

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

24 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

Poranny - co najmniej tymczasowy - zanik ryzyka politycznego w Polsce spowodował kurs EUR/PLN do poziomu 4,23 który od kilku tygodni uznajemy za dobrze odzwierciedlający obecny bilans szans i zagrożeń dla złotego. Spodziewamy się zatem, że rozpoczynający się tydzień przyniesie stabilizację wyceny złotego, o ile posiedzenie Fed nie wpłynie w istotny sposób na sentyment inwestycyjny.

## Wydarzenia tygodnia

### Sygnaly dalszego ożywienia inwestycji

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w czerwcu o 11,6% r/r wobec 8,4% r/r miesiąc wcześniej. Po wyeliminowaniu wahań sezonowych wzrost produkcji był jeszcze większy i wyniósł 12,9% r/r, najwyższy od marca 2014r. Wpisuje się to w obraz odbudowy inwestycji, głównie infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków unijnych. W rezultacie najsilniej rosła produkcja w firmach, dla których głównym rodzajem działalności jest wznoszenie obiektów inżynierii lądowej i wodnej.

### Wzrost presji płacowej w czerwcu

W czerwcu dynamika wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyła do 6,0% r/r w ujęciu nominalnym i była najwyższa od stycznia 2012r. Przyspieszenie płac w czerwcu może być częściowo efektem czynników przejściowych, w związku z przesunięciami w wypłatach premii lub podwyżkami w pojedynczych branżach. Nie zmienia to jednak faktu, że presja na wzrost płac stopniowo narasta, a aktualna sytuacja na rynku pracy będzie przekładała się na stopniowe nasilanie się presji płacowej, na co wskazują sami przedsiębiorcy w badaniach koniunktury. W rezultacie, rynek pracy i rosnące dochody rozporządzone pozostaną solidnym wsparciem dla konsumpcji i wzrostu gospodarczego.

### EBC utrzymał łagodną retorykę

Europejski Bank Centralny utrzymał stopy procentowe i parametry programu skupu aktywów na niezmiennym poziomie. Jednocześnie EBC utrzymał łagodne nastawienie, stwierdzając, że podstawowe stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie przez dłuższy okres, zdecydowanie przekraczający horyzont czasowy zakupów aktywów. Utrzymana została też gotowość do wydłużenia skupu aktywów na obecnym poziomie 60 mld EUR miesięcznie, a nawet większym, poza wyznaczoną obecnie perspektywę końca 2017., jeśli wymagać tego będzie realizacja celu inflacyjnego. Taka wymowa komunikatu jest bardziej łagodna od oczekiwań części rynku, który spodziewał się sugestii ewentualnego ograniczania skali programu skupu.

## Ubiegły tydzień na rynkach finansowych

Początkowo kurs EUR/PLN przy niewielkiej zmienności przejściowo zszedł poniżej bariery 4,20 wspierany pozytywnym sentymentem inwestycyjnym. Sytuacja zmieniła się w piątek, który zakończył się gwałtownym osłabieniem złotego w relacji do euro, które w swojej skali nie notowane było od listopada ubiegłego roku tj. wyborów prezydenckich w USA. Z poziomu 4,21 kurs EUR/PLN wzrósł do niemal 4,27 a sądząc po niewielkich zmianach na rynku pozostałych walut emerging markets piątkowa przecena złotego wywołana została napięciem politycznym w kraju po tym jak Sejm uchwalił nową ustawę o Sądzie Najwyższym, która jest przedmiotem krytyki zarówno w kraju, jak i na świecie. Dziś zapowiedź prezydenckiego weta umocniła złotego o cztery grosze do poziomu 4,23.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2422	0,8%
USD/PLN	3,6414	-0,8%
CHF/PLN	3,8515	1,0%
EUR/USD	1,1650	1,6%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,85	1
5Y	2,65	-2
10Y	3,28	-3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,96	2
5Y	2,36	0
10Y	2,80	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,49	-8
US 10Y	2,24	-7

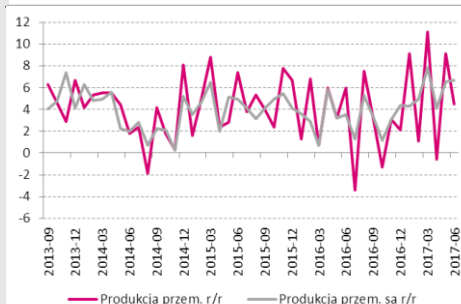
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG 30	2724,8	0,1
S&P 500	2472,5	0,5
Nikkei 225	19975,7	-0,7

Źródło: Reuters

Dane z dnia dzisiejszego godz. 9.00 i zmiany tygodniowe

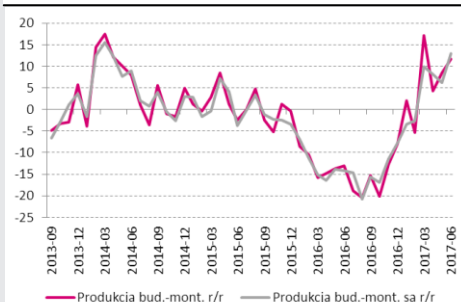
## Gospodarka polska

Dynamika produkcji przemysłowej [% r/r]



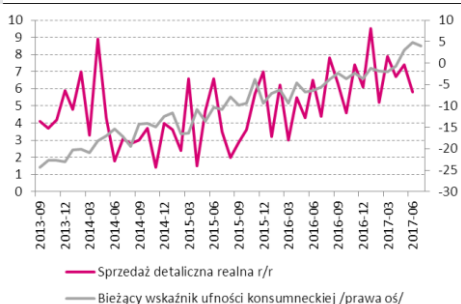
Źródło: Datastream

Dynamika produkcji bud.-mont. [% r/r]



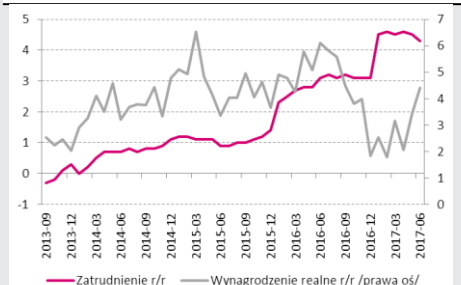
Źródło: Datastream

BWUK [pkt.] i sprzedaż detaliczna [% r/r]



Źródło: Datastream

Dynamika wyn. i zatrudnienia [% r/r]



Źródło: Datastream

## Sezonowe wyhamowanie produkcji przemysłowej

Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała w czerwcu do 4,5% r/r z 9,1% r/r w maju. Wyhamowanie produkcji w czerwcu było spodziewane, ze względu na niekorzystny efekt kalendarzowy, jednak odczyt był nieco lepszy od konsensusu rynkowego. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja sprzedana przemysłu ukształtowała się na poziomie o 6,7% wyższym niż w analogicznym miesiącu ub. roku wobec wzrostu o 6,5% r/r w maju. Biorąc pod uwagę wyniki całego drugiego kwartału produkcja wzrosła średnio o 4,3% r/r wobec zwwyżki o średnio 7,1% r/r w p1Q. Potwierdziło się zatem nieznaczne wyhamowanie aktywności polskiego przemysłu, co sygnalizowane było wcześniej przez wskaźniki koniunktury. W dalszym jednak ciągu utrzymują się one na poziomach wskazujących na ekspansję sektora. Sprzyja temu zarówno popyt krajowy, jak i eksportowy. W rezultacie wzrost produkcji ma szeroki zakres i w czerwcu objął 24 z 34 branż. Najsilniej wzrosła w czerwcu produkcja maszyn i urządzeń (+29,8% r/r) oraz urządzeń elektrycznych (+8,6% r/r).

## Solidny wzrost produkcji budowlanej wskazuje na odbudowę inwestycji

Dobra koniunktura utrzymuje się także w budownictwie. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w czerwcu o 11,6% r/r wobec 8,4% r/r miesiąc wcześniej. Po wyeliminowaniu wahań sezonowych wzrost produkcji był jeszcze większy i wyniósł 12,9% r/r, najwyższy od marca 2014r. Wpisuje się to w obraz odbudowy inwestycji, głównie infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków unijnych. W rezultacie najsilniej rosta produkcja w firmach, dla których głównym rodzajem działalności jest wznoszenie obiektów inżynierii lądowej i wodnej (+27,4% r/r). W całym 2Q produkcja budowlana wzrosła o 8,1% r/r wobec 4,7% w 1Q co powinno znaleźć odzwierciedlenie we wzroście dynamiki inwestycji w środki trwałe.

## Konsumpcja pozostaje mocna

Dynamika sprzedaży detalicznej wyhamowała w czerwcu do 5,8% r/r w ujęciu realnym z 7,4% r/r w maju. Odczyt ten był nieco niższy od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego, ale wciąż wpisuje się w obraz mocnego popytu konsumpcyjnego. Rosta sprzedaż we wszystkich kategoriach sprzedaży, także w przypadku dóbr trwałego użytku. W całym drugim kwartale sprzedaż wzrosła realnie o średnio 6,6% r/r wobec wzrostu o 7,5% r/r w 1Q, co wskazuje na stabilizację spożycia prywatnego, którego dynamika powinna być nieco niższa od osiągniętej w 1Q.

## Wskaźniki koniunktury wskazują na stabilizację nastrojów w gospodarce

Na stabilizację koniunktury wskazują też wyniki badania GUS. Dyrektorzy przedsiębiorstw w większości badanych przez GUS obszarów działalności zgłaszali korzystne oceny koniunktury w czerwcu. W większości branż, w tym w przetwórstwie przemysłowym, handlu hurtowym, widoczna była stabilizacja wskaźnika koniunktury na poziomie zbliżonym do maja. Poprawiły się natomiast nastroje w budownictwie, co może wiązać się z ożywieniem inwestycji infrastrukturalnych.

## Wyhamowanie dynamiki zatrudnienia w czerwcu

Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała nieznacznie do 4,3% r/r w czerwcu z 4,5% r/r w maju, co było wynikiem zgodnym z naszym szacunkiem i nieco niższym od konsensusu. W skali miesiąca liczba etatów wzrosła o 11,1 tys. Sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, a przedsiębiorcy wciąż zgłaszają zapotrzebowanie na nowych pracowników. Niemniej wobec rekordowo niskiego bezrobocia i wieloletnich szczytów poziomu zatrudnienia (zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw po raz pierwszy od stycznia 1999r. przekroczyło 6 mln osób) przedsiębiorcy napotykają coraz większe problemy z uzupełnieniem wakatów. Dodatkowo, biorąc pod uwagę dotychczasowy okres ekspansji zatrudnienia, wyhamowanie jej dynamiki jest naturalne.

## Nasilenie presji płacowej

Wyjątkowo dobra sytuacja na rynku pracy przekłada się na stopniowe narastanie presji płacowej. W czerwcu dynamika wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyła do 6,0% r/r w ujęciu nominalnym i była najwyższa od stycznia 2012r. W ujęciu realnym natomiast wzrost płac wyniósł 4,5% r/r, najwięcej od sierpnia ubiegłego

roku. Przyspieszenie płac w czerwcu może być częściowo efektem czynników przejściowych, w związku z przesunięciami w wypłatach premii lub podwyżkami w pojedynczych branżach. Nie zmienia to jednak faktu, że presja na wzrost płac stopniowo narasta, a aktualna sytuacja na rynku pracy będzie przekładała się na stopniowe nasilanie się presji płacowej, na co wskazują sami przedsiębiorcy w badaniach koniunktury. W rezultacie, rynek pracy i rosnące dochody rozporządzone pozostaną solidnym wsparciem dla konsumpcji i wzrostu gospodarczego. Dane te nie wpływają na oczekiwania co do stóp procentowych w najbliższych miesiącach, niemniej narastanie presji płacowej, a w dalszej kolejności inflacyjnej może spowodować zaostrzenie retoryki RPP wcześniej niż sygnalizował to do tej pory prezes Głapiński.

### Wpłata z zysku NBP wsparła wyniki budżetu w czerwcu

Budżet państwa po czerwcu zamknął się nadwyżką w kwocie 5,86 mld PLN, co jest najlepszym wynikiem na tym etapie roku w historii zbierania danych (od co najmniej 1999 roku). To w głównej mierze efekt wpłaty z zysku NBP, która znacznie poprawiła realizację dochodów niepodatkowych. W czerwcu były one blisko 4,5-krotnie wyższe niż w czerwcu ubiegłego roku. Wciąż dobrze wygląda realizacja dochodów, które były wyższe o 17,7% r/r. To wciąż w dużej mierze skutek utrzymującej się zwwyżki dochodów z podatku VAT, które wspierane są przez mocną konsumpcję prywatną i uszczelnienie systemu podatkowego. Ich dynamika w samym czerwcu wyniosła 17,6% r/r. W podatkach dochodowych uwagę zwraca wyhamowanie wzrostu podatku CIT (wzrost o 3,8% r/r w czerwcu) oraz solidny wzrost wpływów z podatku PIT (+10,6% r/r w czerwcu), których realizacja wspierana jest przez rosnące dochody gospodarstw domowych. W tym samym czasie pod kontrolą utrzymywana jest realizacja strony wydatkowej. W I półroczu tego roku wydatki były o zaledwie 0,3% wyższe niż przed rokiem. Dane po czerwcu potwierdzają bardzo dobrą kondycję budżetu państwa. W efekcie deficyt w tym roku będzie o co najmniej 20 mld PLN niższy niż zaplanowany w ustawie. Ostateczny wynik budżetu w tym roku będzie w pewnej mierze zależał od uznaniowej decyzji rządu, w jakiej skali w tegorocznym budżecie ujęte zostaną wydatki przyszłoroczne. W tym kontekście należy przywołać przykład grudnia ubiegłego roku, kiedy przyspieszono zwroty podatku VAT, aby „poprawić” realizację podatku VAT w pierwszych miesiącach tego roku.

### Spadek depozytów przedsiębiorstw w czerwcu

W czerwcu dynamika podaży pieniądza M3 wyhamowała do 5,0% r/r z 6,3% r/r w maju. To w głównej mierze skutek obniżających się depozytów przedsiębiorstw niefinansowych, których wartość w czerwcu spadła o 5,4 mld PLN, a roczna dynamika wyniosła 1,3% wobec 3,9% miesiąc wcześniej. Może to wpisywać się w obraz odbudowy inwestycji przedsiębiorstw, widoczny także w danych o produkcji budowlano-montażowej. W tym samym czasie depozyty gospodarstw domowych wzrosły o 3,4 mld PLN, choć ich roczny wzrost wyhamował do 5,3% z 6,2% w maju. Dynamika kredytów ogółem nieznacznie się obniżyła do 5,3 r/r, jednak przyspieszyła akcja kredytowa dla przedsiębiorstw (+5,5% r/r wobec 5,1% r/r w maju).

### Członek RPP o perspektywach polityki pieniężnej

K. Zubelewicz, członek RPP, powiedział, że w tym roku powinna jak najszybciej nastąpić ostrożna podwyżka stóp procentowych, by uniknąć przekroczenia celu inflacyjnego. Później Rada mogłaby poczekać do połowy 2018 r., żeby zobaczyć jak będzie wyglądała sytuacja. W jego ocenie podwyżka stóp teraz oznaczałaby zacieśnianie najniższym możliwym kosztem i uniknięcie decyzji w przyszłości, które mogłyby przyjść większym kosztem i być bardziej zauważalne. Dr Zubelewicz już na konferencji po lipcowym posiedzeniu RPP dał się poznać jako zwolennik szybszych podwyżek stóp procentowych. Biorąc pod uwagę aktualny rozkład głosów w Radzie, taki pogląd popierany jest jednak przez mniejszość członków Rady.

## Gospodarki zagraniczne

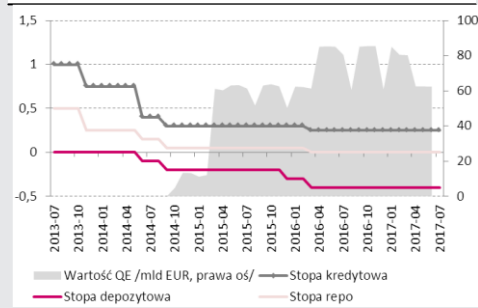
**EBC utrzymał łagodne nastawienie w polityce pieniężnej**

Europejski Bank Centralny utrzymał stopy procentowe i parametry programu skupu aktywów na niezmiennym poziomie. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami. Jednocześnie EBC utrzymał łagodne nastawienie, stwierdzając, że podstawowe stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie przez dłuższy okres, zdecydowanie przekraczający horyzont czasowy zakupów aktywów. Utrzymana została też gotowość do wydłużenia skupu aktywów na obecnym poziomie 60 mld EUR miesięcznie, a nawet większym, poza wyznaczoną obecnie perspektywę końca 2017 roku, jeśli wymagać tego będzie trwała realizacja celu inflacyjnego. Taka wymowa komunikatu jest nieco bardziej łagodna od oczekiwań części rynku, który spodziewał się sugestii ewentualnego ograniczania skali programu skupu. Na konferencji prezes Draghi dodał, że EBC nie porzucił możliwości rozszerzenia skali programu skupu, by nie doprowadzić do nadmiernego zacieśnienia otoczenia finansowego. Członkowie EBC uznali, że dyskusja na temat zmian w programie skupu aktywów powinna odbyć się jesienią, choć nie wskazany został konkretny miesiąc.

**Spadek indeksu ZEW w Niemczech**

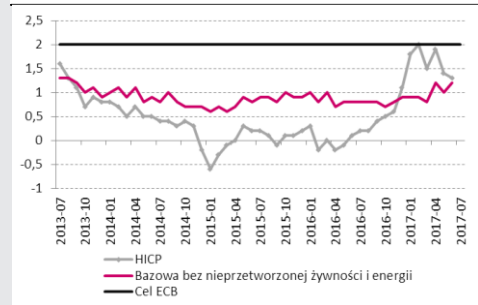
Indeks ZEW opisujący zaufanie niemieckich analityków i inwestorów instytucjonalnych spadł w lipcu do 17,5 pkt. wobec 18,6 pkt. miesiąc wcześniej. Odczyt był nieznacznie słabszy od rynkowych oczekiwań na poziomie 18,0 pkt.

Parametry polityki ECB [mld EUR i %]



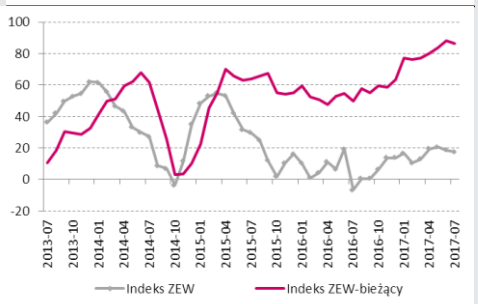
Źródło: Datastream

Inflacja HICP i cel ECB [% , r/r]



Źródło: Datastream

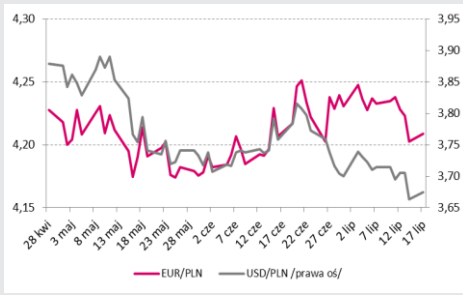
Indeks ZEW w Niemczech pkt.]



Źródło: Macrobond

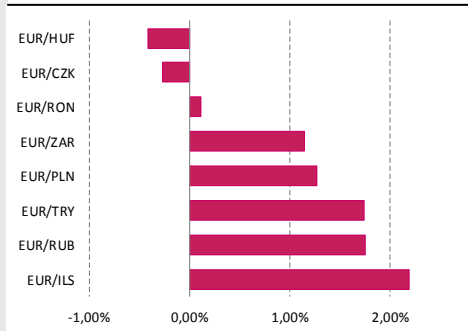


## Kurs USD/PLN i EUR/PLN



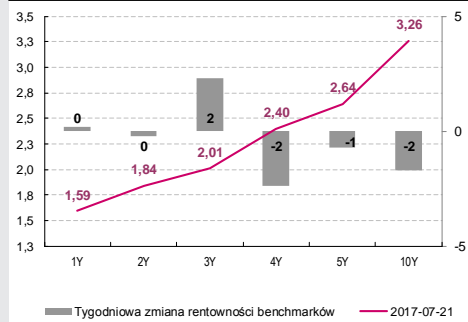
Źródło: Reuters

## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



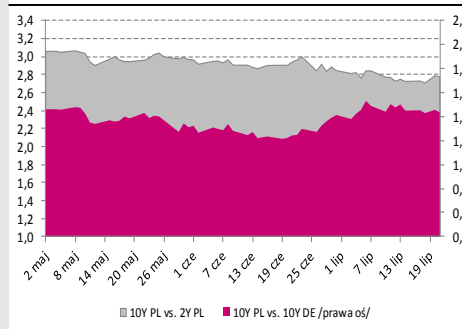
Źródło: Reuters

## Rentowności obligacji krajowych [%]



Źródło: Reuters

## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW



Źródło: Reuters

## Rynek krajowy - FX i stopa procentowa

### Rynek walutowy - PLN

Początek nowego tygodnia był niezwykle spokojny, czemu sprzyjało puste kalendarium danych i nie zapowiadał burzliwej końcówki omawianego okresu. Kurs EUR/PLN przy niewielkiej zmienności przejściowo zszedł poniżej bariery 4,20 wspierany pozytywnym sentymentem inwestycyjnym, po tym jak w poniedziałek wieczorem czasu europejskiego lider frakcji republikańskiej w amerykańskim Senacie poinformował o fiasku w staraniach swojej partii, by zastąpić program Obamacare nowym programem zdrowotnym. Emocji nie wywołało także posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego i dynamiczna zwyżka na rynku eurodolara. Mimo to notowania kursu EUR/PLN pozostały stabilne wokół poziomu 4,2050. Za sprawą zmian na rynkach bazowych podwyższoną zmienność obserwowaliśmy natomiast w notowaniach pozostałych par złotych. Kurs USD/PLN powrócił do poziomu 3,62 tj. minimum z połowy 2015 roku. Do 3,80 tj. minimum ze stycznia 2015 roku obniżyły się natomiast notowania pary CHF/PLN. Z kolei złoty w relacji do funta był najsilniejszy od października 2016 roku, gdy kurs GBP/PLN wynosił 4,70. Sytuacja zmieniła się w piątek, który zakończył się gwałtownym osłabieniem złotego w relacji do euro, które w swojej skali nie notowane było od listopada ubiegłego roku tj. wyborów prezydenckich w USA. Z poziomu 4,21 kurs EUR/PLN wzrósł do niemal 4,27 a sądząc po niewielkich zmianach na rynku pozostałych walut emerging markets piątkowa przecena złotego wywołana została napięciem politycznym w kraju po tym jak Sejm uchwalił nową ustawę o Sądzie Najwyższym, która jest przedmiotem krytyki zarówno w kraju, jak i na świecie. Dziś zapowiedź prezydenckiego weta umocniła złotego o cztery grosze do poziomu 4,23.

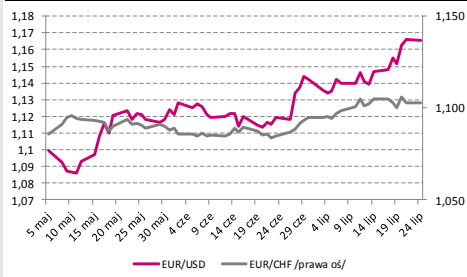
### Obligacje PL

Na krajowym rynku długu miniony tydzień był dniem niewielkiego wytluszczenia krzywej. Krótki koniec krzywej pozostał stabilny. Dochodowość 2-latki koncentrowała się wokół bariery 1,84%. Wpływu na notowania nie miała wypowiedź K.Zubelewicza. Członek RPP stwierdził, iż w tym roku powinna jak najszybciej nastąpić ostrożna podwyżka stóp procentowych, a potem Rada powinna poczekać do połowy 2018 r., żeby „zobaczyć jak będzie wyglądała sytuacja”. Zniżka obserwowana była natomiast na długim końcu krzywej. Rentowność 10-letniego benchmarku obniżyła się o 4 bps do 3,26%.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

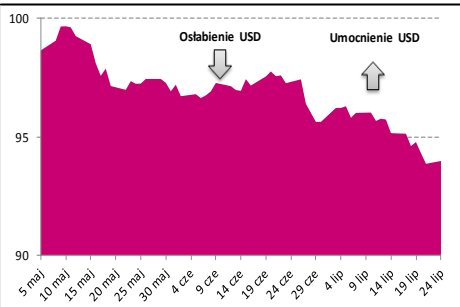
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Ryzyko polityczne, które w ostatnich dniach wpływało na wycenę złotego nie powinno już generować zmienności polskiej waluty. Oczekujemy, że obecnie największe przełożenie na notowania złotego generować będą czynniki zewnętrzne. Kalendarium istotnych publikacji jest jednak ubogie, stąd najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stabilizacja notowań EUR/PLN wokół poziomu 4,23.
USD/PLN	↑	Źródłem zmienności eurodolara w tym tygodniu będą prawdopodobnie czynniki techniczne. Po dynamicznym wzroście kursu w ubiegłym tygodniu bieżące notowania powinny przynieść odreagowanie, tym bardziej, że początek tygodnia przynosi nieco gorsze od oczekiwań publikacje ze strefy euro.
PL 10Y (%)	↓	Zmienność SPW powinna maleć w sytuacji, gdy wpływ czynników krajowych wygasa, a rynki bazowej będą oczekiwały na nowe impulsy pozwalające ocenić trendy w polityce pieniężnej Fed, czy EBC.

## Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



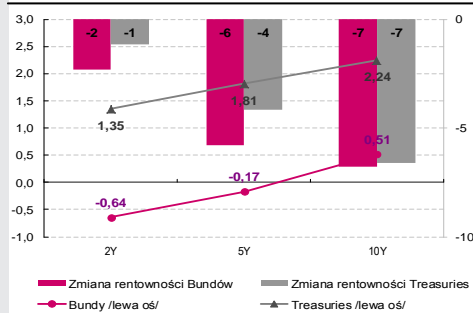
Źródło: Reuters

## Indeks dolarowy



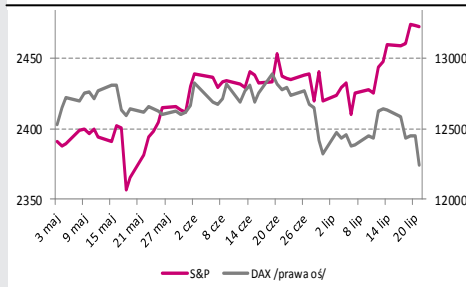
Źródło: Reuters

## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Reuters

## Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Reuters

## Rynki bazowe - FX i stopa procentowa

### Rynek walutowy

Miniony tydzień to okres dynamicznego wzrostu notowań eurodolara. Źródłem słabości dolara było fiasko w staraniach partii republikańskiej, by zastąpić program Obamacare nowym programem zdrowotnym. Z kolei o sile euro zdecydowało posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Mimo, iż na konferencji Europejskiego Banku Centralnego nie padły żadne konkrety dotyczące przyszłej polityki pieniężnej w strefie euro, a bank utrzymał easing bias dla programu skupu aktywów „by nie doprowadzić do zacieśnienia otoczenia finansowego”, to kurs EUR/USD wzrósł wyraźnie. Notowania wybiły się ponad szczyty z czerwca i lipca i sięgnęły poziomu 1,1650. Co więcej M.Draghi poinformował, że dyskusje na temat przyszłości programu QE odbędą się jesienią i nie są jednoznaczne z posiedzeniem EBC zaplanowanym na 7 września. Zwyżka motywowana wynikiem posiedzenia EBC była kontynuowana także w piątek. W rezultacie kurs EUR/USD wzrósł do poziomu 1,1682 tj. najwyższego od początku 2015 roku. Słabość dolara widoczna była także w notowaniach pozostałych par dolarowych. Indeks dolarowy obniżył się do najniższego poziomu od czerwca 2016 roku czyli brexitowego referendum.

### Obligacje bazowe

Na rynku obligacji doszło natomiast do zniżki dochodowości zarówno Bunda, jak i amerykańskiego długu. O ile wzrost cen UST był odpowiedzią na coraz większe wątpliwości inwestorów, co do wiary przedstawicieli Fed w trzecią w tym roku podwyżkę stóp procentowych, to zmiany notowań Bunda nie korespondowały z sytuacją na rynku euro. W sytuacji, gdy euro zyskiwało na wartości reagując na wynik posiedzenia EBC, dochodowość Bunda wyraźnie, bo o 8 bps, obniżyła się do 0,49%.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/USD	↓	Bieżący tydzień na rynku eurodolara - z uwagi na ubogie kalendarium danych - zdominowany będzie przez czynniki techniczne. Te natomiast sugerują potrzebę odreagowania w dynamicznym trendzie wzrostowym eurodolara. Istotne dla sentymentu będzie także posiedzenie Fed, choć nie musi być ono przełomowe w przypadku wstrzemięźliwości członków Fed w wypowiedziach.
10Y DE (%)	↓	Sentyment do Bunda uzależniony będzie od napływających danych. Te natomiast wskazują na nieco gorszy obraz koniunktury w strefie euro.
10Y US (%)	↑	Możliwy powrót do umiarkowanych wzrostów rentowności, w przypadku gdyby posiedzenie Fed potwierdziło słuszność dotychczasowej prognozy zakładającej trzy podwyżki stóp procentowych w tym roku.

## Kurs EUR/PLN

### Analiza techniczna

- Kurs EUR/PLN poruszał się w ramach krótkoterminowego trendu bocznego, choć krajowe ryzyko polityczne przejściowo zaburzyło tą ścieżkę,
- Wskaźnik RSI nie generuje obecnie sygnałów transakcyjnych, po tym jak notowania zawróciły z poziomów wykupienia rynku,
- MACD natomiast jest bliski wytworzenia sygnału sprzedaży złotego,
- Poziom 4,2680 jest obecnie barierą chroniącą notowania przed nadmiernym wzrostem.

	Wsparcie/Opór
O2	4,3000
O1	4,2680
W1	4,2387
W2	4,2050



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 wygenerował sygnał kupna złotego.

	Wsparcie/Opór
O2	3,6983
O1	3,6573
W1	3,6088
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 powyżej poziomu wykupienia rynku, co wzmacnia siłę jego przekazu,
- Oscylator stochastyczny wygenerował sygnał kupna euro,
- Czynnikiem ograniczającym ewentualny wzrost jest bariera na poziomie 1,1711 wyznaczona przez maksuma z sierpnia ubiegłego roku.

	Wsparcie/Opór
O2	1,1846
O1	1,1711
W1	1,1614
W2	1,1489



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	4,5
dane odsezonowane	1,2	3,0	4,4	4,3	4,9	7,9	4,1	6,5	6,7
Produkcja budowlana (r/r)	-20,1	-12,8	-8,0	2,1	-5,3	17,2	4,3	8,4	11,6
dane odsezonowane	-16,9	-11,4	-7,7	-3,4	-2,7	9,9	8,2	6,2	12,9
Zatrudnienie w sek. przeds. (r/r)	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3
Place w sek. przeds. (r/r)	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0
Stopa bezrobocia	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,2
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	2,4	1,8
Podaż pieniądza M3 % (r/r)	8,7	9,7	9,6	8,5	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0
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)
07/21	14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Czerwiec	6.2%	5.0%	5.9%
07/24	09:30	Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Lipiec	59.6	58.3	59.2
07/24	09:30	Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Lipiec	54.0	53.5	54.3
07/24	10:00	Wstępny PMI w przemyśle	EU	Lipiec	57.4	56.8	57.2
07/24	10:00	Wstępny PMI w usługach	EU	Lipiec	55.4	55.4	55.5
07/24	15:45	Wstępny PMI w przemyśle	USA	Lipiec	52.0		52.1
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		5.56m
<b>07/25</b>	<b>10:00</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>Polska</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>7.4%</b>		<b>7.1% (7.2%)</b>
07/25	10:00	IFO	Niemcy	Lipiec	115.1		114.9
07/25	15:00	Indeks CaseShiller r/r NSA	USA	Maj	5.67%		5.70%
07/25	16:00	Indeks nastrojów konsumenckich	USA	Lipiec	118.9		116.0
07/26	13:00	Liczba podań o kredyt hipoteczny MBA	USA	Lipiec	6.3%		
07/26	16:00	Sprzedaż nowych domów	USA	Czerwiec	610k		615k
07/26	20:00	Decyzja w sprawie stóp procentowych	USA	Lipiec	1.00%		1.00%
07/27	10:00	Podaż pieniądza M3 r/r	EU	Czerwiec	5.0%		5.0%
07/27	14:30	Zamówienia na dobra trwałe	USA	Czerwiec	-0.8%		3.0%
07/27	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA	Lipiec	233k		
07/27	08/03	Sprzedaż detaliczna r/r	Niemcy	Czerwiec	4.8%		2.4%
07/28	11:00	Indeks nastrojów konsumenckich	EU	Lipiec	-1.7		
07/28	14:00	Inflacja CPI r/r	Niemcy	Lipiec	1.6%		1.6%
07/28	14:30	PKB Annualized kw/kw	USA	2Q	1.4%		2.5%
07/28	16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Lipiec	93.1		93.0
07/31	11:00	Stopa bezrobocia	EU	Czerwiec	9.3%		
07/31	11:00	Szacunek inflacji r/r	EU	Lipiec	1.3%		
07/31	11:00	Inflacja bazowa r/r	EU	Lipiec	1.1%		
<b>07/31</b>	<b>14:00</b>	<b>Inflacja CPI r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Lipiec</b>	<b>1.5%</b>		
07/31	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym m/m	USA	Czerwiec	-0.8%		1.0%

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