

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

25 maja 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

Rozpoczynający się tydzień - krótszy dla inwestorów zagranicznych z uwagi na dzisiejszy dzień wolny od pracy w Wielkiej Brytanii i USA - zapowiada się interesująco, szczególnie na krajowym rynku. Najważniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (czwartek). Mimo, iż ostatnie wypowiedzi przedstawicieli Rady są mniej łagodne niż jeszcze dwa tygodnie temu, to cięcia stóp procentowych całkowicie wykluczyć nie można. Emocje potęguje ponadto fakt, iż niedawno RPP zdecydowała się opóźnić publikację opisu z kwietniowego posiedzenia na czerwiec. Spośród istotnych czynników zewnętrznych w tym tygodniu należy wyróżnić szczyt Unii Europejskiej, na którym omawiane będzie utworzenie funduszu o wartości 500 mld EUR na rzecz pomocy regionom dotkniętym pandemią. Kurs EUR/PLN oscyluje wokół poziomu 4,50. Podtrzymanie rynkowego optymizmu mogłoby skutkować złamaniem bariery i ustanowieniem minimum z marca. Dla krajowego rynku długu ten tydzień będzie zdominowany przez oczekiwanie na plan czerwcowej podaży długu przez Ministerstwo Finansów. Nie spodziewamy się w najbliższych dniach przetargów BGK i PFR, co powinno nieco odreagować ostatni zwykły trend dochodowości.

Najważniejsze dane tego tygodnia

Posiedzenie RPP prawdopodobnie bez zmian w poziomie stóp proc.

W czwartek po raz pierwszy od początku kwietnia zbierze się Rada Polityki Pieniężnej. Spodziewamy się braku zmian, że po tym jak w marcu i w kwietniu gremium to radykalnie złagodziło politykę pieniężną poprzez m.in. obniżenie o łącznie 100 pkt baz. główną stopę procentową do 0,5% oraz uruchomieniu programu skupu obligacji. RPP powinna naszym zdaniem wstrzymać się z dalszymi dostosowaniami polityki monetarnej i skupić się na ewaluacji dotychczasowych działań.

W środę szczyt Unii Europejskiej

W środę odbędzie się szczyt Unii Europejskiej, na którym Komisja Europejska przedstawić ma plan wsparcia gospodarki Wspólnoty po pandemii COVID-19 oraz propozycje dotyczące przyszłej perspektywy budżetowej Unii na lata 2021-2027. W ub. tygodniu pojawiły się dwie konkurencyjne koncepcje. Francja z Niemcami proponują utworzenie funduszu wartości 500 mld EUR, z którego najbardziej dotknięte pandemią kraje uzyskująby wsparcie w formie grantów. Na rozwiązanie to nie zgadzają się natomiast Austria, Dania, Holandia i Szwecja, które postulują udzielanie pożyczek o preferencyjnym oprocentowaniu. Znosi się zatem na bardzo trudne negocjacje.

Lekcja historii: jaka struktura wzrostu w 1Q br.?

W piątek poznamy strukturę wzrostu PKB w 1Q br. Lockdown został wprowadzony w połowie marca, a więc konsumpcja gospodarstw domowych powinna pozostać główną składową dynamiki PKB. Dodatni wkład do wzrostu powinno mieć także saldo obrotów towarowych z zagranicą.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5021	-1,2%
USD/PLN	4,1320	-1,6%
CHF/PLN	4,2489	-2,0%
EUR/USD	1,0896	0,3%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,55	3
5Y	0,97	12
10Y	1,42	13

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,57	10
5Y	0,75	16
10Y	1,03	19

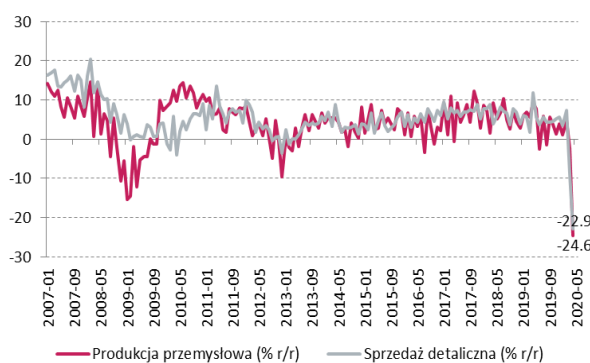
Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,50	2
US 10Y	0,66	-3

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	46346,9	1,0
S&P 500	2955,5	3,2
Nikkei 225	20741,7	3,0

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Wykres tygodnia

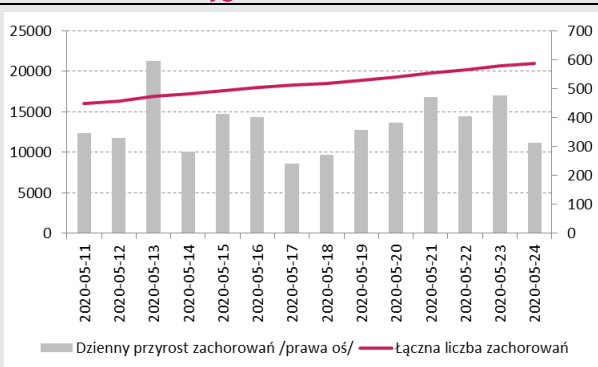


Źródło: Macrobond

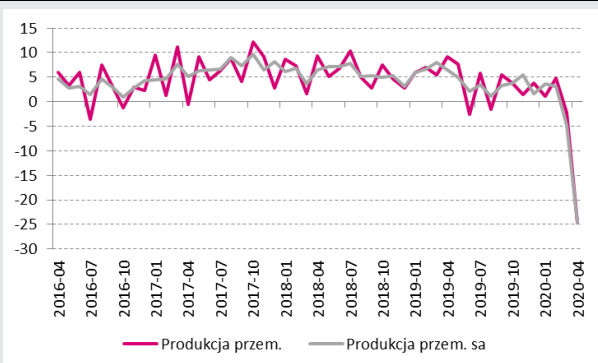
Polska gospodarka na skutek lockdownu wynikłego z pandemii doznała na początku 2Q br. silnego szoku. W kwietniu produkcja przemysłowa skurczyła się o 24,6% r/r, a sprzedaż detaliczna o 22,9% r/r. Są to najsilniejsze spadki w historii danych. Kolejne miesiące wraz ze stopniowym znoszeniem obostrzeń powinny być lepsze, jednak PKB w 2Q spadnie o ok. 10% r/r.

Makro - kraj

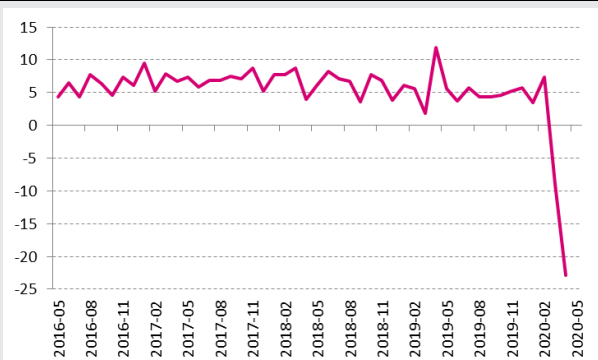
Przyrost zachorowań na COVID-19 w Polsce w ostatnich dwóch tygodniach



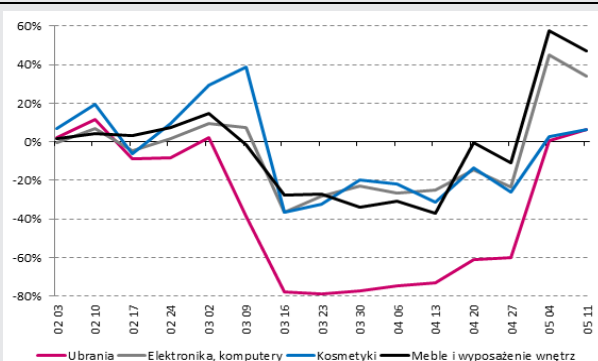
Produkcja przemysłowa [% r/r]



Sprzedaż detaliczna w cenach stałych [% r/r]



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



Sytuacja epidemiczna w Polsce bez fundamentalnych zmian

W Polsce liczba nowych infekcji wirusem SARS-CoV-2 nie słabnie, aczkolwiek skala zachorowań jest wielokrotnie niższa niż w najbardziej dotkniętych pandemią państwach Europy. Głównym ośrodkiem pandemii w Polsce pozostaje Śląsk, choć również w województwie wielkopolskim oraz pomorskim zdiagnozowano lokalne centra zachorowań. Do tej pory zidentyfikowano ok. 21 tys. chorych na COVID-19, z czego ponad połowa to aktywne przypadki. Według wcześniej przedstawionego planu rząd powinien odnieść się w tym tygodniu do kolejnego, czwartego już etapu odmrażania gospodarki, który tym razem miałoby dotyczyć usług takich jak kluby fitness, kina i teatry. Czwarty etap miałby być ostatnim, nie należy jednak oczekiwać, aby wszystkie dotychczasowe restrykcje uległy zniesieniu.

Silny wpływ lockdownu na polską gospodarkę. Najgłębsze spadki w kwietniu zanotowała produkcja przemysłowa...

Kwietniowe dane odzwierciedliły silny wpływ lockdownu na polską gospodarkę. Produkcja sprzedana przemysłu spadła w kwietniu o 24,6% r/r wobec spadku o 2,3% r/r miesiąc wcześniej. Jest to najniższy odczyt w historii dostępnych danych. Pandemia wpłynęła na spadek zamówień oraz na zaburzenia łańcuchów dostaw. Spadki zamówień dotyczyły zarówno rynku krajowego, jak i zagranicznego, ponieważ lockdown wprowadzony został zarówno w Polsce, jak i wielu krajach europejskich. Spadki produkcji dotknęły niemal cały przemysł - zaledwie 4 branże zanotowały wzrosty, w tym producenci wyrobów farmaceutycznych. Najsilniej skutki pandemii odczuli producenci pojazdów samochodowych, gdzie produkcja spadła o 78,9% r/r. To efekt zamknięcia wielu fabryk samochodów nie tylko w Polsce, ale też w Europie. Silne spadki zanotowano też w produkcji maszyn i urządzeń (-34,0% r/r) i urządzeń elektrycznych (-28,1% r/r).

... sprzedaż detaliczna...

Najsilniej w historii spadła również sprzedaż detaliczna, która w cenach stałych była w kwietniu o 22,9% r/r niższa niż przed rokiem, wobec spadku o 9,0% r/r w marcu. Analogicznie do poprzedniego miesiąca najmocniejsze spadki zanotowano w sprzedaży odzieży i tekstyliów (-63,4% r/r), aut (-54,4% r/r) oraz paliw (-32,9% r/r). Skalę spadków ograniczała w kwietniu sprzedaż internetowa.

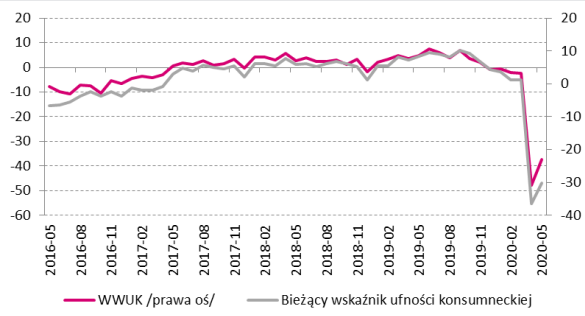
... oraz zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw.

Pandemia i wywołana nią blokada działalności gospodarczej miały silny wpływ również na krajowy rynek pracy. Dynamika liczby pełnych etatów w sektorze przedsiębiorstw spadła w kwietniu do -2,1% r/r z +0,3% r/r w marcu. W skali miesiąca natomiast spadek wyniósł 2,4%, tj. 152,9 tys., co jest najgorszym wynikiem dla kwietnia od początku dostępnych danych. Według raportu Głównego Urzędu Statystycznego spadek liczby pełnych etatów w kwietniu wynikał m.in. ze zmniejszania wymiaru etatów, zakończenia i nie przedłużania umów na czas określony, a także rozwiązywania umów o pracę. Na kwietniowe dane wpływ miał także urlopy (wychowawcze, bezpłatne). Tymi samymi czynnikami zaburzone mogą być także dane o dynamice wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, która wyniosła w kwietniu 1,9% r/r wobec 6,3% r/r w marcu. Dane te wskazują na silny wpływ pandemii na krajowy rynek pracy, jednak nie w pełni odzwierciedlają one spadek popytu na pracowników, ponieważ część spadku liczby etatów może wynikać z przestoju w czasie lockdownu. Z tego względu kwietniowe dane nie powinny stanowić indykatora na przyszłość.

Skutki pandemii skoncentrowały się w kwietniu, zaś w maju gospodarka była już odmrażana

Kwietniowe dane odzwierciedlają wpływ lockdownu na gospodarkę, który spowodował gwałtowne ograniczenie działalności ekonomicznej oraz spadki wielu wskaźników makroekonomicznych w tempie najsilniejszym w historii dostępnych danych. Do tak negatywnych odczytów nie należy się jednak przywiązywać i nie stanowią one rzetelnej podstawy do formułowania prognoz na przyszłość. Skutki pandemii skoncentrowały się w kwietniu, a w maju lockdown był stopniowo znoszony i gospodarka odmrażana. Nastroje ekonomiczne, a także wskaźniki aktywności ekonomicznej powinny być więc lepsze.

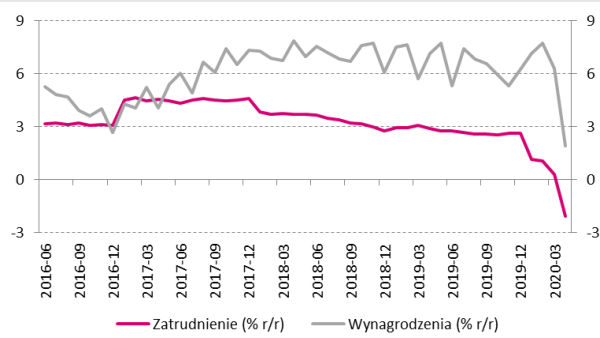
Koniunktura konsumencka [pkt]



Zmiana zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw dla kwietnia [tys.]



Dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Znoszenie lockdownu wpłynie na poprawę danych w maju i czerwcu

W maju i czerwcu produkcja przemysłowa powinna wzrosnąć w porównaniu z kwietniem, bo część fabryk (m.in. producenci samochodów) przywróciła produkcję. Niemniej spadki w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku wciąż będą znaczące. Zaburzenia w łańcuchach dostaw oraz mniejszy popyt krajowy i zagraniczny wciąż będą się utrzymywały. Lepsze niż przed miesiącem powinny być także wyniki sprzedaży detalicznej, której sprzyjać będzie otwarcie centrów handlowych. Już teraz widać poprawę nastrojów konsumenckich. Wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej odzwierciedlający przewidywane tendencje w zakresie konsumpcji wzrósł w maju do -37,7 pkt z -47,7 pkt w kwietniu. Poprawił się również wskaźnik opisujący sytuację bieżącą do -30,1 pkt z -36,4 pkt. Niemniej poziomy wskaźników są nadal na bardzo niskim, a więc odbudowa konsumpcji przez gospodarstwa domowe będzie powolna i ograniczona. Pomimo spodziewanej poprawy w maju i czerwcu, w całym drugim kwartale br. gospodarka skurczy się o ok. 10% r/r.

Dane o wydatkach kartowych wskazują na wyraźny ich wzrost po odmrożeniu gospodarki

Na wzrost sprzedaży detalicznej w maju wskazują również dane o transakcjach kartowych Banku Millennium. Wynika z nich wyraźne odbicie wydatków na odzież, obuwie, meble, artykuły wyposażenia mieszkania, a także sprzęt elektroniczny. Wydatki w tych kategoriach w drugim tygodniu maja powróciły do poziomów sprzed wybuchu pandemii. Wciąż na bardzo niskim poziomie kształtowały się natomiast wydatki na usługi, które wciąż były obłożone obostrzeniami. To pozytywne dane, które pokazują, że znoszenie lockdownu pobudziło konsumpcję gospodarstw domowych. W drugiej połowie maja wyraźny wzrost zanotują zapewne wydatki na usługi, które zostały odmrożone 18 maja. Po fali pesymistycznych danych za marzec i kwiecień oczekiwać można w najbliższych tygodniach fali optymistycznych odczytów obrazujących rozruch gospodarki po lockdownie. Niemniej jednak te optymistyczne odczyty pokazujące niejednokrotnie gwałtowny charakter odbicia, mogą być przejściowe.

Odbicie gospodarki w II poł. roku będzie zależało od skali wzrostu bezrobocia

W drugiej połowie roku gospodarka będzie stopniowo wychodziła z recesji, jednak ze względu na utrzymywanie podwyższonego standardu sanitarnego i zalecanego dystansu społecznego, które towarzyszą znoszeniu lockdownu, aktywność ekonomiczna wciąż będzie utrzymywała się na poziomie niższym niż przed wybuchem pandemii. Dodatkowo, oczekiwany wzrost bezrobocia, a także trudniejszy dostęp do kredytu spowolnią ścieżkę ożywienia. Podtrzymujemy jednak naszą ocenę, że sytuacja na rynku pracy może pogorszyć się w mniejszej skali niż nasze oczekiwania sprzed miesiąca, a stopa bezrobocia na koniec tego roku może być niższa niż 9%. W badaniu nastrojów przedsiębiorstw przeprowadzonym przez Polski Instytut Ekonomiczny w połowie maja znacznie spadł odsetek przedsiębiorstw planujących zwolnienia pracowników. W porównaniu do końca marca jest on o 16 pkt proc. niższy w segmencie mikrofirm, 27 pkt proc. w grupie małych firm oraz 12 pkt proc. w dużych firmach. Może to wskazywać, że fala zwolnień związanych z lockdownem wygasa i programy wsparcia firm oraz odmrażania gospodarki ograniczają skalę planowanych redukcji zatrudnienia. Wzrost bezrobocia jest jednak nieunikniony.

Pandemia wpłynie na spadek inflacji

W ub. tygodniu Narodowy Bank Polski przedstawił wyliczenia miar inflacji bazowej w kwietniu. Dwie uległy obniżeniu, dwie natomiast nie zmieniły się względem marca, w tym najczęściej śledzony wskaźnik - CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Wyniósł on 3,6% r/r, co oznacza, że od trzech miesięcy przewyższa on górne ograniczenie dopuszczalnych odchyłań do celu inflacyjnego (3,5% r/r). Warto zauważyć, że wartość informacyjna wyliczenia za kwiecień jest ograniczona, gdyż jak wskazywał Główny Urząd Statystyczny, znaczna część cen została oszacowana (a nie zanotowana), ze względu na zamrożenie części gospodarki, np. w grupach: edukacja, restauracja i hotele, rekreacja i kultura. Wznowienie działalności w usługach może mieć różnokierunkowy wpływ na ceny, m.in. ze względu na kosztowne utrzymywanie specjalnego reżimu sanitarnego. W dłuższym

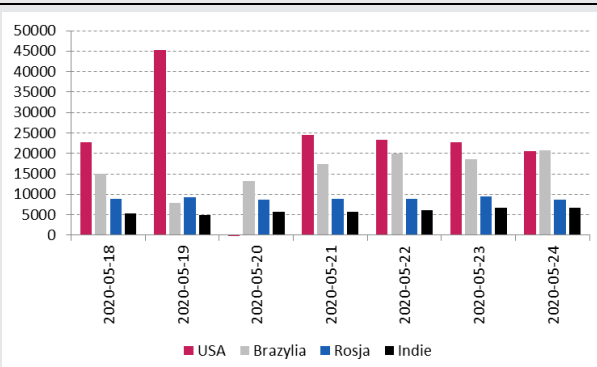
horyzoncie, przy założeniu braku obostrzeń, inflacja bazowa będzie stopniowo obniżała się wraz ze schłodzeniem sytuacji na krajowym rynku pracy. W rezultacie obniżyć się będzie także wskaźnik CPI, choć tempo dezinflacji spowalniać będzie trzymywanie się cen żywności na podwyższonym poziomie. Rosnąc zaczęły także cen ropy naftowej, przez co dezinflacyjny cen paliw również będzie mniejszy niż w kwietniu. Obecnie cena ropy Brent (35 USD/baryłka) jest prawie dwukrotnie wyższa niż w połowie kwietnia, choć w dalszym ciągu jest to poziom znacznie niższy niż na początku roku, kiedy wynosiła 65 USD/baryłka. Z tych powodów, choć oczekujemy spadku inflacji w kolejnych kwartałach, to nie zakładamy scenariusza deflacji.

Brak jednoznacznych sygnałów z RPP o perspektywach polityki pieniężnej

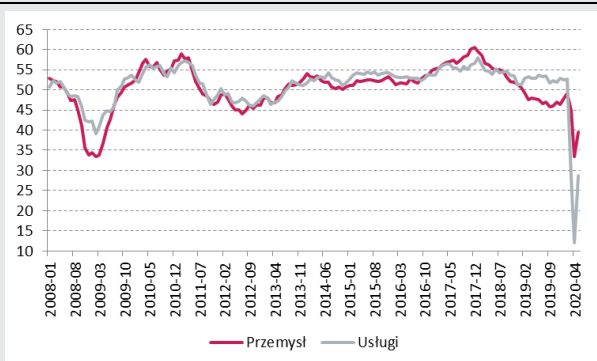
Członkini Rady Polityki Pieniężnej G.Ancyparowicz powiedziała, że nie wyklucza obniżki stóp procentowych w II połowie roku, jednak nie poniżej 0%. Powiedziała również, że prognoza Ministerstwa Rozwoju wskazująca na obniżenie się PKB w 2020 r. o 4,0% jest optymistyczna, a spadek aktywności będzie znacznie głębszy. Nie spodziewa się również mocnego odbicia w 2021, a według niej w przyszłym roku polską gospodarkę spotka recesja, lub tylko niewielki wzrost. Opinia ta jest jeszcze bardziej łagodna niż opinia uważanego do tej pory za największego gołębia E. Łona, który powiedział, że stopy procentowe powinny pozostać na obecnym poziomie co najmniej jeszcze przez rok. Wypowiedzi te, w połączeniu z wypowiedziami innych członków Rady wskazują na rozbieżność poglądów odnośnie perspektyw polityki pieniężnej. Stanowisko Rady jest niejasne, szczególnie, że dotychczas nie opublikowano sprawozdania z kwietniowego posiedzenia Rady, kiedy obcięto stopy procentowe do 0,50%. Brak jednomyślności Rady poniekąd wspiera nasz scenariusz zakładający utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Naszym zdaniem Rada Polityki Pieniężnej nie powinna obniżać stóp, gdyż ich obcięcie nie byłoby skutecznym narzędziem pobudzania popytu na kredyt, a prawdopodobnie miałyby skutek odwrotny. Wydaje się więc, że **optymalnym obecnie działaniem może być podejście wait and see, aby móc ocenić wpływ pandemii na gospodarkę oraz skuteczność podjętych programów pomocowych.**

Makro - zagranica

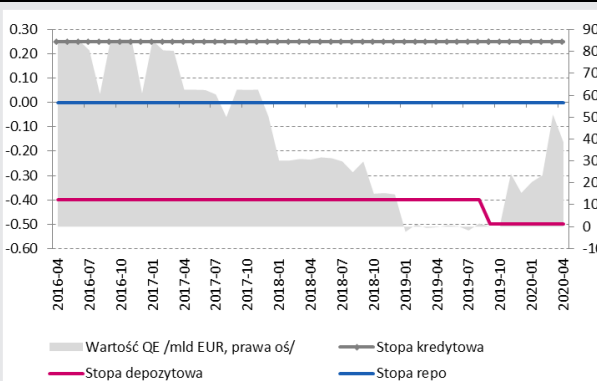
Dzienna zmiana zachorowań na COVID-19



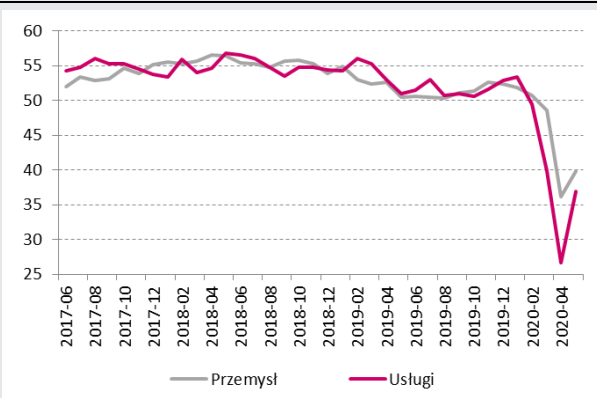
Indeks PMI w strefie euro [pkt]



Polityka pieniężna w strefie euro



Indeks PMI dla USA



Źródło: Macrobond

Ameryka Południowa nowym epicentrum pandemii

Na całym świecie zdiagnozowano ok. 5,5 mln zachorowań na COVID-19, z czego w samym ubiegłym tygodniu ok. 0,6 mln. Oznacza to, że po prawie 5 miesiącach od wybuchu pandemii nadal eskaluje. Najwięcej przypadków odnotowano do tej pory w USA (ok. 1,6 mln), choć chorych przybywa w wolniejszym tempie niż kilka tygodni temu. Epidemia dynamicznie eskaluje natomiast w Brazylii, gdzie do tej pory potwierdzono 0,35 mln zachorowań. Przedstawiciel Światowej Organizacji Zdrowia oświadczył w ub. tygodniu, że to właśnie Ameryka Południowa stała się nowym epicentrum pandemii COVID-19.

Niemrawe odbicie aktywności w strefie euro...

Według wstępnych wyliczeń indeks PMI dla usług strefy euro wzrósł w maju do 28,7 pkt z dramatycznego, historycznie niskiego poziomu 12,0 pkt sprzed miesiąca. Dane te wskazują, że stopniowe znoszenie restrykcji poprawia nieco nastroje w największym sektorze gospodarki Eurolandu. Pomimo wzrostu wartość indeksu jest trzecią najniższą w historii i sygnalizuje bardzo głęboki spadek PKB w 2Q. Na podobne wnioski wskazuje wyliczenie indeksu PMI dla przemysłu w strefie euro - wzrósł do 39,5 pkt z 33,4 pkt. w kwietniu. Podobne wnioski płyną dla największej gospodarki Eurogrupy, tj. dla Niemiec. Indeks IFO obrazujący nastroje w całości gospodarki wzrósł w maju do 79,5 pkt z najniższego poziomu w historii odnotowanego przed miesiącem (74,2 pkt). Kolejne miesiące wraz z dalszym znoszeniem obostrzeń dotyczących przede wszystkim sektora usługowego powinny przynieść dalszą poprawę nastrojów, choć nadal będą one słabe.

..., co według EBC utrzyma się w kolejnych tygodniach.

Podobne zdanie wyrazili bankierzy centralni strefy euro podczas ostatniego posiedzenia w dniu 30 kwietnia. W protokole wskazują oni, że nie ma szans na odbicie aktywności gospodarczej w kształcie litery V. M.in. z tego względu EBC przygotowany jest do dostosowania swoich instrumentów polityki pieniężnej, w tym awaryjnego pandemicznego programu zakupów aktywów (Pandemic Emergency Purchase Program - PEPP). Większość z ankietowanych przez serwis Bloomberg ekonomistów oczekuje zwiększenia skali tego programu już na najbliższym posiedzeniu EBC 4 czerwca br.

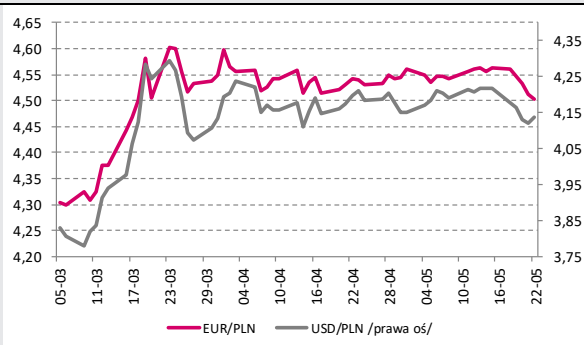
Pojawiają się nowe inicjatywy dla odbudowy gospodarki w Unii Europejskiej

Wsparcie gospodarcze dla strefy euro, ale także dla reszty krajów członkowskich Unii Europejskiej zapewnić ma wspólna inicjatywa Niemiec i Francji. A.Merkel i E.Macron w oświadczeniu poinformowali, że proponują, aby Stworzyła fundusz na rzecz odbudowy gospodarki po pandemii COVID-19 o wartości 500 mld EUR. Pomoc w ramach programu polegać ma na przyznawaniu grantów dla najbardziej dotkniętych przez epidemię sektorów gospodarki i regionów Europy. Źródłem sfinansowania inicjatywy miałyby być środki pozyskane przez Komisję Europejską na rynkach finansowych. Szczegóły programu ma ona przedstawić 27 maja. Przeciwnikami tego pomysłu są Austria, Dania, Holandia i Szwecja, które określane są mianem „grupy oszczędnych”. Proponują one wsparcie dla krajów, które najbardziej ucierpiały z powodu pandemii w formie pożyczek udzielanych na dwa lata z preferencyjnym oprocentowaniem. Korzystanie z tej pomocy miałyby być przeznaczone na badania i rozwój, poprawę sytuacji służby zdrowia oraz tzw. zieloną transformację. Informacje te wskazują, że w najbliższym czasie będzie bardzo trudno osiągnąć porozumienie w sprawie budżetu Unii Europejskiej na lata 2021-2027.

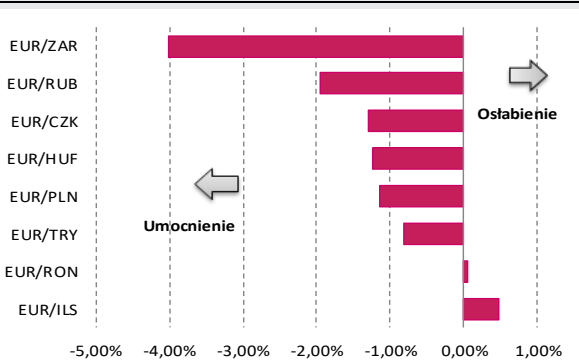
W maju również gospodarka USA także odbija się od kwietniowego dna

Poprawę wskaźników PMI w maju odnotowano także w USA. Indeks dla usług wzrósł do 36,9 pkt z 26,7 pkt. Wskaźnik dla przemysłu jest natomiast nieco wyższy i wynosi 39,8 pkt, co oznacza wzrost z 36,1 pkt. W USA, podobnie jak w strefie euro w 2Q będzie miała bardzo głęboka recesja. Dalsze kwartały powinny być lepsze, aczkolwiek w całym 2020 r. odnotowany zostanie silny spadek PKB.

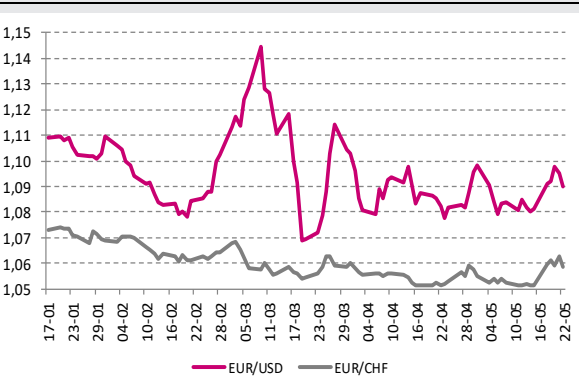
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



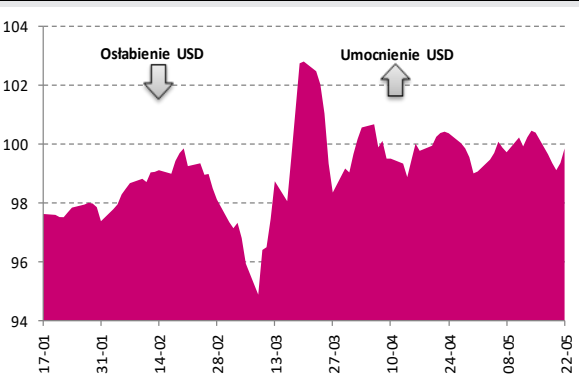
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

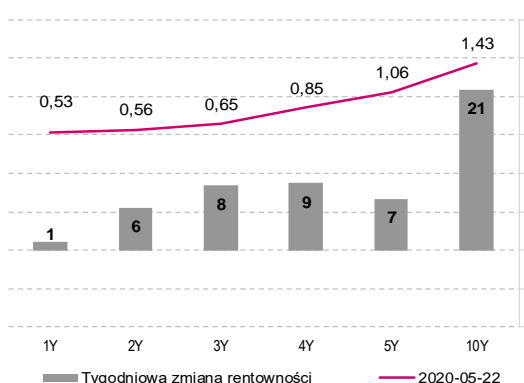
Rynek walutowy

Przez większość ubiegłego tygodnia kurs EUR/PLN zniżkował wykorzystując poprawę sentymentu inwestycyjnego. Źródłem lepszych nastrojów były postępy w pracach na szczepionką przeciw COVID-19 oraz nieoczekiwana francusko-niemiecka propozycja stworzenia funduszu pomocy finansowej dla państw Unii Europejskiej dotkniętych negatywnym wpływem koronawirusa. W reakcji kurs EUR/PLN obniżył się do dolnego ograniczenia obowiązującego trendu bocznego 4,50 - 4,57. Skala umocnienia złotego do euro (około 1,2%) była zbliżona do pozostałych walut regionu. Apetyty na ryzyko zmniejszyły ponadto zainteresowanie szwajcarskim frankiem. Kurs EUR/CHF zwyżkował w ubiegłym tygodniu do poziomu 1,0660, co nie zdarzyło się od marca.

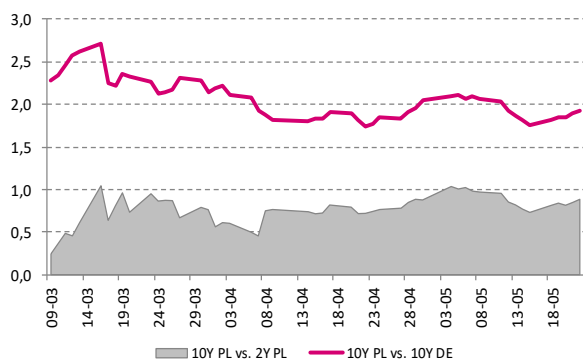
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	Mimo widocznego „ocieplenia” sentymentu inwestycyjnego w stosunku do walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej wycena złotego do euro nie powinna w naszej ocenie trwale zniżkować poniżej bariery 4,50. Tym samym obowiązujący od kwietnia przedział 4,50-4,57 powinien zostać utrzymany. Uważamy bowiem, iż czynniki odpowiadające za relatywną słabość złotego pozostają aktualne. Zaplanowane na czwartek posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej mimo, iż w naszej ocenie nie przyniesie zmian stóp procentowych, to jednak powinno zakończyć się utrzymaniem możliwości ich cięcia w kolejnych miesiącach. Słabość polskiej waluty utrzymuje ponadto ilościowe luzowanie Narodowego Banku Polski. Spośród czynników zewnętrznych źródłem optymizmu nie będzie prawdopodobnie także szczyt Unii Europejskiej i propozycja budżetu UE oraz programu pomocy europejskiej gospodarki dotkniętej pandemią. Zgoda co do działań wymaga jednomyślności państw. Tymczasem Austria, Holandia, Dania i Szwecja przedstawiły własny plan wsparcia europejskiej gospodarki w kontrze do propozycji niemiecko-francuskiej. Z tych powodów - oraz na podstawie wskazań analizy technicznej - uważamy, iż kurs EUR/PLN będzie w tym tygodniu zwyżkował w kierunku poziomu 4,54.
USD/PLN	Wyznacznikiem notowań kursu USD/PLN - z uwagi na relatywną stabilizację pary EUR/PLN - ponownie będzie globalna sytuacja dolara. Ta natomiast w ostatnich dniach jest również dość stabilna, co sugeruje niewielką zmienność w tym tygodniu.
EUR/USD	W naszym scenariuszu bazowym kurs EUR/USD powinien w tym tygodniu pozostawać w przedziale 1,0780 - 1,10, choć spodziewamy się ruchu w kierunku dolnego ograniczenia. Wskazania analizy technicznej sugerują, iż w tym tygodniu po odbiciu od górnego ograniczenia notowania zawrócą w kierunku 1,0780. Na gruncie fundamentalnym taki scenariusz może wspierać komunikat Europejskiego Banku Centralnego o możliwości modyfikacji (zwiększenia) niektórych narzędzi łagodzenia polityki pieniężnej, w tym wartości awaryjnego pandemicznego programu zakupów aktywów (Pandemic Emergency Purchase Program - PEPP). Podobnie jak wspomniane wcześniej prawdopodobne początkowe fiasko negocjacji w sprawie nowego programu pomocy finansowej dla regionów dotkniętych pandemią.

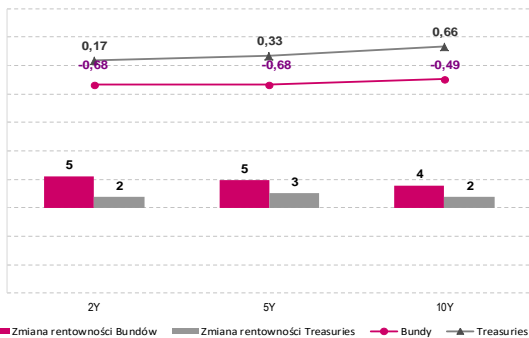
Rentowność obligacji krajowych [%]



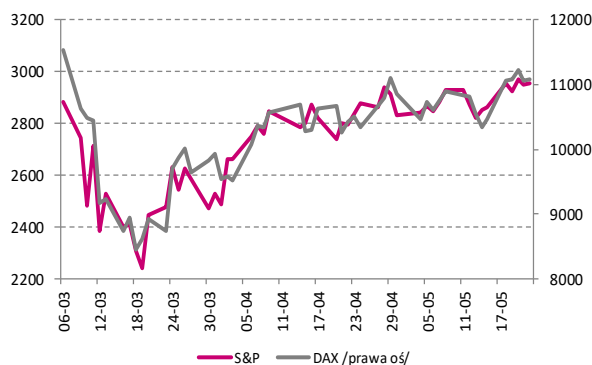
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowność obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Ciężar podaży długu w ubiegłym tygodniu (emisje przeprowadziło Ministerstwo Finansów, Bank Gospodarstwa Krajowego, Polski Fundusz Rozwoju) zdecydowały o przebiegu notowania obligacji na rynku wtórnym. Resort finansów sprzedał obligacje OK0722, PS0425, WZ0525, WZ1129 i DS1030 za łącznie 5 mld PLN przy popycie 7,93 mld PLN. Największy udział w sprzedaży, tj. 31% miały obligacje DS1030. Niewiele mniej, bo 28,5% sprzedaży przypadło na serię WZ0525. Najmniej - zaledwie 1,8% - przypadło na papier WZ1129. Resort przeprowadził ponadto przetarg uzupełniający, na którym pozyskał dodatkowe 0,41 mld PLN. Drugą z ubiegłotygodniowych emisji przeprowadził BGK, który sprzedał 7-letnie obligacje serii FPC0427 o wartości nominalnej 8,95 mld PLN i stałym oprocentowaniu 1,875%, a emisję - trzecią już - przeprowadzono na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Łącznie BGK wyemitował papiery wymienionej serii na kwotę 29,95 mld PLN. PFR natomiast sprzedał 5-letnie papiery na kwotę 15,2 mld PLN z kuponem 1,625%, czyli - podobnie jak podczas poprzednich sprzedaży - z około 65 bps premią w stosunku do analogicznych obligacji skarbowych. Dotychczas w trzech transzach PFR wyemitował dług o wartości 50 mld PLN, tj. połowę planu. Wcześniej sprzedał 5-letnie obligacje (seria PFR0325) o wartości nominalnej 18,5 mld PLN z oprocentowaniem 1,625%, a także 4-letnie (seria (seria PFR0324) o wartości nominalnej 16,3 mld PLN, oprocentowane na poziomie 1,375%. Pod wpływem wspomnianego rozbudowanego kalendarium emisji dochodowość 10-latk wzrosła w ubiegłym tygodniu o 15 bps do 1,42%. Krótki koniec krzywej zwiększył natomiast o 5 bps do 0,55%. Dominację czynników lokalnych potwierdza fakt, iż w tym czasie wycena obligacji na rynkach bazowych była stabilna.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Po zwyciężeniu dochodowości długu w ubiegłym tygodniu w najbliższych dniach spodziewamy się stabilizacji, a nawet niewielkiego spadku rentowności skarbowych papierów wartościowych. Podobnie jak przed tygodniem, tak i teraz uważamy, iż zadecyduje o tym czynnik lokalny. O ile w ubiegłym tygodniu dominująca na wycenie była rozbudowana emisja obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa, to w tym tygodniu presję na wzrost dochodowości zdejmować może Narodowy Bank Polski i jego - zaplanowany na czwartek - odkup obligacji. Źródłem zmienności będzie ponadto wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej. O ile w ostatnich tygodniach retoryka wypowiedzi przedstawicieli Rady - w tym tych postrzeganych za największych gołębi - jest mniej łagodna, to mając w pamięci ostatnie posiedzenia jednoznacznie cięcia stóp procentowych wykluczyć nie można. Emocje potęguje ponadto nieszablonowa decyzja o przełożeniu publikacji opisu z kwietniowego posiedzenia Rady na czerwiec. Standardowo jednak wpływ polityki pieniężnej będzie bardziej uwidoczniiony w notowaniach krótkiego końca krzywej aniżeli 10-latk. Wzorem ubiegłych tygodni nie spodziewamy się natomiast, by źródłem zmienności mogły być publikacje danych makro, czy notowania rynków bazowych.
10Y DE (%)	Wycena niemieckiej 10-latk od kilku tygodni jest dość stabilna, choć w najbliższych dniach może się to zmienić. Wiele zależeć będzie od wyniku szczytu Unii Europejskiej, jaki jest zaplanowany na ten tydzień. Ma na nim zostać przedstawiony projekt europejskiego budżetu na lata 2021-2027, w który wpisany ma być plan ożywienia gospodarki. W przyszłym tygodniu natomiast odbędzie się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, na którym bank rozważać będzie dostosowanie dotychczasowych narzędzi.
10Y US (%)	Wycena Treasuries jest stabilna. Zmienić tego nie powinny także piątkowe wypowiedzi prezesa Fed, który najpewniej powtórzy dotychczasową retorykę.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 25 maja					
Dzień wolny od pracy	UK/USA				
08:00 PKB finalne r/r	Niemcy	Q1	0.2%	-1.9%	
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Maj	74.3		
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Kwiecień	11.8%	12.1%	12.1%
Wtorek 26 maja					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Kwiecień	5.4%	5.7%	
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Maj	0.9%	0.9%	
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Kwiecień	627k	500k	
16:00 Indeks Conference Board	USA	Maj	86.9	85.5	
Środa 27 maja					
Szczyt Unii Europejskiej	UE				
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA	22 maja	-2.6%		
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Maj			
Czwartek 28 maja					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Maj	0.5%	0.5%	0.5%
14:00 Inflacja CPI	Niemcy	Maj	0.9%		
14:30 PKB r/r rew.	USA	Q1	2.1%	-4.8%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Kwiecień	-15.3%	-15.0%	
14:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	22 maja	2438k		
16:00 Indeks podpisanych umów kupna domów m/m	USA	Kwiecień	-20.8%		
Piątek 29 maja					
10:00 PKB r/r rew.	Polska	Q1	3.2%	1.9%	1.9%
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Maj	0.4%		
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Maj	71.8	73.7	
Poniedziałek 01 czerwiec					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Maj	31.9		
14:00 Opis posiedzenia RPP	Polska	Kwiecień			

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	-5,8	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 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.