

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

17 lipca 2017

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Urszula Kryńska

Ekonomistka
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego będzie najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia. Od ewentualnych wskazówek M.Draghiego na temat normalizacji polityki pieniężnej w strefie euro zależeć będzie sentyment inwestycyjny, a tym samym kierunek eurodolara. W szczególności, iż w miniony piątek - pod wpływem słabszych danych z USA - rynek przestał wyceniać trzecią podwyżkę stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w tym roku. Złoty pozostaje mocny nieco powyżej poziomu 4,20 w relacji do euro.

Wydarzenia tygodnia

Ceny paliw obniżyły inflację w czerwcu

GUS potwierdził wstępny szacunek inflacji w czerwcu, który wskazał na spadek inflacji do 1,5% r/r z 1,9% r/r w maju. Jak można było oczekiwać czynnikiem sprzyjającym dezinflacji był spadek cen paliw, które w samym czerwcu obniżyły się o 4,1% m/m. Nieco mniejszy niż przed rokiem był także wzrost cen żywności. Inflacja bazowa, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii ustabilizowała się na poziomie 0,8% r/r. W jej obrębie nastąpiło jednak kilka ciekawych zmian, w tym spadek cen żywności oraz usług i łączności, który został skompensowany silniejszym wzrostem cen w kategorii rekreacja i kultura, w związku z podwyżkami cen turystyki zorganizowanej. W kolejnych miesiącach wskaźnik inflacji powinien się ustabilizować, a pod koniec roku możliwy jest jego spadek w okolice 1%, ze względu na wysoką bazę statystyczną z roku ubiegłego. Dane te nie wpływają na oczekiwania co do stóp procentowych, ze względu na jasno określoną ścieżkę sygnalizowaną przez RPP i prezesa Głapińskiego wskazującą na stabilizację stóp procentowych w tym i w przyszłym roku.

Prezes Fed zapowiada kontynuację normalizacji polityki pieniężnej

W wystąpieniu przed amerykańskim Kongresem prezes Fed J. Yellen powiedziała, że stopniowe podwyżki stóp procentowych w nadchodzących latach będą nadal konieczne. Zwróciła jednak uwagę, że stopa Fed nie musi mocno wzrosnąć, by osiągnąć poziom neutralny, ponieważ naturalna stopa jest obecnie dość niska z historycznego punktu widzenia. Zdaniem Yellen, rynek pracy USA ciągle się umacnia, gospodarka będzie rozwijać się w umiarkowanym tempie w najbliższych latach, a inflacja wzrośnie do celu na poziomie 2%. Wystąpienie prezesa Fed nie zmienia oczekiwań co do perspektyw polityki Fed. W dalszym ciągu należy oczekiwać stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej, jednak obecnie według rynku do podwyżki stóp procentowych nie dojdzie w tym roku.

Ubiegły tydzień na rynkach finansowych

Przez większość ubiegłego tygodnia notowania EUR/PLN kontynuowały trwającą niemal od połowy czerwca konsolidację wokół poziomu 4,23. Źródłem zmienności polskiej waluty nie okazała się nawet prezentacja przez prezesa Fed półrocznego raportu na temat polityki monetarnej w amerykańskim Kongresie, co było jednym z najważniejszych wydarzeń minionego tygodnia na globalnych rynkach. Dopiero końcówka tygodnia przyniosła większą zmienność. Pozytywne nastroje na rynkach widoczne były już na początku piątkowej sesji, niemniej dodatkowe wsparcie dla walut rynków wschodzących dały niższe od oczekiwań odczyty inflacji CPI i sprzedaży detalicznej w USA, po których rynek przestał wyceniać trzecią podwyżkę stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w tym roku.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2070	-0,6%
USD/PLN	3,6738	-1,1%
CHF/PLN	3,8120	-0,8%
EUR/USD	1,1455	0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,66	0
WIBOR 3M	1,73	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,84	0
5Y	2,68	1
10Y	3,30	-1

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,94	0
5Y	2,36	-3
10Y	2,80	-4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,58	4
US 10Y	2,31	-6

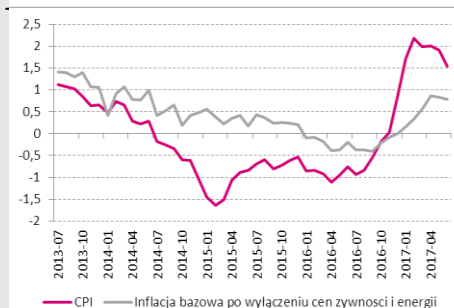
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG 30	2740,1	3,0
S&P 500	2459,3	1,4
Nikkei 225	20118,9	1,0

Źródło: Reuters

Dane z dnia dzisiejszego godz. 9.00 i zmiany tygodniowe

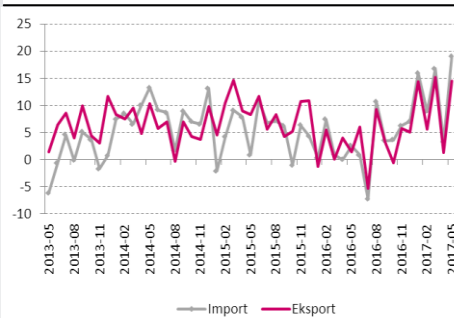
Gospodarka polska

Inflacja CPI i inflacja bazowa [% r/r]



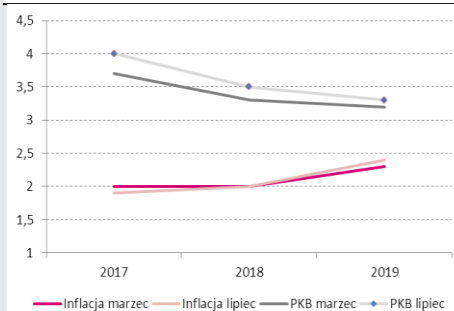
Źródło: Datastream

Dynamika eksportu i importu [% r/r]



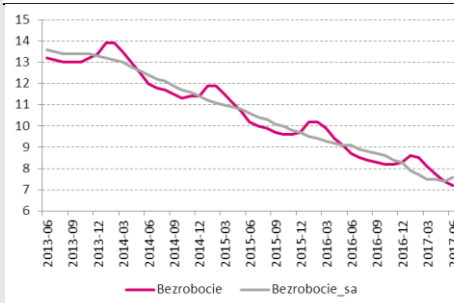
Źródło: NBP

Projekcja inflacji NBP [% r/r]



Źródło: NBP

Stopa bezrobocia w Polsce [%]



Źródło: Datastream

Ceny paliw obniżyły inflację w czerwcu

GUS potwierdził wstępny szacunek inflacji w czerwcu, który wskazał na spadek inflacji do 1,5% r/r z 1,9% r/r w maju. Jak można było oczekiwać czynnikiem sprzyjającym dezinflacji był spadek cen paliw, które w samym czerwcu obniżyły się o 4,1% m/m. Nieco mniejszy niż przed rokiem był także wzrost cen żywności. Inflacja bazowa, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii ustabilizował się na poziomie 0,8% r/r. W jej obrębie nastąpiło jednak kilka ciekawych zmian, w tym spadek cen żywności oraz usług i łączności, który został skompensowany silniejszym wzrostem cen w kategorii rekreacja i kultura, w związku z podwyżkami cen turystyki zorganizowanej. W kolejnych miesiącach wskaźnik inflacji powinien się ustabilizować, a pod koniec roku możliwy jest jego spadek w okolice 1%, ze względu na wysoką bazę statystyczną z roku ubiegłego. Dane te nie wpływają na oczekiwania co do stóp procentowych, ze względu na jasno określoną ścieżkę sygnalizowaną przez RPP i prezesa Głapińskiego wskazującą na stabilizację stóp procentowych w tym i w przyszłym roku.

Przyspieszenie eksportu i importu w maju

Bilans obrotów bieżących zamknął się w maju deficytem 179 mln EUR wobec deficytu 160 mln EUR w kwietniu, co było wynikiem wyraźnie słabszym od konsensusu rynkowego oraz naszych oczekiwań. Źródłem niespodzianki był wyższy od oczekiwań deficyt handlowy, który wyniósł 200 mln EUR. W zakresie wymiany handlowej uwagę zwraca wyraźne przyspieszenie dynamiki eksportu i importu, co spójne jest w innych danych za maj, wskazujące na poprawę koniunktury gospodarczej, częściowo ze względu na czynniki kalendarzowe. Wzrost importu (+19,1% r/r) wyraźnie przewyższał jednak wzrost eksportu (+14,5% r/r), co znalazło odzwierciedlenie w pogorszeniu salda wymiany handlowej. Potwierdza to mocny popyt krajowym co zwiększa popyt na import. Kontynuacji tych trendów oczekujemy także w kolejnych miesiącach, w wyniku czego będzie następowało stopniowe pogorszenie salda na rachunku obrotów bieżących. W dalszym jednak ciągu utrzymywać się nie będzie na niskim i bezpiecznym poziomie. W zakresie pozostałych elementów bilansu obrotów bieżących widoczny był utrzymujący się wzrost przychodów z eksportu usług oraz wyższy napływ środków z UE.

Inflacja wciąż poniżej celu według nowej projekcji NBP

Aktualna projekcja inflacji i PKB przygotowana przez ekonomistów NBP zakłada wzrost gospodarczy (ścieżka centralna) na poziomie 4,0% w tym roku oraz 3,5% w roku 2018 i 3,3% w 2019. Oznacza to nieznaczny jej rewizję w górę w stosunku do marcowej projekcji. Warto przy tym zwrócić uwagę, że według szacunków NBP ujemna obecnie luka popytowa domknie się w II połowie 2017 r., przez co presja inflacyjna ze strony popytu będzie się stopniowo nasilać. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego podobnie jak w ostatnich kwartałach, pozostanie konsumpcja prywatna, wspierana dobrą sytuacją na rynku pracy i rosnącymi dochodami realnymi. Przyspieszą też inwestycje, zarówno publiczne, jak i przedsiębiorstw, w związku z napływem środków europejskich. Według szacunków NBP dynamika inwestycji osiągnie swój szczyt w 4Q bieżącego roku. Centralna ścieżka inflacji CPI została natomiast oszacowana na poziomie 1,9% w roku 2017, 2,0% w roku 2018 i 2,5% w 2019. W stosunku do projekcji marcowej oznacza to nieznaczna rewizję w dół w roku 2017 i w górę dla roku 2017. Dodatnia luka popytowa oraz wzrost płac przewyższający wydajność będą stopniowo podwyższały presję inflacyjną, która będzie zmierzała w kierunku celu inflacyjnego, w tym także inflacja bazowa. Wyniki projekcji wskazują, że w całym jej horyzoncie realne stopy procentowe NBP (stopa referencyjna) będą ujemne. Wyniki aktualnej projekcji nie zmieniają oczekiwań co do perspektyw polityki pieniężnej. Prezes Głapiński powtórzył, że w oparciu o wyniki aktualnej nie wyklucza stabilnych stóp nawet do końca roku 2018. Warto przy tym zwrócić uwagę, że w ramach Rady pojawiają się zdania odrębne, wskazujące na negatywne skutki przedłużającego się okresu ujemnych realnych stóp procentowych.

Prof. Gatnar zaniepokojony ujemnymi realnymi stopami w Polsce

E. Gatnar, członek RPP, powiedział, że jeśli kontynuowane będą negatywne procesy wynikające z ujemnych realnych stóp procentowych (wzrost zadłużenia, spadek oszczędności gospodarstw domowych), to podwyżka stóp może być uzasadniona jeszcze pod koniec 2017 r. Prof. Gatnar już wcześniej dał się poznać jako zwolennik

wcześniejszych podwyżek stóp procentowych. Takie stanowisko podzielane jest także przez część pozostałych członków Rady, ale wciąż znajduje się w mniejszości.

Prof. Ancyparowicz nie widzi potrzeby podwyżek stóp

Prof. G. Ancyparowicz, członkini RPP, powiedziała, że lipcowa projekcja nie wskazuje na potrzebę podnoszenia stóp procentowych przed 2019 r. W jej ocenie do podniesienia podstawowych stóp procentowych NBP może dojść w sytuacji, gdy inflacja bazowa będzie nadal rosła pod wpływem napięć na rynku pracy, wzrostu kosztów krańcowych z innych przyczyn, bądź dalszego silnego wzmocnienia popytu krajowego (m.in. w związku z przyspieszeniem inwestycji i odbudową zapasów). Jednak, nawet jeśli tak się stanie, to nastąpi to raczej dopiero w drugiej połowie 2018 roku. Członkini RPP dodała też, że uzasadnieniem podwyżki stóp byłyby twarde dane i prognozy, świadczące o zbliżaniu się do górnej granicy celu inflacyjnego. Na razie nie ma przesłanek uzasadniających takie obawy. Jest to stanowisko spójne z poglądami wyrażanymi przez prezesa NBP A. Głapińskiego i biorąc pod uwagę rozkład głosów w Radzie, popierany jest przez większość RPP.

Mniejszy od oczekiwań spadek bezrobocia w czerwcu

Według szacunków Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w czerwcu do 7,2% z 7,4% w maju. To nieco wyższy odczyt w stosunku do naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. W skali miesiąca oznaczałoby to spadek stopy bezrobocia o 0,2 pkt. proc. co jest najniższą zmianą w tym miesiącu od 2009r. Wyhamowanie spadków bezrobocia nie dziwi, biorąc pod uwagę jego rekordowo niskie poziomy. Sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, a stopa bezrobocia rejestrowanego jest o 1,5 pkt. niższa niż przed rokiem.

Gospodarki zagraniczne

Prezes Fed o perspektywach polityki pieniężnej

W wystąpieniu przed amerykańskim Kongresem prezes Fed J. Yellen powiedziała, że stopniowe podwyżki stóp procentowych w nadchodzących latach będą nadal konieczne. Zwróciła jednak uwagę, że stopa Fed nie musi mocno wzrosnąć, by osiągnąć poziom neutralny, ponieważ naturalna stopa jest obecnie dość niska z historycznego punktu widzenia. Zdaniem Yellen, rynek pracy USA ciągle się umacnia, gospodarka będzie rozwijać się w umiarkowanym tempie w najbliższych latach, a inflacja wzrośnie do celu na poziomie 2%. Wystąpienie prezes Fed nie zmienia oczekiwań co do perspektyw polityki Fed. W dalszym ciągu należy oczekiwać stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej, jednak obecnie według rynku do podwyżki stóp procentowych nie dojdzie w tym roku.

Niższy od oczekiwań odczyt inflacji w USA

Inflacja CPI w USA pozostała w czerwcu na niezmiennym poziomie w stosunku do poprzedniego miesiąca, co implikuje jej roczny wzrost o 1,6%. Jest to odczyt nieco niższy od konsensusu rynkowego, wskazującego na jej wzrost o 1,7% r/r. Inflacja bazowa, czyli wskaźnik, który nie uwzględnia cen paliw i żywności wyniosła 0,1% m/m i 1,7% r/r. Nieco słabsza od oczekiwań presja inflacyjna wpłynęła na dalszy spadek prawdopodobieństwa kolejnej podwyżki stóp procentowych w tym roku. Obecnie wynosi ono ok. 45% dla posiedzenia w grudniu, co oznacza że inwestorzy nie oczekują, by w tym roku Fed miał jeszcze podnosić koszt pieniądza.

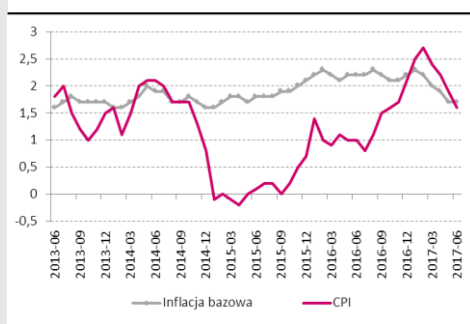
Spadek inflacji cen producenta w USA

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w USA wzrosły w czerwcu o 0,1% m/m wobec oczekiwanej przez rynki stabilizacji. W ujęciu rocznym natomiast wskaźnik PPI wzrósł do 2,0%. Po odliczeniu cen żywności i energii, indeks PPI wzrósł o 0,1% m/m i 1,9% r/r.

Zniżka sprzedaży detalicznej w USA

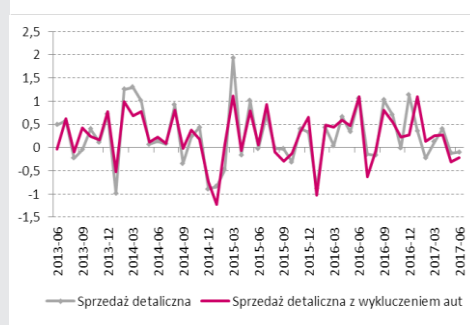
Sprzedaż detaliczna w USA spadła w czerwcu o 0,2% m/m wobec spadku o 0,1% m/m miesiąc wcześniej i spodziewanej przez rynki zwyżki o 0,1% m/m. Z wykluczeniem aut natomiast sprzedaż spadła o 0,2% m/m podczas gdy spodziewano się wzrostu o 0,2% m/m. Niższy od oczekiwań był też indeks nastroju konsumentów przygotowany przez Uniwersytet Michigan, który w czerwcu spadł do 93,1 pkt. Z 95,1 pkt. w maju, podczas gdy konsensus rynkowy wynosił 95,0 pkt.

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



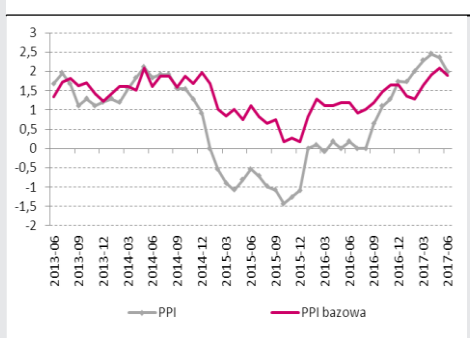
Źródło: Datastream

Indeks ISM dla przemysłu i usług w USA [pkt.]



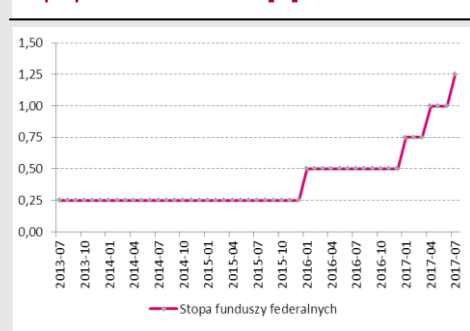
Źródło: Macrobond

Indeks PPI w USA [% r/r]



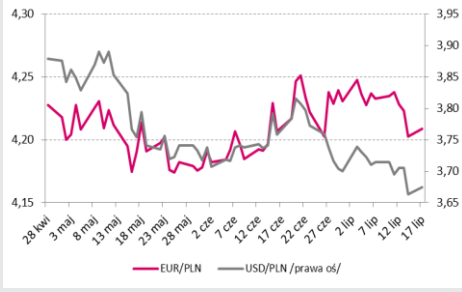
Źródło: Datastream

Stopa procentowa w USA [%]



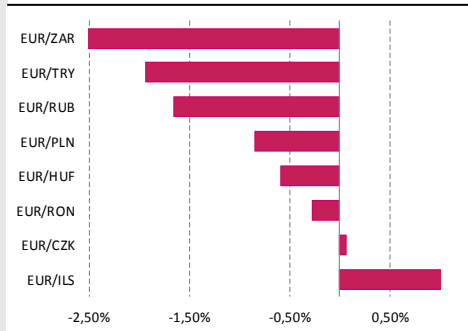
Źródło: Datastream

Kurs USD/PLN i EUR/PLN



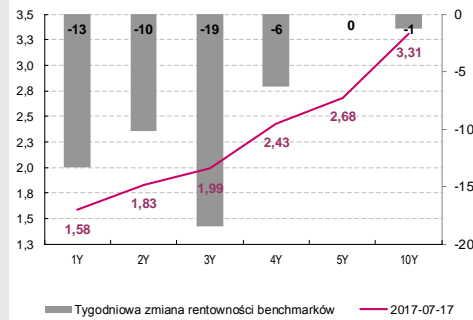
Źródło: Reuters

Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



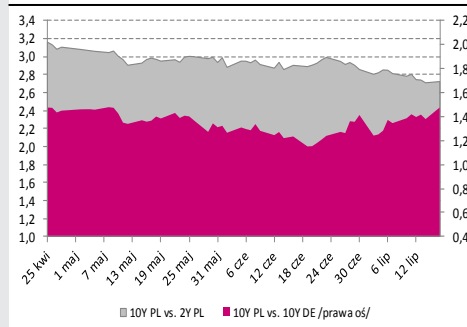
Źródło: Reuters

Rentowności obligacji krajowych [%]



Źródło: Reuters

Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW



Źródło: Reuters

Rynek krajowy - FX i stopa procentowa

Rynek walutowy - PLN

Przez większość ubiegłego tygodnia notowania EUR/PLN kontynuowały trwającą niemal od połowy czerwca konsolidację wokół poziomu 4,23. Źródłem zmienności polskiej waluty nie okazała się nawet prezentacja przez prezesa Fed półrocznego raportu na temat polityki monetarnej w amerykańskim Kongresie, co było jednym z najważniejszych wydarzeń minionego tygodnia na globalnych rynkach. Dopiero końcówka tygodnia przyniosła większą zmienność. Pozytywne nastroje na rynkach widoczne były już na początku piątkowej sesji, niemniej dodatkowe wsparcie dla walut rynków wschodzących dały niższe od oczekiwań odczyty inflacji CPI i sprzedaży detalicznej w USA, po których rynek przestał wyceniać trzecią podwyżkę stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w tym roku. Z tego powodu w piątek silny spadek towarzyszył notowaniom USD/PLN. W reakcji na wspomniane wcześniej wydarzenia dolar tylko w piątek potaniał o cztery grosze, a notowania poziomem 3,6622 ustanowiły najniższe zamknięcie od niemal dwóch lat.

Obligacje PL

Stabilizacja towarzyszyła notowaniom krajowego długu w minionym tygodniu i to pomimo zmian dochodowości na rynkach bazowych. Długi koniec krzywej pozostał jednak na niezmiennym w stosunku do poniedziałkowego otwarcia poziomie tj. 3,31%. 2-letni benchmark natomiast koncentrował się wokół bariery 1,84%. Z tego powodu zmianie nie uległo nachylenie krzywej. Nadal jest ona najbardziej wystromiona od niemal roku. Wpływu na wycenę SPW nie miały wypowiedzi G.Ancyparowicz, przedstawicielki Rady Polityki Pieniężnej, choć z pewnością ich łagodny ton sprzyjał utrzymaniu dochodowości na 8-miesięcznym minimum. Członki Rady stwierdziła, że lipcowa projekcja nie wskazuje na konieczność podnoszenia stóp procentowych przed 2019 rokiem. Jej zdaniem, do podwyżki może dojść wcześniej, w II poł. 2018 r., ale tylko jeśli nadal rosnąć będzie inflacja bazowa lub wzmacniać się będzie popyt krajowy.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Złoty mimo piątkowego umocnienia pozostaje powyżej bariery 4,20, którą uznajemy za kluczową dla dotychczasowego obrazu technicznego notowań. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobna jest próba łagodnej zwwyżki notowań EUR/PLN, której sprzyjać może oczekiwane mniej gołębie stanowisko Europejskiego Banku Centralnego podczas zbliżającego się posiedzenia.
USD/PLN	↓	Źródłem zmienności eurodolara w tym tygodniu będą informacje z USA, w szczególności wypowiedzi przedstawicieli Fed oraz posiedzenie EBC. W przypadku, gdyby M.Draghi zaprezentował bardziej jastrzębie stanowisko banku w stosunku do czerwcowego posiedzenia eurodolar powinien wyznaczyć nowe, wielomiesięczne maksima.
PL 10Y (%)	↓	Koniec ubiegłego tygodnia przyniósł stabilizację dochodowości 10Y pomimo zmienności na rynkach bazowych. W naszej ocenie niedawny ruch wzrostowy wyczerpał zasięg korekty, stąd w naszej ocenie scenariusz stabilizacji jest najbardziej prawdopodobny. Tym bardziej, iż lipiec jest miesiącem bez przetargów.

Rynki bazowe - FX i stopa procentowa

Rynek walutowy

Notowania eurodolara koncentrowały się w zakończonym tygodniu wokół poziomu 1,1450. Początkowo źródłem spadku kursu EUR/USD były ostrożne w kwestii podwyżek stóp procentowych wypowiedzi przedstawicieli Rezerwy Federalnej. Zarówno L. Brainard jak i N. Kashkari wskazywali na obawy dotyczące zniżkującej inflacji przy podejmowaniu decyzji o podwyżce kosztu pieniądza. Dość szybko jednak eurodolar powrócił do wzrostów ponieważ wystąpienie prezesa Fed - wskazywane jako jedno z najważniejszych wydarzeń ubiegłego tygodnia - rozczarowało inwestorów oczekujących jasnego stanowiska w kontekście dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. J. Yellen dość ostrożnie wypowiadała się na temat przyszłej inflacji, jako możliwej przeszkody w podwyżkach stóp procentowych. Utrzymany został ogólny kierunek polityki monetarnej tj. potrzeba stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej, w tym także poprzez redukcję bilansu banku. Ubiegły tydzień zakończyła publikacja danych dotyczących inflacji w Stanach Zjednoczonych. Mimo, iż jeszcze w czwartek podczas drugiego dnia przesłuchania J. Yellen przed amerykańskim Kongresem stwierdziła ona, że ryzyka dla inflacji pozostają dwustronne i jest zbyt wcześnie, aby ocenić, czy inflacja nie osiągnie celu, to nieznacznie niższy od konsensusu odczyt spowodował przecenę dolara. Kurs EUR/USD wzrósł o niecałego centa do poziomu 1,1470 powracając tym samym z okolicy 14-miesięcznego maksimum osiągniętego w ubiegłym tygodniu. Źródłem dodatkowej negatywnej presji na dolara były gorsze dane dotyczące amerykańskiej sprzedaży detalicznej sugerujące, że presja inflacyjna może być jeszcze słabsza niż obecnie. Podwyższona zmienność obserwowana była w minionym tygodniu także w notowaniach innych głównych walut. Waluta Wielkiej Brytanii wyraźnie straciła na wartości w reakcji na wystąpienia B. Broadbenta, przedstawiciela Banku Anglii, który w przeciwieństwie do pozostałych członków BoE, nie wskazał na możliwość podwyżki stóp procentowych w nadchodzących miesiącach. Po chwili kurs EUR/GBP wzrósł do najwyższego poziomu od listopada ubiegłego roku, a notowaniom udało się pokonać wielokrotnie testowany w czerwcu poziom 0,8850. Na wartości zyskiwał natomiast kanadyjski dolar, który w ten sposób reagował na podwyżkę stóp procentowych przez bank centralny Kanady.

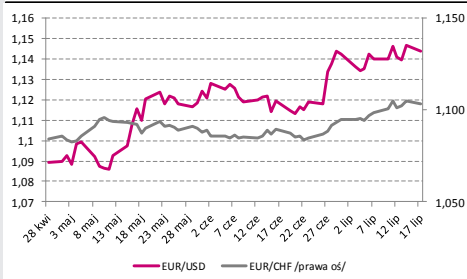
Obligacje bazowe

Źródłem przeceny niemieckiego długu w ubiegłym tygodniu była informacja Wall Street Journal, iż w trakcie zaplanowanego na początek września posiedzenia Europejski Bank Centralny prawdopodobnie zasygnalizuje rozpoczęcie stopniowego ograniczania programu skupu aktywów w 2018 roku. Gazeta - powołując się na źródła w banku - poinformowała również, że Mario Draghi weźmie udział 24-26 sierpnia w konferencji amerykańskiej Rezerwy Federalnej w Jackson Hole. W przemówieniu w USA Draghi ma wskazać na rosnące przekonanie EBC odnośnie stanu gospodarki eurolandu oraz na mniejszą konieczność utrzymywania stymulacji monetarnej - zdaniem WSJ. Źródła dziennika zaznaczyły, że harmonogram komunikacji o planowanych decyzjach EBC może ulec zmianie, jeżeli dane z gospodarki okażą się gorsze od oczekiwań. Z kolei dług USA drożał pod wpływem słabszych danych o inflacji. Tuż po publikacji rynek wykasował oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych w USA w tym roku.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

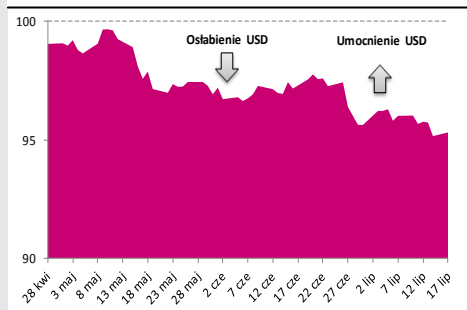
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/USD	↑	Bieżący tydzień na rynku eurodolara zdominowany będzie przez posiedzenie EBC, z którym inwestorzy wiążą nadzieję na bardziej jastrzębią retorykę, a tym samym argument za kontynuacją zwwyżki eurodolara.
10Y DE (%)	↑	Sentyment do Bunda uzależniony będzie od wymowy posiedzenia EBC. Nawet niewielki odwrót od łagodnej retoryki będzie wydarzeniem, które zapewni zwwyżkę dochodowości obligacjom.
10Y US (%)	↓	Możliwa kontynuacja umiarkowanych spadków rentowności w przypadku gdyby wypowiedzi członków Fed były ostrożne w kwestii dalszych podwyżek kosztu pieniądza w USA.

Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



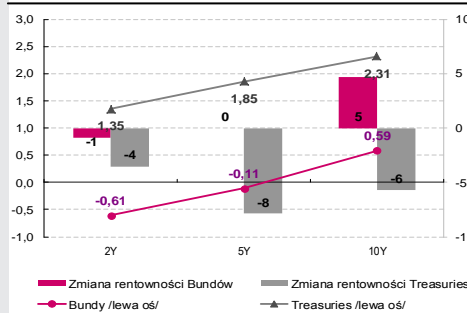
Źródło: Reuters

Indeks dolarowy



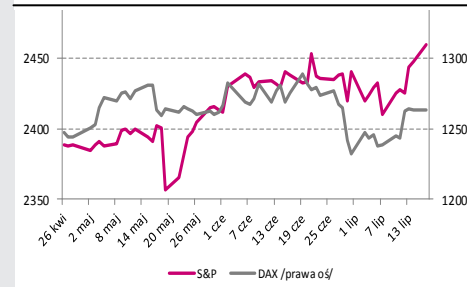
Źródło: Reuters

Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Reuters

Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Reuters

Kurs EUR/PLN

Analiza techniczna

- Kurs EUR/PLN poruszał się w ramach krótkoterminowego trendu wzrostowego, lecz w piątek wybił się z niego dołem,
- Mimo to zakres potencjalnego umocnienia złotego jest ograniczony z uwagi na bliskość bariery 4,20, oraz sygnał dywergencji ze wskaźnikiem RSI,
- MACD nie generuje żadnych sygnałów,
- 100-dniowa średnia ruchoma zlokalizowana na poziomie 4,2402 skutecznie chroni natomiast przed nadmierną zwyżką.

Wsparcie/Opór	
O2	4,2650
O1	4,2402
W1	4,2050
W2	4,1920



Źródło: Reuters; interwał dzienny

Kurs USD/PLN

Analiza techniczna

- Notowania pary USD/PLN poruszają się w formacji spadkowej,
- Wskaźnik RSI porusza się blisko strefy wyprzedania rynku, tworząc niewielką dywergencję z notowaniami,
- Oscylator stochastyczny jest bliski zanegowania sygnału kupna złotego.

Wsparcie/Opór	
O2	3,7590
O1	3,6983
W1	3,6573
W2	3,6430



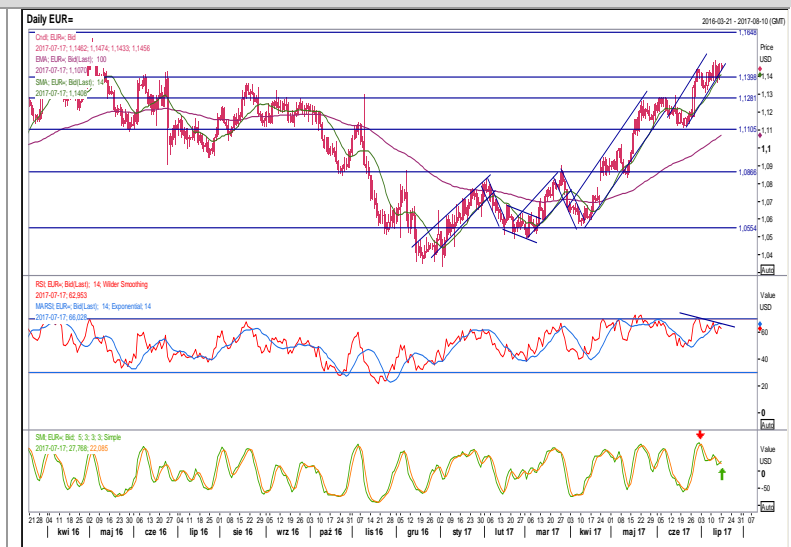
Źródło: Reuters; interwał dzienny

Kurs EUR/USD

Analiza techniczna

- Kurs EUR/USD kontynuuje zwyżkę notowań rozpoczętą przed miesiącem,
- Wskaźnik RSI tworzy jednak dywergencję z notowaniami, która zapowiada możliwość umocnienia dolara względem euro. Wskaźnik porusza się dodatkowo blisko poziomu wykupienia rynku, co wzmacnia siłę jego przekazu,
- Oscylator stochastyczny jest bliski zanegował sygnału kupna euro,
- Czynnikiem ograniczającym ewentualny wzrost jest bariera na poziomie 1,1489 wyznaczona przez lipcowe maksuma.

Wsparcie/Opór	
O2	1,1614
O1	1,1489
W1	1,1281
W2	1,1105



Źródło: Reuters; interwał dzienny

DANE I PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17*
Produkcja przemysłowa (r/r)	-1,3	3,1	2,1	9,1	1,1	11,1	-0,6	9,1	2,1
dane odsezonowane	1,2	3,0	4,4	4,3	4,9	7,9	4,1	6,5	-
Produkcja budowlana (r/r)	-20,1	-12,8	-8,0	2,1	-5,3	17,2	4,3	8,4	11,4
dane odsezonowane	-16,9	-11,4	-7,7	-3,4	-2,7	9,9	8,2	6,2	-
Zatrudnienie w sek. przeds. (r/r)	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,4
Place w sek. przeds. (r/r)	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	5,1
Stopa bezrobocia	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,0
Saldo CA (mln EUR)	172	99	-219	2342	-599	-529	-160	-179	-
CPI (r/r)	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5
Inflacja bazowa (r/r)	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8
PPI (r/r)	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,5	2,0
Podaż pieniądza M3 % (r/r)	8,7	9,7	9,6	8,5	8,2	7,8	6,7	6,3	5,9
Stopa referencyjna	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
WIBOR 3M	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacja 2-letnia	1,81	1,96	2,04	2,19	2,22	2,00	1,99	1,92	1,91
Obligacja 5-letnia	2,51	2,87	2,89	3,17	3,13	2,92	2,90	2,66	2,65
Obligacja 10-letnia	3,10	3,65	3,63	3,89	3,82	3,51	3,43	3,24	3,33
EUR/PLN	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23
USD/PLN	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70
EUR/USD	1,10	1,06	1,05	1,08	1,06	1,06	1,09	1,12	1,14

Dane i prognozy kwartalne

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2017*
PKB (% r/r)	2,9	3,0	2,4	2,5	2,7	4,0	3,8
Stopa bezrobocia (%)	9,9	8,7	8,3	8,3	8,3	8,1	7,0
Inflacja (% r/r) **	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	-0,6	2,0	1,8
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Obligacja 2-letnia (%)	1,45	1,66	1,77	2,04□	2,04□	2,00□	2,20
Obligacja 5-letnia (%)	2,20	2,24	2,35	2,89□	2,89□	2,92	3,20
Obligacja 10-letnia (%)	2,86	2,91	2,92	3,63□	3,63□	3,51□	3,60
USD/PLN	3,73	3,94	3,82	4,18	4,18	3,97	3,80
EUR/PLN	4,24	4,38	4,29	4,40	4,40	4,23	4,25

* prognozy i szacunki Banku Millennium SA ** średnio w okresie

Źródło: GUS, NBP, Reuters, Datastream, Bank Millennium SA

Kalendarium

Data	Godz.	Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus (prognoza Millennium)
07/14	14:00	Saldo rachunku bieżącego	Polska	Maj	-160m	-179m	335m
07/14	14:30	Inflacja CPI r/r	USA	Czerwiec	1.9%	1.6%	1.7%
07/14	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Czerwiec	-0.1%	-0.2%	0.1%
07/14	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	USA	Czerwiec	0.1%	0.4%	0.3%
07/14	16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Lipiec	95.1	93.1	95.0
07/18	11:00	Inflacja CPI r/r	EU	Czerwiec	1.4%		
07/18	11:00	ZEW	Niemcy	Lipiec	18.6		
07/18	11:00	Inflacja bazowa r/r	EU	Czerwiec	1.1%		
07/18	14:00	Płace r/r	Polska	Czerwiec	5.4%		5.0%
07/18	14:00	Zatrudnienie r/r	Polska	Czerwiec	4.5%		4.3%
07/19	13:00	Liczba podań o kredyt hipoteczny MBA	USA	Lipiec	-7.4%		
07/19	14:00	Produkcja sprzedana przemysłu r/r	Polska	Czerwiec	9.1%		3.9%
07/19	14:00	Inflacja PPI r/r	Polska	Czerwiec	2.5%		2.2%
07/19	14:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Czerwiec	8.4%		6.8%
07/19	14:30	Liczba rozpoczętych budów domów	USA	Czerwiec	1092k		1160k
07/19	14:30	Liczba pozwoleń na budowę	USA	Czerwiec	1168k		1210k
07/20	08:00	Inflacja PPI r/r	Niemcy	Czerwiec	2.8%		
07/20	13:45	Decyzja w sprawie stóp procentowych	EU	Lipiec	0.000%		
07/20	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA	Lipiec	247k		
07/21	14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Czerwiec	6.2%		5.9%
07/24	09:30	Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Lipiec	59.6		
07/24	09:30	Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Lipiec	54.0		
07/24	10:00	Wstępny PMI w przemyśle	EU	Lipiec	57.4		
07/24	10:00	Wstępny PMI w usługach	EU	Lipiec	55.4		
07/24	15:45	Wstępny PMI w przemyśle	USA	Lipiec	52.0		
07/24	15:45	Wstępny PMI w usługach	USA	Lipiec	54.2		
07/24	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Czerwiec	5.62m		5.65m

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