

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

22 czerwca 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

Początek tygodnia rozpoczyna się dość spokojnie, choć nastroje na rynkach finansowych są umiarkowanie negatywne. Obawy dotyczące największego jednodniowego tempa nowych zachorowań na koronawirusa na świecie - Światowa Organizacja Zdrowia szacuje je na 181 tysięcy - częściowo neutralizowane są przez rozluźnianie restrykcji w Europie. W takim otoczeniu kurs EUR/PLN stopniowo przesuwać się powinien w kierunku 4,4850. Większej niż dziś zmienności spodziewamy się jutro, gdy poznamy szereg interesujących danych z gospodarki europejskiej.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

### Pierwsze czerwcowe dane z europejskiej gospodarki

W tym tygodniu opublikowane zostaną wstępne odczyty indeksów PMI dla przemysłu i usług strefy euro za czerwiec. Spodziewany jest ich dalszy wzrost, czemu sprzyjać będzie dalsze znoszenie lockdownu oraz odblokowywanie europejskiej gospodarki. Niemniej jednak w dalszym ciągu utrzymywać się one będą na poziomach recesyjnych, wskazując na silny wpływ pandemii na europejską gospodarkę. Poza danymi o indeksie PMI, w tym tygodniu opublikowany będzie także indeks Ifo, pokazujący nastroje w niemieckiej gospodarce.

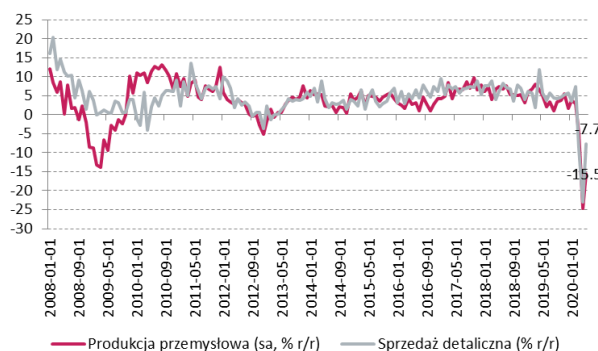
### W najbliższą niedzielę wybory prezydenckie w Polsce

W najbliższą niedzielę odbędzie się pierwsza tura wyborów prezydenckich. Według ostatnich sondaży zwycięzcą pierwszej tury będzie obecnie urzędujący prezydent Andrzej Duda, a także Rafał Trzaskowski. Wyniki wyborów w II turze, która odbędzie się w połowie lipca, obarczone jest większą niepewnością, ponieważ poparcie dla kandydatów jest zbliżone. Wyniki pierwszej tury zapewne nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe, natomiast wybory mogą mieć potencjalnie istotny wpływ na obraz sceny politycznej w Polsce, jeśli w wyborach II tury miałyby dojść do zmiany w Pałacu Prezydenckim.

### W czwartek publikacja minetek EBC

W czwartek opublikowany zostanie protokół z ostatniego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Nie powinien on budzić wielu emocji, choć może przybliżyć argumenty za zwiększeniem skali nadzwyczajnego programu skupu aktywów w czasie pandemii (PEPP) oraz perspektyw jego realizacji.

## Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Odmrożenie gospodarki w maju przyniosło wyraźną odbudowę aktywności ekonomicznej, w niektórych obszarach gospodarki miała ona wręcz spektakularne tempo. Lepsze wyniki gospodarki w maju dają szansę na mniejszą niż szacowaliśmy dotychczas skalę spadku PKB w 2Q. Druga połowa roku przyniesie dalsze wychodzenie gospodarki z kryzysu, jednak ze względu na wciąż obecną pandemię, będzie ono następowało stopniowo.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4501	0,3%
USD/PLN	3,9708	0,7%
CHF/PLN	4,1758	0,6%
EUR/USD	1,1207	-0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,23	-1
WIBOR 3M	0,27	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,18	-6
5Y	0,74	-7
10Y	1,35	0

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,30	-3
5Y	0,50	-8
10Y	0,82	-7

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,44	1
US 10Y	0,69	1

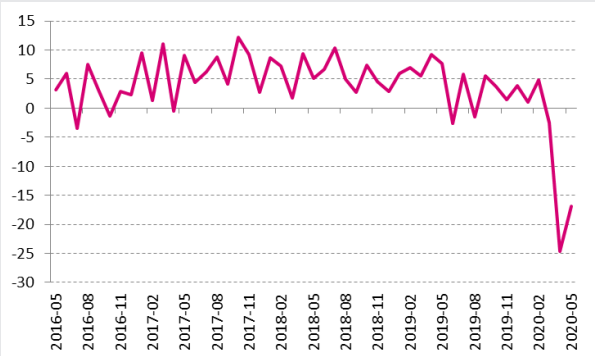
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	50670,1	1,0
S&P 500	3097,7	1,9
Nikkei 225	22478,8	0,8

Źródło: Refinitiv

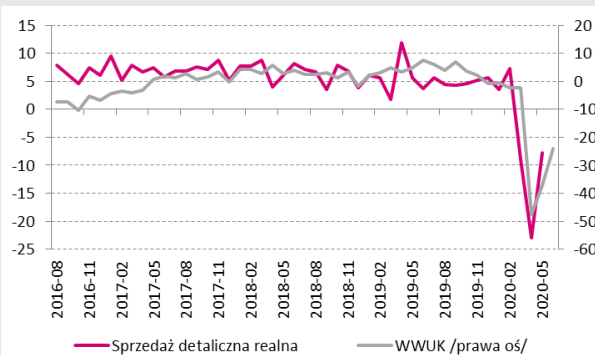
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

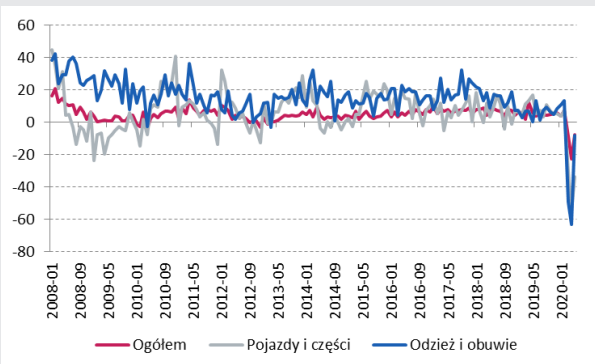
### Produkcja przemysłowa w Polsce [% r/r]



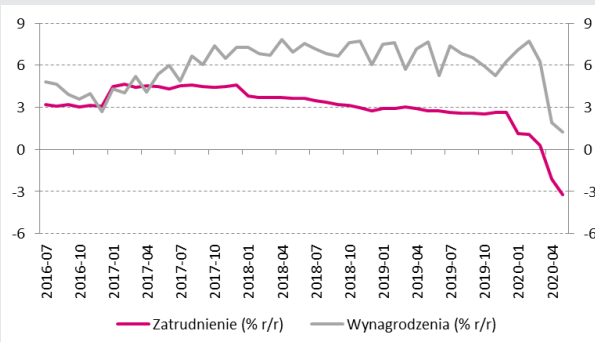
### Sprzedaż detaliczna [% r/r] i WWUK [pkt]



### Inflacja w Polsce [% r/r]



### Zatrudnienie i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



### W maju polska gospodarka odbija się od dna

Dane z krajowej gospodarki za maj wskazują na odbijanie się od dna osiągniętego w kwietniu. W niektórych obszarach skala odbicia ma dynamiczny charakter, jednak w porównaniu z ubiegłym rokiem poziom aktywności ekonomicznej pozostaje wyraźnie niższy niż przed rokiem.

W maju spadek produkcji przemysłowej wyhamował do 17,0% r/r z 24,6% r/r w kwietniu, a w porównaniu z kwietniem produkcja wzrosła o 10,1% m/m. Pomimo wyraźnego odbicia, produkcja w pierwszych pięciu miesiącach tego roku była o 7,9% niższa niż rok wcześniej. Znoszenie lockdownu wsparło aktywność krajowego przemysłu, szczególnie w przetwórstwie przemysłowym, choć produkcja we wszystkich kategoriach dóbr była niższa niż przed rokiem. Najmniejszy spadek zanotowano w przypadku produkcji dóbr konsumpcyjnych nietrwałych (-8,7% r/r), co wiąże się z odbiciem konsumpcji po zniesieniu lockdownu. Wciąż słabo wygląda natomiast produkcja dóbr inwestycyjnych (spadek o 38,4% r/r), co wskazuje na złą sytuację w zakresie inwestycji firm. Największe spadki r/r utrzymały się w produkcji pojazdów samochodowych, przyczep i naczep (-58,0% r/r), choć w skali miesiąca nastąpiło spektakularne odbicie i podwojenie produkcji względem bardzo słabego wyniku z kwietnia. Znoszenie lockdownu przynosi pozytywne skutki ekonomiczne i gospodarka odbija się od dna, jednak cały drugi kwartał przyniesie głęboki spadek PKB.

Odreagowywanie kwietniowego załamania produkcji przemysłowej, a także dalsze odmrażanie gospodarki w czerwcu, przywracające aktywność w sektorze usług, daje szanse na nieco mniejszą skalę spadku PKB w całym 2Q br., który powinien być jednocyfrowy (dotychczas szacowaliśmy spadek o 10,0% r/r). W drugiej połowie roku spodziewamy się dalszego odreagowywania i w skali całego roku podtrzymujemy naszą prognozę spadku PKB o 3,5%.

### Wyraźne odbicie sprzedaży detalicznej w maju

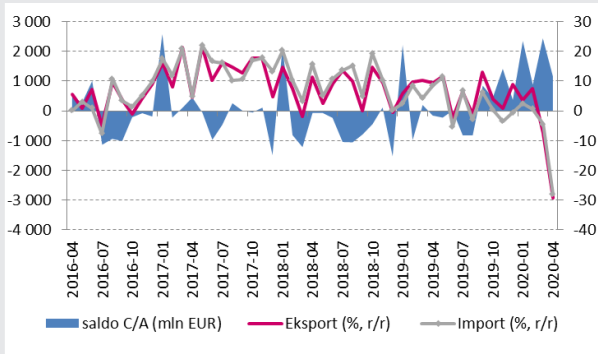
Nieco mniejszą niż szacowaliśmy dotychczas skalę spadku PKB w 2Q sugerują też dane o sprzedaży detalicznej, której spadek w maju wyhamował do -7,7% r/r wobec spadku o 22,6% r/r w kwietniu, co było wynikiem nieznacznie lepszym niż nasze oczekiwania (-8,9% r/r) i wyraźnie powyżej konsensusu na poziomie 12,0%. W skali miesiąca sprzedaż w ujęciu realnym wzrosła o 14,9%, przewyższając grudniowe wrosty w dwóch ostatnich latach. Wyraźna poprawa w stosunku do kwietnia widoczna była w większości kategorii sprzedaży, a w niektórych miała bardzo dynamiczny charakter. Przykładowo, sprzedaż odzieży i obuwia w maju wzrosła o 133,1% m/m natomiast roczny spadek wyhamował do 8,2% wobec spadku o 63,4% w kwietniu. Dwie kategorie sprzedaży miały dodatnie roczne dynamiki, w tym sprzedaż mebli, AGD i RTV, która w maju tego roku była o 14,4% wyższa niż przed rokiem.

Wyraźne odbicie sprzedaży sugerowały już dane z transakcji kartowych, więc opublikowane dane nie są dla nas silnym zaskoczeniem. Pomimo silnego wzrostu, w pierwszych pięciu miesiącach tego roku sprzedaż detaliczna była o 6,2% niższa niż przed rokiem. Szczególnie cieszy wyraźne odbicie sprzedaży dóbr trwałego użytku, choć należy zwrócić uwagę, tak dobre wyniki sprzedaży wiążą się z realizacją zaległego popytu, który nie był realizowany w czasie lockdownu. Większą niepewnością obciążone są perspektywy na przyszłość, które pozostawać będą pod wpływem rosnącego bezrobocia i wyhamowania dynamiki płac. Należy też pamiętać, że wciąż znacznie niższa niż przed rokiem jest zapewne konsumpcja usług. Co prawda wyraźnie odbudowały się usługi fryzjerskie oraz kosmetyczne, jednak znaczna część sektora wciąż odczuwa skutki pandemii. Z tego też względu dane o szerokiej konsumpcji są zapewne słabsze niż wynikałoby z danych o sprzedaży detalicznej.

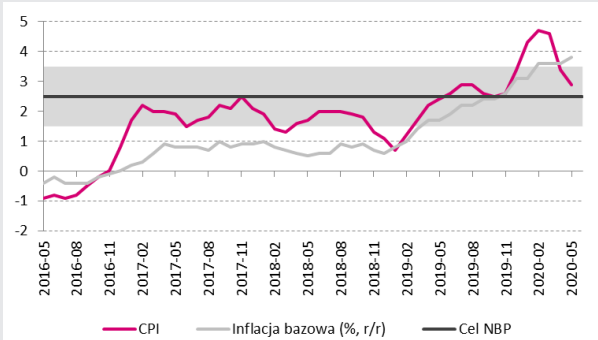
### Zaskakująco słabe dane z rynku pracy w maju

Rynek pracy pozostaje pod negatywnym wpływem pandemii. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw kontynuowało spadki, pomimo odmrażania gospodarki w maju. W minionym miesiącu spadek zatrudnienia pogłębił się do -3,2% r/r z -2,1% w kwietniu. W skali miesiąca ubyło 84,9 tys. etatów (świadomie piszemy, że nie spadek liczby zatrudnionych), natomiast w

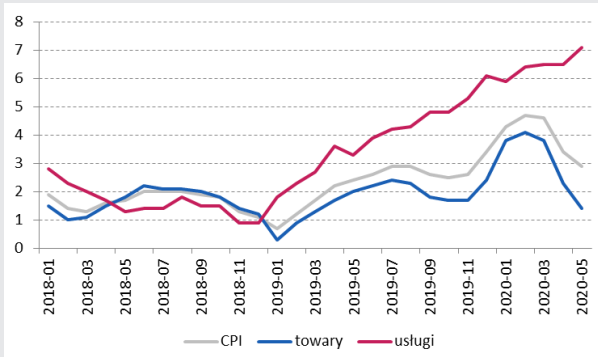
## Dane o bilansie płatniczym



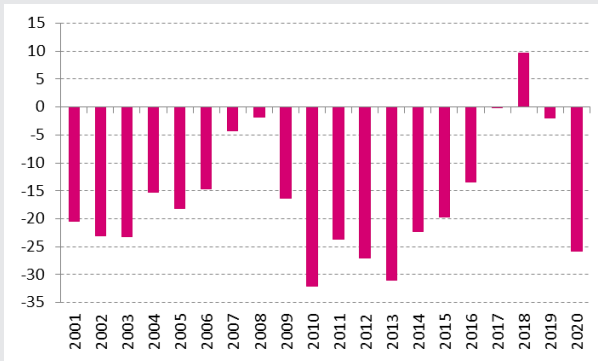
## Inflacja CPI, bazowa i cel inflacyjny [% r/r]



## Inflacja CPI, towarów i usług [% r/r]



## Deficyt budżetu państwa po maju [mld PLN]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

okresie marzec-maj ich spadek wyniósł 272 tys. Skala spadku etatów jest zatem silna i odzwierciedla zarówno redukcję zatrudnienia, zakończenie i nie przedłużanie umów terminowych, a także, a może przede wszystkim, zmniejszanie wymiaru etatów oraz pobieranie przez pracowników zasiłków opiekuńczych, chorobowych, jak również przebywanie na urloпах bezpłatnych. Nie jest dostępna struktura branżowa zmian zatrudnienia, niemniej do pogłębienia spadków liczby etatów mogło przyczynić się rozprzestrzenianie się pandemii w części spółek (m.in. kopalnie) i rosnące wykorzystanie pakietów pomocowych rządu. Z podobnych powodów prawdopodobnie wyhamowała dynamika wynagrodzenia do 1,2% r/r w maju z 1,9% r/r przed miesiącem. W ostatnim czasie docierały mniej pesymistyczne informacje co do prognoz sytuacji na rynku pracy. W szczególności, według badania Polskiego Instytutu ekonomicznego wskazały, iż znacznie obniżył się odsetek firm planujących redukcje zatrudnienia. O ile na początku pandemii cięcie etatów planowało ok. 30% firm, to w ostatniej rundzie badania odsetek ten spadł do 5%. Z tego też powodu wzrost stopy bezrobocia powinien być mniejszy niż wynikałoby ze statystyk zatrudnienia. Sprawne wdrażanie Tarczy Finansowej oraz krótkookresowa pomoc w ramach Tarczy Antykryzysowej sygnalizują, że wzrost stopy bezrobocia może jednak nie być tak znaczący jak nasza prognoza wynosząca 9,0% na koniec 2020 r.

## Pandemia COVID-19 odbija się także na handlu zagranicznym

Dane GUS o wymianie handlowej potwierdziły silny wpływ pandemii na handel zagraniczny. Eksport wyrażony w złotych spadł w okresie styczeń-kwiecień o 5,3% r/r, natomiast import o 5,8% r/r. W samym kwietniu natomiast spadek eksportu wyniósł 26,0%, zaś importu o 24,9%. Eksport do naszego głównego partnera handlowego - Niemiec - spadł w kwietniu o 78,2% r/r, wskazując załamanie wymiany handlowej w okresie lockdownu. W kolejnych miesiącach, w ślad za odmrażaniem gospodarki wymiana handlowa powinna odbudowywać się, jednak globalny charakter recesji będzie ograniczał tempo odbicia w tym roku.

## Presja inflacyjna w cenach konsumenta nie słabnie

Inflacja bazowa mierzona jako CPI z wyłączeniem cen żywności i energii wzrosła w maju do 3,8% r/r z 3,6% r/r miesiąc temu. Dane odzwierciedlają wzrost cen niektórych usług w związku z pandemią COVID-19 (fryzjerzy, usługi medyczne). Może to być również w pewnym stopniu skutkiem problemów z pomiarem niektórych cen. W perspektywie średniookresowej oczekujemy stopniowego spadku inflacji, jednak wzrost cen żywności (z powodu suszy) będzie spowalniał tempo dezinflacji.

## W czerwcu bez zmian w polityce pieniężnej w Polsce

Na czerwcowym posiedzeniu RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Podtrzymany został także program skupu obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez skarb państwa na rynku wtórnym w ramach operacji strukturalnych. Czas i skala operacji będą zależeć od warunków rynkowych. Konferencja po posiedzeniu nie odbyła się, a w opublikowanym na stronie internetowej komunikacie Rada napisała, że działania podejmowane przez NBP zmniejszają ryzyko spadku inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. RPP oczekuje kontynuacji ożywienia w najbliższym czasie, czemu sprzyjać będą dalsze znoszenie restrykcji związanych z pandemią oraz działania ze strony polityki gospodarczej. **Nowym elementem komunikatu jest zwrócenie uwagi na kurs walutowy, gdyż w ocenie Rady tempo ożywienia gospodarczego może być ograniczane przez brak wyraźnego dostosowania kursu do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej.** Wskazuje to, iż osłabienie waluty było jednym z ważnych celów agresywnego złagodzenia polityki pieniężnej. Jeśli więc złoty będzie zyskiwał na wartości to nie można wykluczyć, iż RPP zdecyduje się na jakąś formę interwencji. W uwarunkowaniach zerowych stóp procentowych to kanał kursu walutowego będzie skuteczniejszym i szybszym kanałem oddziaływania na gospodarkę. W komunikacie nie ma wskazówek dotyczących perspektyw stóp proc., jednak podtrzymujemy naszą ocenę, iż w kolejnych miesiącach stopy będą utrzymywane na niezmiennym poziomie. Ewentualne korekty w polityce pieniężnej dotyczyć będą programu luzowania ilościowego, choć należy wskazać, że NBP nie podał ani horyzont czasowego, ani docelowej wartości wartości programu skupu.

## Deficyt budżetu państwa narasta

Deficyt budżetu państwa po maju wyniósł 25,88 mld PLN wobec 18,9 mld PLN deficytu po kwietniu. Budżet pozostaje pod negatywnym wpływem kryzysu związanego z pandemią, choć odmrażanie gospodarki wpłynęło na częściową odbudowę wpływów podatkowych. Dochody podatkowe były w pierwszych pięciu miesiącach tego roku o 9,5% niższe niż w roku ubiegłym, a w samym maju spadły o 18,1% r/r (w kwietniu spadek wyniósł 31,5% r/r). Wciąż najsilniej spadają wpływy z podatków dochodowych CIT i PIT, choć również w ich przypadku widoczne jest wyhamowanie w porównaniu z kwietniem. O 11% wyższe niż przed rokiem były natomiast wydatki. Kryzys będzie wywierał silną presję na wzrost deficytu budżetowego, który będzie znacznie wyższy niż zakładano w ustawie. Nowelizacji budżetu oczekiwać należy w 3Q br. **Należy przy tym zwrócić uwagę, że znaczna część wydatków na walkę ze skutkami pandemii realizowana jest poza budżetem centralnym, część nawet poza systemem finansów publicznych (np. Fundusz Przeciwdziałania COVID w BGK).** Wyższy deficyt jest nieunikniony, ponieważ narzędzia polityki fiskalnej, które skutecznie wspierają gospodarkę w czasie pandemii (w tym w szczególności Tarcza Finansowa PFR) pogarszają jednak przejrzystość finansów publicznych.

## Estoński CIT w Polsce?

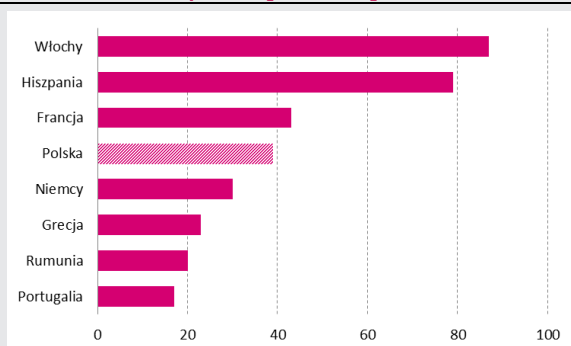
Rząd zapowiedział wprowadzenie od 2021 r. tzw. „estońskiego” CIT-u, którego celem miałyby być podniesienie stopy inwestycji o 2 pkt. proc. i utworzenie 120 tys. miejsc pracy. Koncepcją tego rozwiązania jest zwolnienie firm o obrotach do 50 mln zł PLN z obowiązku płacenia podatku CIT, tak długo, jak nie będą wypłacać zysków. Koszt dla finansów publicznych szacowany jest na ok. 5 mld PLN. To ciekawe rozwiązanie, które potencjalnie mogłoby wesprzeć inwestycje, jednak może okazać się mało efektywne w warunkach kryzysu i pandemii.

## Makro - zagranica

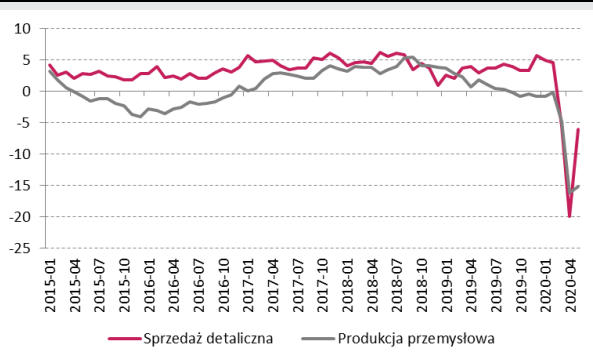
### Dzienny przyrost zachorowań na COVID-19 na świecie



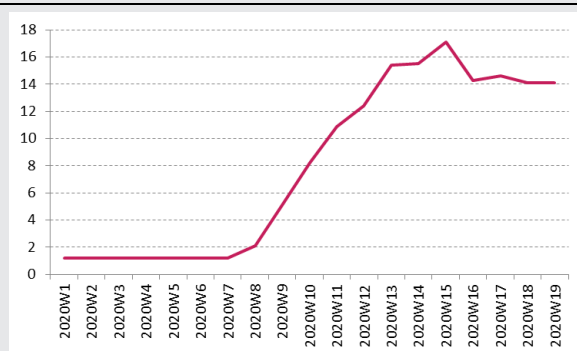
### Propozycja Komisji Europejskiej podziału środków w ramach Planu Wsparcia [mld EUR]



### Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w USA [% r/r]



### Stopa bezrobocia rejestrowanego w USA [%] \*



\* w1, w2, ... - poszczególne tygodnie roku  
Źródło: Macrobond, Komisja Europejska

### Nowe rekordy zachorowań na COVID-19 na świecie

Epidemia COVID-19 na świecie nie traci na sile. W niedzielę 21.06.2020 odnotowano największy dzienny przyrost na świecie nowych zachorowań od początku pandemii, który wyniósł ponad 182 tys., a łączna liczba potwierdzonych przypadków przekroczyła 9 mln. Z powodu pandemii na całym świecie życie straciło już blisko 0,5 mln osób. Najmocniejsze postępy pandemii odnotowywane są na półkuli zachodniej: (USA, Brazylii oraz w Chile, Meksyku i Peru) oraz w Indiach i Rosji. Ostatni tydzień przyniósł także przyspieszenie wzrostu liczby potwierdzonych przypadków COVID-19 w Niemczech oraz w Hiszpanii, co może wynikać ze stopniowego znoszenia lockdownu.

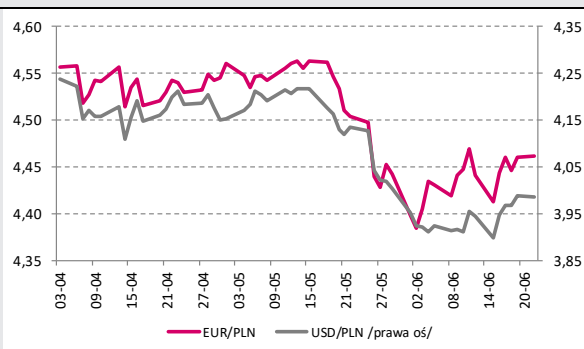
### Niewielki postęp w negocjacjach budżetowych UE

W piątek odbył się szczyt Unii Europejskiej poświęcony wieloletniej perspektywie finansowej Wspólnoty na lata 2021-2027 oraz Planowi wsparcia gospodarki po pandemii COVID-19, których wartość wstępnie zakładano odpowiednio na poziomie 1,85 bln EUR i 750 mld EUR. Szczyt przeprowadzony w formie wideokonferencji nie przyniósł żadnego przelomu. Kraje członkowie podkreśliły konieczność stanowczej odpowiedzi na skutki pandemii oraz różnice w poglądach dotyczących Planu wsparcia gospodarki. Przypomnijmy, że „na stole” jest propozycja Komisji Europejskiej, według której 500 mld EUR zostałyby przekazane w formie grantów dla regionów i branż najsilniej dotkniętych przez pandemię. 250 mld EUR miałyby być natomiast przeznaczone na pożyczki o korzystnym oprocentowaniu. Finansowanie programu miałyby pochodzić ze wspólnie emitowanego przez Komisję Europejskiego długu. Kwestia ta pozostaje najważniejszą „kością niezgodną”, gdyż „oszczędna czwórka”: Austria, Dania, Holandia i Szwecja, silnie przeciwstawia się, aby podatnicy w tych krajach częściowo finansowali program grantów. Ponadto, nierozstrzygniętym zagadnieniem pozostają ewentualne obwarowania pomocy w ramach programu. Powyższe kraje opowiadają się za ich wprowadzeniem, zwłaszcza w przydziale grantowym. Niemniej propozycja bezwarunkowych grantów, popierana przez Niemcy, Francję, Włochy oraz Hiszpanię zapewne „przejdzie”, a głównym elementem trudnych negocjacji będzie kwota programu. Negocjacje będą kontynuowane w połowie lipca, podczas szczytu, gdy już osobiście spotkają się przedstawiciele krajów UE. Trudno jednak spodziewać się, że za niespełna miesiąc uda się osiągnąć porozumienie, a rozmowy przeciągną się najpewniej do jesieni tego roku.

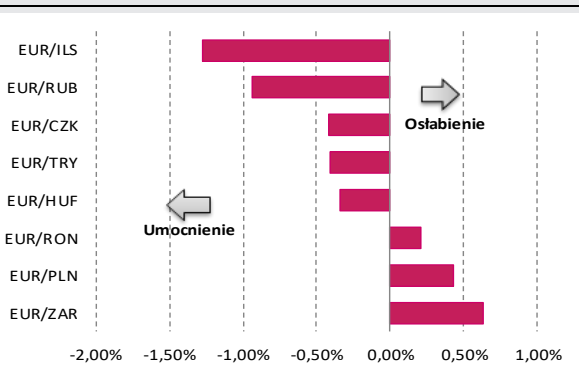
### Gospodarka amerykańska budzi się do życia.

Sprzedaż detaliczna w USA wzrosła w maju o 17,7% m/m (najsilniej w historii), po gwałtownym, na spadku o 14,7% m/m w kwietniu, gdy w mocy pozostawały ograniczenia życia społeczno-gospodarczego wprowadzone dla przeciwdziałania pandemii COVID-19. To znacznie lepszy od oczekiwań odczyt, pokazujący silne odbicie konsumpcji po zniesieniu lockdownu. Jednak w odniesieniu do maja ub. roku była niższa o 6,1% r/r. Natomiast produkcja przemysłowa w USA w maju nie zaskoczyła pozytywnie. Wzrosła ona o 1,4% m/m po spadku o 12,5% m/m. W ujęciu r/r dynamika wyniosła natomiast -15,3% r/r wobec -16,2% r/r w kwietniu. Nadal na aktywności w sektorze wytwórczym odbija się ograniczenie działalności w amerykańskim przemyśle motoryzacyjnym. Najbliższe miesiące powinny przynieść poprawę koniunktury wraz z dalszym znoszeniem restrykcji i budzeniu się do życia sektora usługowego. Niemniej perspektywy na najbliższe miesiące będą zbliżone do danych za maj - sektor przemysłowy będzie cierpieł bardziej niż handel. W nieco dłuższym horyzoncie aktywności w tych dwóch sektorach powinna zbiegać do siebie. Z jednej strony bowiem zwiększający się handel światowy i zmniejszenie blokad w łańcuchach dostaw sprzyjać będą poprawie aktywności w przemyśle, a słabe oczekiwania dla amerykańskiego rynku pracy, w tym ograniczona poprawa bezrobocia i obniżona dynamika wynagrodzeń będą hamowały odbicie sprzedaży detalicznej. Podsumowując, pomimo pozytywnej niespodzianki w handlu detalicznym PKB w USA w 2Q br. bardzo silnie się obniży, nawet o kilkadziesiąt procent r/r. W kolejnych kwartałach gospodarka USA powinna stopniowo się odbudowywać.

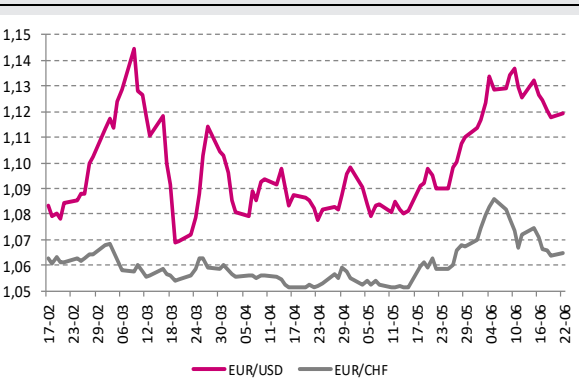
## Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



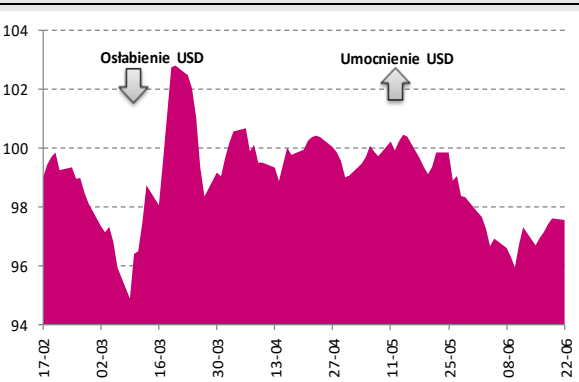
## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



## Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



## Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

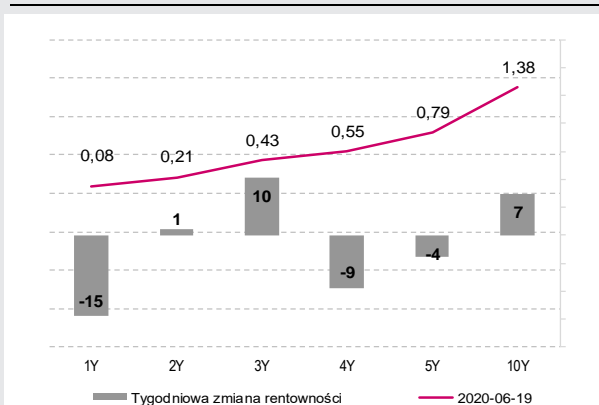
## Rynek walutowy

W minionym tygodniu złoty tracił na wartości, czym negatywnie wyróżniał się spośród pozostałych walut regionu. Kurs EUR/PLN zwiększył w omawianym okresie o około 0,5% co nie jest silnym osłabieniem polskiej waluty. Należy jednak podkreślić, iż w ubiegłym tygodniu pozytywnie na wartość złotego wpłynęły wypowiedzi ministra finansów, który stwierdził, że polska waluta jest zbyt słaba. Wypowiedź ta była o tyle zaskakująca, iż wcześniej Rada Polityki Pieniężnej w swoim komunikacie po czerwcowym posiedzeniu - po raz pierwszy odniosła się do wartości złotego - stwierdzając, że brak osłabienia złotego jest jednym z czynników hamujących ożywienie w Polsce. Traktujemy to - obok wcześniejszych wypowiedzi członków RPP - jako sygnał zaniepokojenia niedawnym zbyt silnym umocnieniem złotego. Na rynkach globalnych ubiegły tydzień upłynął pod znakiem wzrostu awersji do ryzyka, co widoczne było między innymi we wzroście notowań dolara i franka, czyli walut z grupy tzw. bezpiecznych przystani.

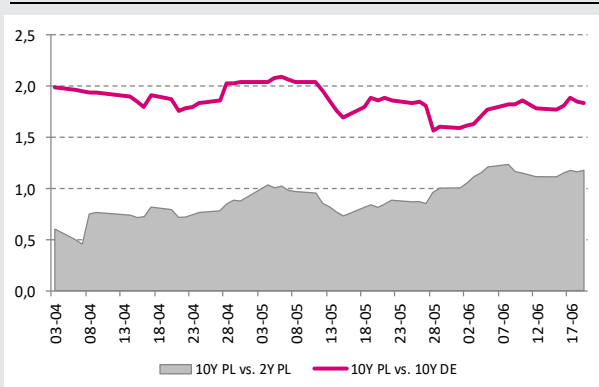
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Bariera 4,47 PLN za EUR jak dotąd skutecznie broni notowania przed nadmiernym wzrostem. Przypisać jednak należy, iż dwukrotnie wyraźnym wsparciem dla wartości złotego - ratującym go przed wybiciem powyżej wspomnianego poziomu - były czynniki krajowe. Raz była to wypowiedź ministra finansów, który stwierdził, iż złoty jest zbyt słaby. Dziś natomiast od bariery oddaliły go lepsze od oczekiwań dane dotyczące odbicia sprzedaży detalicznej w maju. Nie spodziewamy się natomiast, by w kolejnych dniach polskiej walucie udało się ochronić przed osłabieniem. Warunkiem koniecznym do kontynuacji wzrostu notowań kursu EUR/PLN będzie utrzymywanie obaw dotyczących drugiej fali zachorowań na COVID-19 na świecie, o co przy najnowszych informacjach wskazujących na rekordowe dzienne liczby zachorowań na świecie nie powinno być trudno.
USD/PLN	↑	Oczekiwane pogorszenie sentymentu inwestycyjnego powinno wspierać wartość dolara, a także - jak piszemy powyżej - przeceniać polską walutę. W rezultacie, zakładamy, iż w najbliższych dniach notowania USD/PLN będą zwiększać w kierunku psychologicznej bariery 4,00 a nawet będzie próbował ją naruszyć.
EUR/USD	↓	Wzrost awersji do ryzyka motywowany obawami o drugą falę zachorowań na COVID-19 będzie wspierał dolara jako aktywa safe-haven, choć w naszej ocenie z uwagi na fakt, iż sytuacja epidemiczna w Stanach Zjednoczonych jest niepokojąca (Floryda zanotowała najwyższą liczbę dziennych zachorowań od początku pandemii), a w Europie rozluźniają się restrykcje (pozytywne dla euro) przestrzeń do spadku eurodolara jest ograniczona. W naszej ocenie brak jest w tym tygodniu na tyle istotnych wydarzeń makroekonomicznych, by mogły one w istotny sposób przekładać się na notowania eurodolara. Z tego powodu informacje dotyczące pandemii uważamy w tym tygodniu za kluczowe dla sentymentu inwestycyjnego na świecie.

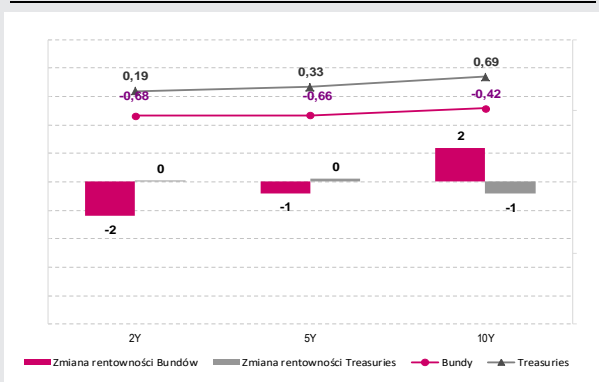
## Rentowność obligacji krajowych [%]



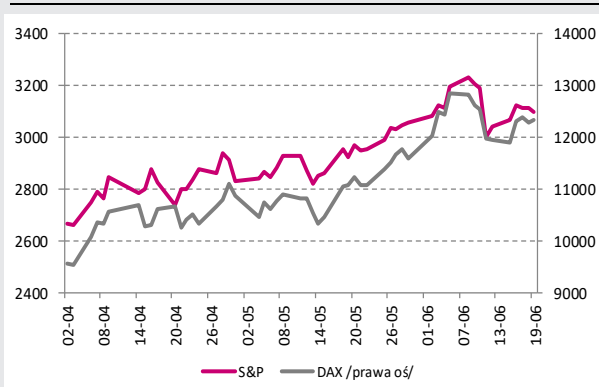
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



## Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

## Rynek obligacji

Dochodowość obligacji krajowych w ubiegłym tygodniu była dość zmienna. Świadczą o tym chociażby spore spadki krótkiego końca krzywej, czy niewielkie wzrosty obligacji 10-letnich. Wydarzeniem tygodnia na rynku pierwotnym była sprzedaż 10-letnich obligacji przez Bank Gospodarstwa Krajowego o wartości około 4,2 mld PLN - z czego 47 mln PLN przypadło na sprzedaż dodatkową. Była to piąta emisja BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Dotychczas bank wyemitował na ten cel dług o wartości 42,7 mld PLN wobec planów pozyskania 100 mld PLN. Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, które nie zaskoczyło, nie miało większego wpływu na wycenę skarbowych papierów wartościowych. Na rynkach bazowych zmiany dochodowości nie były duże, a sprzyjała temu między innymi niewielka liczba istotnych danych makroekonomicznych. W rezultacie, podstawowe benchmarki krzywej niemieckiej i amerykańskiej zmieniły się nieznacznie w stosunku do początku minionego tygodnia.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	<p>Problemy krajowego rynku długu pozostają nierozstrzygnięte. Mimo rekordowej i powiększającej się nadpłynności sektora bankowego - sprzedaż 7-dniowych bonów skarbowych NBP wyniosła w miniony piątek 150 mld PLN - rynek długu skarbowego pozostaje mało płynny. Taka sytuacja sprzyja między innymi skokowym zmianom cen. Dotychczas w większym stopniu zaburzała ona wycenę długoterminowego długu, lecz widoczna ona jest - jak pokazuje choćby dzisiejszy dzień - wzdłuż całej krzywej. Do końca półrocza spodziewamy się spadku dochodowości 10-latk. Zdecyduje o tym przede wszystkim sentyment zewnętrzny i próba utrzymania spreadu do Bunda. Nie bez znaczenia, choć z uwagi na przeważające zakupy obligacji nie skarbowych, będzie także kolejny skup długu przez Narodowy Bank Polski, który zaplanowany jest na środę.</p>
10Y DE (%)	<p>Z uwagi na słabsze nastroje rynkowe liczymy się z możliwością spadku dochodowości Bunda w tym tygodniu. Nie powinien być on jednak znaczący, gdyż motywy pogorszenia nastrojów - wzrost liczby zachorowań na COVID-19 - w zdecydowanie większym stopniu dotyczą Stanów Zjednoczonych niż strefy euro, gdzie restrykcje są poluzowywane. Uznajemy zatem, iż w tym tygodniu najbardziej prawdopodobny jest niewielki spadek rentowności 10-latk niemieckiej tj. do -0,45%. Opis z niedawnego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego nie powinien w istotny sposób wpływać na dług w Europie, gdyż nie spodziewamy się w nim informacji odmiennych od tych, które poznaliśmy po posiedzeniu EBC.</p>
10Y US (%)	<p>Bardziej zmienna w naszej ocenie powinna być natomiast wycena Treasuries. Zarówno z powodu negatywnych informacji dotyczących liczby zachorowań na koronawirusa w USA, jak również możliwości wprowadzenia przez Fed kolejnego narzędzia tj. kontroli krzywej dochodowości. Uważamy, iż są to wystarczające argumenty, by oczekiwać spadków rentowności amerykańskiego długu.</p>

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 22 czerwca</b>					
<b>10:00 Sprzedaż detaliczna r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Maj</b>	<b>-22.9%</b>	<b>-12.0%</b>	<b>-8.9%</b>
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Maj	4.35m		
<b>Wtorek 23 czerwca</b>					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Czerwiec	36.6	40.5	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Czerwiec	32.6	39.0	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Czerwiec	39.4	42.5	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Czerwiec	30.5	38.5	
<b>10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Maj</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-2.1%</b>
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Maj	14.0%		
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Czerwiec	0.9%	0.9%	
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Czerwiec	39.8		
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Czerwiec	37.5		
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Maj	623k	630k	
<b>Środa 24 czerwca</b>					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Czerwiec	0.25%	0.25%	
<b>10:00 Stopa bezrobocia</b>	<b>Polska</b>	<b>Maj</b>	<b>5.8%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Czerwiec	79.5	84.5	
<b>Czwartek 25 czerwca</b>					
<b>13:30 Protokół z posiedzenia ECB</b>	<b>EZ</b>	<b>Czerwiec</b>			
14:30 PKB finalne	USA	Q1	2.1%	-5.1%	
14:30 Zamówienie na dobra trwałego użytku m/m	USA	Maj	-17.7%	4.2%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	19 czerwca	1508k		
<b>13:30 Protokół z posiedzenia ECB</b>	<b>EZ</b>	<b>Czerwiec</b>			
<b>Piątek 26 czerwca</b>					
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Maj	10.5%	-3.0%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Maj	-13.6%	2.2%	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Czerwiec	72.3	78.9	
<b>Poniedziałek 29 czerwca</b>					
Brak istotnych publikacji					

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



## Dane i prognozy

	2018	2019	2020	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420
<b>PKB</b>	5,1	4,1	-3,5	4,9	4,7	4,5	3,9	3,2	2,0	-10,0	-5,8	0,0
<b>Stopa bezrobocia</b>	5,8	5,2	9,0	5,8	5,9	5,2	5,1	5,2	5,4	6,5	7,9	9,0
<b>Inflacja CPI (% r/r) **</b>	1,6	2,3	3,2	1,4	1,2	2,4	2,8	2,8	4,5	-	-	-
<b>Ropa naftowa Brent **</b>	71,7	64,6	35,1	72,2	63,3	69,8	62,0	63,4	50,5	30,0	35,0	40,0
<b>Stopa referencyjna (%)</b>	1,50	1,50	0,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,10	0,10	0,10
<b>WIBOR 1M (%)</b>	1,64	1,63	0,65	1,64	1,64	1,64	1,63	1,63	1,14	0,19	0,20	0,22
<b>WIBOR 3M (%)</b>	1,72	1,71	0,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,17	0,20	0,22	0,25
<b>WIBOR 6M (%)</b>	1,79	1,79	0,74	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,19	0,28	0,30	0,30
<b>Obligacja 2-letnia (%)</b>	1,33	1,50	0,90	1,33	1,80	1,62	1,52	1,50	1,55	0,15	0,13	0,10
<b>Obligacja 10-letnia (%)</b>	2,82	2,07	1,60	2,82	2,84	2,39	2,00	2,07	2,10	1,10	1,15	1,20
<b>EUR/PLN</b>	4,30	4,26	4,35	4,30	4,30	4,25	4,37	4,26	4,55	4,50	4,45	4,35
<b>USD/PLN</b>	3,76	3,80	3,92	3,76	3,84	3,73	4,00	3,80	4,15	4,13	4,05	3,92
<b>GBP/PLN</b>	4,79	5,00	4,95	4,79	5,00	4,73	4,93	5,00	5,11	5,10	5,00	4,95
<b>EUR/USD</b>	1,14	1,12	1,11	1,14	1,12	1,14	1,09	1,12	1,10	1,09	1,10	1,11
<b>EURIBOR 3M</b>	-0,36	-0,41	-0,40	-0,36	-0,35	-0,39	-0,42	-0,41	-0,23	-0,35	-0,35	-0,40
<b>LIBOR 3M USD</b>	2,81	1,91	0,35	2,81	2,60	2,32	2,09	1,91	1,35	0,30	0,30	0,35

\* 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.