

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

20 lipca 2020

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

W rozpoczynającym się tygodniu nie ucieknie się od tematu pandemii. Tym bardziej, iż ostatni dzień przyniósł nowy światowy rekord dziennych zachorowań. Wpływ informacji dotyczących COVID-19 pozostanie zatem podstawowym wyznacznikiem nastrojów na globalnych rynkach. Te natomiast mogą się nieco poprawić już dziś. Źródłem optymizmu mogą się bowiem okazać unijne rozmowy na temat warunków programu pomocy finansowej dla dotkniętych recesją państw UE. Przełom w negocjacjach nastąpił dziś rano - po zaprezentowaniu nowej propozycji podziału pieniędzy na bezzwrotne granty i niskooprocentowane pożyczki. Z tego powodu kurs EUR/USD kontynuuje ruch wzrostowy. W przypadku złotego zaś możemy mówić o czasowym zatrzymaniu jego osłabienia do euro. W kolejnych dniach inwestorzy szczególną uwagę zwrócą na odczyty indeksów PMI. Na krajowym rynku długu rozpoczynający się tydzień będzie dość intensywny. Już dziś dług emitować będzie Bank Gospodarstwa Krajowego (13-letnie obligacje za 5 mld PLN). W czwartek przetarg sprzedaży obligacji planuje natomiast Ministerstwo Finansów. W środę z kolei kolejny skup długu na rynku wtórnym przeprowadzi Narodowy Bank Polski.

Najważniejsze dane tego tygodnia

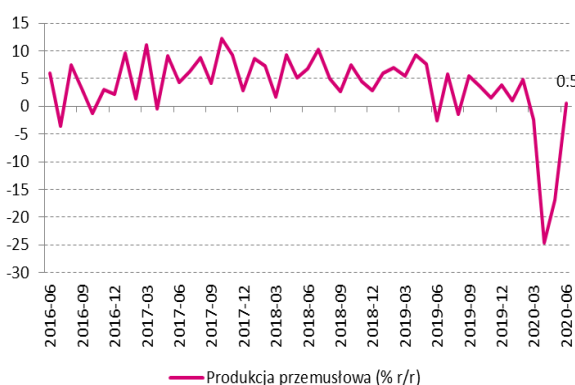
W tym tygodniu dużo publikacji krajowych danych makro

Dane makroekonomiczne nie stanowią głównego czynnika zmienności na rynkach finansowych, którymi są obecnie doniesienia o postępie pandemii COVID-19 oraz polityki mającej przeciwdziałać jej skutkom. W kontekście Polski warto odnotowania w tym tygodniu będą dane z gospodarki realnej w czerwcu: o produkcji przemysłowej (już opublikowane), sprzedaży detalicznej oraz produkcji budowlanej, które dopełnią zestawu publikacji za 2Q br., w którym według naszych obliczeń krajowych PKB spadł najsilniej w historii dostępnych danych o rachunkach narodowych. W tym tygodniu GUS przedstawi także wskaźniki koniunktury za lipiec, które pokażą w jakim stopniu poprawa aktywności gospodarczej kontynuowana jest na początku 3Q br.

Czy zaostrzenie pandemii przełoży się w lipcu na indeksy PMI dla strefy euro?

W piątek poznamy wstępne wyliczenia za lipiec indeksów PMI dla przemysłu i usług w strefie euro. Według konsensusu rynkowego wskaźnik dla przemysłu wzrośnie do 49,5 pkt z 47,4 pkt w czerwcu, a wskaźnik dla usług do 51,0 pkt z 48,3 pkt. Realizacja tych oczekiwań potwierdziłaby kontynuację na początku 3Q poprawy koniunktury w strefie euro. Ryzykiem dla tych oczekiwań jest zaostrzenie pandemii COVID-19 w części obszarów w strefie euro w lipcu.

Wykres tygodnia



W czerwcu produkcja przemysłowa powróciła po raz pierwszy od wybuchu pandemii do wzrostów w ujęciu r/r. Jej dynamika wyniosła +0,5% r/r wobec -17,0% r/r przed miesiącem. Dane te stanowią bardzo pozytywną niespodziankę. Dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy PKB w 2Q br. wynoszącej -9,0% r/r. Dla bardziej precyzyjnego obrazu 2Q br. musimy poczekać na czerwcowe dane o sprzedaży detalicznej i produkcji budowlanej, które zostaną opublikowane w tym tygodniu.

Źródło: Macrobond

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4606	-0,3%
USD/PLN	3,8930	-1,4%
CHF/PLN	4,1476	-1,1%
EUR/USD	1,1457	1,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,23	0
WIBOR 3M	0,25	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,13	0
5Y	0,75	-1
10Y	1,31	-3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,30	-1
5Y	0,57	-3
10Y	0,93	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,43	0
US 10Y	0,62	-3

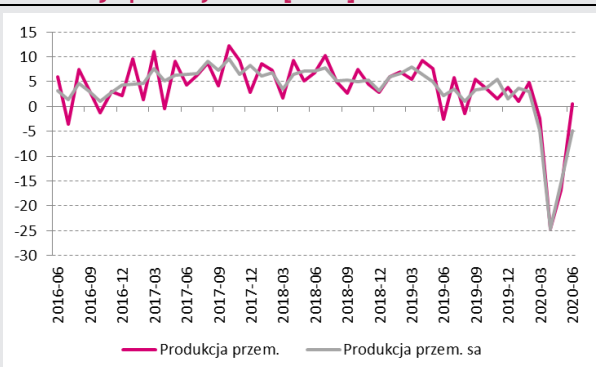
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	51046,5	0,2
S&P 500	3224,7	1,2
Nikkei 225	22696,4	1,8

Źródło: Refinitiv

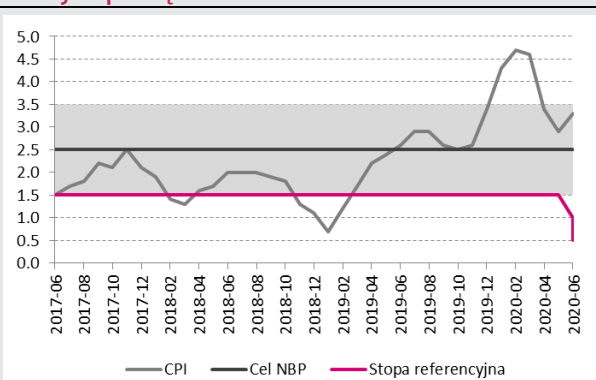
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

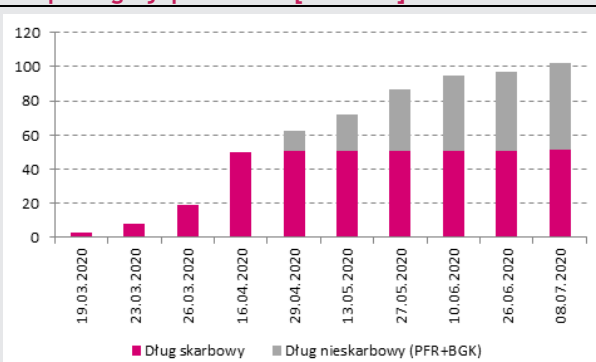
Produkcja przemysłowa [% r/r]



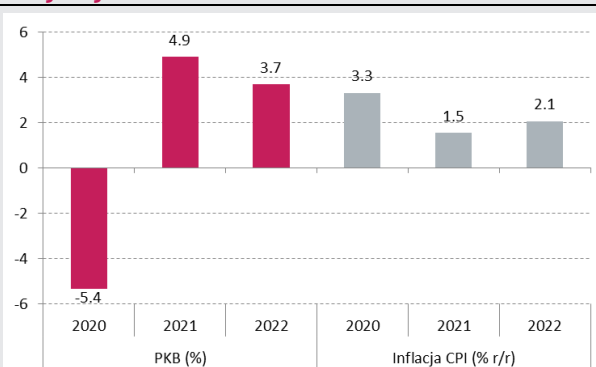
Polityka pieniężna w Polsce



Skup obligacji przez NBP [mld PLN]



Projekcja makroekonomiczna PKB i CPI



Produkcja przemysłowa powróciła w czerwcu do wzrostów r/r. Ale na jak długo?

Produkcja przemysłowa z przytupem zakończyła 2 kw. br. Powróciła ona bowiem w czerwcu do wzrostów w ujęciu r/r - jej dynamika wyniosła +0,5% r/r wobec -17,0% r/r przed miesiącem. Warto zauważyć, że mocne odbicie wspierane było przez czynniki kalendarzowe, gdyż w czerwcu br. było o dwa dni robocze więcej niż w analogicznym okresie ub. roku. Po korekcie sezonowej produkcja przemysłowa spadła o 4,9% r/r po spadku o 15,5% r/r w maju. W ujęciu m/m (bez korekt sezonowych) produkcja przemysłowa odbiła o 13,9% m/m, a więc jeszcze mocniej niż w maju (10,1% m/m). Struktura danych potwierdza dość szeroką poprawę w sektorze przemysłowym w czerwcu. Wzrosty r/r odnotowano bowiem w 21 z 34 działów przemysłu. Najsilniejsze wzrosty r/r miały miejsce w produkcji mebli (+19,3% r/r), wyrobów z drewna, korka, słomy i wikliny (+17,6%), urządzeń elektrycznych (+16,9% r/r), komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (+7,0% r/r). Powyższe sektory są w wysokim stopniu zorientowane na eksport, co jest bardzo dobrą informacją zważywszy, że skala pandemii u najważniejszych partnerów handlowych budzi obawy o kondycję krajowych eksporterów. Pomimo tych pozytywnie zaskakujących informacji można przypuszczać, że w czerwcu część podsektorów odreagowywało przestoje i zrealizowało nie tylko nowe zamówienia, ale także zaległości z poprzednich trudnych miesięcy. Z uspienia budzi się także sektor *automotive*. Produkcja w tym sektorze była w czerwcu niższa niż w tym samym miesiącu 2019 r., ale już tylko o 15,2% r/r (po spadku o 57,9% r/r w maju). Odczyt za czerwiec stanowi niewielkie ryzyko w górę dla naszych szacunków PKB w 2Q br. (-9,0% r/r). Naszym zdaniem należy jednak wstrzymać się z nadmiernym optymizmem i poczekać na odczyty z kolejnych miesięcy. Tym bardziej, że oczekiwania dotyczące przyszłości są bardziej niepewne niż miesiąc temu, ze względu na eskalującą pandemię COVID-19 na świecie. Dotyczy to także najważniejszych partnerów handlowych Polski - strefy euro, gdzie w części obszarów powracają obostrzenia oraz zalecenia zwiększonej samoizolacji konsumentów. Sądzymy zatem, że w nadchodzących miesiącach dynamika produkcji przemysłowej nadal będzie ujemna, co będzie opóźniało powrót całości PKB do wzrostu r/r.

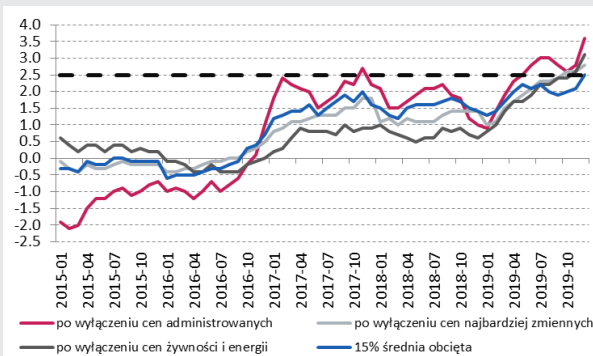
RPP utrzymuje kurs ultra-łagodnej polityki pieniężnej

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała wszystkie stopy procentowe oraz parametry skupu aktywów na niezmienionym poziomie. Decyzja ta jest zgodna z naszymi oczekiwaniami oraz konsensem. W ocenie Rady skala oczekiwanego ożywienia może być ograniczana przez niepewność dotyczącą skutków pandemii, niższe dochody oraz słabsze nastroje. Rada podtrzymała ocenę, iż tempo ożywienia może być ograniczane także przez brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej. Rada w dalszym więc ciągu poświęca wiele uwagi kursowi walutowemu, który w warunkach niemal zerowych stóp procentowych może być bardziej efektywnym narzędziem wpływania na koniunkturę. Rada zapoznała się także z wynikami projekcji PKB i inflacji przygotowanej przez ekspertów NBP, które wskazują na spadek PKB w tym roku o 5,7% oraz wzrost o 4,4% w 2021 r. i o 4,0% w 2022 r. Natomiast ścieżka centralna inflacji jest na poziomie 3,3% w 2020 r., 1,3% w 2021 r. oraz 1,8% w 2022 r. Ścieżka PKB jest bardziej pesymistyczna niż nasze oczekiwania i konsensus rynkowy, wskazując, iż bank centralny oczekuje relatywnie silniejszego wpływu pandemii na gospodarkę. Nastawienie Rady pozostaje łagodne i w naszej ocenie RPP będzie utrzymywała stopy procentowe na rekordowo niskim poziomie przez dłuższy czas. Nie można jednak wykluczyć dalszego jej złagodzenia, szczególnie jeśli na jesieni pojawi się druga fala pandemii. W naszej ocenie jednak ewentualne dostosowania będą dotyczyły głównie programu skupu obligacji skarbowych i papierów z gwarancją skarbu państwa.

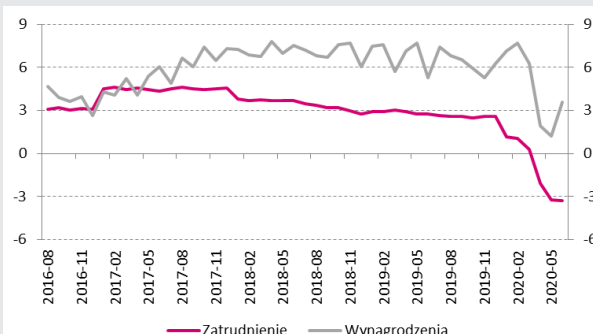
Inflacja bazowa najwyższej od 2001 r.

Inflacja w czerwcu wyniosła 3,3% r/r wobec 2,9% r/r w maju, co było wynikiem zgodnym z szybkim szacunkiem Głównego Urzędu Statystycznego. Czynnikiem działającym w kierunku wyższej inflacji pozostają ceny usług, które zwyżkują w wyniku wzrostu kosztów, a także nasilonego popytu (usługi fryzjerskie, usługi medyczne, turystyka krajowa). Rosną również, choć w

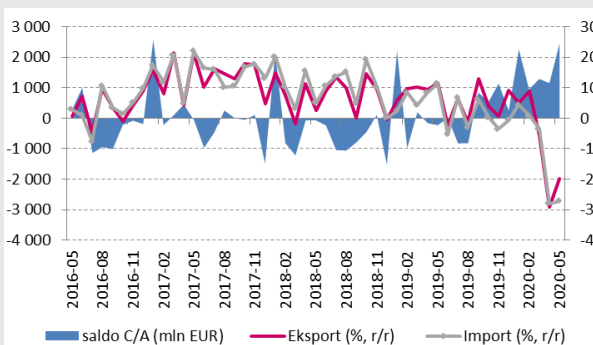
Inflacja bazowa [% r/r]



Rynek pracy w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Dane o bilansie płatniczym [% r/r]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium, PAP, NBP

wolniejszym tempie, ceny towarów. W rezultacie inflacja bazowa, mierzona jako CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 4,1% r/r, poziom najwyższego od grudnia 2001 r. W kolejnych miesiącach inflacja powinna się obniżyć, w ślad za wzrostem bezrobocia i spadkiem dynamiki dochodów. Pomimo głębokiej recesji, spadek inflacji będzie następować wolniej od pierwotnych oczekiwań, na co wpływ mają rosnące w wyniku pandemii koszty świadczenia usług.

Czerwcowe dane z rynku pracy pozytywną niespodzianką

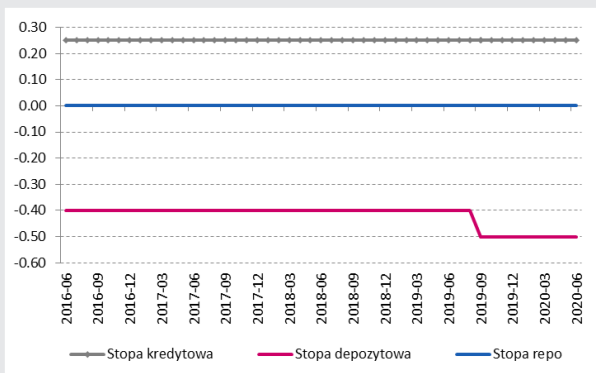
Liczba pełnych etatów w sektorze przedsiębiorstw wzrosła w czerwcu o 11,9 tys. po spadku o ok. 85 tys. przed miesiącem. Dynamika roczna wyniosła natomiast -3,3% r/r wobec -3,2% r/r przed miesiącem. Dane te okazały się pozytywną niespodzianką. Poprawa liczby pełnych etatów wynika z „odmrożenia” w czerwcu gospodarki, co wpłynęło na zwiększenie wymiaru czasu pracy. Również część pracowników, którzy wcześniej przebywali na dłuższych urloпах zdrowotnych, wychowawczych i na kwarantannie są już „z powrotem” klasyfikowani jako zatrudnieni. Jednak tylko ograniczona skala poprawy po kwietniu i maju wskazuje, że nadal część osób straciła w czerwcu zatrudnienie, poprzez nieprzedłużanie umów na czas określony oraz rozwiązywanie umów o pracę. Czerwcowe dane dostarczają zatem pozytywną informację o powrotach pracowników do pracy oraz negatywną, która, naszym zdaniem, dotyczy dalszego rozwiązywania stosunku pracy. Ponieważ dane za czerwiec są w znacznie mniejszym stopniu zaburzone wpływem lockdownu ustawiają one oczekiwania na II połowę roku, w której popyt na pracę będzie słabł, aczkolwiek w stopniu mniejszy niż wydawało się, gdy ogłaszano stan zagrożenia epidemicznego. Dynamika przeciętnej miesięcznego wynagrodzenia wzrosła natomiast do 3,6% r/r wobec 1,2% r/r przed miesiącem. Do przyspieszenia dynamiki płac przyczynił się powrót pracowników do pracy, którzy w kwietniu i maju pobierali świadczenia postojowe, a także, jak wskazuje komunikat GUS, wypłata premii i nagród. Niższa presja na rynku pracy przełoży się na znacznie niższą w II połowie 2020 r. dynamikę płac względem okresu sprzed pandemii.

W maju rekordowa nadwyżka w obrotach towarami z zagranicą

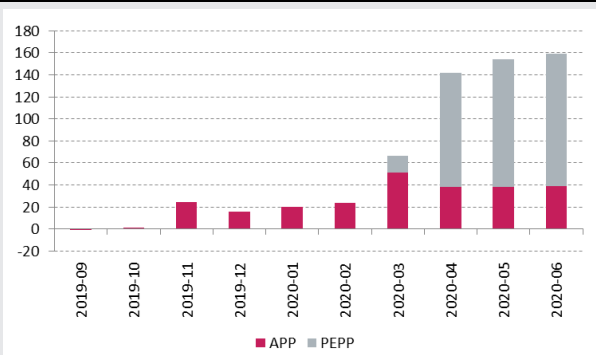
Inflacja Nadwyżka salda obrotów bieżących wzrosła w maju do 2,5 mld EUR z 1,2 mld EUR w kwietniu. Do wzrostu nadwyżki przyczyniło się głównie saldo obrotów towarowych, które zanotowało nadwyżkę do 1,25 mld EUR wobec deficytu 0,05 mld EUR, tj. do najwyższej wartości w historii dostępnych danych. Eksport zdołał nieco odbić w maju wraz ze znoszeniem restrykcji w kraju i za granicą (spadek wyhamował do 19,8% r/r licząc w EUR z -29,1% r/r w kwietniu), natomiast spadek importu w maju okazał się zbliżony do zanotowanego w maju (-27,2% r/r wobec -28,1% r/r przed miesiącem). W maju odżył w szczególności eksport dóbr konsumpcyjnych, co związane jest otwarciem gospodarek za granicą. Do niskiej dynamiki importu przyczynia się spadek wartości importu ropy wynikający z dużo niższych niż przed rokiem cen. W kolejnych miesiącach zarówno eksport, jak i import będą odrabiać straty po pandemii, a wraz z odbiciem konsumpcji saldo handlowe będzie się pogarszać. Według naszych oczekiwań eksport netto będzie nieznacznie obniżał dynamikę PKB w 2020 r.

Makro - zagranica

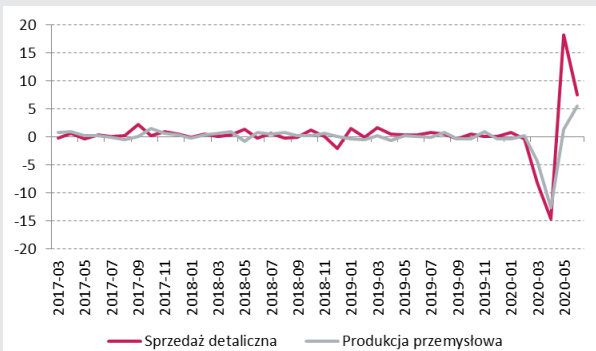
Stopy procentowe w strefie euro [%]



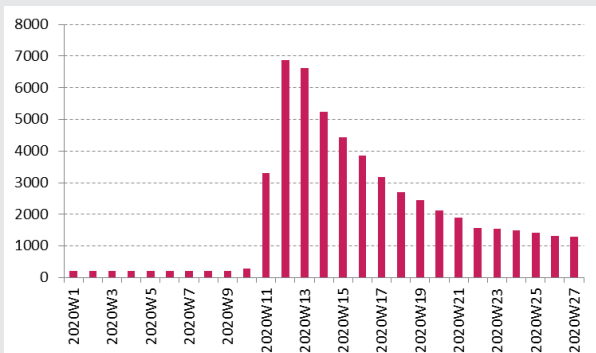
Skup aktywów przez EBC [mld EUR]



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



Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA [tys.]



Jak na razie szczyt UE m.in. w sprawie programu pomocowego bez rozstrzygnięcia

Szczyt poświęcony budżetowi Unii Europejskiej na lata 2021-2027 oraz programowi wsparcia gospodarki po pandemii nie przyniósł jak dotąd ostatecznych ustaleń, czego można było się spodziewać. Najważniejsze kwestie sporne dotyczą skali programu wsparcia gospodarki, warunków otrzymania pomocy w jego ramach, a także powiązania wypłaty środków z przyszłego budżetu Unii Europejskiej z tzw. oceną stanu praworządności. W szczególności oszczędna czwórka: Austria, Dania, Holandia i Szwecja przy wsparciu Finlandii postuluje znaczne zmniejszenie skali części grantowej programu pomocowego (proponując program obejmujący granty jak i pożyczki o korzystnym oprocentowaniu). W niedzielę szef Rady Europejskiej przedstawił propozycję obciążenia części grantowej ze wstępnych 500 mld EUR do 400 mld EUR, co jednak też nie spotkało się z akceptacją krajów „oszczędnych”. Dziś odbędzie się czwarty dzień negocjacji, a unijni przywódcy będą debatować nad najnowszą propozycją, według której część grantowa programu wsparcia miałaby wynosić 390 mld EUR. Rosną szanse na wstępne porozumienie dotyczące programu pomocowego jako że, jak wskazują doniesienia medialne, Holandia zgadza się na tę propozycję podziału środków między granty a pożyczki.

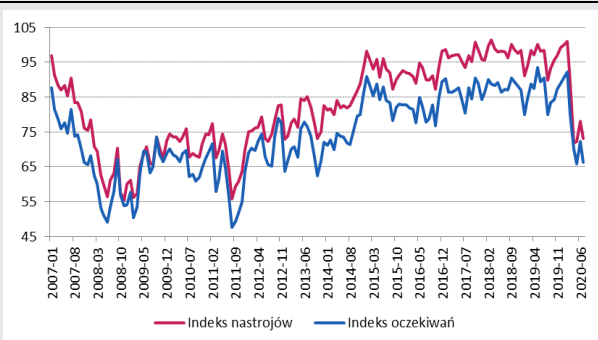
Bez zmian w polityce EBC

Ubiegłotygodniowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego nie przyniosło niespodzianek. Rada prezesów utrzymała dotychczasowe elementy polityki pieniężnej w strefie euro. Główna stopa procentowa kształtuje się zatem na poziomie 0,00%. Podtrzymano również ustalenia dotyczące programu skupu aktywów (APP), który kontynuowany będzie w skali 20 mld EUR miesięcznie z dodatkową transzą wynoszącą 120 mld EUR do końca 2020 r. Ponadto nie dokonano modyfikacji skali (1350 mld EUR) specjalnego Programu zakupu aktywów na czas pandemii (PEPP) oraz parametrów ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO). EBC podtrzymała także forward guidance, zgodnie z którym stopy procentowe pozostaną na obecnym lub niższym poziomie perspektywy inflacji mocno zbliżą się do poziomu wystarczająco bliskiego, ale poniżej 2% r/r. Podczas konferencji po posiedzeniu prezes Ch.Lagarde powiedziała, że „znaczny bodziec monetarny jest nadal niezbędny, aby wesprzeć ożywienie gospodarcze” i o ile nie pojawią się pozytywne zaskoczenia w gospodarce podstawowym scenariuszem jest pełna realizacja PEPP. Zaznaczyła również, że inflacja CPI najpewniej pozostanie niska w średnim okresie, a bilans ryzyk dla aktywności gospodarczej w strefie euro jest negatywny. Ch.Lagarde podkreśliła nadzieje na szybkie uchwalenie programu Komisji Europejskiej wsparcia gospodarki wartego 750 mld EUR. Posiedzenie i konferencja nie zmienia perspektyw ultra-lagodnej polityki pieniężnej w strefie euro. Rada Prezesów będzie oceniała skutki dotychczasowych działań, a ewentualne dostosowania będą najpewniej dotyczyć skali realizacji PEPP. Według oczekiwań rynkowych program ten miałby zostać zwiększony o dodatkowe 500 mld EUR do końca tego roku.

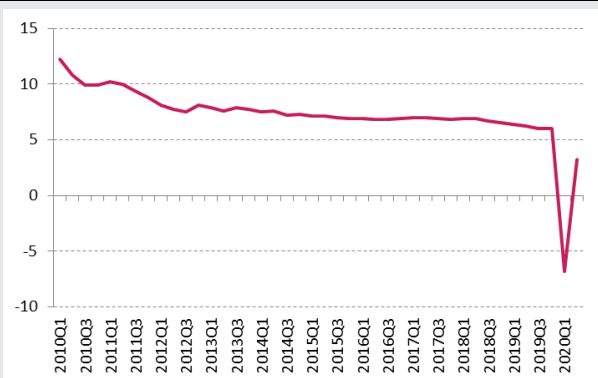
Gospodarka USA kontynuowała odrabianie strat po lockdownie, choć poprawa sytuacji na rynku pracy ulega wyhamowaniu

Sprzedaż detaliczna w USA wzrosła w czerwcu o 7,5% m/m po wzroście o 18,2% m/m w maju, gdy konsumenci odebrali zamrożenie w kwietniu części handlu z powodu postępującej pandemii COVID-19. Dane te wskazują, że handel detaliczny odrobił straty doznane z powodu epidemii, czemu pomaga luźna polityka monetarna i fiskalna, w tym bezpośrednie transfery pieniężne dla gospodarstw domowych. Odbudowujący się popyt konsumpcyjny wspiera także ożywienie produkcji w przemyśle, która w czerwcu wzrosła o 5,4% m/m wobec 1,4% m/m wzrostu w maju, przewyższając oczekiwania rynkowe. Pomimo pozytywnych niespodzianek w sprzedaży i produkcji w ostatnim miesiącu gospodarka USA skurczy się według szacunków Atlanta Fed o 34,5% kw/kw (SAAR), do czego przyczyniał się także sektor usługowy, tworzący niespełna 70% PKB. W kolejnych miesiącach koniunktura w handlu detalicznym i przemyśle powinna się stabilizować, aczkolwiek będzie dużo słabsza niż przed wybuchem pandemii,

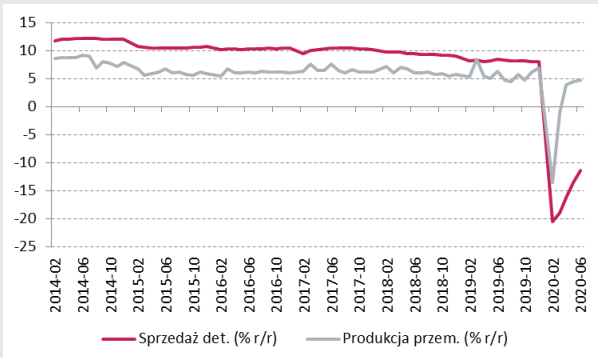
Indeks Uniwersytetu Michigan [pkt]



Wzrost PKB w Chinach [% r/r]



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



* w1, w2 - poszczególne tygodnie roku
Źródło: Macrobond

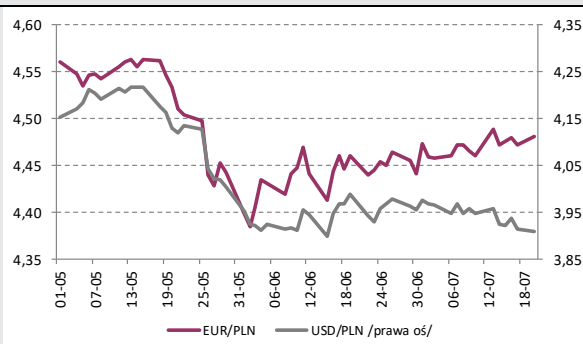
ze względu na trudną sytuację na rynku pracy, której tempo poprawy, jak wskazują dane o nowych wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych, wyhamowuje. Ich liczba w tygodniu kończącym się 10 lipca wyniosła 1300 tys. wobec 1310 tys. przed tygodniem. Dane te wskazują, że zwiększające się przyrosty zachorowań na COVID-19 w stanach nazywanych „Sun Belt” mocno utrudnia dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy w USA jako całości, a także odbijają się na nastrojach konsumenckich. Obrazujący je indeks Uniwersytetu Michigan spadł bowiem w lipcu do 73,2 pkt z 78,1 pkt przed miesiącem.

Chińska gospodarka już rośnie r/r

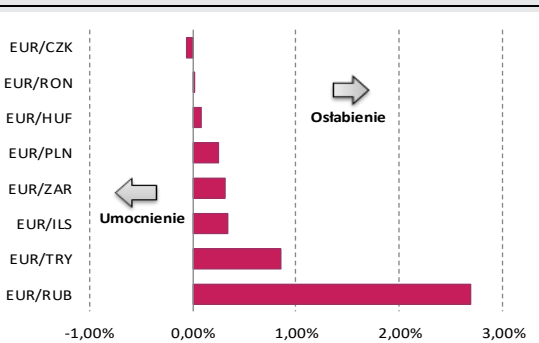
Diametralnie inna sytuacja panuje w Chinach, pierwotnym epidentrum COVID-19. Wzrost gospodarczy w tym kraju w 2Q br. wyniósł +3,2% r/r, wobec -6,8% r/r w 1Q, gdy z powodu pandemii COVID-19 i zamrożenia części działalności biznesowej, odnotowano najniższy odczyt od co najmniej 1992 r. Ponadto w ujęciu kw/kw dynamika PKB po korekcji sezonowej wyniosła +11,5% kw/kw wobec -10,0% kw/kw w 1Q. Dane o PKB potwierdzają odbicie w kształcie litery „V” aktywności gospodarczej w Chinach po pandemii. Napędzane jest ono przez sektor przemysłowy i budowlany, czemu sprzyja realizacja programu inwestycji publicznych chińskiego rządu. Natomiast konsumpcja gospodarstw domowych pozostawała nadal słaba, co stanowi ryzyko dla trwałości odbicia. Niemniej, szybki powrót chińskiego PKB do wzrostu jest bardzo dobrą informacją dla gospodarki światowej.

Rynek walutowy

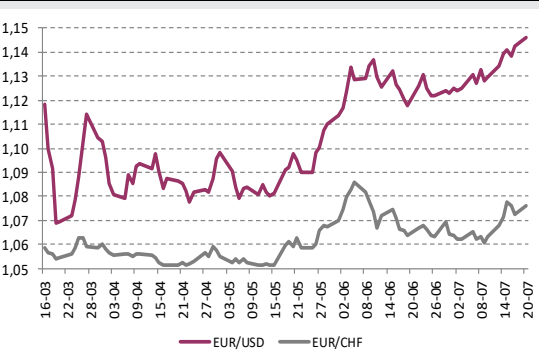
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



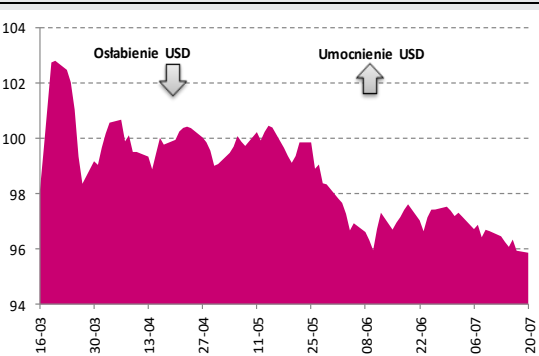
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



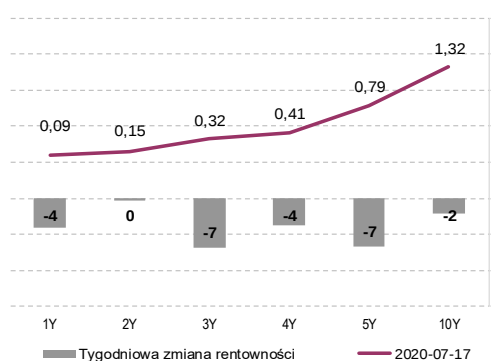
Źródło: Refinitiv

Oczekiwana przez nas presja na osłabienie złotego trwa w najlepsze. Przypisać jednak należy, iż zakres deprecjacji polskiej waluty w ubiegłym tygodniu był niewielki (ruch z poziomu 4,46 do 4,47 na piątkowym zamknięciu i 1% amplituda wahań w ubiegłym tygodniu). Porównywalne zmiany towarzyszyły wycenie pozostałych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Zdecydowanie najgorzej radziły sobie natomiast notowania rosyjskiego rubla, co wiązać można z pogarszającą się sytuacją epidemiczną w Rosji. Kurs EUR/PLN przejściowo wzrósł do poziomu 4,49. W kierunku słabszego złotego niezmiennie oddziałuje sentyment zewnętrzne (niekorzystne z uwagi na COVID-19) oraz negatywne czynniki lokalne. Słabość polskiej waluty generują między innymi komentarze Rady Polityki Pieniężnej w zakresie niewielkiego - w ocenie RPP - osłabienia polskiej waluty w reakcji na agresywne złagodzenie stóp procentowych, czy komentarz agencji Moody's, iż reelekcja prezydenta jest czynnikiem negatywnym dla ratingu z uwagi na m.in. możliwe pogłębienie sporu z UE dotyczącego praworządności w Polsce. Na bazowych rynkach walutowych w omawianym okresie trwała zwyżka eurodolara napędzana słabością dolara (destrukcyjny wpływ rozszerzającej się pandemii w USA), ale i sygnałami możliwego kompromisu w sprawie wieloletniego budżetu Unii Europejskiej i programu pomocy finansowej dla gospodarek UE dotkniętych wpływem koronawirusa. W rezultacie kurs EUR/USD wyrównał tegoroczne maksimum na poziomie 1,1492.

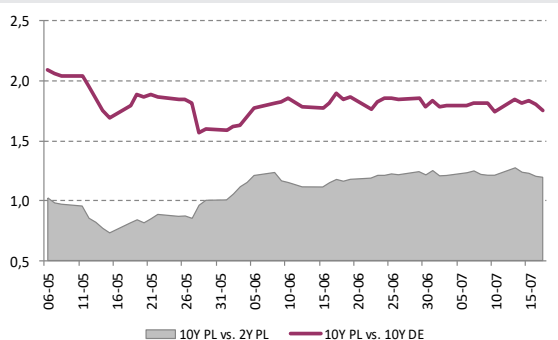
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	W tym tygodniu liczymy na korekcyjne odbicie notowań EUR/PLN, które w ostatnich dniach pozostawały pod presją na zwyżkę. W naszej ocenie zadecyduje o tym możliwe porozumienie w sprawie pomocy finansowej dla gospodarek Unii Europejskiej dotkniętych negatywnym wpływem pandemii (Polska może liczyć na relatywnie spory zastrzyk m.in. bezzwrotnych grantów), a także krajowe dane makro, które jak pokazała dzisiejsza sesja mogą zaskakiwać pozytywnie. W rezultacie oczekujemy, iż kurs EUR/PLN oddali się od niedawnego maksimum, tj. 4,49 i skieruje się w okolice bariery 4,4550. O trwałości umocnienia złotego zadecyduje natomiast sytuacja pandemiczna na świecie, która w naszej ocenie pozostanie niekorzystna i nie pozwoli na głębszą zniżkę kursu EUR/PLN.
USD/PLN	↓	Obok oczekiwanego niewielkiego umocnienia złotego liczymy także na ograniczoną zwyżkę eurodolara. Taka mieszanka zadecyduje natomiast o spadku notowań USD/PLN w najbliższych dniach. Na gruncie technicznego szczególnie istotne może okazać się złamanie bariery 3,8847, co uwalniałoby 3- a w skrajnym scenariuszu nawet 6-groszowy potencjał do zniżki.
EUR/USD	↑	Dotychczasowe przesłanki napędzające zwyżkę kursu EUR/USD mają naszym zdaniem uzasadnienie, stąd oczekujemy kontynuacji wzrostu notowań eurodolara w najbliższych dniach. Nie powinien być on jednak zbyt okazały. Pogarszanie się sytuacji epidemicznej w USA (argument za słabszym dolarem) jest już bowiem w większości w kalkulowane w bieżącą wycenę eurodolara. Podobnie jak prawdopodobne przyjęcie przez Unię Europejską programu pomocy finansowej (pozytywne dla euro). W naszej ocenie przy braku nowych impulsów potencjał do wzrostu eurodolara wygasa w okolicach przedziału 1,1513- 1,1550. Warto również mieć na uwadze „przewrotność” rynków finansowych i możliwość osłabienia euro po ewentualnym porozumieniu w sprawie pomocy finansowej dla państw UE, co wynikać będzie z chęci realizacji zysków zbudowanych na fali oczekiwań na akceptację programu. Spośród wydarzeń stricte makroekonomicznych źródłem zmienności mogą być wstępne dane o indeksach PMI (piątek).

Rentowność obligacji krajowych [%]



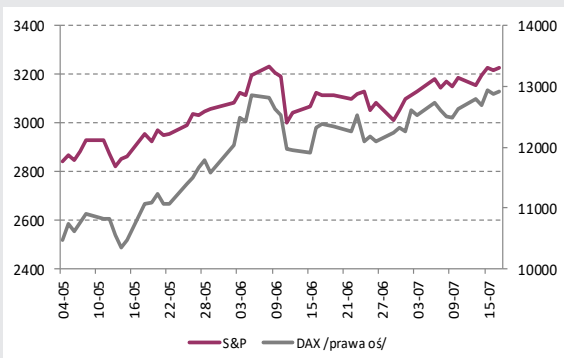
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Niewiele działo się w ubiegłym tygodniu na krajowym rynku długu. Dochodowość obligacji wzdłuż całej krzywej obniżyła się nieznacznie naśladując zachowanie rynków bazowych. W przeciwieństwie do rynku walutowego skarbowe papiery wartościowo pozostawały niewrażliwe na komentarze agencji ratingowej Moody's, która reelekcję prezydenta A.Dudy postrzega negatywnie dla oceny wiarygodności kredytowej Polski, gdyż możliwa jest kontynuacja osłabiania siły instytucjonalnej (jednego ze składników ratingu). Podobnie jak komentarze niektórych członków Rady Polityki Pieniężnej. J.Żyżyński stwierdził, że „póki co, nie ma specjalnej potrzeby (...) obniżyć stóp procentowych, ale można je ściąć do zera w razie potrzeby”. Taki scenariusz - tj. niewielkiej obniżki kosztu pieniądza - jest już bowiem w kalkulowany m.in. przez kontrakty FRA. W marazmie kolejny tydzień tkwiły bazowe rynki długu. Niezwykle trudno jest im obecnie nadać większą zmienność. Pesymizm płynący z przebiegu pandemii nie pozwala zmniejszyć zainteresowania na tzw. bezpieczne aktywa, nawet w sytuacji pozytywnych niespodzianek w danych makroekonomicznych.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) ➡	Ten tydzień mimo dość rozbudowanego kalendarza emisji (dług emituje Bank Gospodarstwa Krajowego i Ministerstwo Finansów), a także kolejnego skupu obligacji na rynku wtórnym przez Narodowy Bank Polski nie zapowiada się specjalnie interesująco. Tak jednak wyglądają notowania skarbowych obligacji już od kilku tygodni. Nie zmieniamy naszych oczekiwań dotyczących krótkiego końca krzywej, który powinien kontynuować mozolny marsz w dół w rentowności wspierany utrzymującą się nadpłynnością sektora bankowego. Obligacje o dłuższych terminach zapadalności natomiast poruszać się będą w rytm rynków bazowych (tu oczekujemy stabilizacji) dążąc do zachowania około 180 bps spreadu pomiędzy polską a niemiecką 10-latką.
10Y DE (%) ➡	Nastroje na niemieckim rynku długu pozostają niezmiennie od kilku tygodni. Kontynuacji trendu bocznego w notowaniach Bunda spodziewamy się także w kolejnych dniach. Bieżąca wycena dobrze oddaje obecną sytuację epidemiczną w Europie oraz oczekiwane zmiany po stronie polityki pieniężnej w strefie euro.
10Y US (%) ➡	Dług amerykański - podobnie jak i europejski - pozostaje względnie stabilny po uprzednim zdyskontowaniu między innymi agresywnego łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed. Nieco więcej zmienności może przynieść posiedzenie Rezerwy Federalnej w przyszłym tygodniu, gdy dyskutowane ma być wprowadzenie kontroli krzywej rentowności (by nie dopuścić do jej wzrostu w obliczu zmasowanego zwiększenia emitowanego długu z uwagi na konieczność wdrożenia impulsu fiskalnego).

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 20 lipca					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Czerwiec	-17.0%	-7.3%	-8.1%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Czerwiec	-1.5%	-1.0%	-1.0%
Wtorek 21 lipca					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Czerwiec	-8.6%	-4.0%	
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Czerwiec	-5.1%	-1.8%	
Środa 22 lipca					
Wystąpienie prezesa NBP					
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA	17 lipca	5.1%		
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Czerwiec	16.0%	17.5%	
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Czerwiec	3.91m		
Czwartek 23 lipca					
14:30 Nowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	17 lipca	1300k		
Piątek 24 lipca					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Lipiec	45.2		
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Lipiec	47.3		
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Lipiec	47.4		
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Lipiec	48.3		
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Lipiec	49.8		
Poniedziałek 27 lipca					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Lipiec	86.2		
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Czerwiec	-15.7%		

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

Dane i prognozy

	2018	2019	2020	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420
PKB	5,3	4,1	-3,5	4,9	4,7	4,5	3,9	3,2	2,0	-9,0	-5,8	0,0
Stopa bezrobocia	5,8	5,2	8,0	5,8	5,9	5,2	5,1	5,2	5,4	6,1	7,3	8,0
Inflacja CPI (% r/r) **	1,6	2,3	3,4	1,4	1,2	2,4	2,8	2,8	4,5	3,2	3,2	3,1
Ropa naftowa Brent **	71,7	64,6	39,8	72,2	63,3	69,8	62,0	63,4	50,5	33,6	35,0	40,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	0,10	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,10	0,10	0,10
WIBOR 1M (%)	1,64	1,63	0,22	1,64	1,64	1,64	1,63	1,63	1,14	0,23	0,22	0,22
WIBOR 3M (%)	1,72	1,71	0,25	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,17	0,26	0,25	0,25
WIBOR 6M (%)	1,79	1,79	0,30	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,19	0,28	0,29	0,30
Obligacja 2-letnia (%)	1,33	1,50	0,10	1,33	1,80	1,62	1,52	1,50	1,55	0,15	0,13	0,10
Obligacja 10-letnia (%)	2,82	2,07	1,40	2,82	2,84	2,39	2,00	2,07	2,10	1,35	1,35	1,40
EUR/PLN	4,30	4,26	4,35	4,30	4,30	4,25	4,37	4,26	4,55	4,47	4,45	4,35
USD/PLN	3,76	3,80	3,92	3,76	3,84	3,73	4,00	3,80	4,15	3,98	3,97	3,92
GBP/PLN	4,79	5,00	4,95	4,79	5,00	4,73	4,93	5,00	5,11	4,89	4,95	4,95
EUR/USD	1,14	1,12	1,11	1,14	1,12	1,14	1,09	1,12	1,10	1,12	1,12	1,11
EURIBOR 3M	-0,36	-0,41	-0,40	-0,36	-0,35	-0,39	-0,42	-0,41	-0,23	-0,43	-0,40	-0,40
LIBOR 3M USD	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.