) oraz większej względem lutego stopy bezrobocia. Czynnikiem ciężącym na skali odbicia aktywności gospodarczej w USA, ale też na całym świecie jest wzrost niepewności dotyczącej polityki handlowej na linii Stany Zjednoczone - Chiny.

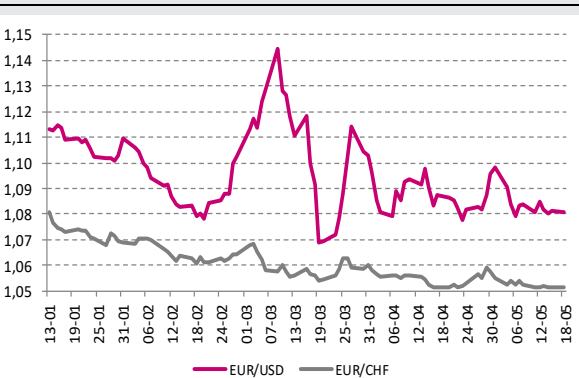
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



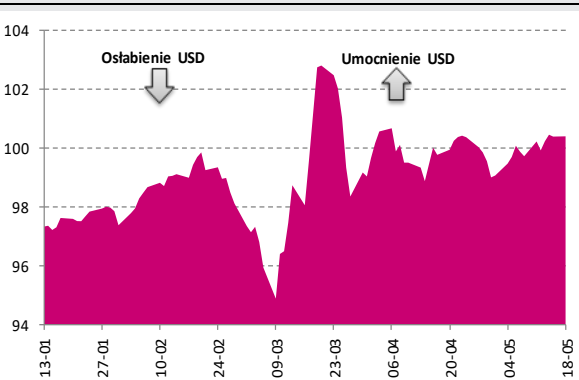
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

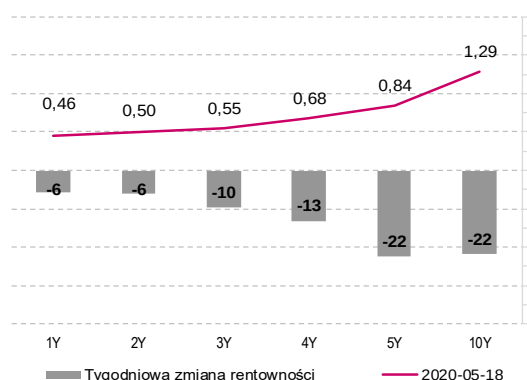
Rynek walutowy

W ubiegłym tygodniu kurs EUR/PLN prezentował senny obraz. Zmiany przez cały omawiany okres ograniczały się do przedziału 4,5530 - 4,5730. Złoty po raz kolejny wyróżniał się stabilnością na tle walut regionu. Gdy węgierski forint, czy czeska korona traciły około 1,8% do euro w ubiegłym tygodniu przecena złotego wyniosła zaledwie 0,5%. Emocji zabrakło także na międzynarodowym rynku walutowym. Nastrój stabilizacji towarzyszył wycenie eurodolara oraz notowaniom pary EUR/CHF. Wpływu nie miały publikowane liczne dane makroekonomiczne, ani wypowiedzi przedstawicieli największych banków centralnych, w tym prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej.

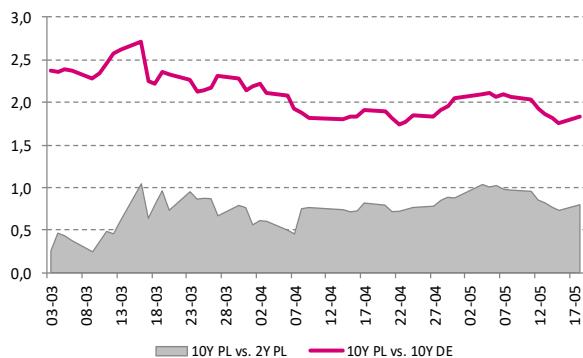
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	Żuł od ponad miesiąca kurs EUR/PLN porusza się w zawężonym przedziale wahań 4,50-4,5770. W ostatnich dniach notowania zbliżyły się do górnej granicy z uwagi na rosnącą awersję do ryzyka na rynkach globalnych (napiecie na linii USA-Chiny). Uważamy, iż mimo rosnącego ryzyka notowaniom EUR/PLN uda się obronić górne ograniczenie obowiązującego kanału. Tym bardziej, iż wycena złotego wykazuje większą odporność na zmiany w globalnym sentymencie niż pozostałe waluty regionu Europy Środkowo-Wschodniej (wykres <i>Tygodniowa zmiana kursów walutowych</i>). W dalszym ciągu złoty pozostaje niewrażliwy na napływające (głównie negatywne z uwagi na pandemię) informacje, co w naszej ocenie świadczy o zdyskontowaniu pesymistycznego scenariusza. Nie inaczej - mimo dość rozbudowanego kalendarium publikacji - powinno być także w tym tygodniu.
USD/PLN	Wyznacznikiem notowań kursu USD/PLN - z uwagi na względną stabilizację pary EUR/PLN - ponownie będzie globalna sytuacja dolara. Ta natomiast w ostatnich dniach jest dość stabilna, co sugeruje - także w obliczu braku potencjalnych impulsów - niewielką zmienność w tym tygodniu.
EUR/USD	Eurodolar kolejny tydzień szuka na siebie pomysłu poruszając się w przedziale 1,0780 - 1,0880. Na bardziej jednoznaczne ruchy nie pozwalają znoszące się czynniki decydujące o przebiegu notowań. Z jednej strony argumentami przeciwko dolarowi są ultra-łagodna nawet jak na amerykańskie warunki polityka pieniężna oraz załamanie się tamtejszej gospodarki. Z drugiej zaś strefa euro również jest w recesji, a Europejski Bank Centralny poszukuje nowych niestandardowych narzędzi walki z konsekwencjami recesji. Emocji nie zapewniają także dane makro (pod tym względem ciekawie zapowiada się czwartek i publikacje wstępnych indeksów PMI) oraz publikacje opisów z niedawnych posiedzeń Fed i Europejskiego Banku Centralnego. W naszej ocenie ze względu na narastające napięcie w relacjach amerykańsko-chińskich kurs EUR/USD oraz EUR/CHF oscylować będą w najbliższych dniach odpowiednio wokół poziomu 1,0780 i 1,05 (choć w przypadku szwajcarskiego franka utrzymywanie się powyżej wspomnianego poziomu jest zasługą aktywności tamtejszego banku centralnego).

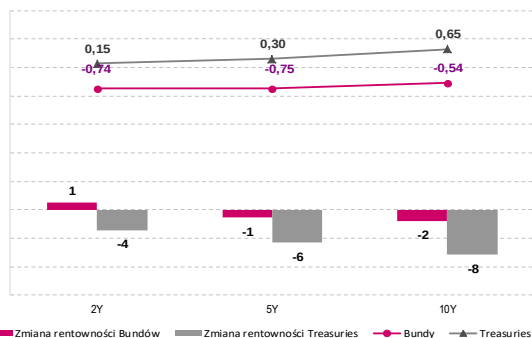
Rentowność obligacji krajowych [%]



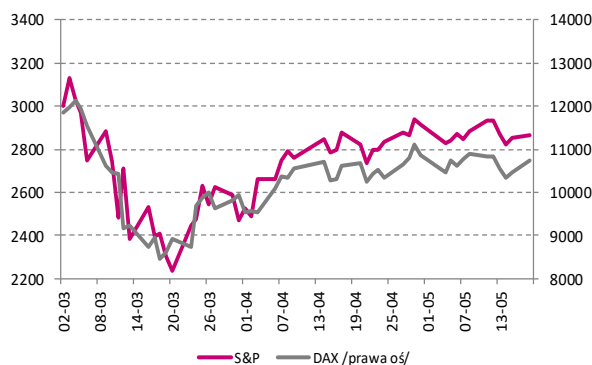
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

W ubiegłym tygodniu doszło do silnego wypłaszczenia krzywej głównie na skutek dynamicznego spadku dochodowości długiego końca krzywej. W naszej ocenie doszło do tego z uwagi na niewielką płynność rynku, która w obliczu pojawienia się w ubiegłym tygodniu napływów ze strony inwestorów zagranicznych skutkowałą skokowymi zmianami wyceny. Rentowność 10-latki w ciągu tygodnia obniżyła się aż o 31 bps do historycznego minimum na poziomie 1,24%. Na krajowym rynku długu wydarzeniem tygodnia był szósty już odkup obligacji na rynku wtórnym dokonany przez Narodowy Bank Polski. NBP odkupił cztery serie obligacji za 8,4 mld PLN, w tym jedną serię obligacji rządowych za zaledwie 0,1 mld PLN, a także - zgodnie z naszymi oczekiwaniami - w przeważającej części obligacje BGK (za 4,07 mld PLN) i Polskiego Funduszu Rozwoju (4,26 mld PLN). Przed przetargiem NBP zadeklarował odkup za maksymalnie 15 mld PLN. Od początku programu, tj. od 19 marca NBP nabył na rynku wtórnym dług warty 71,1 mld PLN, z czego 50,3 mld PLN przypada na obligacje skarbowe, a 20,8 mld PLN to dług gwarantowanych przez Skarb Państwa (papiery emitowane przez PFR i BGK).

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Po oczekiwanej dynamicznej niższej dochodowości w ubiegłym tygodniu w nadchodzących dniach spodziewamy się stabilizacji wyceny obligacji na historycznych maksimach cenowych. W naszej ocenie bowiem o impuls do spadku dochodowości krótkiego końca krzywej w sytuacji zdyskontowania - coraz bardziej wątpliwej - kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP. Długi koniec krzywej powinien natomiast pozostać wrażliwy na sygnały z otoczenia zewnętrznego. Rynki bazowe są jednak w ostatnich tygodniach wyjątkowo spokojne. Problemem krajowego rynku pozostaje natomiast niska płynność, która sprzyja skokowym zmianom cen. Przeważa strona kupująca (banki komercyjne oraz bank centralny), co wobec braku inwestorów zagranicznych kreuje sztuczny obraz rynku (zwłaszcza aktywność NBP). Rozpoczynający się tydzień będzie dość obfity w emisje długu. W czwartek sprzedaż obligacji skarbowych zaplanowało Ministerstwo Finansów, a trzecią w historii emisję na rzecz Funduszu Przeciwdziałania Covid-19 planuje Bank Gospodarstwa Krajowego. Zgodnie z wypowiedziami wiceprezesa BGK bank zamierza przeprowadzać dwie takie emisje w miesiącu na kwotę kilku lub więcej mld PLN. Niewykluczone ponadto, iż do grona emitentów długu w tym tygodniu dołączy także Polski Fundusz Rozwoju. Nie spodziewamy się w obliczu panującej nadpłynności problemów z ulokowaniem emisji, zwłaszcza skarbowej.
10Y DE (%)	Nadal trudno o argumenty mogące w istotny sposób wpływać na wycenę Bundów. Dochodowość niemieckiej 10-latki od końca kwietnia pozostaje bowiem skupiona wokół poziomu -0,55%. Zmienności nie wywołują zarówno napływające dane makroekonomiczne, ukazujące skalę gospodarczego załamania podczas pandemii, jak i podejmowane działania stymulacyjne na szczeblu polityki fiskalnej, czy pieniężnej.
10Y US (%)	Wtorkowe wystąpienie prezesa Fed przed amerykańskim Kongresem oraz publikacja opisu z kwietniowego posiedzenia Rezerwy Federalnej (środa) nie powinny wywoływać emocji w sytuacji, gdy już w ubiegłym tygodniu J.Powell dość jednoznacznie opowiedział się za brakiem potrzeby obniżek stóp procentowych poniżej zera - co było przedmiotem rynkowych spekulacji - oraz potrzebą stymulacji fiskalnej w obliczu załamania gospodarczego. Z tego powodu uważamy, iż najbliższe dni będą czasem stabilizacji wyceny Treasuries.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 18 maja					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Kwiecień	3.6%	3.1%	2.9%
Wtorek 19 maja					
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Maj	28.2	15.0	
14:30 Rozpoczęte budowy nowych budów	USA	Kwiecień	1216k	1000k	
Środa 20 maja					
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Kwiecień	0.3%	-0.6%	-0.5%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Kwiecień	6.3%	4.4%	3.9%
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Kwiecień	0.7%	0.4%	
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA	15 maja	0.3%		
20:00 Protokół z posiedzenia FOMC	USA	Kwiecień			
Czwartek 21 maja					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Maj	34.5		
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Maj	16.2		
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Maj	33.4		
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Maj	12.0		
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Kwiecień	-2.3%	-12.4%	-8.5%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Kwiecień	-0.5%	-1.4%	-1.9%
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Kwiecień			
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Maj			
14:30 Nowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	15 maja	2981k		
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Maj	36.1		
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Maj	26.7		
16:00 Indeks Conference Board	USA	Maj			
Piątek 22 maja					
10:00 Sprzedaż detaliczna w cenach stałych r/r	Polska	Kwiecień	-9.0%	1.5%	
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Kwiecień	3.7%	-7.5%	
Poniedziałek 25 maja					
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Kwiecień	11.8%	12.1%	12.1%

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

Dane i prognozy

	2018	2019	2020	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420
PKB	5,1	4,1	-3,5	4,9	4,7	4,5	3,9	3,2	1,9	-10,0	-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	3,92	3,76	3,84	3,73	4,00	3,80	4,15	4,13	4,05	3,92
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	1,11	1,14	1,12	1,14	1,09	1,12	1,10	1,09	1,10	1,11
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 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.