



# Makro i rynek

komentarz dzienny

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

## Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 10:00 opublikowany zostanie Raport o inflacji i PKB, w którym zostanie przedstawiona najnowsza projekcja makroekonomiczna Narodowego Banku Polskiego. Na podstawie opublikowanych w komunikacie rozkładów prawdopodobieństwa szacujemy, że zrewidowano w górę ścieżkę inflacji CPI. Obecnie prognozy na lata 2021-2023 wynoszą według tych obliczeń odpowiednio 4,1% r/r, 3,3% r/r oraz 3,4% r/r. W przypadku dynamiki PKB prognozy podniesiono do 5,0% z 4,0% dla 2021 r., a oczekiwania na lata 2022-2023 nie uległy istotnej zmianie (5,4%).

## Wydarzenia i komentarz

- **PL:** 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 odchyień od celu inflacyjnego oraz (3) szybki wzrost popytu przy pełnym zatrudnieniu. Naszym zdaniem warunki będą spełnione być może pod koniec roku, a głównym obszarem niepewności pozostaje rozwój pandemii. Podczas konferencji 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 siennej eskalacji pandemii na jesieni, pod koniec roku Rada Polityki Pieniężnej może rozpocząć proces normalizacji polityki pieniężnej w Polsce.
- **PL:** Według Opisu dyskusji na decyzyjnym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w czerwcu został zgłoszony wniosek podwyżkę stopy referencyjnej Narodowego Banku Polskiego o 15 pkt baz. Nie znalazł on jednak poparcia większości członków tego gremium. Według opisu w opinii części polskich bankierów centralnych „podwyżka stopy referencyjnej mogłaby ograniczyć ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych oraz nasilenia się presji płacowej i w ten sposób ograniczyć ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie.” Większość członków wskazuje jednak, że „jeżeli utrzyma się niepewność dotycząca przebiegu pandemii i - w efekcie - przyszłej koniunktury, a wzrost inflacji powyżej celu będzie wynikał z oddziaływania czynników pozostających poza kontrolą polityki pieniężnej, to wskazane będzie utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie także w najbliższym czasie”.

## Rynki na dziś

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 losów np. eurodolara. 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 w przeciągu 10 dni nowych wskazówek (guidance) dotyczących programu luzowania monetarnego. Uzupełnieniem 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 przesunąć się w stronę bariery 4,5580 tj. maksimum z czerwca. Tym bardziej, iż piątkowe wypowiedzi prezesa Narodowego Banku Polski okazały się nieco bardziej gołębie niż rynkowe oczekiwania.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5269	0,6%
USD/PLN	3,8358	0,9%
CHF/PLN	4,1460	0,7%
EUR/USD	1,1800	-0,3%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,43	0
5Y	1,26	-5
10Y	1,71	0

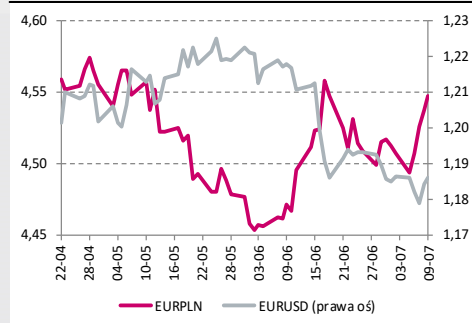
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,91	-2
5Y	1,44	-10
10Y	1,72	-12

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,30	-6
US 10Y	1,31	-9

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	67917,3	1,9
S&P 500	4358,1	0,3
Nikkei 225	28118,0	-0,9

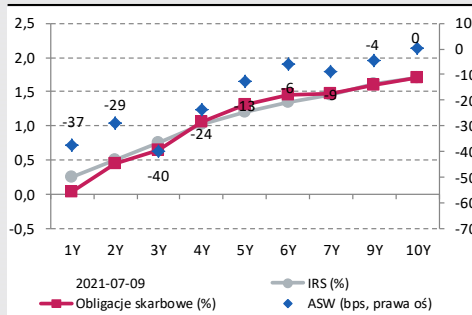
Źródło: Refinitiv  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



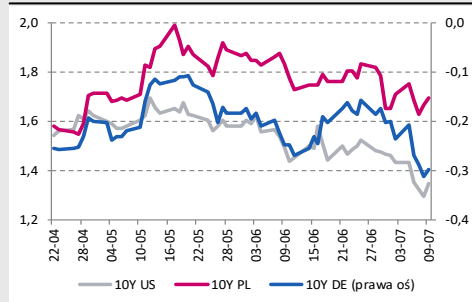
Źródło: Refinitiv

## Krajowy rynek stopy procentowej



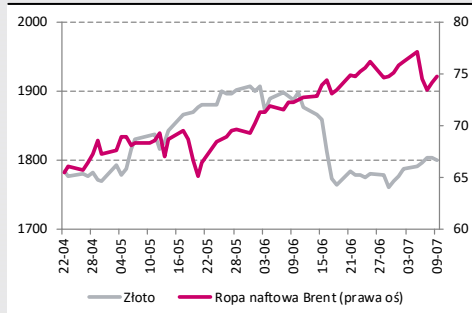
Źródło: Refinitiv

## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Źródło: Refinitiv

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Refinitiv

## Rynek krajowy

Za nami czwarta z rzędu sesja osłabienia złotego do euro, w trakcie której kurs EUR/PLN zwyżkował o 1,2% tj. nieco silniej niż pozostałe waluty regionu, co przypisywać należy przede wszystkim wydarzeniom piątkowej sesji. Wtedy to złoty - w przeciwieństwie do węgierskiego forinta i czeskiej korony - tracił na wartości. Wiążemy to z „rozczarowaniem” inwestorów liczących, iż między innymi po niedawnym wywiadzie prezesa Narodowego Banku Polski dla Financial Times (o możliwości normalizacji polityki pieniężnej jeszcze w 2021 roku) komentarzami A.Głapińskiego podczas piątkowej wideokonferencji, które były już nieco bardziej gołębnie. W rezultacie kurs EUR/PLN zakończył tydzień na poziomie 4,5450. Na krajowym rynku długu piątek był dniem wzrostu dochodowości, której sprzyjały zmiany rynków bazowych. Długi koniec krzywej zwyżkował o 4 bps do 1,70%. Nieznacznie obniżyły się zaś notowania 2-letnich kontraktów IRS. Wydarzeniem dnia 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.

## Rynki zagraniczne

Eurodolar kontynuował rozpoczętą w czwartek zwyżkę, która z dolnego ograniczenia kanału spadkowego zaprowadziła do w stronę oporu (1,1870). Zmiany notowań były po raz kolejny motywowane czynnikami technicznymi. Z fundamentalnego punktu widzenia nie poznaliśmy bowiem żadnych istotnych informacji (kalendarium danych makro nie zawierało pozycji mogących wpływać na sentyment inwestycyjny). Ten natomiast wydawał się w piątek nieco lepszy dla euro także w parze z frankiem szwajcarskim. Kurs EUR/CHF zawrócił bowiem z lutowego minimum i nieznacznie wzrósł sugerując nieco większy apetyt na ryzyko. Korekta niedawnych trendów widoczna była także na bazowych rynkach długu, gdzie dochodowość 10-latk USA i Niemiec zwyżkowała w dość solidnym zakresie.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Piątek 09 lipca</b>						
15:00 Konferencja prasowa prezesa NBP	Polska	Lipiec				
<b>Poniedziałek 12 lipca</b>						
10:00 Raport o inflacji	Polska					
<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)		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%	
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, Millennium Bank S.A., Parkiet