

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

3 sierpnia 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

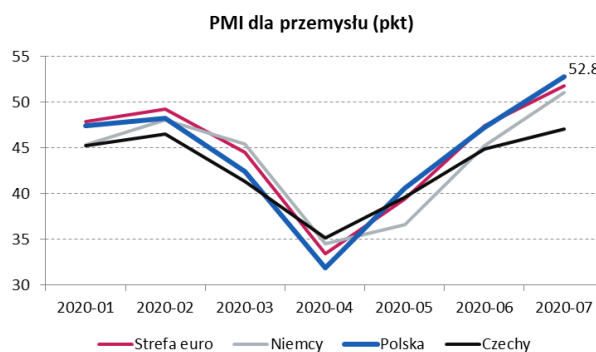
W naszej ocenie sierpień powinien przynieść korektę dotychczasowych trendów wzrostu eurodolara, czy spadku kursu EUR/PLN. Obawy związane z eskalującą pandemią i kolejne restrykcje wprowadzane na świecie dość skutecznie budują nastrój awersji do ryzyka. Nie bez znaczenia jest ponadto brak nowego impulsu fiskalnego w USA, gdzie w miniony piątek wygastł m.in. dodatkowy zasitek dla bezrobotnych Amerykanów. Pogarszający się w miarę walki z pandemią stan amerykańskich finansów zdecydował natomiast o obniżeniu przez agencję Fitch perspektywy ratingu Stanów Zjednoczonych do negatywnej ze stabilnej z zachowaniem najwyższej możliwej oceny AAA. W rezultacie, spodziewamy się spadku kursu EUR/USD w okolice 1,1630 oraz przeceny złotego do 4,43 za EUR. Zainteresowaniem cieszyć się będą natomiast obligacje bazowe, co pociągać będzie również spadek dochodowości polskich papierów wartościowych, a także złoto i frank szwajcarski. W obliczu przybierającej na sile pandemii - milion nowych zakażeń powstaje co cztery dni - uważamy, iż wymowa danych makro może zejść na drugi plan.

Najważniejsze dane tego tygodnia

Jak silnie pandemia COVID-19 wpłynęła w lipcu na rynek pracy w USA?

Spośród publikacji makroekonomicznych przewidzianych na ten tydzień najważniejszy będzie raport za lipiec z amerykańskiego rynku pracy poza rolnictwem. Według mediany prognoz zatrudnienie (non-farm payrolls) wzrosło w minionym miesiącu o 2,3 mln, po wzroście o 4,6 mln w czerwcu. Obniżyłoby to stopę bezrobocia do 10,3% z 11,1%. Dane o nowych wnioskach o zasitek dla bezrobotnych publikowane z częstotliwością tygodniową wskazują jednak na wyhamowanie tempa poprawy rynku pracy, co stanowi negatywne ryzyko dla tych prognoz. Dane non-farm payrolls pozwolą na ocenę kondycji rynku pracy funkcjonującego w warunkach pandemii. Stabszy od oczekiwań odczyt może budzić obawy o skalę poprawy koniunktury w USA w II połowie roku, tym bardziej, że część wsparcia rządowego dla gospodarstw domowych uległa zakończeniu, a prace nad nowymi działaniami pomocowymi utknęły w Kongresie. Naszym zdaniem nie uda się uniknąć rewizji w dół oczekiwań dla aktywności gospodarczej w 2020 r. w USA.

Wykres tygodnia



Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w lipcu do 52,8 pkt z 47,2 pkt przed miesiącem. Krajowy przemysł przyspiesza szybciej niż u najważniejszych partnerów handlowych Polski. Pomimo pozytywnej niespodzianki spodziewamy się utrzymania recesji w krajowym sektorze wytwórczym, który w całym 2020 r. będzie obniżał PKB.

Źródło: Macrobond

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4209	0,4%
USD/PLN	3,7673	0,4%
CHF/PLN	4,1056	1,0%
EUR/USD	1,1732	0,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,21	-1
WIBOR 3M	0,23	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,13	0
5Y	0,67	-8
10Y	1,29	-8

RS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,28	-2
5Y	0,52	-5
10Y	0,89	-1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,53	-4
US 10Y	0,55	-3

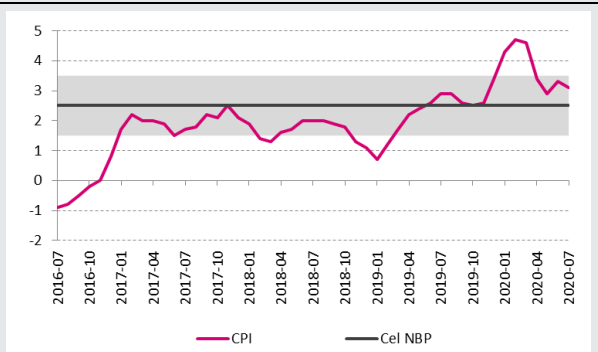
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	50468,2	-2,3
S&P 500	3271,1	1,7
Nikkei 225	22195,4	-2,3

Źródło: Refinitiv

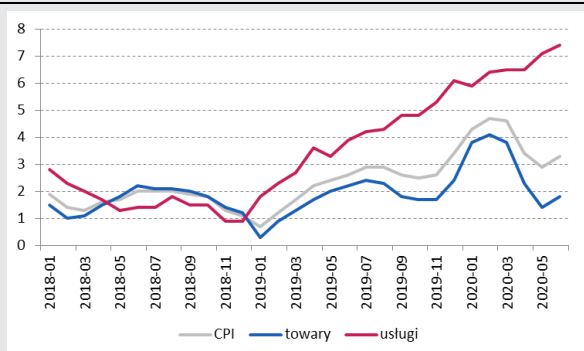
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

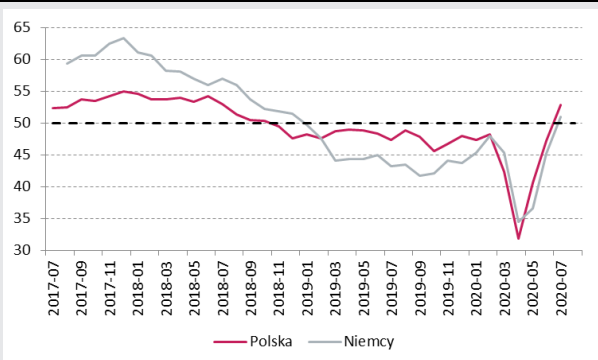
Inflacja CPI [% r/r]



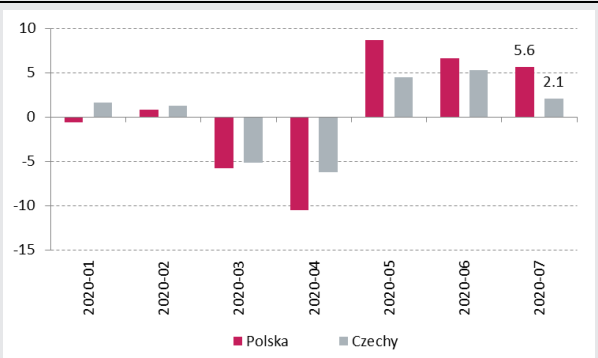
Inflacja towarów i usług [% r/r]



Indeks PMI dla Polski i Niemiec [pkt]



Zmiana indeksu PMI [m/m pkt]



Dane o CPI w lipcu nie wskazują na osłabienie inflacji bazowej

Według tzw. szybkiego szacunku inflacja CPI wyniosła w lipcu 3,1% r/r wobec 3,3% r/r w czerwcu. Dane te sygnalizują, że pomimo szoku związanego z pandemią i spadku aktywności gospodarczej inflacja CPI pozostaje podwyższona. Z dostępnych danych wynika, że za spadek w lipcu inflacji CPI odpowiada niższa niż przed miesiącem inflacja cen żywności, która wyniosła 3,9% r/r wobec 5,7% r/r przed miesiącem, co naszym zdaniem wiązać można z sezonowym spadkiem cen warzyw. Inflacja cen energii, w tym paliw pozostała natomiast stabilna. Biorąc pod uwagę powyższe informacje szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej, obliczany jako CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł 4,1-4,2% r/r, wobec 4,1% r/r w czerwcu. Ostatni raz tak wysokie wartości tego indeksu odnotowywano w 2001 r. Inflację bazową napędzają głównie rosnące ceny usług, które podnoszone są przez pandemię COVID-19. Wpływ ten dotyczy rosnących kosztów zapewnienia podwyższonych standardów sanitarnych (lekarze, stomatolodzy, fryzjerzy itp.), które mogą być „przerzucane” na konsumentów. Innym czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu inflacji cen usług (i tym samym inflacji bazowej) są ceny np. turystyki zorganizowanej. Spodziewamy, że w 3Q inflacja CPI będzie zbliżona do 2Q, po czym w 4Q nieco się obniży. W kolejnych kwartałach inflacja CPI powinna znajdować się w trendzie spadkowym w warunkach niższej niż przed kryzysem pandemicznym dynamiki płac i wyższego bezrobocia.

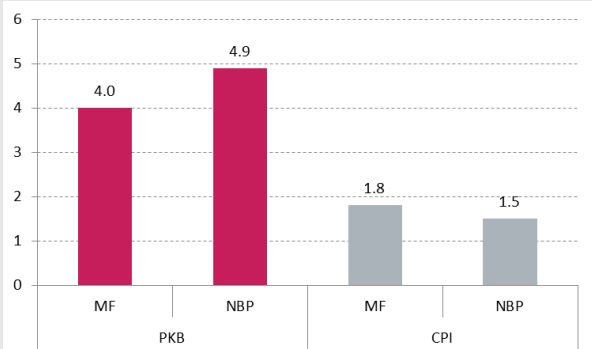
Stopy procentowe powinny pozostać na obecnym poziomie

Wolniejszy od pierwotnych oczekiwań spadek inflacji powinien wspierać scenariusz stabilizacji stóp procentowych. Podtrzymujemy naszą ocenę, iż cykl cięć stóp procentowych został zakończony i spodziewamy się stabilizacji oprocentowania w perspektywie najbliższych kwartałów. Scenariusz ze stabilnymi stopami potwierdził także prezes Głapiński w wystąpieniu w Sejmie. W ubiegłym tygodniu na łamach Dziennika Gazety Prawnej nie wykluczył jednak możliwości dalszego luzowania polityki pieniężnej, jeśli będzie realizował się negatywny scenariusz gospodarczy, wiążący się z utrzymaniem pandemii. W naszej ocenie wiązałoby się z dodatkowymi działaniami po stronie luzowania ilościowego i wykorzystanie niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej. Jak wyrażaliśmy w poprzednich raportach, dalsze cięcia kosztu pieniądza nie przyniosą pożądanych skutków ekonomicznych.

Wyraźna poprawa nastrojów w polskim przemyśle

Indeks PMI obrazujący koniunkturę w polskim przemyśle wzrósł w lipcu do 52,8 pkt 47,2 pkt przed miesiącem, tj. do najwyższego poziomu od 2 lat. Jednocześnie wskaźnik ten po raz pierwszy od 18 miesięcy przekroczył barierę 50,0 pkt. odgradzającą ożywienie od spowolnienia. Poziom indeksu osiągnięty w lipcu należy interpretować jako znaczącą poprawę koniunktury w przemyśle względem czerwca, co potwierdza zwiększającą się aktywność w tym sektorze po zniesieniu większości obostrzeń dla działalności gospodarczej w kraju i za granicą. Odczyt ten okazał się lepszy od konsensusu rynkowego, a także od naszej optymistycznej prognozy (51,4 pkt). Według raportu PMI za wzrost indeksu odpowiedzialne były głównie komponenty bieżącej produkcji i nowych zamówień, co jest efektem poprawiającej się po lockdownie aktywności gospodarczej. Czynniki te hamują spadek popytu na pracę w przemyśle - w lipcu zatrudnienie w tym sektorze spadało najwolniej od początku roku. Silny wzrost indeksu PMI w lipcu dla Polski nie jest specjalnym zaskoczeniem biorąc pod uwagę skalę wzrostów analogicznych wskaźników odnotowanych dla Niemiec i całej strefy euro. Wyliczenia za lipiec wskazują, że koniunktura w polskim przemyśle poprawia się na początku 3Q szybciej niż u głównych partnerów handlowych Polski. Wynika to naszym zdaniem z lepszej kondycji popytu wewnętrznego w Polsce (co związane jest z mniejszą jak na razie skalą pandemii COVID-19), strukturą polskiej gospodarki (mniejszy udział sektorów najsilniej dotkniętych pandemią - turystyka, gastronomia) oraz strukturą powiązań w ramach łańcuchów wartości dodanej - w polskim przemyśle jest większy udział poddostawców, a więc zanim zwiększy się produkcja, np. w Niemczech, rosną zamówienia i działalność wytwórcza w Polsce. Pozytywna niespodzianka w krajowym indeksie PMI na początku 3Q nie zmienia jednak

Prognozy dla 2021 r. PKB [%] i CPI [% r/r]



Źródło: Macrobond, MF, NBP

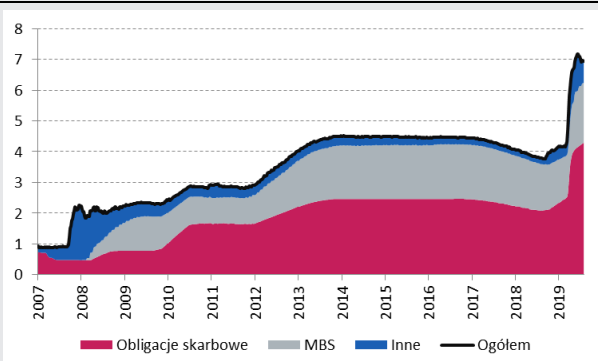
w znaczącej skali perspektyw dla krajowego przemysłu. Naszym zdaniem w nadchodzących miesiącach będzie on w lepszym stanie niż w strefie euro, a także niż w krajach CEE. Na tle Czech, Słowacji i Węgier polski przemysł powinien wyglądać nieco lepiej ze względu na większy stopień jego zdwywersyfikowania. W szerszym kontekście wskaźnik PMI za lipiec dla Polski wpisuje się w nasz scenariusz słabszego spadku PKB w 2020 r. niż u największych partnerów handlowych w Polsce. Niemniej w najbliższych miesiącach sektor ten najpewniej będzie nadal utrzymywał się w recesji, a pozytywne zaskoczenie w czerwcu, gdy produkcja powróciła do wzrostów r/r będzie trudna do utrzymania. Spodziewamy się, że w lipcu produkcja sprzedana w przemyśle spadła o ok. 4,0% r/r. Należy podkreślić, że omawiana przedstawiona powyżej obciążona jest dużą niepewnością wynikającą z postępującej pandemii COVID-19 w Polsce i za granicą oraz ewentualnym powrotem części obostrzeń dla działalności gospodarczej.

Rząd przyjął założenia do przyszłorocznego budżetu

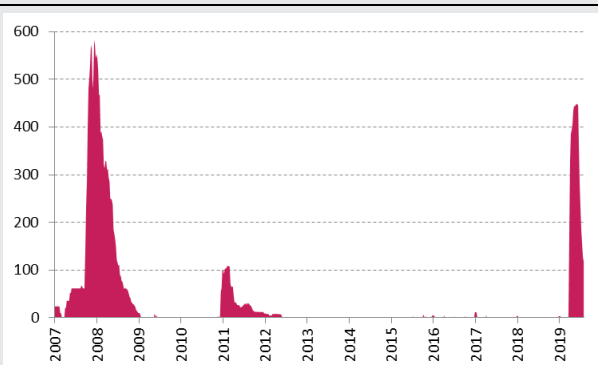
Rząd przyjął założenia do projektu budżetu na 2021 rok. W projekcie przyszłorocznego budżetu założono wzrost gospodarczy na poziomie 4,0%, średnioroczną inflację 1,8% r/r i stopę bezrobocia rejestrowanego na koniec roku 7,5%. Przedstawione założenia makroekonomiczne oceniamy jako konserwatywne. Skala wzrostu gospodarczego oraz inflacji mieszczą się nieco poniżej naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Takie podejście przy konstrukcji budżetu oceniamy pozytywnie, ponieważ daje więcej elastyczności w jego realizacji i przestrzeń na ewentualną negatywną niespodziankę. W założeniach nie przedstawiono poziomu planowanego deficytu budżetowego, a także zakładanych dochodów i wydatków. Kształt budżetu będzie uzależniony od ścieżki wychodzenia gospodarki z kryzysu wywołanego pandemią COVID-19. W roku 2021 dochody podatkowe mogą być wsparte wpływami z nowo wprowadzonych podatków - handlowego oraz cukrowego. Ograniczająco na dochody działac będzie natomiast estoński CIT, nad którym trwają prace legislacyjne. W projekcie uwzględniono także wyłączenie stabilizującej reguły wydatkowej oraz jej powrót w perspektywie dwóch lat. Odbudowa wzrostu gospodarczego, w szczególności wzrost konsumpcji będą sprzyjały spadkowi deficytu, który w przyszłym roku może według naszych szacunków wynieść ok. 50 mld PLN wobec tegorocznego deficytu na poziomie ok. 100 mld PLN wskazanego przez ministra finansów. W naszej ocenie jednak wykonanie deficytu budżetu państwa w tym roku może być nieco lepsze niż zapowiedziane przez ministra 100 mld PLN. Rzeczywista sytuacja całego sektora finansów publicznych jest jednak gorsza niż statystyki budżetu centralnego, ponieważ znaczna część obciążeń programami wsparcia gospodarki dotkniętej skutkami pandemii realizowana jest przez podmioty spoza sektora finansów publicznych (PFR, BGK). Nie zmienia to jednak faktu, że przyszły rok przyniesie wyraźne zmniejszenie nierównowagi fiskalnej i spadek nie tylko deficytu budżetu państwa, ale także deficytu sektora *general government*, który w ocenie Komisji Europejskiej wyniesie 3,8% PKB wobec spodziewanego deficytu 9,5% PKB w tym roku.

Makro - zagranica

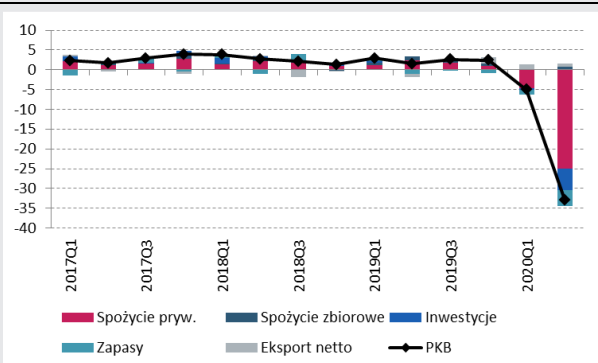
Aktywa Fed [bln USD]



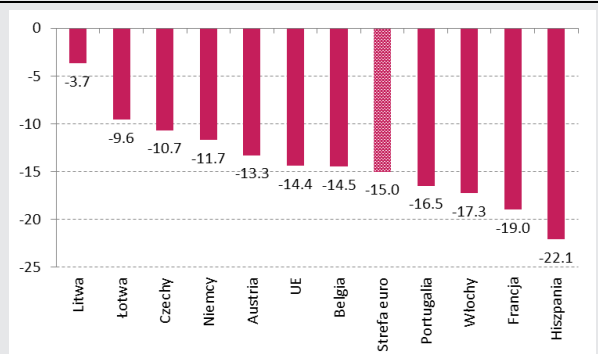
Operacje SWAP Fed [mld USD]



PKB w USA [% kw/kw SAAR]



Dynamika PKB w 2Q [% r/r]



Fed zgodnie z oczekiwaniami utrzymał dotychczasowy kurs polityki pieniężnej w USA

Lipcowe posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej nie przyniosło niespodzianek. Kurs ultra-łagodnej polityki monetarnej został jednogłośnie utrzymany. Główna stopa procentowa pozostała na dotychczasowym poziomie 0,00-0,25%, i jak wskazuje komunikat po posiedzeniu pozostanie na tym poziomie dopóki gospodarka nie otrząśnie się po pandemii i pojawią się perspektywy dla pełnego zatrudnienia i stabilności cen. Ponadto, bankierzy centralni w USA wskazują, że program skupu aktywów na rynkach finansowych będzie kontynuowany przynajmniej w obecnym tempie. Fed potrzywał również linie swapowe z władzami monetarnymi z innych krajów dla zapewnienia płynności w dolarze, a jeszcze we wtorek przedłużył do końca 2020 r. część programów pożyczkowych dla firm, władz stanowych oraz osób fizycznych. W komunikacie oraz podczas konferencji J.Powella podkreślono, że ścieżka gospodarki „będzie w znacznym stopniu zależała od przebiegu pandemii koronawirusa”. Prezes Fed powiedział również, że widzi spowolnienie odbudowy gospodarki w ostatnim okresie wyniku z nasilenia się pandemii w USA. Dodał ponadto, że pomimo radykalnego złagodzenia polityki pieniężnej, Fed posiada jeszcze narzędzia dla wsparcia gospodarki, choć działania ze strony polityki finalnej są także nieodzwonne. J.Powell poinformował, że bankierzy centralni wznowili pracę nad długoterminowych przeglądem narzędzi polityki monetarnej, choć nie przedstawił żadnych informacji do oceny perspektywy polityki pieniężnej w USA, która przez długi czas pozostanie ultra łagodna. Nowe instrumenty polityki pieniężnej, np. propozycja kontroli krzywej dochodowości, czy zmiany formuły forward-guidance najpewniej będą wynikały z przeglądu narzędzi Fed, z tego względu najwcześniej mogłyby zostać ogłoszone na najbliższym posiedzeniu zaplanowanym na 15-16 września.

Spadek PKB w USA w 2Q rekordowo mocny...

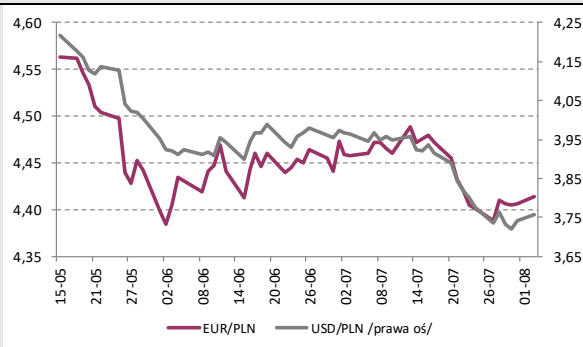
PKB w USA w 2Q spadł o rekordowe 32,9% kw/kw po korekcie sezonowej w ujęciu zannualizowanym (SAAR), co jest najniższym odczytem co najmniej od 1947 r. Wartość ta odpowiada na pytanie: jak zmieniłby się PKB w okresie 1 roku, gdyby odnotowana w 2Q br. dynamika utrzymała się w kolejnych trzech kwartałach. Oznacza to, że w samym 2Q PKB spadł w odniesieniu do 1Q o 9,5% kw/kw (po odsezonowaniu), a więc nieco mniej niż w Niemczech (spadek w 2Q o 10,1% kw/kw). Dane te wskazują skalę obniżenia aktywności gospodarczej wywołanej pandemią COVID i podjętymi działaniami ostrożnościowymi. W największym stopniu do spadku przyczyniła się konsumpcja gospodarstw domowych, oraz inwestycje. Skalę spadków ograniczało saldo handlu z zagranicą oraz konsumpcja rządowa. Za spadek PKB w 2Q br. w największym stopniu odpowiadał kwiecień, a w maju i czerwcu aktywność stopniowo odbudowywała się. Ze względu na ponowne nasilenie pandemii pod koniec czerwca i w lipcu tempo poprawy wyhamowało. Stanowi to ryzyko dla prognozy Fed, według której PKB w 2020 r. spadnie o 6,5%, co najpewniej znajdzie swoje odzwierciedlenie w korektach w dół nowych prognoz, które poznamy w połowie września.

...podobnie jak w strefie euro

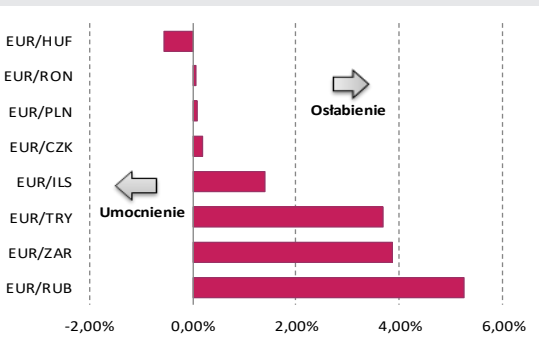
Produkt krajowy brutto w strefie euro spadł w 2Q o 15% r/r, najsilniej w historii. Spadek napędzany był w szczególności przez kraje na południu i zachodzie grupy: Hiszpania (-22,1% r/r), Francja (-19,0% r/r), Włochy (-17,3% r/r), Portugalia (-16,5% r/r). Obszary te mocno ucierpiały z powodu pandemii COVID-19 i podjętych działań mających jej przeciwdziałać. Dotyczy to w największym zakresie usług turystycznych tworzących wyższą na tle innych krajów unii walutowej część wartości dodanej. Dane w krótkim horyzoncie nie wpływają na nasze oczekiwania dotyczące spadku PKB w Polsce, który najpewniej będzie mniejszy niż w strefie euro, ze względu na niższy udział turystyki w PKB, mniejszą skalę pandemii wpływającej na skłonność do konsumpcji oraz efektywna realizacja pomocy rządowej w ramach Tarcz Antykrzysowych i Tarczy Finansowej. W nieco dłuższym horyzoncie odczyt PKB w strefie euro wskazuje, że powrót aktywności gospodarczej do poziomów sprzed pandemii będzie dłuższy, co zwiększa ryzyka dla kondycji polskiego eksportu.

Źródło: Macrobond, Eurostat

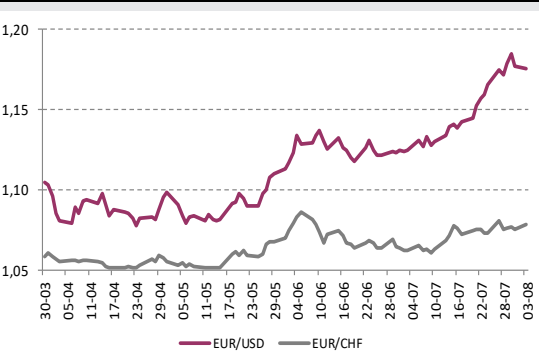
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



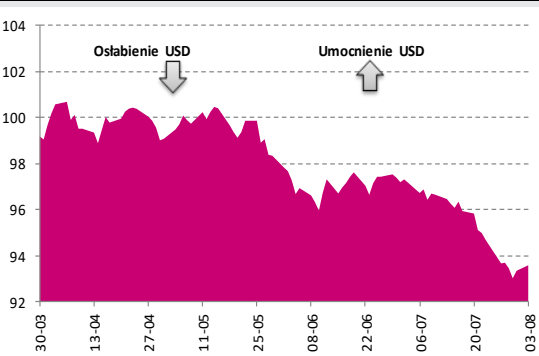
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

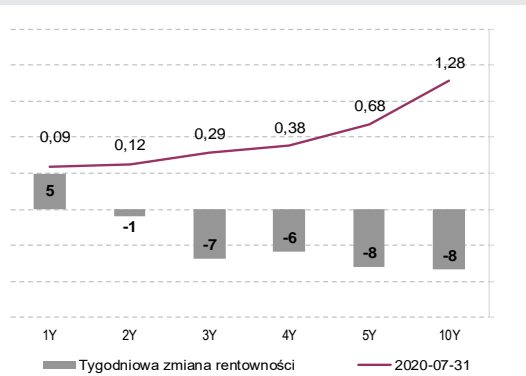
Rynek walutowy

Ubiegły tydzień przyniósł nieśmiało próby osłabienia złotego względem euro. Kurs EUR/PLN po dotarciu do poziomu 4,39, tj. blisko 2-miesięcznego minimum zawrócił w kierunku bariery 4,4250. Przecena polskiej waluty miała uzasadnienie zarówno na gruncie technicznym i rodzącej się potrzebie korekty, jak również w napływających ze świata informacjach dotyczących pandemii, które nie napawały optymizmem. Systematyczne przyrosty dziennych zachorowań na COVID-19 w USA sprawiły, iż inwestorzy odwrócili się od dolara, dyskontując w ten sposób negatywny scenariusz dla amerykańskiej gospodarki. W rezultacie, pomimo przeceny złotego do euro kurs USD/PLN kontynuował rozpoczętą w połowie lipca zniżkę. Jej finałem było złamanie poziomu 3,70 w ubiegły piątek. Na rynku eurodolara w omawianym okresie trwał pokaz siły euro, a de facto słabości dolara. Kurs EUR/USD zwyżkował do poziomu 1,19, tj. najwyższego od połowy 2018 roku. Jednocześnie utrzymujące się zainteresowanie tzw. bezpiecznymi aktywami sprawiło, iż kurs EUR/CHF oscylował nieco poniżej poziomu 1,08.

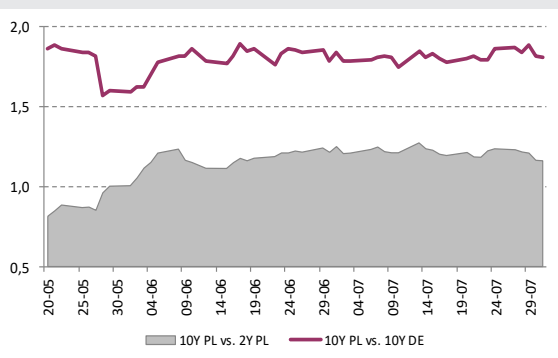
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Podtrzymujemy nasze oczekiwania zakładające zwyżkę notowań EUR/PLN. Motywy przeceny złotego pozostają niezmiennie. Zalicza się do nich przede wszystkim eskalacja pandemii, która skutkuje ponownym nanoszeniem restrykcji (choć nie tak dotkliwych gospodarczo, jak w drugim kwartale tego roku) w wielu krajach świata, w tym także w Europie. Nastroj nerwowości potęgują ponadto wydarzenia w USA, gdzie wciąż nie uchwalono kolejnego pakietu stymulacji fiskalnej. Dane makro - jak choćby poranny lepszy od oczekiwań odczyt indeksu PMI w polskim przemyśle - nie mają obecnie większego znaczenia. Dominuje bowiem nastroj unikania ryzyka i nie uważamy, by w tej kwestii mogło się coś zmienić do momentu uspokojenia bieżącej fali zachorowań, czy pozytywnych sygnałów z firm farmaceutycznych, na które jednak prawdopodobnie przyjdzie nam poczekać do czwartego kwartału tego roku. W rezultacie zakładamy zwyżkę kursu EUR/PLN do poziomu 4,43 a nawet do 4,4530.
USD/PLN	↑	W naszej ocenie niedawne silne osłabienie dolara dobiegło końca. Rynek powinien obecnie pozostawać w fazie korekty spadku notowań USD/PLN, która poza wskazaniami technicznymi znajduje uzasadnienie także w czynnikach fundamentalnych. Dolar ma szansę zyskiwać na wartości - choć prawdopodobnie umiarkowanie - jako aktywo safe-haven, tj. poszukiwane w momentach stresu rynkowego.
EUR/USD	↓	Uważamy, iż wycena dolara zdyskontowała już znaczącą ilość negatywnych dla siebie informacji, tj. eskalację pandemii w USA i negatywne jej implikacje dla koniunktury amerykańskiej. Podobnie jak i obniżkę perspektywy ratingu USA przez agencję Fitch dokonaną pod wpływem pogarszającego się stanu finansów publicznych. W naszej ocenie najbliższe dni powinny przynieść presję na umocnienie dolara. Tym bardziej, iż negatywnie na wartość euro oddziaływać będą doniesienia o przywracaniu części restrykcji w Europie, co stłumi początkowy entuzjazm zbudowany na odbiciu niektórych wskaźników koniunktury w strefie euro. W rezultacie, zakładamy zniżkę notowań pary EUR/USD do nawet 1,16. Kalendarz danych makro - mimo dość rozbudowanego charakteru - nie będzie źródłem zmienności aktywów w obliczu dominacji obaw o przebieg pandemii.

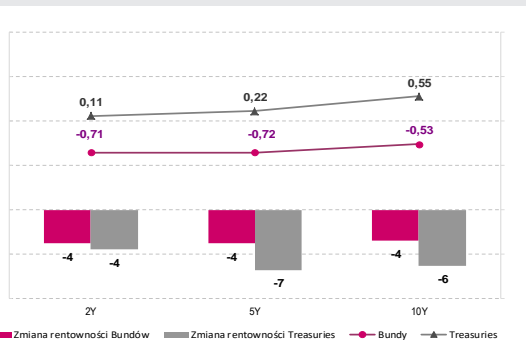
Rentowność obligacji krajowych [%]



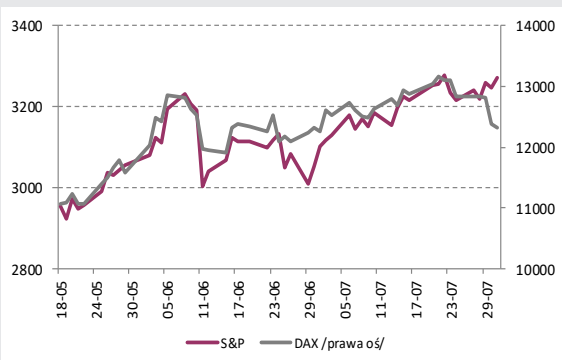
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Dość niespodziewanie miniony tydzień przyniósł spadek dochodowości długoterminowego długu. Argumentem za wzrostem cen była sytuacja na rynkach bazowych i próba utrzymania spreadu pomiędzy rentownością polskiej a niemieckiej 10-latkki na poziomie około 180 bps. Czynniki krajowe natomiast nie miały większego przełożenia na wartość skarbowych papierów wartościowych. Emocji nie wywołały między innymi informacje resortu finansów o zmianach w strukturze portfeli SPW. Zgodnie z nimi w czerwcu zadłużenie w krajowych obligacjach skarbowych wzrosło o 0,5 mld PLN do 785,3 mld PLN. Przyrost zadłużenia był wypadkową wzrostu zadłużenia wobec krajowych banków o 6,8 mld PLN (do 439,4 mld PLN włączając NBP) oraz spadku zadłużenia wobec nierezydentów i krajowych inwestorów pozabankowych o odpowiednio 4,4 mld PLN (do 137,6 mld PLN) i o 1,9 mld PLN (do 208,3 mld PLN). Podobnie jak informacja, że Narodowy Bank Polski 19 sierpnia przeprowadzi jedyny w tym miesiącu przetarg odkupu obligacji tzw. *outright buy*. Potwierdza to - obok malejących w ostatnich tygodniach wartościach odkupów - o wygaszającej aktywności banku centralnego na wtórnym rynku długu. Jednocześnie jednak NBP zapewnia, iż w sierpniu bank może przeprowadzić operacje repo „jeśli zajdzie taka konieczność”.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Nie spodziewamy się większych zmian na krajowym rynku długu. Mimo, iż ubiegły tydzień mógł się wydawać nieco zaskakujący - dochodowość obligacji 10-letniej obniżyła się o kilka punktów bazowych - to początek sierpnia w naszej ocenie powinien przynieść powrót marazmu na obligacjach. Trudno im będzie bowiem nadać większą zmienność. Podobnie jak to się działo w ostatnich tygodniach, a nawet miesiącach. Zdyskontowanie szeregu czynników w połączeniu z aktywnością Narodowego Banku Polskiego oraz rosnącą dominacją inwestorów krajowych (wysokie nadpłynnych jak w przypadku banków komercyjnych) sprawia, że stabilizację długiego końca polskiej krzywej uznajemy za najbardziej prawdopodobny scenariusz. W tym tygodniu zwracamy uwagę jedynie na przetarg zamiany obligacji skarbowych, jaki odbędzie się w czwartek.
10Y DE (%)	Nastroje na niemieckim rynku długu pozostają niezmienne od kilku tygodni. Kontynuacji trendu bocznego w notowaniach Bunda spodziewamy się także w kolejnych dniach. Bieżąca wycena dobrze oddaje obecną, pogarszającą się sytuację epidemiczną w Europie oraz oczekiwane zmiany po stronie polityki pieniężnej i fiskalnej w strefie euro, które w gruncie rzeczy po ostatnich działaniach wydają się być obecnie skutecznie wygaszone.
10Y US (%)	Po ubiegłotygodniowej, spodziewanej przez nas niższej dochodowości Treasuries, potencjał do dalszego spadku rentowności uznajemy za ograniczony. W tym tygodniu zatem liczymy na stabilizację wyceny amerykańskiego długu, która oscylować będzie wokół historycznego minimum. Nie uważamy, by trwające prace nad uruchomieniem kolejnego pakietu stymulacji fiskalnej w USA mogły w istotny sposób wpływać na wycenę Treasuries. Scenariusz nowego pakietu pomocy jest już bowiem zdyskontowany przez inwestorów nawet w obliczu przeciągającej się zgody politycznej niezbędnej do jego uchwalenia. Tym co utwierdza rynki w popycie na tzw. bezpieczne przystanie jest stale pogarszająca się sytuacja pandemiczna na świecie, z niechlubnym przykładem Stanów Zjednoczonych.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 03 sierpnia					
09:00 Indeks PMI w przemyśle	Polska	Lipiec	47.2	51.4	50.3
09:55 Indeks PMI w przemyśle	Niemcy	Lipiec	45.2	50.0	
10:00 Indeks PMI w przemyśle	EZ	Lipiec	47.4	51.1	
15:45 Indeks PMI w przemyśle	USA	Lipiec	49.8		
16:00 Indeks ISM w przemyśle	USA	Lipiec	52.6		
Wtorek 04 sierpnia					
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Czerwiec	15.1%	7.3%	
Środa 05 sierpnia					
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Lipiec	47.3	56.7	
10:00 PMI w usługach	EZ	Lipiec	48.3	55.1	
11:00 Sprzedaż detaliczna WDA r/r	EZ	Czerwiec	-5.1%		
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA	31 lipca	-0.8%		
15:45 PMI w usługach	USA	Lipiec	47.9	49.6	
16:00 ISM w usługach	USA	Lipiec	57.1	55.0	
Czwartek 06 sierpnia					
08:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Sierpień			
08:00 Zamówienia w przemyśle NSA r/r	Niemcy	Lipiec	-33.4%		
13:30 Raport Challengeera	USA	Lipiec	170.2k		
14:30 Nowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	31 lipca	1434k		
Piątek 07 sierpnia					
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Lipiec	4800k	2300k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Lipiec	11.1%	10.3%	
14:30 Płaca godzinowa r/r	USA	Lipiec	5.0%		
Poniedziałek 10 sierpnia					
10:00 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	-18.2		

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	-9,2	-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	3,5	1,4	1,2	2,4	2,8	2,8	4,5	3,2	3,3	3,2
Ropa naftowa Brent **	71,7	64,6	42,3	72,2	63,3	69,8	62,0	63,4	50,5	33,6	40,0	45,0
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	3,80	3,78
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	1,17	1,15
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.