

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

21 czerwca 2021

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Rozpoczynający się tydzień kurs EUR/PLN spędzi w naszej ocenie w przedziale 4,52 - 4,5650. Nie uważamy bowiem, by wycena złotego mogła w istotny sposób podlegać wpływom wydarzeń zewnętrznych. Rynki bazowe pozostaną zaś - poza publikacjami makro - zdominowane przez liczne wystąpienie przedstawicieli amerykańskiej Rezerwy Federalnej - istotne dla kształtowania się rynkowego konsensusu na termin pierwszej podwyżki stóp procentowych w USA. Dziś swoje wystąpienie zaplanował między innymi J. Bullard z St Louis Fed, który w ubiegłym tygodniu przyznał, iż do wzrostu kosztu pieniądza w Stanach Zjednoczonych może dojść już w 2022 roku tj. szybciej niż oficjalna ścieżka FOMC. Interesująco zapowiadają się posiedzenia banków centralnych w regionie. Zarówno w przypadku banku centralnego Węgier, jak i Czech oczekuje się podwyżki stóp procentowych, a najważniejsza w takim przypadku będzie retoryka co do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej w tych krajach.

Najważniejsze dane tego tygodnia

W tym tygodniu banki centralne Czech i Węgier najpewniej zacieśnią politykę pieniężną

W tym tygodniu decyzje dotyczące polityki pieniężnej podejmą banki centralne na Węgrzech (wtorek) oraz w Czechach (środa). Oczekiwania rynkowe wskazują na podwyżki głównych stóp procentowych o 0,25 pkt proc. Pierwsze od wybuchu pandemii zacieśnienie polityki pieniężnej w tych gospodarkach jest bardzo prawdopodobne ze względu na wysoką inflację, przyspieszający wzrost gospodarczy oraz wypowiedzi z ostatnich tygodni przedstawicieli banków centralnych.

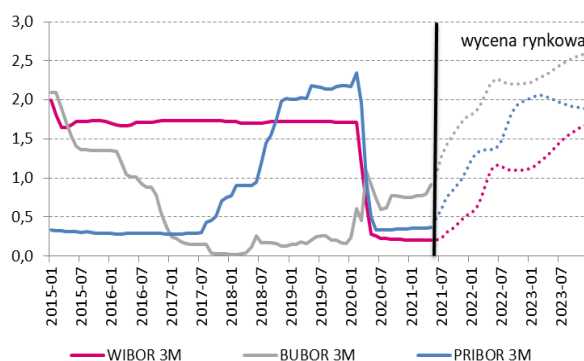
W środę publikacja wstępnych danych PMI za czerwiec dla strefy euro

W środę poznamy wstępne wyliczenia indeksów PMI dla strefy euro w czerwcu. Według konsensusu prognoz wskaźnik dla usług wzrósł do 57,4 pkt z 55,2 pkt, a realizacja tych oczekiwań oznaczałaby przyspieszenie poprawy w tym sektorze wraz z łagodzeniem obostrzeń, lepszą sytuacją epidemiczną i rosnącym popytem. Mediana prognoz dla przemysłu wynosi natomiast 62,3 pkt, co oznacza niewielki spadek względem maja, gdy odnotowano 63,1 pkt. Uwarunkowania popytowe koniunktury w przemyśle pozostają bardzo dobre, a szybsze ożywienie hamowane jest przez zatory w łańcuchach dostaw.

We wtorek ciekawe dane z krajowej gospodarki

We wtorek o godz. 10:00 poznamy dane za maj o krajowej sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej. Według naszej prognozy realna wartość sprzedaży w handlu detalicznym wzrosła o 15,9% r/r po wzroście o 21,1% r/r, a za obniżenie dynamiki pomimo znoszenia obostrzeń odpowiada mniej korzystny efekt bazy odniesienia z ub. roku. W przypadku produkcji budowlanej spodziewamy się jej niewielkiego wzrostu r/r - o 0,1%. Koniunktura w budownictwie będzie się poprawiała wraz ze spodziewanym ożywieniem inwestycji.

Wykres tygodnia



Źródło: Refinitiv

Zaplanowane na ten tydzień posiedzenia banków centralnych Czech i Węgier przyniosą zapewne początek cyklu podwyżek stóp procentowych. Spodziewane ścieżki stóp procentowych w regionie różnią się wyraźnie, a retoryka polskiej RPP wyraźnie odstaje od krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Rynkowymi konsekwencjami odmiennych scenariuszy jest między innymi ograniczenie potencjału do umocnienia złotego na tle walut regionu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5287	0,4%
USD/PLN	3,8085	2,2%
CHF/PLN	4,1333	-0,2%
EUR/USD	1,1896	-1,8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,18	0
WIBOR 3M	0,21	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,36	1
5Y	1,27	7
10Y	1,73	-1

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,85	9
5Y	1,46	14
10Y	1,83	7

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,20	7
US 10Y	1,44	-2

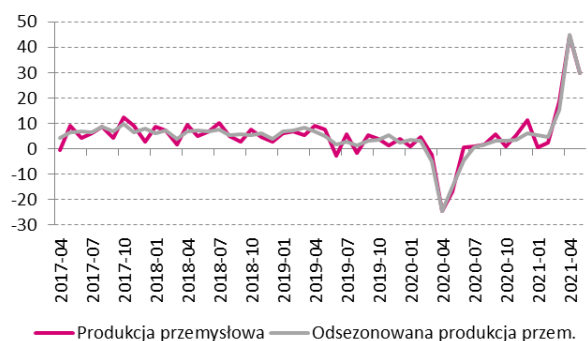
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	65814,2	-1,7
S&P 500	4166,5	-1,9
Nikkei 225	28010,9	-3,9

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

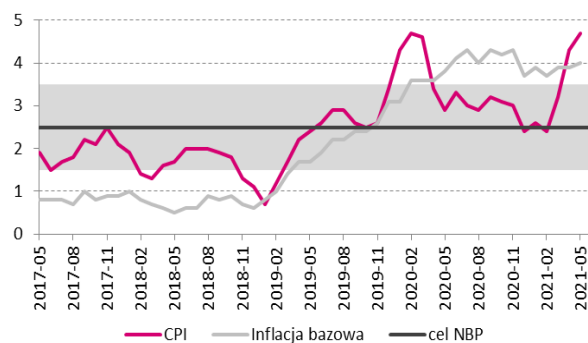
Produkcja przemysłowa [% r/r]



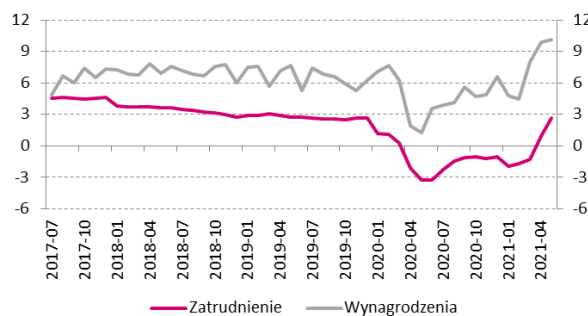
Inflacja PPI [% r/r]



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



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



Dobra koniunktura w przemyśle utrzymuje się

W maju produkcja przemysłowa była o 29,8% wyższa niż przed rokiem wobec wzrostu o 44,5% r/r w kwietniu. Wyhamowanie dynamiki to w dużej mierze skutek ustąpienia bardzo korzystnego efektu bazy statystycznej z kwietnia. Ze względu na zaburzenia związane z bazą statystyczną bardziej miarodajne w ocenie bieżących tendencji w przemyśle są zmiany w stosunku do miesiąca poprzedniego po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych. W takim ujęciu produkcja przemysłowa w maju wzrosła o 0,8% m/m, potwierdzając ekspansję sektora. Dobre wyniki przemysłu sugerowały opublikowane na początku miesiąca dane o indeksie PMI. Wzrost produkcji miał bardzo szeroki zakres, ponieważ dodatnią dynamikę produkcji zanotowało w 31 z 34 działów przemysłu. Podobnie jak w miesiącach poprzednich najsilniej rosła produkcja dóbr o wysokim udziale eksportu w sprzedaży, co wskazuje na utrzymywanie się wysokiego popytu zagranicznego na wytwarzane w Polsce produkty. Co ciekawe, najsilniej rosła produkcja dóbr inwestycyjnych (+51,3% r/r), co sugeruje utrzymanie się odbudowy inwestycji firm w maszyny i urządzenia. W poprzednich miesiącach liderem wzrostów produkcji były firmy wytwarzające trwałe dobra konsumpcyjne, czemu sprzyjała mocna konsumpcja. Obecnie widoczne jest odradzanie się popytu inwestycyjnego u naszych głównych partnerów handlowych, co znajduje potwierdzenie we wzroście także eksportu dóbr inwestycyjnych, ale także w Polsce, na co wskazały dane po 1Q. Dane za maj potwierdzają bardzo dobrą kondycję przemysłu. W kolejnych miesiącach oczekujemy utrzymania dobrej koniunktury w sektorze, choć ze względu na ustąpienie efektu bazy statystycznej, dynamika produkcji wyhamuje. Perspektywy gospodarki pozostają korzystne, choć wyzwaniem dla rosnącej liczby sektorów gospodarki stają się zaburzenia po stronie podaży. Czynniki ten może przejściowo spowolnić dynamikę wzrostu produkcji, aczkolwiek nie zmienia to ogólnej oceny perspektyw sektora. Oczekiwania gospodarcze pozostają korzystne. Obok przemysłu, wsparciem dla gospodarki będzie odbudowa sektora usług, gdzie aktywność będzie napędzana łagodzeniem restrykcji epidemicznych. W rezultacie wzrost gospodarczy przekroczy w tym roku 5%.

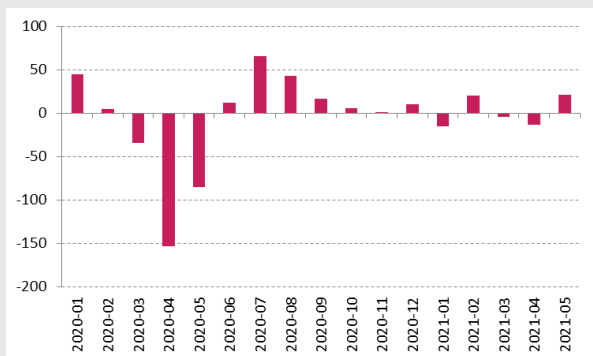
Inflacja PPI najwyższa od 2012r.

Wskaźnik PPI wyniósł w maju 6,5% r/r i był zgodny z naszymi oczekiwaniami. To najwyższy odczyt indeksu PPI od początku stycznia 2012 r. Rosnąca presja cenowa na poziomie producentów to w efekt rosnących cen surowców, ale także nasilających się zaburzeń po stronie podaży, przekładających się na wzrost cen materiałów i podzespołów. W warunkach silnego popytu rosnąca presja na ceny produkcji może znaleźć odzwierciedlenie w wyższych cenach dla konsumenta.

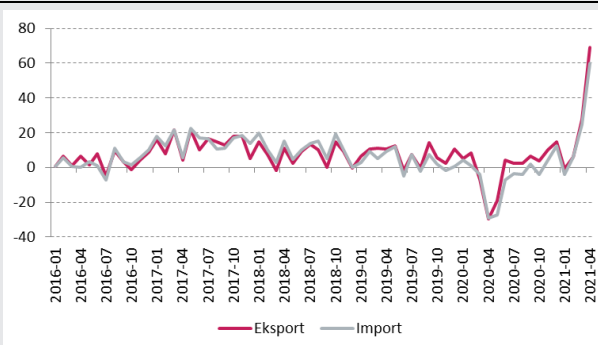
Inflacja CPI w maju wyniosła 4,7% r/r

Według finalnego wyliczenia inflacja CPI wyniosła w maju 4,7% r/r wobec 4,3% r/r w kwietniu. Natomiast w ujęciu m/m wskaźnik CPI wzrósł o 0,3% m/m, po wzroście o 0,8% m/m w kwietniu. Inflacja CPI bardzo silnie podnoszona jest przez inflację cen paliw do prywatnych środków transportu (+33,0% r/r), co wynika z niskiej bazy odniesienia z ub. roku. Szczegóły koszyka konsumpcyjnego potwierdzają wzrosty cen niektórych usług, związane z częściowym odmrożeniem działalności gospodarczej w maju. Odnotowano wzrosty cen usług szpitalnych i sanatoryjnych (+7,4% m/m), usług związanych z rekreacją i kulturą (+1,8% m/m), a także cen turystyki zorganizowanej w kraju (+1,3% m/m) oraz usług restauracyjnych i hotelarskich (+0,9% m/m). Obniżyły się m/m natomiast ceny m.in. usług transportowych czy telekomunikacyjnych. Ostatecznie według danych Narodowego Banku Polskiego inflacja bazowa obliczana jako CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 4,0% r/r wobec 3,9% r/r w kwietniu. Naszym zdaniem majowy odczyt CPI jest lokalnym szczytem inflacji CPI w tym roku, choć prognozy na najbliższe miesiące są obarczone znacznymi ryzykami w górę. Dane te nie zmieniają oczekiwań stabilnych stóp procentowych NBP w najbliższych miesiącach. Jednak spodziewane przez nas utrwalenie wzrostu na solidnym poziomie, któremu towarzyszyć będzie utrzymanie się inflacji powyżej celu banku centralnego nie wyklucza rozpoczęcia cyklu normalizacji polityki pieniężnej jeszcze w tym roku.

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw [tys. m/m]



Eksport i import towarów [% r/r]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium,

Dane o rocznej dynamice zatrudnienia podbijane przez efekt niskiej bazy odniesienia z ub. roku...

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w maju o 2,7% r/r po wzroście o 0,9% r/r w kwietniu. Dane te potwierdzają tylko przejściowy charakter niewielkiej negatywnej niespodzianki w kwietniu, gdy zatrudnienie spadło o 13 tys. m/m. W maju natomiast liczba pełnych etatów wzrosła o 21,6 tys., co naszym zdaniem wskazuje na odrobienie start z trudnych pandemicznych miesięcy w tym roku, a także dodatkowo wzrost popytu na pracę wraz z odmrażaniem aktywności gospodarczej. Warto jednak zaznaczyć, że wzrost rocznej dynamiki zatrudnienia tylko w niewielkiej części można tłumaczyć przyrostem m/m, a głównym czynnikiem za to odpowiedzialnym jest efekt niskiej bazy odniesienia z ub. roku. Przypomnijmy, że w 2020 r. w miesiącach marzec-maj przeciętne zatrudnienie w sektorze firm spadło łącznie aż o 272 tys. Dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw utwierdzają nas w przekonaniu, że popyt na pracę będzie poprawiał się w kolejnych miesiącach.

...podobnie jak wzrost wynagrodzeń

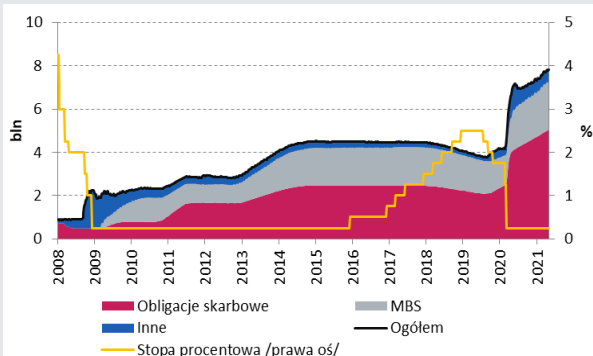
Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w maju o 2,7% r/r po wzroście o 0,9% r/r w kwietniu. Dane te potwierdzają tylko przejściowy charakter niewielkiej negatywnej niespodzianki w kwietniu, gdy zatrudnienie spadło o 13 tys. m/m. W maju natomiast liczba pełnych etatów wzrosła o 21,6 tys., co naszym zdaniem wskazuje na odrobienie start z trudnych pandemicznych miesięcy w tym roku, a także dodatkowo wzrost popytu na pracę wraz z odmrażaniem aktywności gospodarczej. Warto jednak zaznaczyć, że wzrost rocznej dynamiki zatrudnienia tylko w niewielkiej części można tłumaczyć przyrostem m/m, a głównym czynnikiem za to odpowiedzialnym jest efekt niskiej bazy odniesienia z ub. roku. Przypomnijmy, że w 2020 r. w miesiącach marzec-maj przeciętne zatrudnienie w sektorze firm spadło łącznie aż o 272 tys. Dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw utwierdzają nas w przekonaniu, że popyt na pracę będzie poprawiał się w kolejnych miesiącach.

Bardzo mocny wzrost r/r eksportu w kwietniu

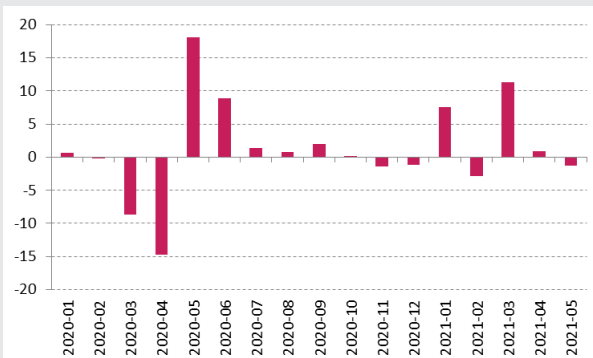
Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w maju o 2,7% r/r po wzroście o 0,9% r/r w kwietniu. Dane te potwierdzają tylko przejściowy charakter niewielkiej negatywnej niespodzianki w kwietniu, gdy zatrudnienie spadło o 13 tys. m/m. W maju natomiast liczba pełnych etatów wzrosła o 21,6 tys., co naszym zdaniem wskazuje na odrobienie start z trudnych pandemicznych miesięcy w tym roku, a także dodatkowo wzrost popytu na pracę wraz z odmrażaniem aktywności gospodarczej. Warto jednak zaznaczyć, że wzrost rocznej dynamiki zatrudnienia tylko w niewielkiej części można tłumaczyć przyrostem m/m, a głównym czynnikiem za to odpowiedzialnym jest efekt niskiej bazy odniesienia z ub. roku. Przypomnijmy, że w 2020 r. w miesiącach marzec-maj przeciętne zatrudnienie w sektorze firm spadło łącznie aż o 272 tys. Dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw utwierdzają nas w przekonaniu, że popyt na pracę będzie poprawiał się w kolejnych miesiącach.

Makro - zagranica

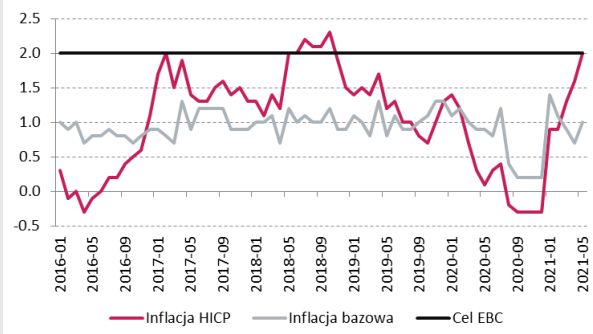
Polityka pieniężna w USA [% r/r]



Sprzedaż detaliczna w USA [% m/m]



Inflacja HICP, bazowa i cel inflacyjny w strefie euro [% r/r]



Źródło: Macrobond

Fed sygnalizuje wcześniejszą podwyżkę stóp

Zgodnie z oczekiwaniami amerykańska Rezerwa Federalna nie dokonała modyfikacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych - główna stopa procentowa pozostała na poziomie 0,00-0,25% oraz utrzymano dotychczasową skalę skupu aktywów na rynkach finansowych. Nowością jest natomiast nowy wykres dot-plot odzwierciedlający bardziej jastrzębie niż poprzednio prognozy stóp procentowych. Obecnie mediana tych oczekiwań wskazuje na dwie podwyżki o 0,25 pkt proc. w 2023 r., podczas gdy jeszcze w marcu oczekiwano stabilizacji stóp do końca 2023 r. Jednocześnie wzrosła rozpiętość tych oczekiwań (obecnie 5 członków prognozuje wzrost stóp co najmniej o 1,0 pkt proc. wobec 2 członków w marcu), co odzwierciedla niepewność dotyczącą tempa zacieśniania polityki pieniężnej. Innym istotnym elementem nowości jest informacja przewodniczącego Fed J.Powella o rozpoczęciu dyskusji w gronie bankierów centralnych o zmniejszeniu bilansu amerykańskiego banku centralnego (tapering). Rozmowy te mają być kontynuowane także w przyszłych miesiącach. Nie określił jednak dokładnych ram czasowych zaznaczając, że decyzje te będą uwarunkowane realizacją mandatu, a nie kalendarzem. Fed opublikował ponadto aktualizację prognoz makroekonomicznych, które przyniosły istotną rewizję w górę tylko dla 2021 r. Oczekiwania dla PKB w 2021 wynoszą obecnie 7,0% wobec 6,5% w marcu, a dla inflacji PCE (deflator konsumpcji indywidualnej) 3,4% r/r (poprzednio 2,4% r/r). Komunikat po posiedzeniu został jedynie uaktualniony o pozytywną ocenę wpływu szczepień na ograniczenie skali pandemii - forward guidance dla stóp pozostał niezmienny. Informacje te wskazują wyraźnie na bardziej jastrzębie nastawienie Fed. Realizują się ryzyka wcześniejszego niż przedstawiano w marcu wzrostu stóp procentowych, na co wskazywały oczekiwania rynkowe. Fed przygotowuje się do normalizacji polityki pieniężnej w USA, choć jej tempo i skala jest nadal obciążona dużą niepewnością. Naszym zdaniem bilans ryzyk dla przedstawionych prognoz stóp procentowych jest skierowany w górę, ze względu na prawdopodobnie dłuższy okres podwyższonej presji inflacyjnej oraz nadal możliwe kolejne programy luzowania polityki fiskalnej.

Pomimo spadku m/m dobre dane o sprzedaży detalicznej w USA

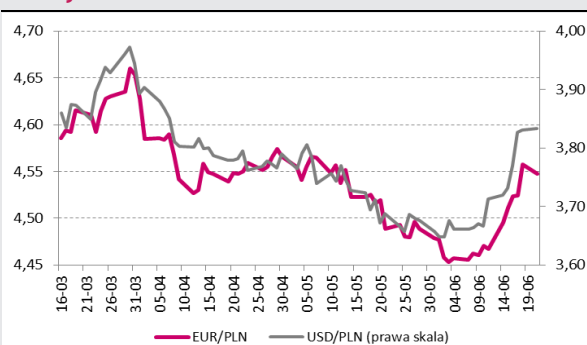
Sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych spadła w maju o 1,3% m/m, a więc silniej niż oczekiwano, przy czym jednak zrewidowano w górę odczyt za kwiecień. Obniżenie się wartości sprzedaży nie dziwi, gdyż stanowi ono odreagowanie po bardzo mocnym wzroście w marcu (11,3% m/m), gdy gospodarstwa domowe w USA otrzymały transfery społeczne z programu stymulacji fiskalnej J.Biden. Pomimo spadku dane te nie mają negatywnej wymowy, gdyż nadal wskazują na mocny popyt na towary pomimo dalszego budowania się do życia sektora usługowego. Konsumpcja indywidualna powinna być nadal głównym motorem ożywienia gospodarczego w USA. Amerykańska produkcja przemysłowa wzrosła natomiast w maju o 0,8% m/m wobec 0,1% m/m miesiąc wcześniej. Jak wskazuje wskaźnik ISM zamówienia w tym sektorze są bardzo korzystne, a przyspieszenie aktywności przemysłowej hamowane jest przez problemy w ramach łańcuchów dostaw surowców i półproduktów, co najpewniej będzie utrzymywało się jeszcze przez najbliższe miesiące.

Inflacja w strefie euro najwyższa od października 2018

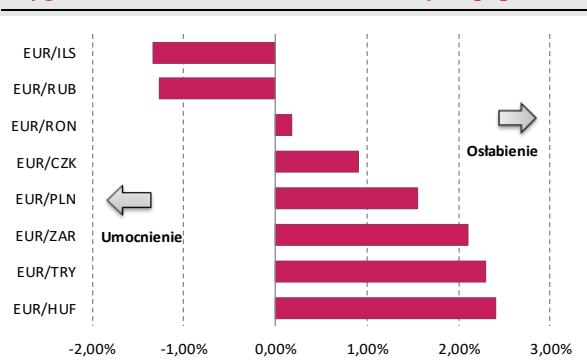
Eurostat potwierdził wstępny szacunek, zgodnie z którym inflacja konsumencka (indeks HICP) wzrosła w maju do 2,0% r/r z 1,6% r/r, tj. do najwyższego poziomu od października 2018 r. Wskaźnik bazowy obliczany jako HICP po wyłączeniu cen energii, żywności, alkoholu i tytoniu został zrewidowany w górę do 1,0% r/r z 0,9% r/r. Presja inflacyjna w strefie euro jest niższa niż w Stanach Zjednoczonych, co jest jednym z elementów różniących perspektywy polityki pieniężnej w obu gospodarkach. W strefie euro powinna ona pozostawać akomodacyjna przez dłuższy czas. Według danych Eurostat wskaźnik HICP dla Polski obniżył się natomiast do 4,6% r/r z 5,1% r/r, co pomimo spadku jest drugą najwyższą wartością w Unii Europejskiej, po Węgrzech, dla których indeks HICP wyniósł w maju 5,3% r/r.

Rynek walutowy

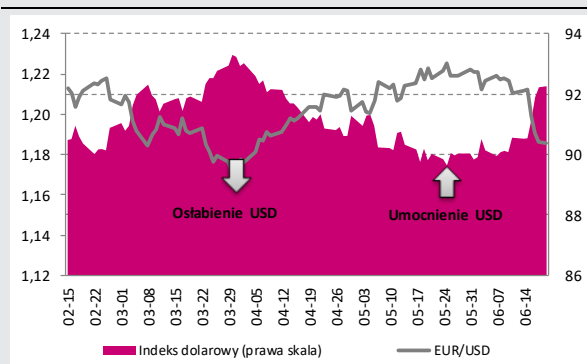
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



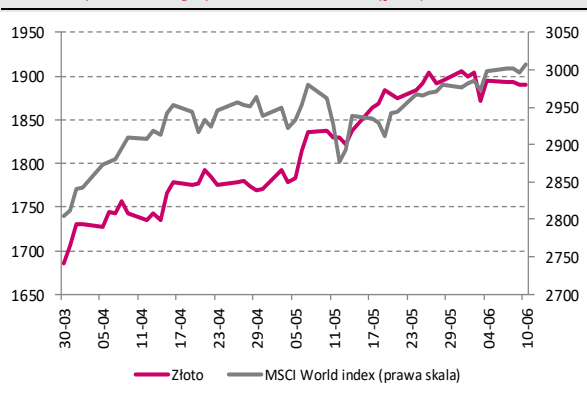
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



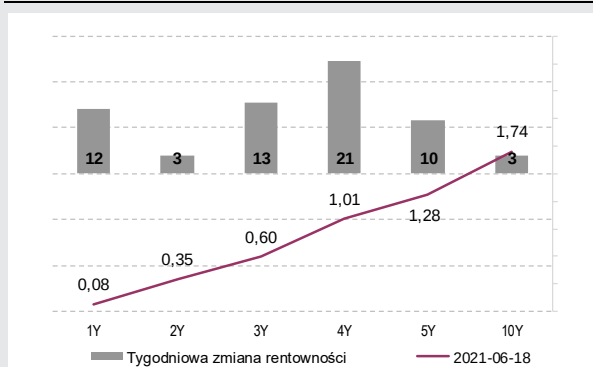
Źródło: Refinitiv

Wyraźne osłabienie towarzyszyło ubiegłotygodniowej wycenie złotego do euro. Źródłem negatywnej presji na polską walutę były wcześniejsze komentarze prezesa Narodowego Banku Polskiego, który schodził oczekiwania na szybkie podwyżki stóp procentowych. Nie bez znaczenia były również trendy wśród walut Europy Środkowo-Wschodniej. Solidarnie ze złotym na wartości tracił także węgierski forint, czeska korona, czy rumuński lej. W przypadku kursu EUR/PLN dodatkowym źródłem przeceny było pokonanie istotnych poziomów oporu na wykresie technicznym, co aktywowało dodatkowy potencjał do wzrostu notowań. W rezultacie kurs EUR/PLN wzrósł w omawianym okresie do nawet 4,56 z 4,48 przed tygodniem. Solidne zmiany obserwowane były w ubiegłym tygodniu także na innych parach złotych. Notowania złotego w dolarze amerykańskim poszybowały w tydzień aż o 15 groszy do 3,8450. Poza ogólną przeceną złotego była to konsekwencja dynamicznego umocnienia dolara na globalnych rynkach jako reakcja na posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej, które przyniosło szybszą od wcześniejszych prognoz ścieżkę zacieśniania polityki pieniężnej.

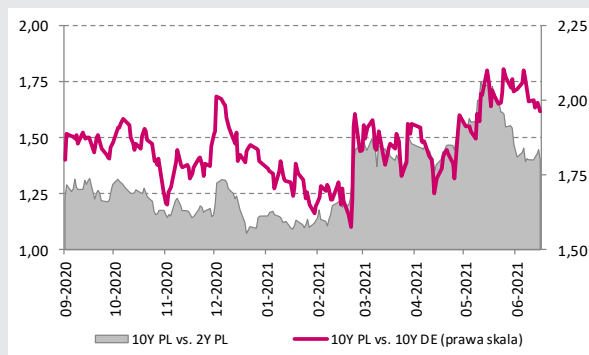
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	Złoty osłabił się pod wpływem mixu czynników lokalnych i zewnętrznych przesuwając się - w relacji do euro - do przedziału 4,52 - 4,5650. Przekreślenie przez prezesa Narodowego Banku Polski szans na podwyżki stóp procentowych w lipcu sprawia, że wycena złotego bardziej podatna niż w ostatnich tygodniach będzie na wpływ sentymentu globalnego. Ten w przypadku walut regionu pozostaje obecnie umiarkowanie niesprzyjający. Na wartości tracą między innymi waluty Węgier i Czech. Utożsamiamy to jednak ze strategią „kupuj plotki sprzedawaj fakty” na kilka dni przed decyzjami tamtejszych banków centralnych, które prawdopodobnie zacieśnią politykę pieniężną. Kluczowa będzie jednak wymowa posiedzeń co do skali i tempa kolejnych podwyżek stóp procentowych. Niewykluczone zatem, iż w najbliższych dniach o losach złotego zadecydują czynniki regionalne. W przypadku utrzymania jastrzębiego nastawienia spodziewalibyśmy się, iż kurs EUR/PLN zakończy bieżący tydzień w pobliżu dolnego ograniczenia, co byłoby dobrym punktem wyjścia do przyszłotygodniowych wstępnych danych o krajowej inflacji CPI. Jej potencjalne dalsze przyspieszenie byłoby wsparciem w ataku bariery 4,50 PLN za EUR na początku drugiej połowy roku.
USD/PLN	Krótkoterminowa presja na umocnienie dolara, mimo dokonanej od ubiegłego tygodnia solidnej aprecjacji tej waluty, nie ustaje. Kurs USD/PLN ma zatem szanse na utrzymywanie się na 2-miesięcznym maksimum tj. okolicy 3,83. Wiele zależeć będzie jednak od retoryki wypowiedzi przedstawicieli Fed, których w tym tygodniu nie zabraknie.
EUR/USD	Dolar zdecydowanie umacnia się po mniej gołębiym od oczekiwań wyniku czerwcowego posiedzenia Fed. O przedłużeniu aprecjacji amerykańskiej waluty na ten tydzień zadecyduje retoryka komentarzy członków Fed. Na jej podstawie inwestorzy będą budowali swój scenariusz normalizacji polityki pieniężnej w USA tj. ponownie różniący się od oficjalnego co do tempa podwyżek stóp procentowych. W tym tygodniu euro pozostanie zaś wrażliwe na publikację wstępnych odczytów indeksów PMI w największych gospodarkach eurogrupy. Zakładamy, iż kurs EUR/USD w obliczu dość jastrzębich komentarzy członków Fed - które rynek może akcentować bardziej niż ewentualne łagodne wypowiedzi - oraz poprawy sytuacji w sektorze usługowej strefy euro finałem będzie stabilizacja eurodolara.

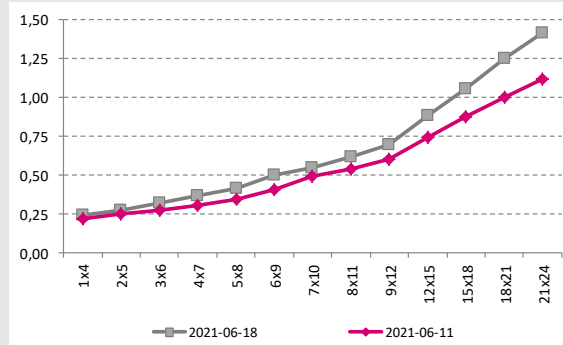
Rentowność obligacji krajowych [%]



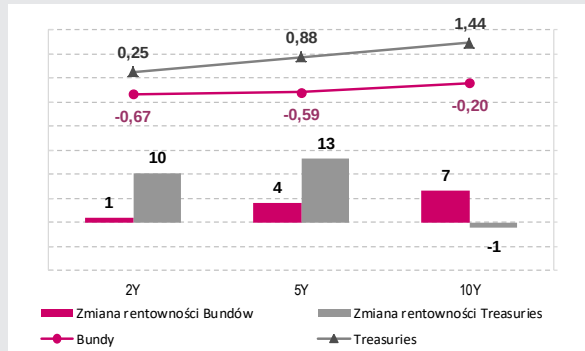
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Miniony tydzień przyniósł wzrost dochodowości obligacji wzdłuż całej krzywej, która szczególnie widoczna była w segmencie 3-, 4- i 5 lat tj. preferowanym przez inwestorów zagranicznych. Było to spójne z sytuacją na rynkach bazowych, gdzie również w omawianym okresie obserwowaliśmy dość solidne wzrosty rentowności. Najmniejsze zmiany dotyczyły między innymi krótkiego końca polskiej krzywej, co nie powinno dziwić w obliczu ograniczonych przez prezesa Narodowego Banku Polskiego oczekiwań na szybkie wejście na ścieżkę normalizacji polityki pieniężnej. Wydarzeniem ubiegłego tygodnia był przetarg odkupu obligacji przez NBP, który został odebrany, jako oczekiwania na normalizację polityki pieniężnej. Bank centralny bowiem skupił dług na kwotę zaledwie 2,05 mld PLN - z czego 1,7 mld PLN przypadło na obligacje skarbowe, a 0,35 mld na obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego - wobec zgłoszonych ofert opiewających na 5,6 mld PLN i deklarowanej przed operacją maksymalną kwotę skupu na poziomie 10 mld PLN. Była to jedyna zaplanowana na czerwiec operacja *outright-buy*, co oznacza, że poza zmniejszeniem w tym miesiącu częstotliwości przetargów w stosunku do maja, NBP znacząco ograniczył także wartość skupionych obligacji. Rynek odebrał to dość jednoznacznie jako dalsze stopniowe wygaszanie programu, czyli argumentu za utrzymywaniem dochodowości na względnie niskim poziomie.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) ↑	Mimo, iż oczekiwaliśmy w ubiegłym tygodniu wzrostu dochodowości, to jej skala była naszym zdaniem dość skromna. Nadal zatem uważamy, iż w przypadku długiego końca krzywej istnieje przestrzeń do wzrostu dochodowości. Wiele zależeć będzie jednak od rozwoju sytuacji na rynkach bazowych, które są dla polskiej 10-latki głównym źródłem zmian. Spośród czynników krajowych nie dostrzegamy obecnie takich, które w perspektywie najbliższych dni będą istotnie oddziaływać na wycenę skarbowych papierów wartościowych.
10Y DE (%) ↑	Nastroje na rynkach finansowych są umiarkowanie optymistyczne, a akcentowane przez kolejne banki centralne wejście na ścieżkę normalizacji polityki pieniężnej powinny uzasadniać systematyczną wzrost dochodowości. W przypadku Bunda nie powinna być ona jednak duża - póki co Europejski Bank Centralny pozostaje ostrożny w kwestii chociażby ograniczania programu skupu aktywów. Argumentem za kontynuacją wzrostów dochodowości przez europejski dług będą w naszej ocenie publikacje indeksów PMI w strefie euro, które wskażą na bardziej zrównoważony wzrost aniżeli ten generowany przez sektor wytwórczy.
10Y US (%) ↑	Amerykański dług tanieje w przyspieszonym tempie w reakcji na wpływ ostatniego posiedzenia Rezerwy Federalnej, choć przecena koncentruje się jak dotąd na krótkim końcu krzywej. 10-letni dług skarbowy USA pozostaje dość stabilny, a nawet - jak na dzisiejszym otwarciu - lekko zniżkuje. Uważamy taki stan rzeczy za przejściowy przede wszystkim w obliczu stopniowo dyskontowanego ograniczania aktywności zakupowej przez Fed tj. niezwykle istotnego wsparcia dla utrzymania dochodowości na relatywnie niskich poziomach. Liczymy na stopniowy wzrost dochodowości Treasuries w kolejnych dniach.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 21 czerwca					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Maj	5.9%	6.0%	6.5%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Maj	44.8%	29.0%	30.3%
Wtorek 22 czerwca					
10:00 Sprzedaż detaliczna realna r/r	Polska	Maj	21,1%	12.9%	15.9%
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Maj	-4.2%	1.2%	0.1%
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Czerwiec	0.60%	0.85%	
Środa 23 czerwca					
Decyzja ws. stóp procentowych	Czechy	Czerwiec	0.25%	0.50%	
09:30 Indeks PMI dla przemysłu, wst.	Niemcy	Czerwiec	64.4	63.5	
09:30 Indeks PMI dla usług, wst.	Niemcy	Czerwiec	52.8	55.0	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu, wst.	EZ	Czerwiec	63.1	62.3	
10:00 Indeks PMI dla usług, wst.	EZ	Czerwiec	55.2	57.4	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu, wst.	US	Czerwiec	62.1	62.0	
15:45 Indeks PMI dla usług, wst.	US	Czerwiec	70.4	70.0	
Czwartek 24 czerwca					
10:00 Stopa bezrobocia rejestrowanego	Polska	Maj	6.3%	6.2%	6.2%
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Maj	11.2%	9.1%	9.4%
14:30 PKB fin., kw/kw SAAR	USA	1Q	4.3%	6.4%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałe wst., m/m	USA	Maj	-1.3%	2.0%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	18 Czerwca	412k	380k	
Piątek 25 czerwca					
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Maj	0.5%	0.4%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Maj	-13.1%	-3.0%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Maj	3.6%		
14:30 Bazowa inflacja PCE r/r	USA	Maj	3.1%		
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan	USA	Czerwiec	82.9	86.4	
Poniedziałek 28 czerwca					

Brak istotnych publikacji

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

Dane i prognozy

	2019	2020	2021	2022	1Q20	2Q20	3Q20	Q420	1Q21	2Q21	3Q21	Q421
PKB	4,5	-2,7	4,4	5,3	1,9	-8,4	-1,5	-2,8	-0,9	8,5	3,7	6,2
Stopa bezrobocia	5,2	6,2	6,4	5,9	5,4	6,1	6,1	6,2	6,4	6,3	6,3	6,4
Inflacja CPI (% r/r) **	2,3	3,4	3,3	3,0	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	3,6	3,5	3,4
Ropa naftowa Brent **	64,6	42,6	63,2	61,0	50,5	33,6	41,0	45,3	61,0	64,5	64,1	62,9
Stopa referencyjna (%)	1,50	0,10	0,10	0,25	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 1M (%)	1,63	0,20	0,20	0,40	1,14	0,23	0,20	0,20	0,18	0,20	0,20	0,20
WIBOR 3M (%)	1,71	0,21	0,22	0,55	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22
WIBOR 6M (%)	1,79	0,25	0,27	0,65	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,25	0,27
Obligacja 2-letnia (%)	1,50	0,02	0,15	0,75	1,55	0,15	0,09	0,02	0,09	0,15	0,20	0,35
Obligacja 10-letnia (%)	2,07	1,30	1,75	2,25	2,10	1,35	1,35	1,30	1,56	2,00	2,15	2,25
EUR/PLN	4,26	4,45	4,40	4,30	4,55	4,47	4,52	4,45	4,66	4,50	4,45	4,40
USD/PLN	3,80	3,65	3,55	3,65	4,15	3,98	3,85	3,65	3,98	3,78	3,65	3,55
GBP/PLN	5,00	5,13	5,05	4,95	5,11	4,89	4,94	5,13	5,47	5,20	5,10	5,05
EUR/USD	1,12	1,22	1,24	1,18	1,10	1,12	1,17	1,22	1,17	1,19	1,22	1,24
EURIBOR 3M	-0,41	-0,53	-0,55	-0,50	-0,23	-0,43	-0,52	-0,53	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55
LIBOR 3M USD	1,91	0,25	0,30	0,60	1,35	0,30	0,23	0,25	0,19	0,25	0,26	0,30

* 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 jakiejkolwiek 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.