

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

Złoty, który zyskał nieco wsparcia w piątkowej najwyższej od dziesięciu lat inflacji nadal porusza się w przedziale 4,56 - 4,60. Mimo, iż obecnie bliżej mu do dolnego ograniczenia kanału, to nie spodziewamy się, by w obecnych uwarunkowaniach polska waluta mogła wyraźnie zyskiwać na wartości, choć dość istotna dla polskiego rynku może okazać się retoryka banku centralnego Czech, który w czwartek ponownie powinien podwyższyć stopy procentowe. Na globalnym rynku uważamy natomiast, iż miejsce na wzrost eurodolara, z którym złoty pozostaje obecnie w dość ścisłej, ujemnej korelacji (wzrost EUR/USD = spadek EUR/PLN) jest mocno ograniczone. Źródłami zmienności w tym tygodniu będą przede wszystkim dane PMI dla sektora usługowego (środa), które z uwagi na lipcowy rozwój pandemii - mogą zaskoczyć negatywnie, a więc sprzyjać umocnieniu dolara do euro. Uzupelnieniem wydarzeń będzie raport z amerykańskiego rynku pracy (piątek), który przez inwestorów będzie interpretowany jako element układanki przygotowującej drogę do tzw. taperingu przez Rezerwę Federalną i potencjalne źródło dodatkowej presji na umocnienie dolara.

Najważniejsze dane tego tygodnia

Spodziewana dalsza poprawa na amerykańskim rynku pracy

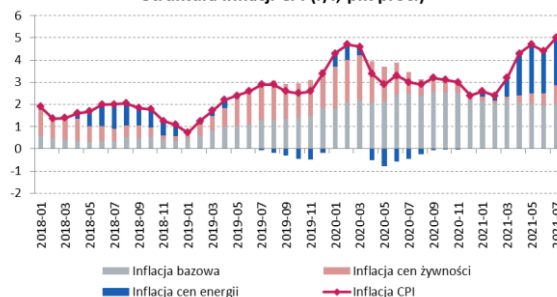
W tym tygodniu uwaga rynku skupiona będzie na danych z amerykańskiego rynku pracy. W środę opublikowany będzie raport ADP, w czwartek liczba nowozarejestrowanych bezrobotnych, a finałem będzie piątkowa publikacja o stopie bezrobocia oraz liczby nowych miejsc pracy w sektorach za rolnictwem. Oczekiwana jest dalsza poprawa na rynku pracy, której służy utrzymanie wysokiej aktywności ekonomicznej i odbudowa popytu na pracę szczególnie w sektorze usług po złagodzeniu restrykcji epidemicznych. Aktualny konsensus rynkowy wskazuje na wzrost liczby nowych miejsc pracy w lipcu o 925 tys. wobec 850 tys. w czerwcu. W zakresie stopy bezrobocia spodziewany jest jej spadek do 5,7% z 5,9% w czerwcu. Sytuacja na rynku pracy ulega systematycznej poprawie, choć wciąż odległa jest od sytuacji sprzed kryzysu. Ewentualna pozytywna niespodzianka w danych może wpłynąć na rynkowe oczekiwania co do kształtu polityki pieniężnej Fed, szczególnie odnośnie luzowania ilościowego. Niemniej wzrost niepewności wywołany ewentualnym wpływem nasilającej się kolejnej fali pandemii na przebieg procesów gospodarczych może złagodzić wpływ opublikowanych lepszych danych.

Czy nasilenie pandemii zaburzy nastroje w europejskim sektorze usług?

W środę opublikowane zostaną indeksy PMI dla europejskiego sektora usług w lipcu. Wstępne szacunki wskazały na poprawę nastrojów w sektorze usług strefy euro na fali odbudowy aktywności po złagodzeniu restrykcji dla działalności usługowej. Po okresie niskiej aktywności wywołanej pandemią, obecnie sektor usług stanowi silne wsparcie dla europejskiej gospodarki. Nasilenie pandemii w ostatnich tygodniach w części krajów UE może przełożyć się na nieznaczną korektę w dół wstępnych odczytów indeksu PMI. Niemniej jednak nie powinna być ona znaczna. Niepewność co do pandemii może jednak ostudzić nastroje w kolejnych miesiącach, choć skuteczność szczepień w ochronie przed ciężkim przebiegiem zachorowania na COVID-19 i przed śmiercią powinny powodować, że wprowadzane ewentualne ograniczenia będą miały mniejszy zakres. Biorąc dodatkowo pod uwagę stopień adaptacji gospodarek do warunków pandemii, perspektywy europejskiej gospodarki nie powinny ulec zasadniczym zmianom.

Wykres tygodnia

Struktura inflacji CPI (r/r, pkt proc.)



Źródło: Macrobond

Inflacja w Polsce osiągnęła poziom najwyższy od 10 lat. Choć część wzrostu inflacji jest efektem wyższych cen surowców i cen regulowanych, to presja popytowa również utrzymuje się na podwyższonym poziomie. Wyższa od oczekiwań NBP ścieżka inflacji ożywiła oczekiwania na szybszą normalizację polityki pieniężnej w Polsce, które w naszej ocenie może zacząć się w tym roku.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5570	-0,7%
USD/PLN	3,8340	-1,5%
CHF/PLN	4,2353	0,0%
EUR/USD	1,1885	0,8%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,37	0
5Y	1,02	-1
10Y	1,69	16

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,79	19
5Y	1,40	22
10Y	1,71	16

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,45	-4
US 10Y	1,24	-2

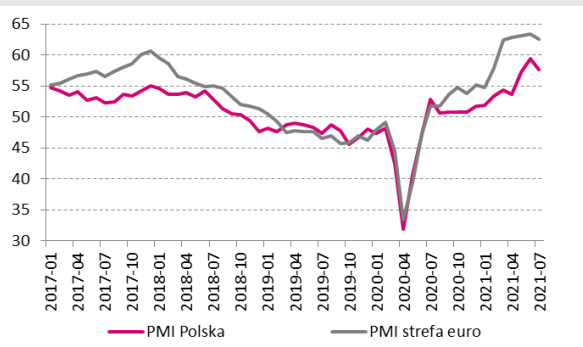
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	67533,4	0,5
S&P 500	4419,2	1,2
Nikkei 225	27283,6	-1,0

Źródło: Refinitiv

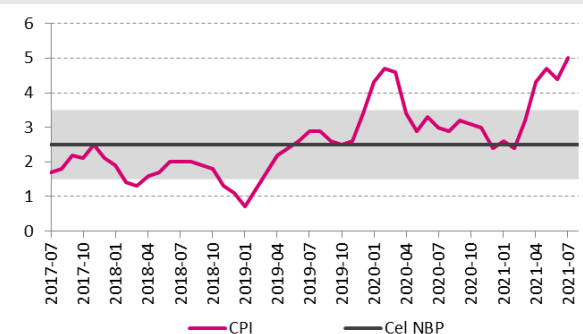
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

Indeks PMI w przemyśle Polski i strefy euro [pkt]



Inflacja CPI i cel inflacyjny



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Nastroje w przemyśle nieco słabsze, choć wciąż optymistyczne

Indeks PMI dla krajowego przemysłu spadł w lipcu do 57,6 pkt. z rekordowo wysokiego poziomu 59,4 pkt. osiągniętego w czerwcu. Wynik ten okazał się nieco gorszy od konsensusu rynkowego i naszych oczekiwań, choć należy podkreślić, iż koniunktura w przemyśle pozostaje dobra, a indeks wciąż wyraźnie przekracza graniczny poziom 50 pkt., a wartość indeksu dla lipca jest druga najwyższa w historii, wskazując na dynamiczny rozwój sektora przemysłowego. W lipcu przedsiębiorcy wskazywali na wydłużający się czas zaopatrzenia w materiały i półprodukty, co niewątpliwie odzwierciedla zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw. Znajduje to odzwierciedlenie w utrzymaniu się zaległości produkcyjnych, choć przedsiębiorcy utrzymują produkcję i kontynuują realizację zamówień konsumując zapasy, które spadły szósty miesiąc z rzędu. W minionym miesiącu nieco obniżyła się presja inflacyjna, choć pozostaje wysoka. Kondycja przemysłu pozostaje dobra, choć zgodnie z oczekiwaniami tempo ekspansji stabilizuje się. Wykorzystanie mocy wytwórczych, które w części branż zbliża się do poziomów sprzed wybuchu kryzysu, zaburzenia w dostawach półproduktów i materiałów, a także stabilizacja popytu zagranicznego, na co wskazują wyniki badań koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych, sprzyjają stabilizacji koniunktury także w polskim przemyśle. Przemysł bardzo dynamicznie odrobił straty spowodowane przez wybuch pandemii w ubiegłym roku, dlatego też oczywistym jest wyhamowanie dynamiki ekspansji. Nastroje w przemyśle pozostają dobre i uwarunkowania na kolejne miesiące pozostają korzystne. Utrzymanie solidnego popytu zagranicznego i krajowego sprzyjać będzie wynikom przemysłu, a sektor ten pozostanie ważnym wsparciem krajowej gospodarki. Odczyt PMI wspiera scenariusz kontynuacji ożywienia. Krótkoterminowym ryzykiem dla gospodarki pozostaje drożność kanałów dostaw oraz przebieg pandemii na jesień, niemniej w naszej ocenie czynniki te nie zmieniają zasadniczo scenariusza makroekonomicznego na najbliższe kwartały.

Inflacja w Polsce na 10-letnim maksimum

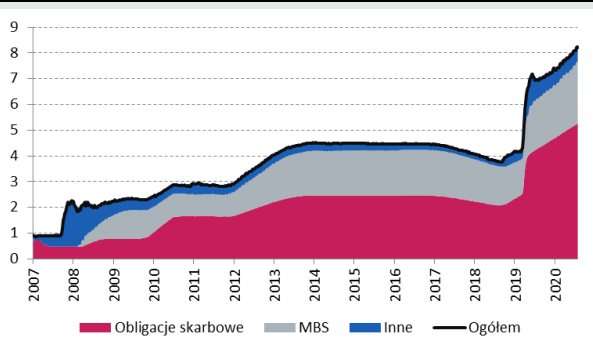
Według wstępnego szacunku GUS inflacja mierzona wskaźnikiem CPI wzrosła w lipcu do 5,0% r/r z 4,4% r/r w czerwcu, najwyższego poziomu od 10 lat. Zwyżka inflacji była spodziewana ze względu na drożące paliwa, niemniej skala wzrostu zaskoczyła negatywnie. Podwyższona presja inflacyjna ma globalny charakter. Według danych Eurostat inflacja w strefie euro wzrosła do 2,2% r/r z 1,9% r/r, poziomu najwyższego od października 2018 roku. Źródłem niespodzianki był nieco silniejszy niż szacowaliśmy wzrost cen paliw. Na podwyższonym poziomie utrzymuje się wciąż inflacja bazowa, a według naszych szacunków wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł 3,5-3,6% r/r. Przy publikacji szybkiego szacunku CPI GUS nie podaje struktury zmian cen w całym koszyku inflacyjnym. Niemniej w naszej ocenie możliwe było nieznaczne przyspieszenie dynamiki cen dóbr, na co wpływa wciąż silny popyt, a jednocześnie rosnące koszty i zakłócenia w łańcuchach dostaw. Rosnące koszty związane z wysokimi cenami surowców, transportu, a także wyższe ceny energii, gazu i innych cen regulowanych znajdą swoje odzwierciedlenie w cenach dla konsumentów. Utrzymuje się zapewne także wyraźny wzrost cen usług, szczególnie tych, które zostały odmrożone po wydłużonym okresie utrzymywania restrykcji dla działalności gospodarczej. W naszej ocenie presja inflacyjna będzie utrzymywać się na podwyższonym poziomie i w kolejnych miesiącach wskaźnik CPI będzie pozostawał w okolicach 5%. Tym bardziej, że w sierpniu nastąpi podwyżka cen gazu, która spowoduje podniesienie wskaźnika CPI o ok. 0,1 pkt. proc. Dane o inflacji uprawniają do naszego scenariusza zakładającego początek normalizacji polityki pieniężnej w tym roku. W najbliższych miesiącach RPP będzie zapewne obserwowała sytuację gospodarczą, także w kontekście sytuacji epidemicznej, a argumentów do rozpoczęcia procesu normalizacji polityki pieniężnej może dostarczyć już listopadowa projekcja, która zapewne wskaże na utrzymanie kontynuacji ożywienia polskiej gospodarki, jednocześnie przy wyższej ścieżce inflacji.

Makro - zagranica

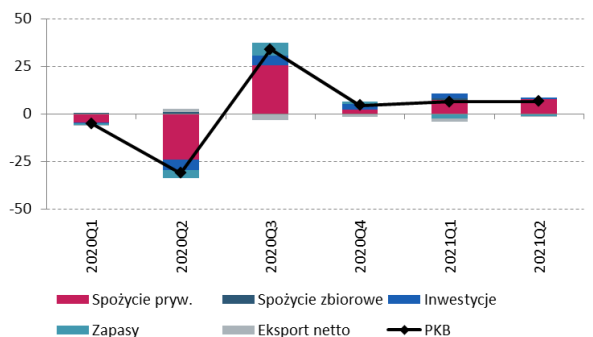
Główna stopa procentowa w USA [%]



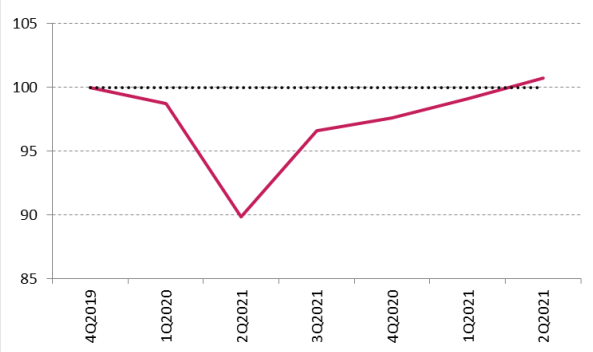
Aktywa Fed [bln EUR]



Struktura wzrostu PKB w USA [pkt proc, SAAR]



PKB w USA [sa, 2019Q4=100]



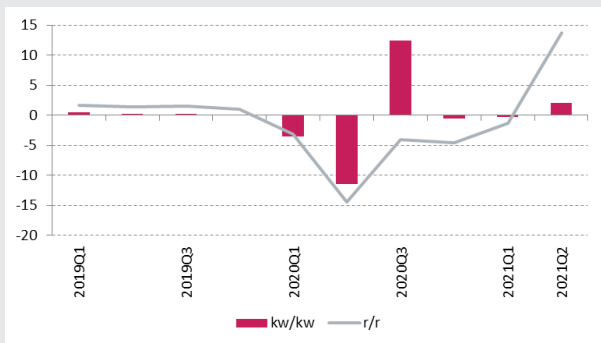
Głębsza dyskusja w Fed o perspektywach zakupu aktywów

Zgodnie z oczekiwaniami podczas lipcowego posiedzenia FOMC (Federalnego Komitetu do spraw Operacji Otwartego Rynku) w Stanach Zjednoczonych pozostawiono główną stopę procentową na dotychczasowym poziomie 0,00-0,25% oraz skalę programu zakupu aktywów wynoszącą 120 mld USD miesięcznie. Co zaskakujące jednak, amerykańscy bankierzy centralni wprowadzili istotną modyfikację w komunikacie. Obecnie piszą, że „W grudniu zeszłego roku Komitet wskazał, że będzie nadal zwiększał swoje zasoby papierów wartościowych (...) dopóki nie zostanie dokonany znaczny postęp w kierunku maksymalnego zatrudnienia i cele stabilności cen. Od tego czasu gospodarka poczyniła postępy w realizacji tych celów, a Komitet będzie nadal ocenił postępy na kolejnych posiedzeniach”. Oznacza to, że członkowie FOMC coraz śміiej myślą o możliwości rozpoczęcia zmniejszania sumy bilansowej Fed (tapering). Potwierdzają to także słowa J.Powella podczas konferencji. Powiedział on, że „Komitet ocenił stopień realizacji forward guidance dotyczącego zakupu aktywów, przyjętego w grudniu ubiegłego roku. Przeanalizowaliśmy również niektóre rozważania dotyczące tego, w jaki sposób nasze zakupy aktywów mogą zostać skorygowane, w tym ich tempo i skład, gdy warunki ekonomiczne uzasadnią zmianę”. Po raz kolejny powiedział, że działania ws. taperingu będą ogłoszone z wyprzedzeniem. Informacje te wskazują, że bankierzy centralni w USA przygotowują grunt przez rozpoczęciem normalizacji polityki pieniężnej w USA, która po wybuchu pandemii została radykalnie złagodzona. Wydaje się, że więcej szczegółów dotyczących terminów i skali taperingu będzie można poznać podczas corocznej konferencji Fed w Jackson Hole, która w przeszłości stanowiła okazję do komunikacji ważniejszych zmian w strategii polityki pieniężnej w USA. Po zmianie w komunikacie rosną szanse, że podczas następnego posiedzenia we wrześniu zostanie przedstawiona strategia zmniejszenia sumy bilansowej Fed. Wrześniowe spotkanie będzie jeszcze tym bardziej ważne, że przedstawiona zostanie nowa projekcja makroekonomiczna oraz uaktualnione prognozy członków FOMC dotyczące stóp procentowych. Oczekiwania te, że względu na skalę nasilenia inflacji, mogą kolejny raz przesunąć się w kierunku wcześniejszego momentu początku wzrostu kosztu pieniądza.

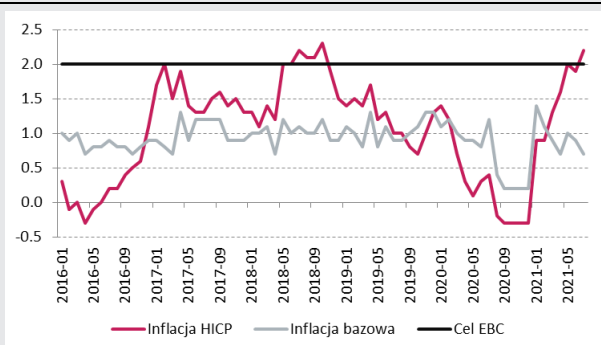
PKB w USA po 2Q w pełni odrobił straty poniesione w pandemii

Produkt krajowy brutto wzrósł w 2Q 2021 o 6,4% kw/kw SAAR, tj. po odsezonowaniu i annualizacji wobec wzrostu o 6,3% kw/kw w 1Q. Dane okazały się niższe od konsensusu prognoz, który wynosił 8,0% kw/kw SAAR. Odczyty w ujęciu zannualizowanym wskazują, jak zmieniłyby się PKB w okresie roku, gdyby dynamika utrzymała się w kolejnych trzech kwartałach. Bez annualizacji amerykański PKB wzrósł w 2Q ub. roku o ok. 1,6% kw/kw. Wraz z odmrażaniem gospodarki i postępowaniem szczepień silnie wzrosła konsumpcja usług (+12,0% kw/kw SAAR). Tylko nieznacznie słabszy okazał się wzrost popytu konsumpcyjnego na towary. Bardzo mocno rosnące ceny używanych aut wskazują, że wydatki na nowe auta (wliczane do konsumpcji) mogłyby być jeszcze wyższe, gdyby nie ograniczona podaż podzespołów elektronicznych do produkcji. Wydatkom gospodarstw domowych sprzyjały, obok zgromadzonych oszczędności, także transfery pieniężne w ramach realizowanego programu fiskalnego. W mniejszym stopniu wsparciem wzrostu były inwestycje w maszyny i urządzenia. Dynamikę PKB obniżała natomiast zmiana zapasów, co nie stanowi zaskoczenia biorąc pod uwagę niedopasowanie silnego popytu do ograniczonych możliwości produkcyjnych w związku z zatorami w sieciach dostaw materiałów i podzespołów. Negatywny wkład do wzrostu miały także inwestycje mieszkaniowe, co najprawdopodobniej wynika z wysokich cen. Pomimo negatywnej niespodzianki dane te wskazują, że gospodarka amerykańska w pełni odrobiła straty wywołane kryzysem pandemicznym, czemu pomogło niewątpliwie znaczące złagodzenie warunków monetarnych, ogromna skala luzowania fiskalnego oraz szybkie wdrożenie programu szczepień. W 2Q br. tempo ożywienia w Stanach Zjednoczonych najpewniej osiągnęło tegoroczny szczyt. Perspektywy na kolejne kwartały pozostają optymistyczne, ze względu przede wszystkim na uwarunkowania popytu konsumpcyjnego. Wsparciem inwestycji byłby pakiet infrastrukturalny, nad którym obecnie trwają prace. Czynnikiem spowalniającym odbudowę najpewniej nadal

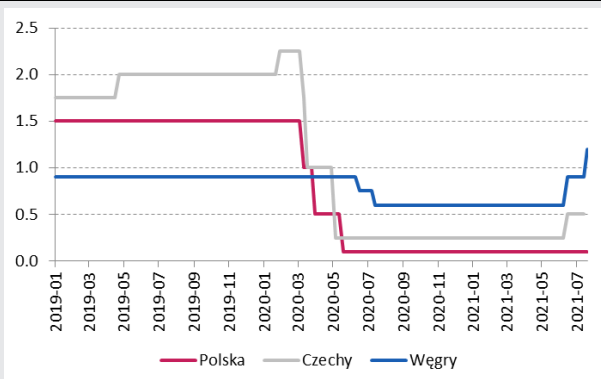
PKB w strefie euro [% , sa]



Inflacja HICP w strefie euro [% r/r]



Stopy procentowe w krajach CEE[%]



Źródło: Macrobond

będą „wąskie gardła” w łańcuchach produkcji oraz ograniczenia podażowe na rynku pracy. Zwiększenie zachorowań wywołane nową odmianą koronawirusa stanowi największy negatywny czynnik ryzyka dla prognoz dotyczących amerykańskiej gospodarki.

PKB szybko rośnie wraz ze znoszeniem obostrzeń

Według pierwszego wycalcenia produkt krajowy brutto wzrósł w 2Q br. o 2,0% kw/kw po spadku o 0,3% kw/kw w 1Q. Odczyt okazał się lepszy od konsensusu prognoz, który wynosił 1,5% kw/kw. Jeszcze bardziej okazały się dynamika roczna (13,7%), silnie podwyższana przez efekt niskiej bazy statystycznej z 2Q 2020 r. Znaczące wzrosty odnotowano w krajach południa: w Hiszpanii (2,8% kw/kw) oraz we Włoszech (2,7% kw/kw). Natomiast w Niemczech PKB wzrósł w 2Q o 1,5% kw/kw po spadku o 1,8% kw/kw w 1Q, tj. poniżej oczekiwań, co można powiązać z ograniczeniami podażowymi w przemyśle, ograniczającymi aktywność m.in. przemysłu motoryzacyjnego. Dane za 2Q wskazują na szybką odbudowę gospodarki po trudnej ze względu na pandemię zimie. Oczekiwania na 3Q pozostają optymistyczne - dostępne pierwsze odczyty indeksów koniunktury za lipiec sygnalizują przyspieszenie ożywienia, choć nadal problemem będą pozostawać zatory w łańcuchach produkcji. Pomimo silnych fundamentów gospodarka Eurolandu nie odrobi strat wywołanych kryzysem pandemicznym do końca tego roku, co kontrastuje m.in. z USA, które osiągnęły po 2Q poziom pandemii przewyższający ten z 4Q 2019.

Inflacja HICP w strefie euro powyżej celu EBC

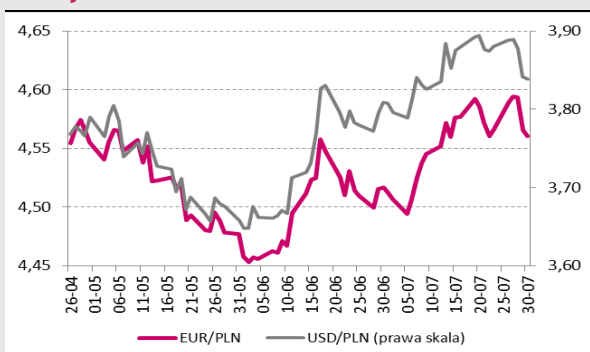
Inflacja w strefie euro wzrosła w czerwcu do poziomu 2,2% r/r z 1,9% miesiąc wcześniej. To najwyższy jej poziom od października 2018, a jednocześnie przekraczający środek celu EBC. Zwyżce inflacji w eurolandzie, podobnie jak w innych regionach, jest efektem rosnących cen surowców oraz utrzymujących się napięć w łańcuchach dostaw. Inflacja bazowa pozostaje relatywnie niska, choć również stopniowo rośnie. W lipcu inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 0,9% r/r z 0,7% r/r miesiąc wcześniej, przewyższając konsensus rynkowy na poziomie 0,7% r/r. Opublikowane dane wpisują się w obraz nasilającej się presji cenowej, choć nie zmieniają one perspektyw polityki pieniężnej w Eurolandzie, która pozostanie w najbliższych kwartałach silnie akomodacyjna.

Na Węgrzech kontynuacja normalizacji polityki pieniężnej

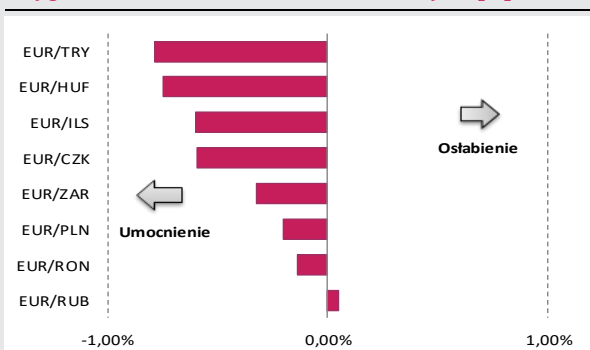
Rada Monetarna na Węgrzech podniosła główną stopę procentową o 30 pkt. baz. do 1,20% z 0,90%. Podwyżka ta okazała się nieco większa od konsensusu rynkowego, który wskazywał na wzrost o 20 pkt baz. Podniesiono także stopę depozytową O/N do 0,25% z -0,05% oraz stopę kredytową do 2,15% z 1,85%, a więc w skali, w jakiej zwiększono stopę bazową. Szerokość przedziału dla kształtowania się rynkowych stóp procentowych na Węgrzech została zatem niezmienną. Węgierscy bankierzy centralni kontynuują zacieśnianie polityki pieniężnej w reakcji na wysoką inflację sygnalizując, że proces ten będzie kontynuowany dla zapewnienia stabilności cen, przeciwdziałania rozpędzenia spirali-inflacja-płace oraz dla zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Według oczekiwań rynkowych w tym roku główna stopa procentowa na Węgrzech wzrośnie jeszcze o 50-60 pkt baz., co zakończyłoby cykl podwyższenia kosztu pieniądza. W przypadku realizacji tych oczekiwań podstawowa stopa procentowa Narodowego Banku Węgier osiągnęłaby poziom najwyższy od 2015 r.

Rynek walutowy

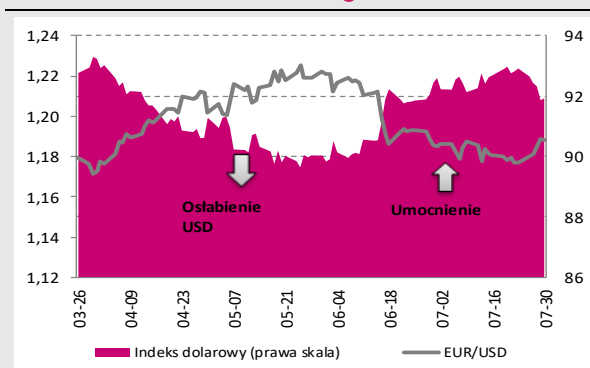
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



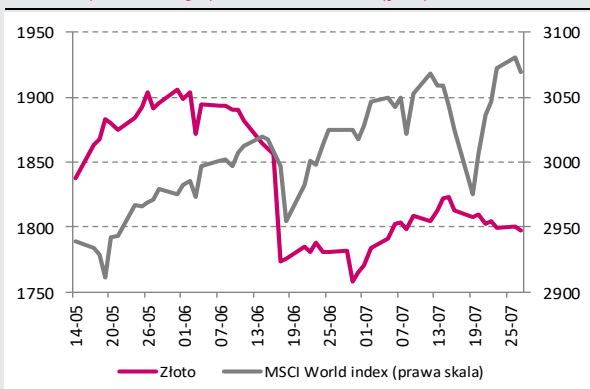
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



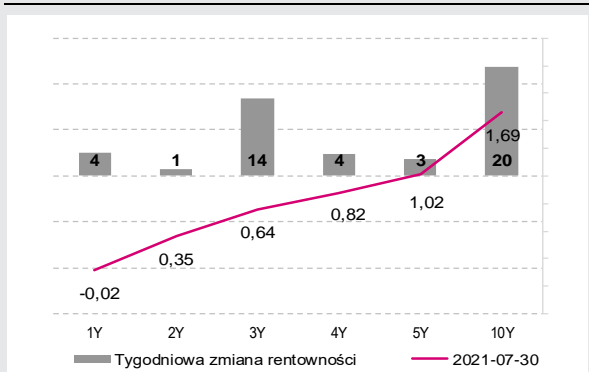
Źródło: Refinitiv

Zdecydowana większość walut rynków wschodzących umocniła się w ubiegłym tygodniu względem euro. Wyjątek stanowił rosyjski rubel. Złoty, nad którym ciężą krajowe czynniki ryzyka (łagodna narracja banku centralnego, eskalacja sporu o praworządność i groźba utraty środków z unijnego Funduszu Odbudowy), wykorzystał sprzyjający sentyment inwestycyjny i oddalił się od testowanej kilkakrotnie bariery 4,60. Niewątpliwie wsparciem był wzrost eurodolara, z którym w ostatnich dniach złoty pozostawał w dość ścisłej ujemnej korelacji (wzrost kursu EUR/USD = spadek pary EUR/PLN). Dodatkowym argumentem przemawiającym za umocnieniem polskiej waluty były - opublikowane w piątek - wyższe od konsensusu dane dotyczące krajowej inflacji CPI, co spowodowało, iż rynek ponownie zaczął dyskontować scenariusz normalizacji w perspektywie najbliższych kwartałów. Jak wspomnieliśmy na bazowych rynkach walutowych miniony tydzień był okresem wzrostu notowań eurodolara. W tym czasie aż cztery z pięciu sesji kończyło się wzrostem EUR/USD, po których para dotarła do poziomu 1,1915 tj. 200-dniowej średniej ruchomej. Obrazu nieco lepszych nastrojów światowych nie dopełniły jednak notowania franka szwajcarskiego, gdzie presja na umocnienie wciąż się utrzymywała. A kurs EUR/CHF oscylował wokół półrocznego minimum, choć z coraz mniejszym impetem przebijal się na niższe poziomy.

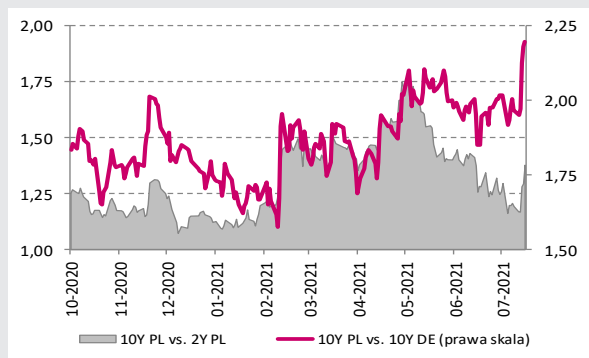
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	Bieżący sentyment inwestycyjny pozostaje sprzyjający walutom regionu, na czym korzysta także złoty. Para EUR/PLN walczy obecnie o przełamanie poziomu 4,56 (konkretnie 4,5558) i zejście na niższe poziomy. Dość sceptycznie podchodzimy do szans na umocnienie złotego z uwagi na fakt, iż czynniki lokalne nadal w większości oddziałują negatywnie na polską walutę (gołębia narracja Narodowego Banku Polski, eskalacja sporu o praworządność z UE, zbliżająca się decyzja Sądu Najwyższego w sprawie walutowych kredytów hipotecyjnych). Tym bardziej, iż na gruncie analizy technicznej zejście poniżej wspomnianej bariery otwierałoby potencjał do umocnienia złotego do 4,5246 jako docelowy zasięg ruchu). Póki co uważamy zatem, iż kurs EUR/PLN poruszać się będzie, tak jak to czyni od trzech tygodni, w ramach trendu bocznego z ograniczeniami 4,56 - 4,60 choć w najbliższych dniach prawdopodobnie wokół dolnego ograniczenia. W średnim terminie zaś pozostajemy optymistycznie nastawieni co do wartości polskiej waluty, jednak - poza pozytywnym sentymentem inwestycyjnym - warunkiem koniecznym dla aprecjacji złotego będzie zmiana nastawienia RPP i gotowość do podwyższenia stóp procentowych.
USD/PLN	Oczekiwana przez nas względna stabilizacja pary EUR/PLN, w połączeniu z prawdopodobnie niewielkimi zmianami eurodolara sprawiają, że większej zmienności nie powinniśmy obserwować także w notowaniach kursu USD/PLN. Liczymy, iż przedział 3,8211 - 3,8587 okaże się wystarczający dla zmian USD/PLN w pierwszym tygodniu sierpnia.
EUR/USD	Eurodolar, który w ubiegłym tygodniu wybił się górą z ponad miesięcznego trendu bocznego natrafił na pierwszą istotną przeszkodę techniczną tj. poziom 200-dniowej średniej ruchomej (1,1916). Bazując na bieżących przesłankach zakładamy, iż w euro nie ma argumentów za wzrostem wartości do dolara. Skłaniają nas ku temu wciąż pogarszające się statystyki zachorowań na COVID-19, wyczerpanie się pozytywnych niespodzianek w danych makro (w szczególności w komponentach dotyczących oczekiwań), czy - najnowszy aspekt - obowiązujący od niedzieli koniec 2-letniego okresu zawieszenia limitu zadłużenia w USA.

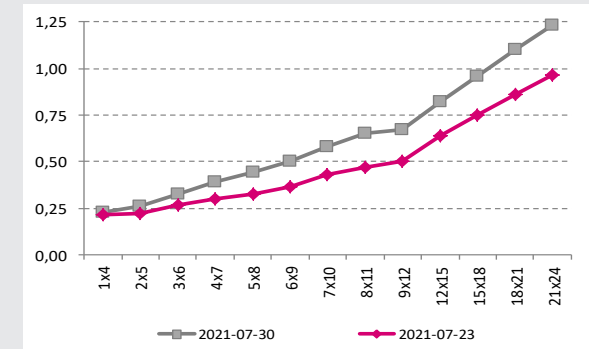
Rentowność obligacji krajowych [%]



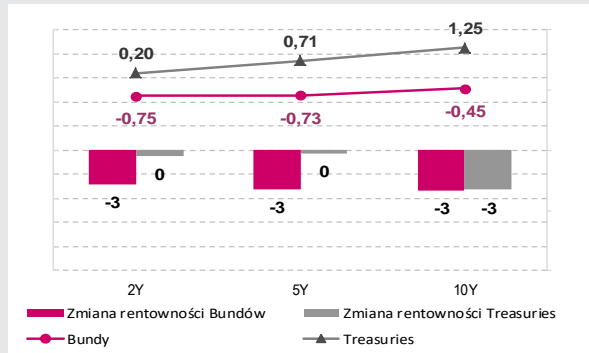
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Rynek obligacji

Przełomowym momentem na krajowym rynku obligacji była piątkowa publikacja danych o inflacji CPI w Polsce, która okazała się znacząco wyższa od konsensusu prognoz i zdecydowała o ponownym w ostatnim czasie nasileniu oczekiwań na normalizację polityki pieniężnej w Polsce. Konsekwencją był dynamiczny wzrost rentowności obligacji z krótkiego końca krzywej (głównie 3-letnich). Dochodowość 10-letniego długu wzrosła natomiast przede wszystkim z powodów technicznych (zmiana benchmarku na papier DS0432). Co znamienne zmiany polskiego rynku odbywały się przy niewielkiej zmianie dochodowości rynków bazowych dzięki czemu powiększeniu uległ między innymi spread do niemieckiej 10-latki (do 216 bps). Emocji nie wzbudziła natomiast prezentacja przez Ministerstwo Finansów planu podaży na sierpień, która zakłada jeden przetarg zamiany długu, w trakcie której resort odkupi papiery DS1021, PS0422 i OK072. Podobnie jak jedyny w ubiegłym tygodniu przetarg, na którym Bank Gospodarstwa Krajowego sprzedał papiery serii FPC0631 i FPC0328 za 1,08 mld PLN przy deklarowanym popycie niemal 2,21 mld PLN. Uzupelnieniem sprzedaży był przetarg dodatkowy, na który BGK pozyskał dodatkowe „symboliczne” 75 mln PLN.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	<p>➡</p> <p>Nie uważamy, by z najbliższych tygodni mógł przydarzyć się podobny scenariusz do ostatnich dni, gdy doszło do dynamicznego wzrostu krajowych dochodowości. O ile dopuszczamy jeszcze możliwość niewielkiego wzrostu rentowności krótkiego końca krzywej - między innymi pod wpływem zbliżającego się posiedzenia Banku Czech, które wywrze obok krajowej inflacji presję na Narodowy Bank Polski - to zakres potencjalnego ruchu powinien być niewielki. Na reakcje ze strony Rady Polityki Pieniężnej przyjdzie nam bowiem poczekać prawdopodobnie co najmniej do listopada. Z kolei w przypadku długiego końca krzywej silne powiększenie spreadu do Bundów kończy w naszej ocenie możliwość dalszej przeceny polskiego długu. Tym bardziej, iż zakładamy, że najbliższe dni będą dość spokojne na rynkach bazowych. Co więcej, w kierunku relatywnie niskich rentowności długu oddziaływać będzie także stale powiększająca się poduszka płynnościowa Ministerstwa Finansów, która w lipcu sięgnęła już 158 mld PLN, dając komfort przy potencjalnych prefinansowaniu przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych.</p>
10Y DE (%)	<p>➡</p> <p>Bieżąca wycena Bundów zawiera w sobie wiele czynników sprzyjających niższej dochodowości (scenariusz wzrostu zachorowań na COVID-19, stopniowego wyczerpywania się pozytywnych niespodzianek w danych makro, czy łagodnej narracji Europejskiego Banku Centralnego). Nie widzimy zatem obecnie argumentów mogących nasilić ten trend. Scenariuszem bazowym w naszej ocenie jest przejście notowań w fazę stabilizacji. Przed wzrostem dochodowości powstrzymać będzie wciąż nienajlepszy sentyment inwestycyjny utrzymujący zainteresowanie tzw. bezpiecznymi aktywami oraz rosnące zakupy długu przez EBC w ramach jednego z programów skupu.</p>
10Y US (%)	<p>➡</p> <p>Amerykański dług obecnie wszedł w fazę wyczekiwania na nowe impulsy. W kierunku dalszego spadku dochodowości (wsparcie tzw. bezpiecznych aktywów) mogą oddziaływać perturbacje towarzyszące zakończeniu dwuletniego okresu zawieszenia pałapu zadłużenia USA. Z drugiej strony natomiast szansą na zwiększenie dochodowości mogą okazać się dane z amerykańskiego rynku pracy (piątek), o ile wskażą na solidną poprawę sytuacji.</p>

Źródło: Refinitiv

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 02 sierpnia					
03:45 PMI w przemyśle	Chiny	Lipiec	51.3	51.0	
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Lipiec	59.4	59.0	59.4
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Lipiec	63.4	62.6	
15:45 PMI w przemyśle	USA	Lipiec	62.1	63.1	
16:00 ISM w przemyśle	USA	Lipiec	60.6	60.8	
Wtorek 03 sierpnia					
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Czerwiec	3.2%	0.8%	
16:00 Zamówienia w przemyśle	USA	Czerwiec	1.7%	1.2%	
Środa 04 sierpnia					
03:45 PMI w usługach	Chiny	Lipiec	50.3	50.3	
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Lipiec	57.5	62.2	
10:00 PMI w usługach	EZ	Lipiec	58.3	60.4	
11:00 Sprzedaż detaliczna wda r/r	EZ	Czerwiec	9.0%		
14:15 Raport ADP	USA	Lipiec	692k	680k	
15:45 PMI w usługach	USA	Lipiec	64.6	59.8	
16:00 ISM w usługach	USA	Lipiec	60.1	60.5	
Czwartek 05 sierpnia					
14:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Sierpień	0.5%	0.75%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	30 lipca	400k	390k	
Piątek 06 sierpnia					
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Lipiec	850k	925k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Lipiec	5.9%	5.7%	
Poniedziałek 09 sierpnia					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	29.8		

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

Dane i prognozy

	2019	2020	2021	2022	1Q20	2Q20	3Q20	Q420	1Q21	2Q21	3Q21	Q421
PKB	4,7	-2,7	5,3	5,3	2,0	-8,3	-1,7	-2,7	-0,9	11,2	4,1	6,5
Stopa bezrobocia	5,2	6,2	6,0	5,6	5,4	6,1	6,1	6,2	6,4	5,9	5,9	6,0
Inflacja CPI (% r/r) **	2,3	3,4	4,2	3,6	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,5	4,7	4,7
Ropa naftowa Brent **	64,6	43,3	67,4	65,9	51,2	33,6	43,3	45,3	61,1	68,1	75,2	72,3
Stopa referencyjna (%)	1,50	0,10	0,25	0,25	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25
WIBOR 1M (%)	1,63	0,20	0,35	0,40	1,14	0,23	0,20	0,20	0,18	0,17	0,19	0,35
WIBOR 3M (%)	1,71	0,21	0,43	0,55	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,43
WIBOR 6M (%)	1,79	0,25	0,45	0,65	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,27	0,45
Obligacja 2-letnia (%)	1,50	0,02	0,55	0,75	1,55	0,15	0,09	0,02	0,09	0,43	0,45	0,55
Obligacja 10-letnia (%)	2,07	1,30	2,25	2,25	2,10	1,35	1,35	1,30	1,56	1,65	2,00	2,25
EUR/PLN	4,26	4,45	4,40	4,30	4,55	4,47	4,52	4,45	4,66	4,53	4,45	4,40
USD/PLN	3,80	3,65	3,60	3,65	4,15	3,98	3,85	3,65	3,98	3,76	3,65	3,60
GBP/PLN	5,00	5,13	5,05	4,95	5,11	4,89	4,94	5,13	5,47	5,26	5,10	5,05
EUR/USD	1,12	1,22	1,22	1,18	1,10	1,12	1,17	1,22	1,17	1,21	1,22	1,22
EURIBOR 3M	-0,41	-0,53	-0,51	-0,50	-0,23	-0,43	-0,52	-0,53	-0,55	-0,54	-0,53	-0,51
LIBOR 3M USD	1,91	0,25	0,30	0,60	1,35	0,30	0,23	0,25	0,19	0,16	0,22	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 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.