

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

19 lipca 2021

**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 konsoliduje się w wąskim przedziale 4,56 - 4,5930 PLN za EUR oczekując na nowe impulsy. Nie znajdujemy obecnie argumentów za kontynuacją przeceny polskiej waluty, stąd w perspektywie całego tygodnia liczymy na zbliżenie się kursu EUR/PLN do dolnej bariery. Wydarzeniem tygodnia na rynkach globalnych będzie posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, szczególnie nowe forward guidance, dostosowane do zmodyfikowanego celu inflacyjnego EBC. Zmianę celu inflacyjnego rynek finansowy zinterpretował jako utrzymanie łagodnej polityki pieniężnej przez dłuższy okres. W kierunku osłabienia światowych trendów reflacyjnych oddziaływać będzie porozumienie kartelu OPEC+ w sprawie zwiększenia wydobycia ropy naftowej. Cena surowca obniża się na początku tego tygodnia do okolic miesięcznego minimum. Krajowe dane makroekonomiczne będą jedynie tłem dla sentymentu globalnego. Tym bardziej, iż nie będą miały przełożenia na zmianę narracji Rady Polityki Pieniężnej. Do czasu kolejnej projekcji makroekonomicznej NBP (listopad) oczekujemy stabilizacji stóp procentowych.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

### Posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego w centrum uwagi

Głównym wydarzeniem tego tygodnia będzie posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Parametry polityki pieniężnej, w szczególności stopy procentowe i skala programu skupu aktywów, pozostaną niezmienione, taki też jest konsensus rynkowy. Uwaga skupiona będzie na komunikacie i konferencji po posiedzeniu, gdzie przedstawiony zostanie nowy forward guidance EBC. Po tym jak na początku lipca EBC dokonał rewizji celu inflacyjnego, który obecnie jest ustalony na poziomie 2% w średnim okresie z symetrycznymi odchyleniami w górę i w dół, bank centralny powinien przeformułować forward guidance. W naszej ocenie perspektywy polityki pieniężnej w średnim okresie w Eurolandzie pozostają zasadniczo niezmienione, a nowe forward guidane potwierdzi zamiar utrzymania ultra łagodnej polityki pieniężnej w najbliższych kwartałach.

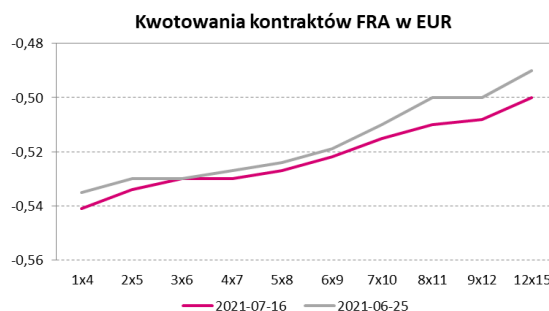
### Kolejne publikacje krajowych danych makroekonomicznych

W tym tygodniu publikowane będą kolejne dane z krajowej gospodarki za czerwiec, które pozwolą podsumować obraz gospodarki w całym 2Q. Ze względu na efekty bazowe roczna dynamika produkcji przemysłowej, jak i sprzedaży detalicznej w czerwcu obniży się w stosunku do maja. Dane te nie zmieniają jednak oceny perspektyw polskiej gospodarki, które pozostają optymistyczne. Ustąpienie efektu bazy statystycznej, zaburzenia w łańcuchach dostaw i rosnące wykorzystanie mocy wytwórczych będą jednak stabilizowały dynamikę wzrostu w kolejnych kwartałach. Głównym ryzykiem dla gospodarki pozostaje nasilenie pandemii, jednak dotychczasowe dane pokazały znaczny stopień adaptacji gospodarki, a wyniki badań wskazują na wysoką skuteczność szczepień w ochronie przed hospitalizacją i ciężkim przebiegiem infekcji.

### Wstępne odczyty indeksów PMI potwierdzą dobrą koniunkturę w Eurolandzie

W tym tygodniu opublikowane będą wstępne odczyty indeksów PMI w strefie euro. Oczekiwane jest ich nieznaczne obniżenie w przemyśle, choć poziomy indeksu będą na poziomach wskazujących na wciąż dynamiczny rozwój sektora. Odradzanie aktywności w usługach powinno wesprzeć wzrost indeksów PMI w tym sektorze, choć ryzykiem pozostaje nasilenie pandemii w części krajów. Dane te powinny potwierdzić poprawę koniunktury w strefie euro, choć utrzymanie wzrostów w dotychczasowym tempie będzie niemożliwe.

## Wykres tygodnia



Źródło: Refinitiv

Rewizja celu inflacyjnego Europejskiego Banku Centralnego, który obecnie dopuszcza symetryczne odchylenia inflacji od celu na poziomie 2% nie wpłynęła istotnie na rynkowe oczekiwania co do perspektyw polityki pieniężnej w strefie euro. Jeszcze przez dłuższy czas stopy procentowe w Eurolandzie pozostaną na rekordowo niskim poziomie.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5856	0,7%
USD/PLN	3,8958	1,4%
CHF/PLN	4,2278	0,8%
EUR/USD	1,1769	-0,7%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,35	-3
5Y	1,11	-12
10Y	1,59	-8

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,64	-11
5Y	1,29	-10
10Y	1,62	-10

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,37	-2
US 10Y	1,25	-1

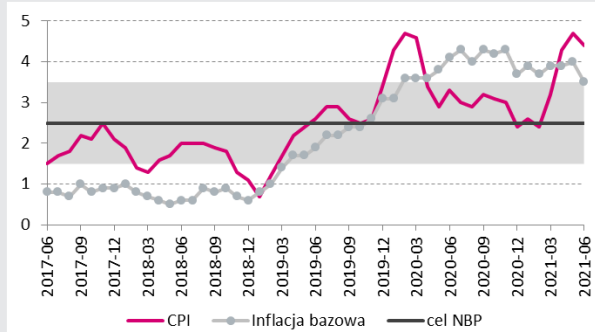
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	66907,4	-0,4
S&P 500	4327,2	-1,0
Nikkei 225	27652,7	-3,2

Źródło: Refinitiv

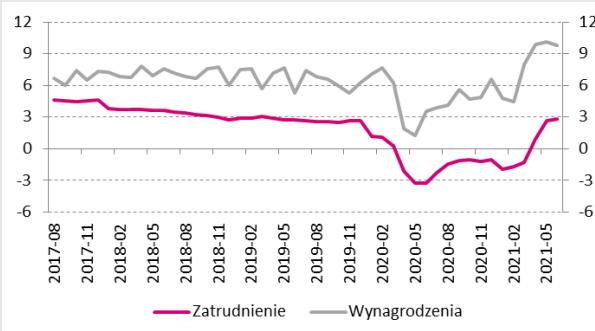
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

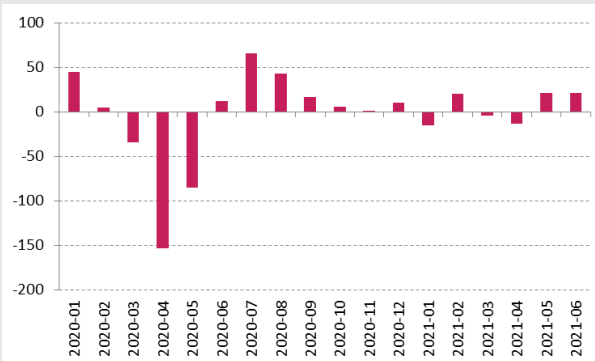
### Inflacja CPI, bazowa i cel inflacyjny [% r/r]



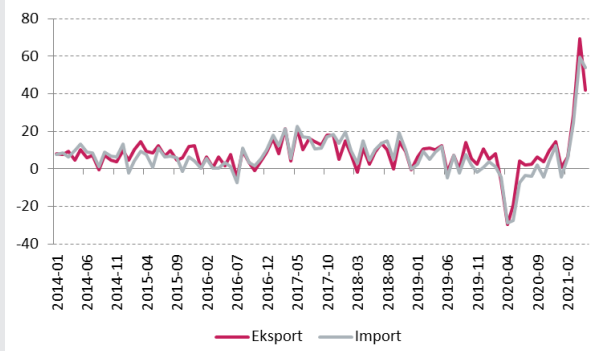
### Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



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



### Eksport i import towarów (dane NBP) [% r/r, EUR]



### Spadek inflacji CPI w czerwcu

Główny Urząd Statystyczny potwierdził wstępny szacunek inflacji, zgodnie z którym wskaźnik CPI wyniósł w czerwcu 4,4% r/r. Oznacza to spadek z 4,7% r/r w maju. Opublikowane przez GUS dane o strukturze zmian cen wskazały na mniejszą skalę wzrostek cen usług w porównaniu ze wzrostami w czerwcu ubiegłego roku, kiedy gospodarka była odmrażana po pierwszej fali pandemii. Kontynuowane były jednak wzrosty cen usług związanych z rekreacją i sportem, turystyką zorganizowaną, czy też gastronomią. Nieco wyhamowała inflacja dóbr (3,8% r/r w czerwcu wobec 4,1% r/r w maju). W ujemne rejony powróciła roczna dynamika cen odzieży i obuwi, czy sprzętu audiowizualnego. Czynniki te sprowadziły w dół inflację bazową obliczaną jako CPI po wyłączeniu żywności i energii. Według danych Narodowego Banku Polskiego obniżyła się ona do 3,5% r/r z 4,0% r/r w maju. Obecnie trudno ocenić na ile są to trwałe zmiany, ponieważ wysoki popyt i zaburzenia w łańcuchach dostaw wspierają wzrosty cen towarów. Przestrzeń do dalszych spadków inflacji jest ograniczona i w naszej ocenie w kolejnych miesiącach wskaźnik CPI będzie utrzymywał się powyżej odczytów z czerwca. Prognozujemy, że średnio w całym 2021 r. inflacja CPI wyniesie 4,2% r/r.

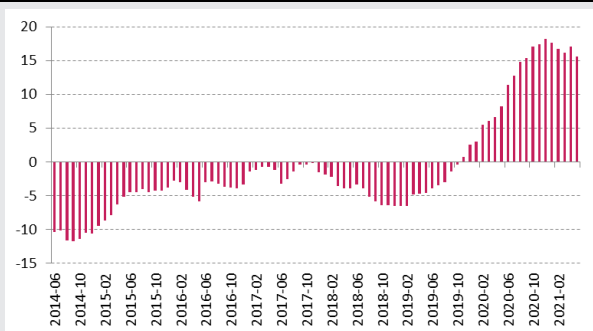
### Rynek pracy poprawia się po lockdownie...

Przeciętne zatrudnienie (liczba pełnych etatów) w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w czerwcu o 2,8% r/r po wzroście o 2,7% r/r miesiąc wcześniej. Odczyt okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami. Dane w ujęciu rocznym nie oddają w pełni sytuacji na rynku pracy, ze względu na zaburzenia wywołane bardzo zmiennymi danymi z roku ubiegłego. Lepszy obraz zmian przedstawiają dane w ujęciu miesięcznym. W czerwcu liczba pełnych etatów w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się o 20,8 tys. wobec wzrostu o 21,6 tys. w maju. Odczyt ten okazał się najlepszy dla czerwca od 2007 r. Dane za maj i czerwiec potwierdzają zatem rosnący popyt na pracę wraz z odmrażaniem aktywności gospodarczej po wiosennym lockdownie, w tym zwiększenie wymiaru etatu w branżach najbardziej negatywnie dotkniętych przez pandemię. Niemniej łączna liczba pełnych etatów jest niższa niż w czerwcu 2019 r., tj. przed pandemią. Różnica ta wynosząca ok. 40 tys. nie jest jednak duża. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło natomiast o 9,8% r/r po wzroście o 10,1% r/r. Dane te są zbliżone do naszych oczekiwań (10,1% r/r). Natomiast w ujęciu miesięcznym płace wzrosły o 2,9% m/m, po spadku o 2,9% m/m w maju. Dane te są zatem zbliżone do średniej wieloletniej dla czerwca i są zgodne ze scenariuszem odmrażania gospodarki.

### ...co będzie kontynuowane w kolejnych miesiącach

Dane za czerwiec z rynku pracy wpisują się w zakładany scenariusz jego poprawy, choć niepewność dotycząca nawrotu pandemii i ponownego wprowadzenia obostrzeń może ograniczać tempo przyrostu zatrudnienia. Jednocześnie na ten moment nie widać w danych statystycznych, aby podaż pracowników w sektorach, które najbardziej ucierpiały w pandemii (zakwaterowanie, gastronomia) była znaczącym problemem dla zwiększenia działalności. Rynek pracy odgrywa bardzo ważną rolę w funkcjach decyzyjnych członków Rady Polityki Pieniężnej. Spodziewamy się, że pod koniec tego roku obraz rynku pracy będzie podobny do okresu poprzedzającego pandemię. Wraz z podwyższoną inflacją, szybkim wzrostem gospodarczym oraz mniejszą niż przed rokiem skalą obostrzeń będzie to dawało argument za początkiem stopniowej normalizacji polityki pieniężnej w Polsce. Zaznaczamy jednak, że większość członków RPP wykazuje się wysoką tolerancją na ryzyka inflacyjne, stąd scenariusz stabilizacji stóp procentowych także w I połowie 2022 r. jest prawdopodobny. Naszym zdaniem nie da się jednak uciec od fundamentów gospodarki, a odwołanie w przyszłość momentu zacieśnienia polityki pieniężnej będzie oznaczało konieczność szybkiego i mocnego podwyższenia stóp procentowych w przyszłości.

## Saldo rachunku bieżącego (suma 12 miesięczna) [mld EUR]



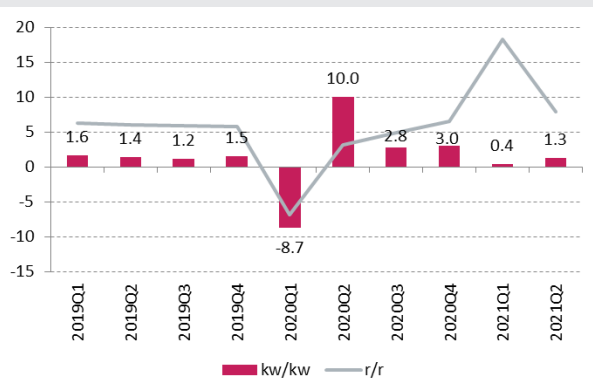
Źródło: Macrobond, Bank Millennium

## Scenariusz mocnego odbicia importu materializuje się

Według danych Narodowego Banku Polskiego saldo na rachunku obrotów bieżących obniżyło się w maju do 60 mln EUR z 1631 mln EUR w kwietniu. Spadek ten wynikał głównie z niższej nadwyżki w handlu towarami, która wyniosła 185 mln EUR wobec 1300 mln EUR w kwietniu. Jest to efektem szybszego wzrostu importu niż eksportu. Dynamiki obu kategorii wynoszące odpowiednio 53,7% r/r i 41,7% r/r, podnoszone znacząco przez efekt niskiej bazy odniesienia, potwierdzają ożywienie w globalnej wymianie handlowej, którego beneficjentem jest także Polska. W nadchodzących kwartałach wzrost importu powinien przewyższać dynamikę eksportu, co powinno utrwalić niższe względem ub. roku saldo obrotów towarowych z zagranicą.

## Makro - zagranica

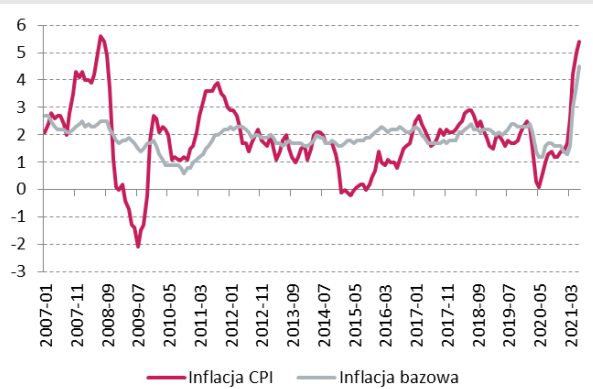
### Dynamika PKB w cenach stałych w Chinach



### W 2Q br. wzrost PKB w Chinach już nieco mniej imponujący

PKB w Chinach wzrósł w 2Q 2021 o 7,9% r/r wobec 18,3% r/r kwartał wcześniej. Dane okazały się zbliżone do konsensusu, który wynosił 8,1% r/r. Obniżenie się rocznej dynamiki wzrostu wynika z dużo mniej korzystnego efektu bazy odniesienia z ub. roku. Natomiast w odniesieniu do 1Q 2021 PKB wzrósł o 1,3% kw/kw wobec 0,4% kw/kw kwartał wcześniej i to pomimo pogorszenia sytuacji epidemicznej w części tego kraju. Dane te wskazują, że gospodarka chińska powróciła do tempa poprawy aktywności gospodarczej notowanego w 2019 r., tj. przed wybuchem pandemii. Normalizacja żywienia w Chinach jest naturalna biorąc pod uwagę fakt, że kraj ten już dawno w pełni odrobił straty, które wywołała pandemia. Oczekiwania dla chińskiej gospodarki pozostają optymistyczne, choć pewne problemy w najbliższym okresie pozostaną: ograniczona ekspansja konsumpcji, rosnące ceny materiałów zmniejszające zyskowność przemysłu oraz niepewność związana z globalną gospodarką, które nie sprzyja rozwojowi inwestycji w sektorze wytwórczym.

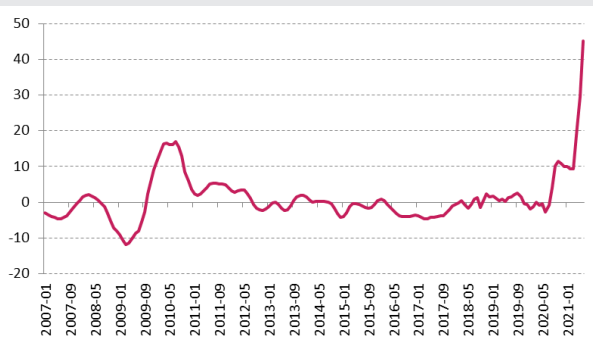
### Inflacja CPI i bazowa w USA [% r/r]



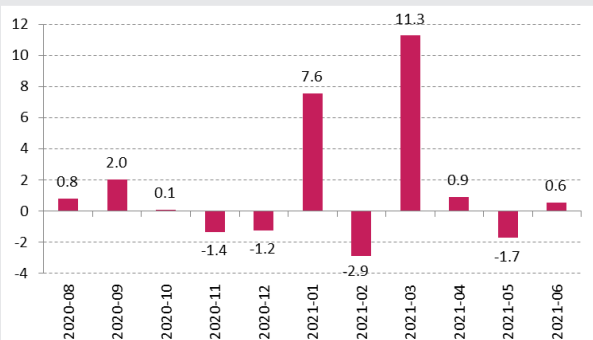
### Inflacja w USA w czerwcu mocno powyżej oczekiwań

Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych wzrosła w czerwcu do 5,4% r/r z 5,0% r/r miesiąc wcześniej tj. do najwyższego poziomu od niespełna 13 lat. Do wysokiego odczytu przyczynia się niska baza odniesienia z ub. roku. Lepiej narastanie presji inflacyjnej oddają wzrosty miesiąc do miesiąca. W tym ujęciu średni poziom cen konsumpcyjnych w USA wzrósł w czerwcu o 0,9% m/m, po wzroście o 0,6% m/m w maju. Dane te okazały się sporo wyższe od konsensusu prognoz, który wynosił 0,5% m/m. Bardzo silnie dynamikę cen podnoszą wzrosty cen używanych aut. W miesiącach kwiecień-czerwiec wyniósł on łącznie ponad 30,0%. Jest to rezultat niewystarczającej podaży nowych aut, których produkcja hamowana jest przez dostawy zbyt niskiej liczby potrzebnych komponentów, np. elektronicznych. Do silnego popytu na środki indywidualnego transportu przyczynia się dobra sytuacja dochodowa gospodarstw domowych oraz prawdopodobnie próba ograniczenia użytkowania publicznych środków transportu w obawie o infekcję koronawirusem. Niemniej wzrosty m/m cen w ostatnich miesiącach mają szeroki charakter i dotyczą żywności, odzieży oraz usług transportowych. Wzrosty m/m także ceny energii, co wynika z kształtowania się m.in. cen ropy naftowej na międzynarodowych rynkach. Informacje te wskazują, że „wąskie gardła” w łańcuchach produkcji, ceny żywności i energii, a także rosnące płace w części branż podnoszą koszty działalności biznesowej, a w warunkach silnego wzrostu popytu przedsiębiorcy są w stanie przerzucić je na amerykańskie gospodarstwa domowe. O ile część tych czynników ma charakter przejściowy w krótkim okresie, to mocny popyt może utrwalac nasilenie presji inflacyjnej. Czerwcowy odczyt inflacji CPI w USA najpewniej nie zmieni w najbliższym czasie retoryki większości członków Fed opowiadających się za pierwszą podwyżką stóp procentowych w USA w 2023 r. Oczekiwań tych nie podziwiają w pełni rynki finansowe, które z wysokim prawdopodobieństwem wskazują, że będzie to miało miejsce jeszcze w 2022 r.

### Dynamika cen używanych aut w USA [% r/r]



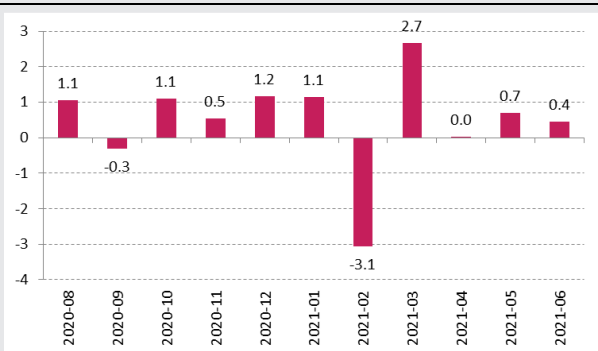
### Sprzedaż detaliczna w USA [% m/m, sa]



### Pozytywna niespodzianka w danych o sprzedaży detalicznej w Stanach Zjednoczonych

Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących w Stanach Zjednoczonych wzrosła w czerwcu o 0,6% m/m po spadku o 1,7% m/m w maju (dane za maj zostały zrewidowane w dół). Odczyt ten przewyższył konsensus prognoz, który wynosił 0,0% m/m. Struktura danych potwierdza wysoką skłonność amerykańskich gospodarstw domowych do wydatków: sprzedaż odzieży wzrosła o 2,6% m/m, elektroniki o 3,3% m/m, sprzedaż w grupie „różne sklepy detaliczne” o 3,4% m/m. Warto odnotować czwarty z rzędu wzrost m/m sprzedaży w restauracjach i barach, co jest zgodne z oczekiwaniami stopniowego wzrostu popytu w tej branży. Dane za czerwiec stanowią pozytywną niespodziankę i potwierdzają nadal mocną koniunkturę w amerykańskim handlu detalicznym pomimo rosnącej konkurencji ze strony odmrażanych usług (rozrywka, zakwaterowanie). Popytowi sprzyja dobra sytuacja dochodowa gospodarstw domowych, co powinno utrzymywać wysoką aktywność w handlu detalicznym także w kolejnych miesiącach.

## Produkcja przemysłowa w USA [% m/m, sa]



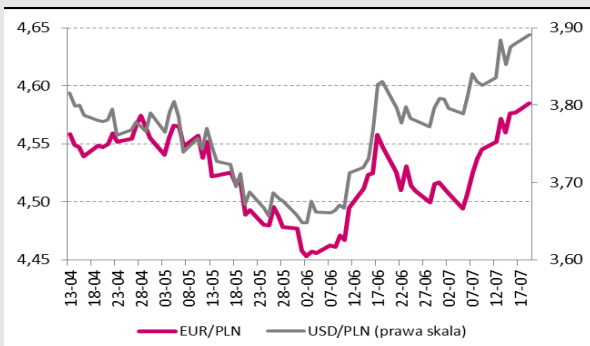
Źródło: Macrobond

## Braki komponentów elektronicznych spowalniają ekspansję amerykańskiego przemysłu

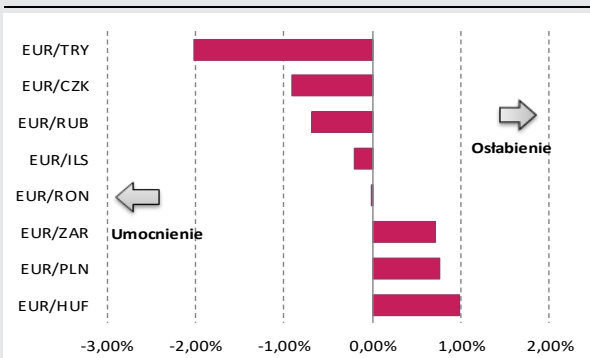
Produkcja przemysłowa w Stanach Zjednoczonych wzrosła w czerwcu o 0,4% m/m po wzroście o 0,7% m/m w maju, co jest wynikiem nieznacznie niższym od konsensusu prognoz. Struktura danych potwierdza, że popyt na dobra przemysłowe jest mocny, jednak nie może być w pełni zrealizowany ze względu na zaburzenia dostaw materiałów i części, szczególnie komponentów elektronicznych. Ze względu na te problemy produkcja aut i części obniżyła się w czerwcu aż o 6,6% m/m, a sprzętu elektronicznego o 2,2% m/m. Przedłużające się zatory w łańcuchach dostaw w warunkach mocnego popytu skutkują nasileniem wzrostu cen. W czerwcu inflacja PPI w USA wyniosła 7,4% r/r wobec 6,6% w maju i okazała się najwyższa od 10,5 roku. W ocenie Fed nasilenie presji inflacyjnej i wąskie gardła w przemyśle ustąpią w niedalekiej przyszłości, dzięki czemu nie będzie konieczności szybkiego zacieśniania polityki pieniężnej w USA. Na podstawie dostępnych obecnie danych wysokiej częstotliwości Atlanta Fed szacuje, że w 2Q 2021 PKB w USA wzrósł o 7,5% kw/kw (po odsezonowaniu, w ujęciu zannualizowanym), po wzroście o 6,4% kw/kw w 1Q 2021.

## Rynek walutowy

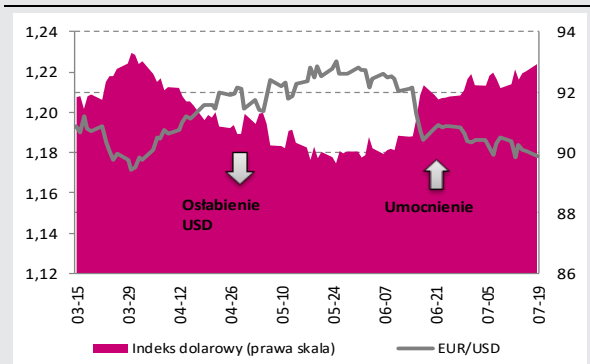
### Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



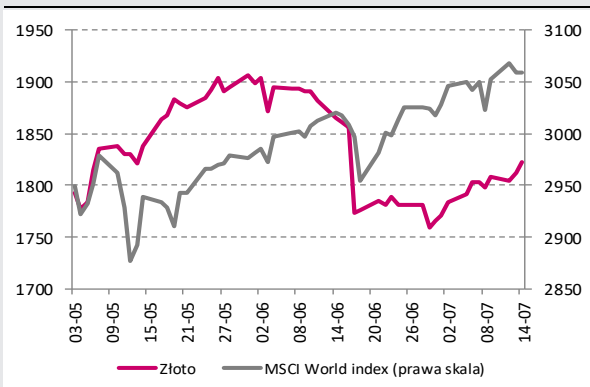
### Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



### Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD






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



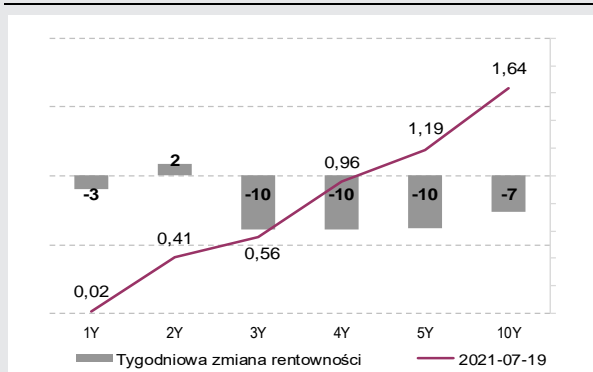
Źródło: Refinitiv

Złoty zakończył trudny dla siebie tydzień. Kurs EUR/PLN kilkakrotnie zwiększył do 2-miesięcznego maksimum na poziomie 4,59 jako konsekwencja słabszego sentymentu globalnego (zniżka par EUR/USD i EUR/CHF) oraz spiętrzenia negatywnych czynników lokalnych. W kierunku słabszego złotego oddziałuje przede wszystkim wciąż łagodna - mimo argumentów w najnowszej projekcji makroekonomicznej Narodowego Banku Polski - narracja Rady Polityki Pieniężnej. Najnowszym źródłem presji sprzedających na polską walutę jest natomiast ponowne zaangażowanie sporu na linii Polska - Unia Europejska w kwestii praworządności. Warto również zwrócić uwagę na zmiany wyceny walut regionu jakie zaszły w ubiegłym tygodniu. Otóż węgierski forint, który również został negatywnie dotknięty przez spór Budapesztu z Brukselą, solidnie tracił na wartości. Czeska korona zaś systematycznie zyskiwała. Jak wspomnieliśmy ostatnie dni były czasem spadku notowań eurodolara, co miało swoje umocowanie przede wszystkim w czynnikach technicznych (miesięczny kanał spadkowy). Słabsze nastroje wzmacniały ponadto niektóre gorsze od oczekiwań dane ze światowej gospodarki.

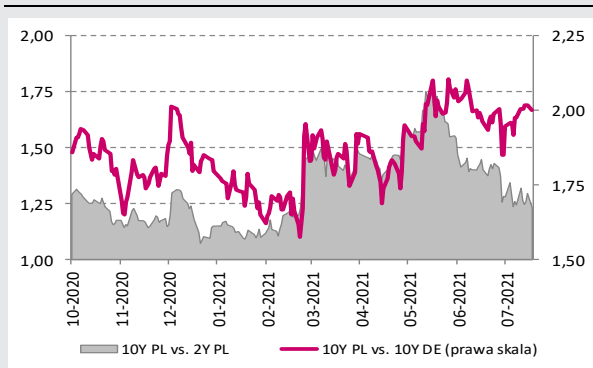
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	 <p>Złoty konsoliduje się w wąskim przedziale 4,56 - 4,5930 PLN za EUR oczekując na nowe impulsy. Nie znajdujemy obecnie argumentów za kontynuacją przeceny polskiej waluty, stąd w perspektywie całego tygodnia liczymy na zbliżenie się kursu EUR/PLN do dolnej bariery. Niezmiennie jednak presję na relatywnie słabego złotego tworzyć będą czynniki krajowe (łagodna narracja Rady Polityki Pieniężnej, powrót sporu z Unią Europejską o praworządność, czy wyznaczenie na 2 września terminu posiedzenia pełnego składu Izby Cywilnej Sądu Najwyższego w sprawie walutowych kredytów hipotecznych). W rezultacie trudno będzie zarówno o ruch aprecjacyjny złotego, jak i o osłabiający (choć ryzyko oceniamy jako asymetryczne z przewagą czynników mogących doprowadzić do przebicia poziomu 4,60 w kolejnych tygodniach). Wiele zależeć będzie jednak od sentymentu globalnego, który z uwagi na rozwój nowych zachorowań na COVID-19 (wariant Delta) jest dość trudny do przewidzenia.</p>
USD/PLN	 <p>Nawet zakładając względną stabilizację złotego przestrzennie do spadku notowań dysponuje eurodolar. To zaś oznacza dalszą presję na umocnienie amerykańskiej waluty, a w konsekwencji także i wzrost pary USD/PLN. Póki co jednak uważamy, iż poziom 3,9016 (maksimum z początku kwietnia) powinien być wystarczająco silny, by odeprzeć próbę kontynuacji wzrostów notowań.</p>
EUR/USD	 <p>Techniczny obraz eurodolara konsekwentnie zakłada spadek notowań w ramach dolnego ograniczenia (1,1743) 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 najistotniejsze będzie posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, które zgodnie z zapowiedziami prezes EBC może być „ciekawe”. Bank dokona bowiem rewizji swojego forward guidance, po tym jak na początku lipca dokonał modyfikacji celu inflacyjnego.</p>

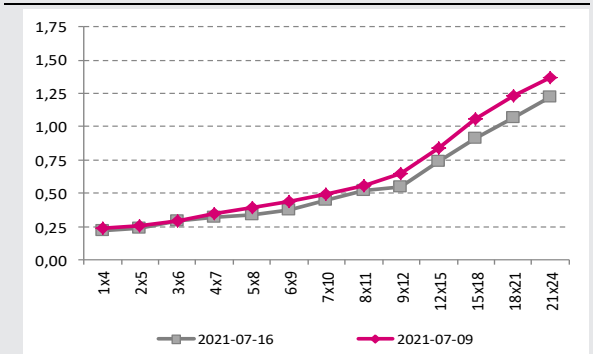
## Rentowność obligacji krajowych [%]



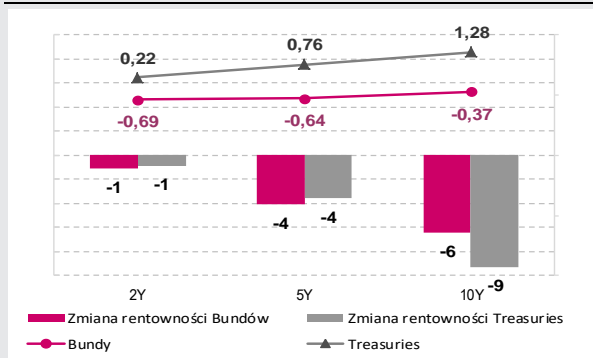
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

## Rynek obligacji

Miniony tydzień - za wyjątkiem obligacji 2-letnich - przyniósł wyraźne spadki dochodowości długu skarbowego będące pokłosiem zmian obserwowanych na rynkach bazowych. Wzmocnieniem trendów globalnych były działania Narodowego Banku Polskiego, który przeprowadził w piątek - jedyny lipcowy - przetarg *outright-buy*. Bank odkupił osiem serii obligacji łącznie za 4,36 mld PLN (wobec ok. 2 mld PLN w czerwcu), z czego obligacje skarbowe za 3,7 mld PLN i papiery Banku Gospodarstwa Krajowego za 0,7 mld PLN. Przed przetargiem NBP deklarował odkup do ośmiu serii papierów za maksymalnie 10 mld PLN. Jak wspomnieliśmy na rynkach bazowych kontynuowany był trend zniżki dochodowości długu. Rentowność Bunda zmalała o 6 bps do -0,37% i jest bliska osiągnięcia dna z lutego tego roku a więc apogeum zimowych zachorowań na COVID-19.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Wycena krajowego długu pozostaje pod dominującym wpływem czynników zewnętrznych. To zachowanie rynków bazowych determinuje kierunek zmian skarbowych papierów wartościowych - za wyjątkiem długu z krótkiego końca krzywej. W najbliższych dniach uważamy, iż wycena Bunda powinna być bardziej stabilna w oczekiwaniu na wynik posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Daje to w naszej ocenie szansę na uspokojenie notowań polskich papierów dłużnych. Konsekwentnie w średnim terminie widzimy potencjał do zwyżki dochodowości skarbowych papierów wartościowych. Nie uważamy bowiem, by bieżąca ich wycena, która w przypadku 10-latkii oznacza minimum z kwietnia dobrze obrazowała bieżące mimo wszystko lepsze aniżeli na początku drugiego kwartału nastroje.
10Y DE (%)	W tym tygodniu wynik posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego ma szansę być najistotniejszy dla wyceny Bunda. Od momentu jednak, gdy prezes Ch.Lagarde zapowiedziała, że lipcowe posiedzenie będzie istotne i „ciekawe” wycena niemieckiego długu zdyskontowała możliwy scenariusz łagodnej narracji (sprzyja jej niedawne podwyższenie celu inflacyjnego banku). Trudno zatem o argumenty przemawiające za dalszym spadkiem rentowności niemieckich obligacji skarbowych. Kwestie pogarszających się statystyk zachorowań na COVID-19 w Europie również wydają się być uwzględnione w bieżącej wycenie Bunda. Stabilizacja notowań pozostaje naszym scenariuszem bazowym dla niemieckiego długu o 10-letnim terminie zapadalności na najbliższe dni.
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. Sądzymy natomiast, iż proces dyskontowania rozczarowań w danych i pandemicznego strachu póki co można uznać za zakończony.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<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%
<b>Wtorek 20 lipca</b>					
10:00 PPI r/r	Polska	Czerwiec	6.5%	6.8%	7.0%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Czerwiec	29.8%	19.0%	19.0%
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Czerwiec	1683k	1700k	
14:30 Rozpoczęte budowy domów	USA	Czerwiec	1572k	1600k	
<b>Środa 21 lipca</b>					
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Czerwiec	4.7%	7.1%	6.1%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Czerwiec	13.9%	8.4%	8.1%
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA	16 lipca	16.0%		
<b>Czwartek 22 lipca</b>					
13:45 <b>Decyzja w sprawie stóp procentowych</b>	EZ	Lipiec	0.0%	0.0%	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Czerwiec	9.0%	7.8%	8.5%
14:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	16 lipca	360k	355k	
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Czerwiec	5.8 mln	5.9 mln	
<b>Piątek 23 lipca</b>					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Lipiec	65.1	64.3	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Lipiec	57.5	59.0	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Lipiec	63.4	62.5	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Lipiec	58.3	59.5	
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Lipiec	62.1	62.0	
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Lipiec	64.6	64.1	
<b>Poniedziałek 26 lipca</b>					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Lipiec	101.8		
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Czerwiec	769k		

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>	4,7	-2,7	5,3	5,3	2,0	-8,3	-1,7	-2,7	-0,9	11,1	4,1	6,5
<b>Stopa bezrobocia</b>	5,2	6,2	6,0	5,6	5,4	6,1	6,1	6,2	6,4	6,0	5,9	6,0
<b>Inflacja CPI (% r/r) **</b>	2,3	3,4	4,2	3,6	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,5	4,7	4,7
<b>Ropa naftowa Brent **</b>	64,6	43,3	67,4	65,9	51,2	33,6	43,3	45,3	61,1	68,1	75,2	72,3
<b>Stopa referencyjna (%)</b>	1,50	0,10	0,25	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	0,35	0,40	1,14	0,23	0,20	0,20	0,18	0,17	0,19	0,35
<b>WIBOR 3M (%)</b>	1,71	0,21	0,43	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	0,45	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	0,55	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	2,25	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	3,60	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	1,22	1,18	1,10	1,12	1,17	1,22	1,17	1,21	1,22	1,22
<b>EURIBOR 3M</b>	-0,41	-0,53	-0,51	-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	0,22	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 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.