

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

12 lipca 2021

## Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Kalendarium danych tego tygodnia jest ubogie (najciekawsze okazać się mogą odczyty z chińskiej gospodarki), stąd nie oczekujemy większej zmienności z czynników fundamentalnych. Liczymy zatem, iż analiza techniczna może być decydująca dla notowań kursowych. Ta wskazuje natomiast na potencjał do spadku kursu EUR/USD poniżej 1,18. Sytuację odmienić może półroczne wystąpienie prezesa Fed przed Komisją Usług Finansowych Izby Reprezentantów, a także zapowiedziane przez prezesa Europejskiego Banku Centralnego w wywiadzie dla agencji Bloomberg przedstawienie nowych wskazówek (tzw. *forward guidance*) dotyczących programu luzowania monetarnego. Uzupelnieniem wydarzeń będą informacje dotyczące liczby zachorowań na COVID-19, gdzie wariant Delta powoduje przywrócenia kolejnych obostrzeń w wybranych krajach. W takich uwarunkowaniach (zniżka eurodolara i możliwe słabsze nastroje) złoty może przesuwać się w stronę bariery 4,5580 tj. maksimum z czerwca. Tym bardziej, iż piątkowe wypowiedzi prezesa NBP okazały się nieco bardziej gołębie niż rynkowe oczekiwania.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

### Publikacja krajowych danych obejmuje inflację i bilans płatniczy

Kalendarium danych z krajowej gospodarki obejmuje w tym tygodniu dane o inflacji w czerwcu oraz bilansie płatniczym w maju. Dane inflacyjne dostarczą informacji o szczegółach strukturze koszyka inflacyjnego i pozwolą ocenić źródła niższego od oczekiwań odczytu inflacji CPI w czerwcu, a przez to trwałość tego ruchu. W naszej ocenie inflacja bazowa, mierzona jako CPI po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się w czerwcu do 3,4%. Przestrzeń do dalszego spadku inflacji jest ograniczona i publikowane w tym tygodniu dane nie powinny istotnie zmienić oceny perspektyw inflacyjnych, a przez to polityki pieniężnej. Dane o bilansie płatniczym w naszej ocenie wskażą na nieznaczne obniżenie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących oraz dynamik eksportu i importu, choć ze względu na czynniki bazowe utrzymać się będą na wysokim dwucyfrowym poziomie.

### We wtorek publikacja wskaźnika CPI za czerwiec w USA

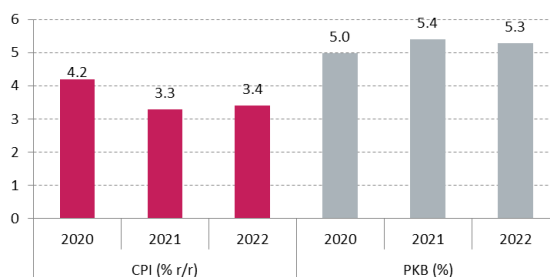
We wtorek o godz. 14:30 opublikowane zostaną dane za czerwiec o inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych. Według konsensusu prognoz wyniosła ona 4,7% r/r wobec 5,0% r/r miesiąc wcześniej. Spodziewane spowolnienie wzrostu w ujęciu r/r wynika z mniej korzystnego efektu bazy odniesienia z analogicznego miesiąca ub. roku. Natomiast w ujęciu m/m spodziewany jest dalszy wzrost cen, zarówno paliw, jak i niektórych innych dóbr i usług. Dane czerwcowe najprawdopodobniej wskażą na kontynuację narastania presji inflacyjnej w Stanach Zjednoczonych. Według obecnej retoryki Fed nasilenie inflacji ma charakter przejściowy i powinno w perspektywie najbliższych kwartałów wygasnąć. Zwiększają się jednak obawy o utrwalenie przez dłuższy czas podwyższonej inflacji.

### Chińskie dane o PKB w 2Q 2021 zaburzone efektem bazy

W czwartek przedstawione zostaną dane o PKB w Chinach w 2Q 2021 r. Według konsensusu prognoz PKB w Państwie Środka wzrósł w okresie kwiecień-czerwiec o 18,3% r/r, a wysoka prognoza wynika z efektu niskiej bazy odniesienia. W ujęciu kw/kw po korekcyi sezonowej PKB wzrosło o ok. 0,5% kw/kw, tj. najwolniej od roku. Warto jednak zauważyć, że chińska gospodarka odrobiła już w 2020 r. w pełni straty wywołane I falą pandemii COVID-19. Oczekiwania dla gospodarki chińskiej pozostają optymistyczne.

## Wykres tygodnia

Projekcja lipcowa NBP



Źródło: Narodowy Bank Polski

Projekcja lipcowa daje niewielki komfort członkom Rady Polityki Pieniężnej, którzy optują za stabilizacją stóp procentowych. Spodziewany mocny wzrost gospodarczy, inflacja CPI w średnim okresie powyżej 3,5% r/r oraz mniejsza niż przed rokiem skala restrykcji naszym zdaniem będą dawały argument za podwyżką stóp procentowych pod koniec 2021 r.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5486	0,9%
USD/PLN	3,8306	0,9%
CHF/PLN	4,1903	1,7%
EUR/USD	1,1875	0,0%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,45	2
5Y	1,28	-5
10Y	1,68	-3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,80	-15
5Y	1,45	-8
10Y	1,74	-12

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,31	-7
US 10Y	1,34	-8

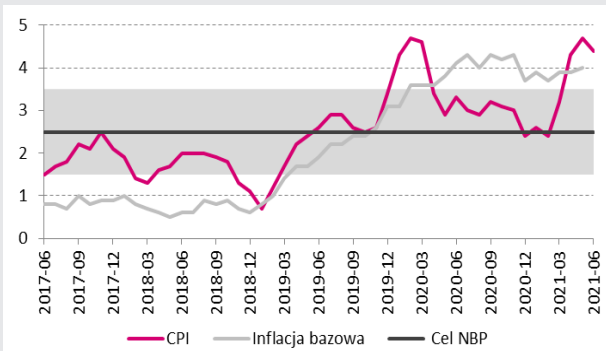
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	67007,1	-0,5
S&P 500	4369,6	1,1
Nikkei 225	28569,0	-0,1

Źródło: Refinitiv

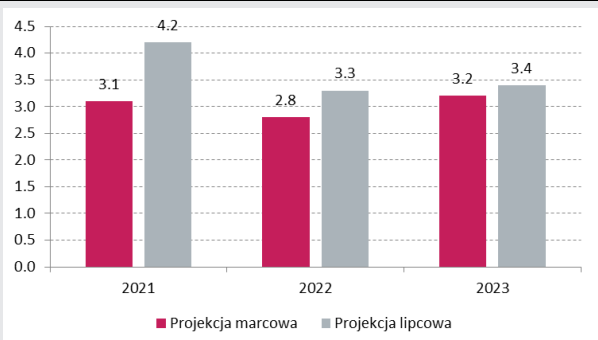
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

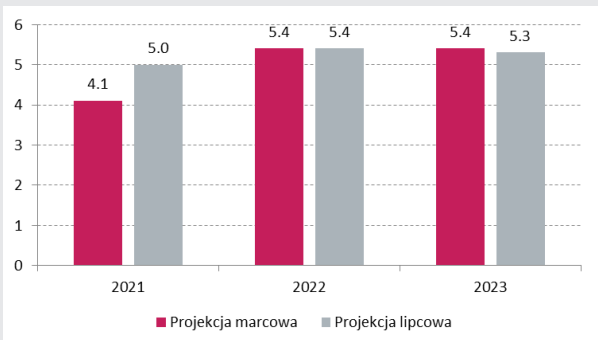
### Inflacja CPI, bazowa i cel inflacyjny [% r/r]



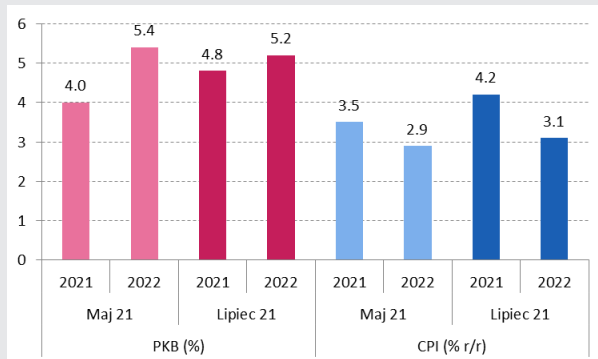
### Rewizja projekcji CPI [% r/r]



### Rewizja projekcji PKB [%]



### Rewizja prognoz Komisji Europejskiej dla Polski



### RPP utrzymuje stopy procentowe pomimo nasilających się ryzyk dla realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, jak i konsensusem rynkowym Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. W szczególności stopa referencyjna pozostaje na historycznie niskim poziomie 0,10%. Na lipcowym posiedzeniu członkowie Rady zapoznali się z najnowszą projekcją makroekonomiczną. Zgodnie z oczekiwaniami zrewidowano w górę ścieżkę inflacji CPI. Obecnie prognozy na lata 2021-2023 wynoszą odpowiednio 4,1% r/r, 3,3% r/r oraz 3,4% r/r. Wzrost PKB podniesiono do 5,0% z 4,0% w 2021 r., a oczekiwania na lata 2022-2023 wynoszące odpowiednio 5,4% i 5,3% nie uległy istotnym zmianom. W pozostałych elementach komunikat nie różnił się w retoryce Rady - podkreślano niepewność związaną z przebiegiem pandemii oraz utrzymano program odkupu obligacji i możliwość interwencji walutowych. Projekcja lipcowa wskazująca na inflację CPI w przedziale dopuszczalnych odchyleń od celu w latach 2022-2023 daje pewien komfort członkom RPP optyającym za opóźnieniem normalizacji polityki pieniężnej, jednak perspektywa solidnego wzrostu w perspektywie najbliższych lat i podwyższona inflacja stanowią argument za normalizacją polityki pieniężnej.

### Prezes NBP A.Głapiński wskazuje na 3 warunki początku normalizacji polityki pieniężnej...

Podczas piątkowej wideokonferencji po lipcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej prezes NBP A.Głapiński powiedział, że członkowie tego gremium pozostają „otwarcie” na początek normalizacji polityki pieniężnej. Powtórzył także wielokrotnie wskazywane warunki, aby do tego doszło: (1) spadek niepewności dotyczącej wpływu pandemii na gospodarkę, (2) prognozy inflacji trwale powyżej górnego ograniczenia (3,5% r/r) dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego oraz (3) szybki wzrost popytu przy pełnym zatrudnieniu.

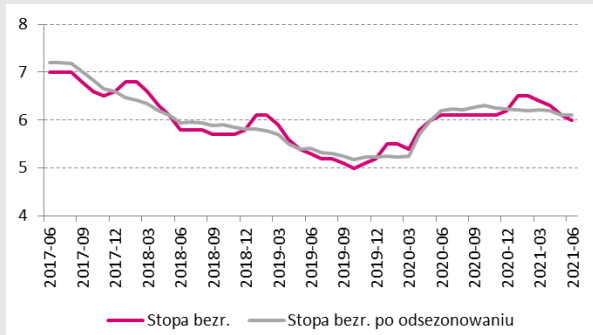
### ..., które naszym zdaniem mogą zrealizować się pod koniec tego roku

Naszym zdaniem warunki będą spełnione być może pod koniec roku, a głównym obszarem niepewności pozostaje rozwój pandemii. Podczas konferencji prezes A.Głapiński powiedział, że projekcja lipcowa nie uwzględnia postulowanych przez Prawo i Sprawiedliwość zmian podatkowych, które potencjalnie wspierałyby popyt konsumpcyjny. Naszym zdaniem sugeruje to, że nowe prognozy inflacji na lata 2022-2023 są niedoszacowane. W pełni czynnik ten uwzględniony będzie w projekcji listopadowej, co wraz ze spodziewanym szybkim wzrostem gospodarczym, będzie sygnalizowało trwalsze przewyższenie przez inflację poziomu 3,5% r/r. Spodziewamy się zatem, że o ile nie dojdzie do sinej eskalacji pandemii na jesieni, pod koniec roku Rada Polityki Pieniężnej może rozpocząć proces normalizacji polityki pieniężnej w Polsce. W warunkach wzrostu PKB przekraczającego 5% niemal zerowe stopy procentowe uważamy za nieoptymalne rozwiązanie, szczególnie, że ekspansywna pozostanie polityka fiskalna, a rząd realizować będzie program Polski Ład, który pobudzi konsumpcję. Może to skutkować odkotwiczeniem oczekiwań inflacyjnych oraz napędzeniem spirali cenowo-płacowej.

### Komisja Europejska bardziej optymistycznie o Polsce

W letniej rundzie projekcyjnej Komisja Europejska podniosła prognozę wzrostu gospodarczego w Polsce dla 2021 r. do 4,8% z 4,0%, a dla 2022 r. nieznacznie obniżono - do 5,2% z 5,4%. W górę zrewidowano również prognozy inflacji. Dla Polski korekta dla 2021 r. była obok Hiszpanii największa. Prognozę dla 2021 r. zrewidowano do 4,2% r/r z 3,5% r/r spodziewanego w maju oraz dla 2022 r. do 3,1% r/r z 2,9% r/r. Kierunek korekt prognoz Komisji Europejskiej był w dużym stopniu spodziewany. Pomimo rewizji w górę nadal uważamy, że przedstawiona prognoza wzrostu PKB dla Polski w 2021 r. jest zbyt konserwatywna (nasza prognoza wynosi 5,3%).

## Stopa bezrobocia rejestrowanego [%]



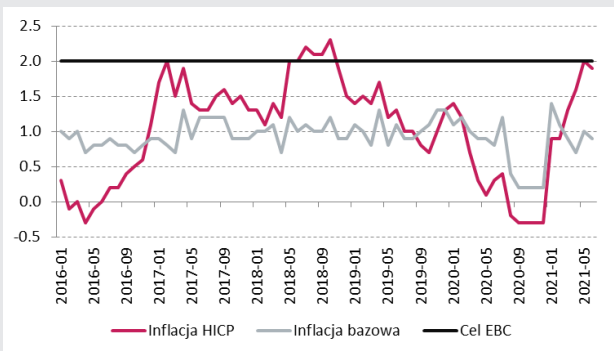
Źródło: Macrobond, Bank Millennium

## Sezonowy spadek stopy bezrobocia rejestrowanego w czerwcu

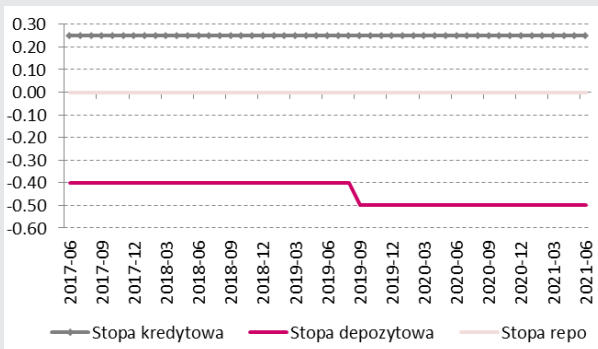
Według szacunków Ministerstwa Rozwoju, Pracy i Technologii stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w czerwcu do 6,0% z 6,1% przed miesiącem. Odczyt jest nieco wyższy od konsensusu prognoz (5,9%). Czerwcowe dane po przeprowadzeniu korekcji sezonowości wynoszą natomiast 6,1%, podobnie jak miesiąc wcześniej. Oznacza to stabilną sytuację na krajowym rynku pracy pod koniec 2Q 2021 r., co powinno przedłużyć się także na drugą połowę tego roku. Wyniki Szybkiego Monitoringu Narodowego Banku Polskiego oraz indeksy GUS prognoz zatrudnienia w przemyśle i handlu odzwierciedlają optymizm dotyczący wzrostu popytu na pracę. Może on jednak napotkać w najbliższych trudności z pozyskaniem pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. Badania koniunktury Głównego Urzędu Statystycznego wskazują, że dotyczą one przede wszystkim sektora budowlanego, transportu i gospodarki magazynowej oraz informacji i komunikacji. Ponadto, część firm może nadal spowalniać wzrost zatrudnienia w obawie o możliwe restrykcje na jesieni tego roku i wzrost kosztów pracy. Wobec takich uwarunkowań spodziewamy się, że stopa bezrobocia na koniec 2021 r. wyniesie 6,0% wobec 6,2% w grudniu 2020 r.

## Makro - zagranica

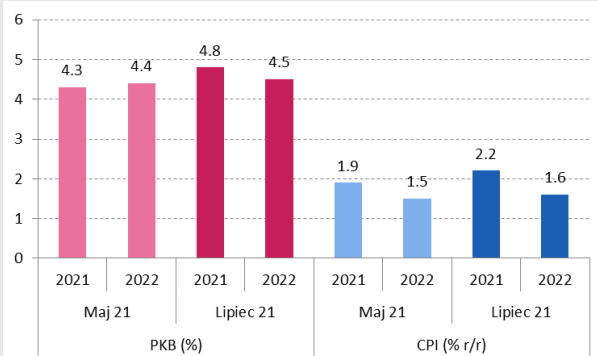
### Inflacja HICP, bazowa i cel inflacyjny w strefie euro [% r/r]



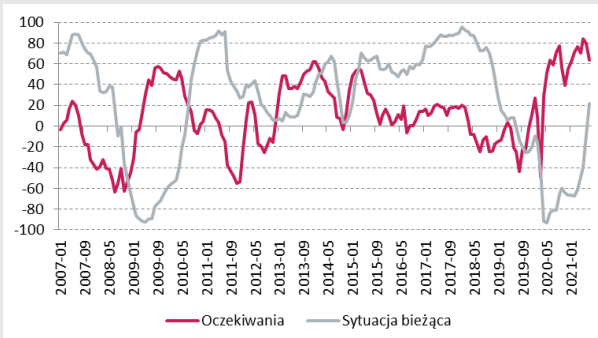
### Stopy procentowe w strefie euro [%]



### Rewizja prognoz Komisji Europejskiej dla Unii Europejskiej



### Indeks Instytutu ZEW [pkt]



### Europejski Bank Centralny zmienia cel inflacyjny

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego po rozpoczęciu w ub. roku przeglądu strategii polityki pieniężnej zmieniła cel inflacyjny w strefie euro. Poprzednio był on definiowany jako wskaźnik inflacji konsumenckiej „blisko ale poniżej 2,0% r/r w średnim okresie”. Obecnie cel inflacyjny będzie rozumiano jako inflacja konsumencka wynosząca 2,0% r/r w średnim okresie”. Rada prezesów podkreśla, że cel tej jest symetryczny, „co oznacza, że odchylenie inflacji w górę od celu jest równie niepożądane co odchylenie w dół”. Uznano jednocześnie, że miarą sytuacji cenowej pozostanie zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP). Rada zaznacza jednak, że będzie uwzględniała przy swoich decyzjach jako uzupełniające wskaźniki kosztów użytkownika mieszkania przez właścicieli. W dużym uproszczeniu jest to próba rozwiązania problemu braku uwzględnienia w HICP cen nieruchomości mieszkaniowych, które nie są traktowane jako dobra konsumpcyjne a jako inwestycje (w koszyku HICP włączone są jednak koszty wynajmu mieszkań, które mają niewielką wagę w całości dóbr i usług konsumpcyjnych). Jednocześnie potwierdzono stopy procentowe EBC jako główne instrumenty polityki pieniężnej, zaznaczając, że inne obecnie stosowane narzędzia mogą być także wykorzystane w przyszłości. Niewielka zmian sformułowania celu inflacyjnego, motywowana głównie chęcią trwalszego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych, nie wpływa naszym zdaniem zasadniczo na perspektywy polityki pieniężnej w strefie euro.

### Komisja Europejska podnosi prognozy PKB i inflacji dla Unii Europejskiej

W letniej rundzie projekcyjnej Komisja Europejska podniosła prognozę wzrostu gospodarczego na 2021 r. dla Unii Europejskiej do 4,8% z 4,3% szacowanego w połowie maja. Dla 2022 r. korekta miała mniejszą skalę, gdyż oczekiwania podwyższono do 4,5% z 4,4%. Komisja Europejska zaznacza, że za rewizją przemawia lepszy od założeń odczyt za 1Q br. Według bieżących prognoz gospodarka strefy euro w pełni odrobi starty wywołane pandemią w 4Q 2021 r., a więc o kwartał wcześniej niż wcześniej przewidywano. Tempo powrotu do poziomu sprzed pandemii będzie jednak mocno zróżnicowane pomiędzy gospodarkami. Komisja zaznacza, że bilans czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego Unii Europejskiej jest w dużym stopniu zrównoważony. Szybszy od założeń wzrost cen energii i surowców oraz przedłużające się „wąskie gardła” w przemyśle skutkowały podniesieniem również prognoz inflacji konsumenckiej dla niemal wszystkich krajów Wspólnoty. Kierunek korekt prognoz Komisji Europejskiej był w dużym stopniu spodziewany.

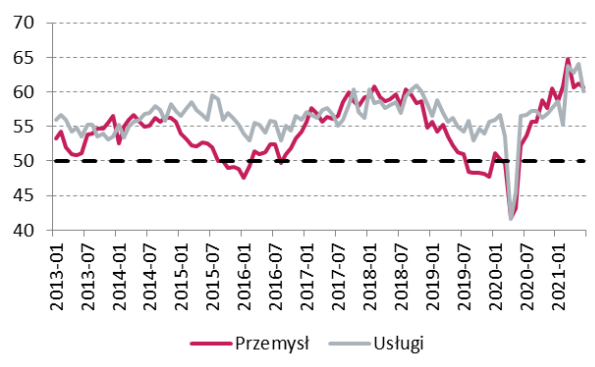
### Mniej optymistyczne nastroje dotyczące koniunktury w Niemczech

Indeks Instytutu ZEW obrazujący oczekiwania analityków i inwestorów dotyczące koniunktury w Niemczech spadł w lipcu do 63,3 pkt z 79,8 pkt miesiąc wcześniej, tj. do najniższego poziomu od stycznia. Odczyt okazał się sporo niższy od konsensusu prognoz, który kształtował się na poziomie 75,5 pkt. Raport ZEW nie precyzuje przyczyn obniżenia się wskaźnika. Naszym zdaniem przypisać go można nasileniu pandemii w niektórych regionach Europy, np. w Wielkiej Brytanii oraz przedłużającym się opóźnieniom dostaw materiałów i produktów do niemieckich fabryk, co związane jest z globalnymi „wąskimi gardłami” w łańcuchach dostaw w przemyśle. Niemniej poziom indeksu ZEW jest nadal wysoki, co odzwierciedla optymizm ankietowanych ekspertów dotyczący aktywności gospodarczej w Niemczech.

### Niedobór pracowników i produktów napędza ceny w amerykańskich usługach

Indeks ISM dla amerykańskiego sektora usług obniżył się w czerwcu do 60,1 pkt z 64,0 pkt przed miesiącem, tj. z najwyższej wartości w historii danych. Pomimo spadku indeks nadal znacząco przewyższa poziom 50 pkt oddzielający spowolnienie od ożywienia potwierdzając dynamiczną poprawę koniunktury w największym sektorze gospodarki po zniesieniu większości obostrzeń. Ankietowane w badaniu przedsiębiorstwa wskazują jednak, że tempo ekspansji ograniczane jest przez opóźnienia dostaw materiałów i produktów, ich silnie rosnące ceny oraz braki pracowników - składowa

Indeksy ISM [pkt]



Źródło: Macrobond

zatrudnienia w indeksie ISM obniżyła się po raz pierwszy w tym roku poniżej poziomu 50 pkt. Według członków Fed czynniki te dość szybko wygasną. Piętrzą się jednak ryzyka dla presji inflacyjnej i płac także w średnim okresie, a część uczestników rynków finansowych oczekuje pierwszej podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych już w 2022 r.

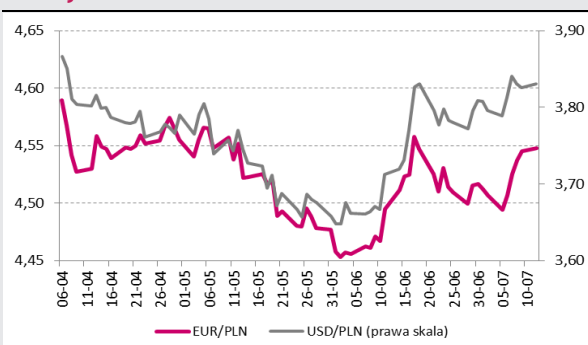
## Minutki po czerwcowym posiedzeniu Fed nie dostarczają nowych informacji

Protokół po czerwcowym posiedzeniu amerykańskiej Rezerwy Federalnej potwierdza, że członkowie zaczynają myśleć o dostosowaniu polityki pieniężnej do post-pandemicznej rzeczywistości. Część z nich zaznacza, że napływ nowych informacji przemawia za wcześniejszym niż się spodziewali rozpoczęciem zmniejszania sumy bilansowej banku centralnego USA (tapering). Inni członkowie z kolei podkreślają dużą niepewność dotyczącą kontynuacji ożywienia oraz realizacji celów Fed, a zatem należy wykazać się cierpliwością w rozpoczęciu normalizacji polityki pieniężnej. Członkowie Fed nie zdecydowali się dokładnie określić, kiedy redukcja sumy bilansowej mogłaby się rozpocząć, wskazuje jedynie, że jego termin będzie uzależniony od napływu danych z gospodarki. Oczekiwania rynkowe, na które powołano się w protokole, wskazują na początek zmniejszania sumy bilansowej Fed w 1Q 2022, a koniec skupu aktywów miałby nastąpić w 4Q 2022.

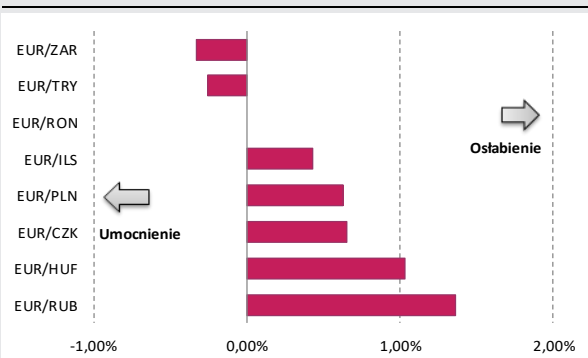
## Bankierzy centralni w strefie euro rozmawiali o możliwości zakończenia pandemicznego skupu aktywów

Według opisu czerwcowego posiedzenia Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego poddano pod dyskusję możliwość ograniczenia skali aktywów. Nie dokonano jednak modyfikacji w wielkości programów w obawie o wzrost rentowności skutkujący pogorszeniem warunków finansowych. Zakładamy, że pandemiczny program skupu aktywów będzie kontynuowany zgodnie z planem, tj. do końca marca 2022 r.

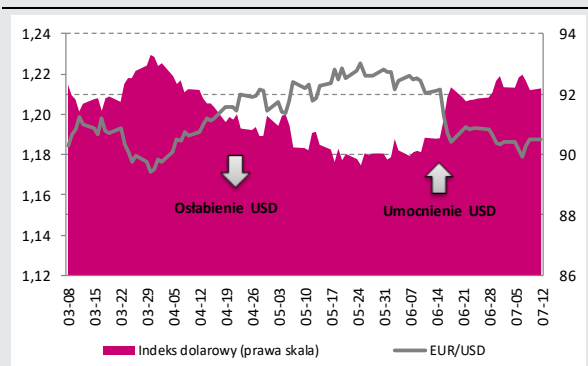
## Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



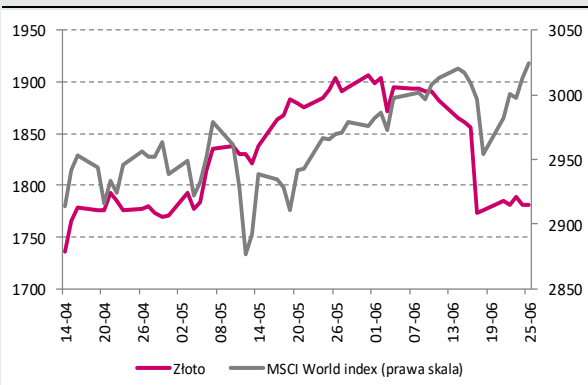
## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



## Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



## Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



Źródło: Refinitiv

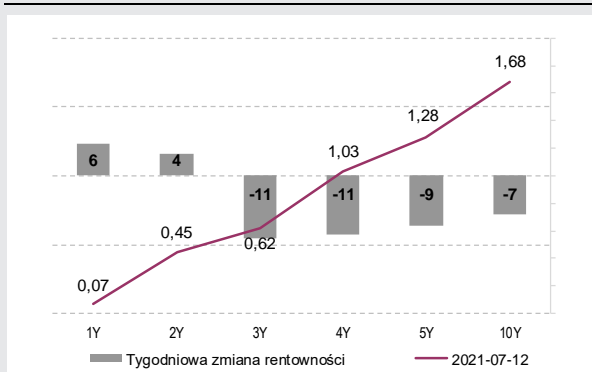
## Rynek walutowy

Złoty osłabiał się przez zdecydowaną większość ubiegłego tygodnia nawiązując w przebiegu do trendów widocznych w całym regionie walut Europy Środkowo-Wschodniej. Warto jednak podkreślić, iż początkowo polska waluta wyróżniała się mniejszą skalą osłabienia aniżeli węgierski forint, czy czeska korona. Sytuację odmieniła piątkowa wideokonferencja prezesa Narodowego Banku Polski, na której prezes A. Glapiński zaprezentował nieco bardziej gołębi niż rynkowe oczekiwania (czy niedawny wywiad dla *Financial Times*) przekaz dotyczący perspektyw polityki pieniężnej, w szczególności w obliczu zaprezentowanych dzień wcześniej założeń najnowszych prognoz PKB i CPI. Wycenie złotego oraz reszcie walut *emerging markets* nie sprzyjał ponadto sentyment globalny, który pozostawał umiarkowanie niekorzystny ze względu na negatywne niespodzianki w niektórych danych makroekonomicznych oraz rosnące obawy towarzyszące zachorowaniom na COVID-19 (wariant Delta).

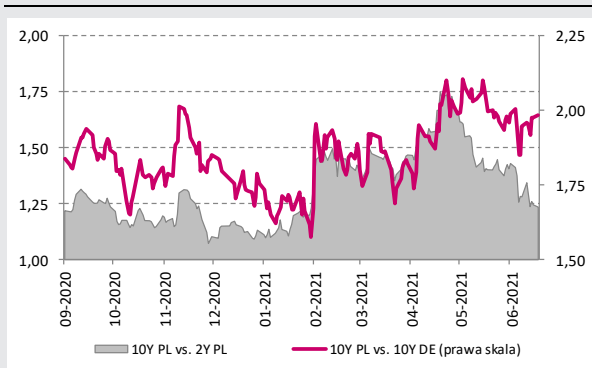
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Niepokojąco wygląda obraz techniczny notowań EUR/PLN (potencjał do skromnej przeceny złotego), a także krótkoterminowa sytuacja fundamentalna. Niedawne wypowiedzi prezesa Narodowego Banku Polski ostudziły oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w tym roku (choć nadal rynek wycenia skromne zacieśnianie o ok. 15 bps w 2021 roku). Sentyment zewnętrzny pozostaje umiarkowanie niekorzystny z uwagi na rosnącą liczbę zachorowań na COVID-19 (za sprawą bardziej zaraźliwej od poprzednich wariantów mutacji Delta) i ryzyko powrotu części obostrzeń. Na gruncie danych makroekonomicznych próżno zaś - w naszej ocenie - szukać informacji mogących umocnić złotego, a nawet nadać notowaniom większą zmienność. Pełzające osłabienie jest zatem naszym scenariuszem bazowym dla złotego w tym tygodniu. Bariera 4,5587 wydaje się być jednak wystarczająca silna, by zatrzymać wzrost kursu EUR/PLN. W szczególności, iż bieżące ruchy w większym stopniu powodowane są przez emocje ( <i>risk-off</i> ) aniżeli „twarde” argumenty.
USD/PLN	↑	Nasz bieżący scenariusz zakłada zarówno niewielkie osłabienie złotego, jak i umocnienie dolara. W efekcie kurs USD/PLN powinien zwiększać się do nienotowanego od kwietnia poziomu 3,8587 a w skrajnym scenariuszu do nawet 3,8847. Ryzykiem dla naszych założeń będzie wystąpienie prezesa Fed w amerykańskim Kongresie. Z jednej strony J.Powell może podkreślać niepewność towarzyszącą kolejnej fali pandemii (argument prodolarowy) z drugiej zaś bytby to czynnik chłodzący oczekiwania na szybsze od oficjalnych założeń rozpoczęcie (czynnik przeceniający amerykańską walutę).
EUR/USD	↓	Techniczny obraz eurodolara konsekwentnie zakłada spadek notowań w ramach dolnego ograniczenia (1,1770) świetnie sprawdzającego się od połowy czerwca kanału zniżkowego. Nastroje na rynkach finansowych (obawy dotyczące pogarszającej się sytuacji epidemicznej w niektórych krajach) oraz ostatnie negatywne niespodzianki w danych makro tylko wzmacniają przekaz o mocniejszym dolarze. W tym tygodniu brak jest publikacji, które w naszej ocenie mogłyby odmienić ten obraz. Scenariuszem bazowym pozostaje zatem niższa eurodolara i wyczekiwanie na dalsze impulsy drugiej połowy lipca (wśród których istotne może być lipcowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego).

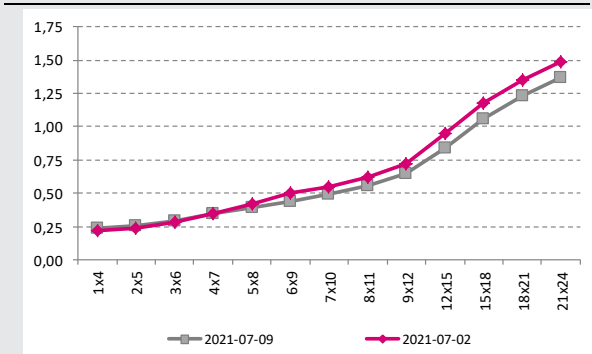
## Rentowność obligacji krajowych [%]



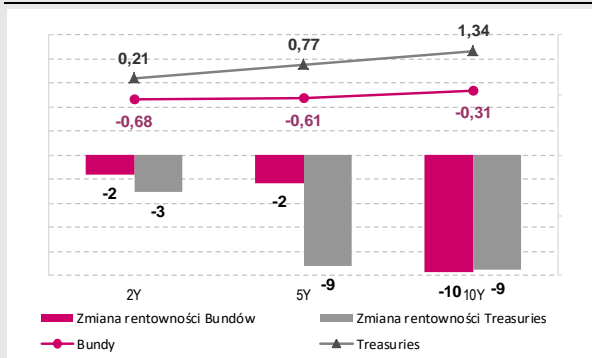
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

## Rynek obligacji

Nieoczekiwanie miniony tydzień przyniósł spadki rentowności obligacji z środka i końca krajowej krzywej, co w połączeniu ze wzrostem dochodowości 2-latkii doprowadziło do solidnego wypłaszczenia krzywej. Źródłem zmian polskiej 10-latkii były ruchy rynków bazowych, gdzie dość ponure nastroje wynikające z niedawnych rozczarowań w danych makro skutecznie zwiększyły apetyt na tzw. bezpieczne aktywa. Dochodowość 10-latkii krajowej obniżyła się o 7 bps do 1,68%, choć momentami sięgała poziomu 1,65% a więc minimum z końca kwietnia. Wsparcie dla wyceny skarbowych papierów wartościowych stanowiły ponadto wydarzenia lokalne. Wydarzeniem tygodnia na rynku pierwotnym był przetarg zamiany obligacji (Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 5,47 mld PLN a odkupiło za 5,25 mld PLN), dzięki czemu stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto na 2021 r. wynosi ok. 76%. Co więcej resort finansów poinformował, że prefinansowanie potrzeb pożyczkowych 2022 r. w ujęciu nominalnym wynosi ok. 5,1 mld PLN.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) ↑	Mimo, iż wydarzenia ubiegłego tygodnia (spadek dochodowości motywowany przez rynki bazowe) uważamy za zaskakujący, to nadal widzimy argumenty (a obecnie i dodatkową przestrzeń) przemawiające za wzrostem rentowności długoterminowego długu krajowego. Bieżącą wycenę uważamy za zbyt wysoką. O ile sprzyja jej między innymi sprawna realizacja potrzeb pożyczkowych przewidzianych na 2021 rok, to uważamy, iż kluczowy obecnie zachowanie rynków bazowych. W naszej ocenie dług Niemiec, czy USA zdyskontował już dość agresywny scenariusz pogorszenia nastrojów wraz z odległym terminem normalizacji polityki pieniężnej przez największe banki centralne.
10Y DE (%) ↑	Liczymy na korekcyjne odbicie rentowności niemieckiej 10-latkii, która w naszej ocenie po ostatnich dość dynamicznych jak na ten rynek spadkach zbyt pesymistycznie wycenia bieżące nastroje (ubiegłotygodniowa rentowność Bunda była najniższa od marca tego roku a więc okresu szczytu pandemii). Ryzykiem pozostają najnowsze wypowiedzi prezes Europejskiego Banku Centralnego, które sugerują możliwą łagodną narrację banku przez dłuższy czas (podobnie jak niedawne podwyższenie celu inflacyjnego ECB).
10Y US (%) ↑	Amerykański dług pozostaje dość mocno zmienny. W ostatnim tygodniu doszło do solidnych spadków dochodowości 10-letniego Treasuries, który może być odrabiany w najbliższych dniach. Spośród czynników fundamentalnych nie znajdujemy natomiast argumentów za istotnymi zmianami wyceny. Ufamy natomiast, iż proces dyskontowania rozczarowań w danych i pandemicznego strachu póki co można uznać za zakończony. Istotne w tym tygodniu będą ponadto wypowiedzi J.Powella, które stanowią potencjalne źródło ryzyka dla naszej prognozy.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 12 lipca</b>					
10:00 Raport o inflacji	Polska	10:00			
<b>Wtorek 13 lipca</b>					
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Czerwiec	5.0%		
<b>Środa 14 lipca</b>					
11:00 Produkcja przemysłowa WDA r/r EZ		Maj	39.3%	22.6%	
13:00 Wnioski o kredyt hipoteczny MBA	USA	09 lipca	-1.8%		
14:00 Rachunek obrotów bieżących (EUR)	Polska	Maj	1740m	1506m	1620m
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Czerwiec	6.6%		
18:00 Wystąpienie prezesa Fed	USA				
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Lipiec			
<b>Czwartek 15 lipca</b>					
04:00 PKB r/r	Chiny	Q2	18.3%	8.0%	
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Czerwiec	8.8%	8.0%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Czerwiec	12.4%	11.0%	
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Czerwiec	4.7%	4.4%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	09 lipca	373k	365k	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Czerwiec	0.8%	0.9%	
15:30 Wystąpienie prezesa Fed	USA				
<b>Piątek 16 lipca</b>					
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Czerwiec	2.0%	1.9%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Czerwiec	4.0%	3.6%	3.4%
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Czerwiec	-1.3%	0.0%	
16:00 Raport uniwersytetu Michigan	USA	Lipiec	85.5	87.5	
<b>Poniedziałek 19 lipca</b>					
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Czerwiec	10.1%	9.5%	10.1%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Czerwiec	2.7%	2.7%	2.8%

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



## Dane i prognozy

	2019	2020	2021	2022	1Q20	2Q20	3Q20	Q420	1Q21	2Q21	3Q21	Q421
<b>PKB</b>	4,5	-2,7	4,4	5,3	1,9	-8,4	-1,5	-2,8	-0,9	11,1	4,1	6,5
<b>Stopa bezrobocia</b>	5,2	6,2	6,4	5,9	5,4	6,1	6,1	6,2	6,4	5,9	5,9	6,0
<b>Inflacja CPI (% r/r) **</b>	2,3	3,4	3,3	3,0	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,5	4,7	4,7
<b>Ropa naftowa Brent **</b>	64,6	42,6	63,2	61,0	50,5	33,6	41,0	45,3	61,0	68,9	75,2	72,3
<b>Stopa referencyjna (%)</b>	1,50	0,10	0,10	0,25	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25
<b>WIBOR 1M (%)</b>	1,63	0,20	0,20	0,40	1,14	0,23	0,20	0,20	0,18	0,17	0,16	0,35
<b>WIBOR 3M (%)</b>	1,71	0,21	0,22	0,55	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,43
<b>WIBOR 6M (%)</b>	1,79	0,25	0,27	0,65	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,27	0,45
<b>Obligacja 2-letnia (%)</b>	1,50	0,02	0,15	0,75	1,55	0,15	0,09	0,02	0,09	0,43	0,45	0,55
<b>Obligacja 10-letnia (%)</b>	2,07	1,30	1,75	2,25	2,10	1,35	1,35	1,30	1,56	1,65	2,00	2,25
<b>EUR/PLN</b>	4,26	4,45	4,40	4,30	4,55	4,47	4,52	4,45	4,66	4,53	4,45	4,40
<b>USD/PLN</b>	3,80	3,65	3,55	3,65	4,15	3,98	3,85	3,65	3,98	3,76	3,65	3,60
<b>GBP/PLN</b>	5,00	5,13	5,05	4,95	5,11	4,89	4,94	5,13	5,47	5,26	5,10	5,05
<b>EUR/USD</b>	1,12	1,22	1,24	1,18	1,10	1,12	1,17	1,22	1,17	1,21	1,22	1,24
<b>EURIBOR 3M</b>	-0,41	-0,53	-0,55	-0,50	-0,23	-0,43	-0,52	-0,53	-0,55	-0,54	-0,53	-0,51
<b>LIBOR 3M USD</b>	1,91	0,25	0,30	0,60	1,35	0,30	0,23	0,25	0,19	0,16	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 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.