



# Makro i rynek

## komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

17 lipca 2018

**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

### Informacje na dziś

- **PL:** Dziś GUS opublikuje dane z krajowego rynku pracy. Powinny one potwierdzić solidny popyt na pracę, choć w naszej ocenie dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nieco wyhamuje w stosunku do maja i wyniesie w czerwcu 3,6% r/r. Spodziewamy się utrzymania także umiarkowanej presji płacowej. Dynamika przeciętnej płacy w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w naszej ocenie 7,0% r/r w czerwcu wobec 6,9% r/r w maju. Czynnikiem niepewności pozostaje skala wpływu podwyżek płac w niektórych spółkach górniczych.

### Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Według danych NBP bilans obrotów bieżących zamknął się w maju nadwyżką 42 mln EUR wobec deficytu na poziomie 90 mln EUR w kwietniu. Nieco lepszy od oczekiwań wynik to efekt nadwyżki w handlu zagranicznym, która wyniosła 98 mln EUR. Eksport wzrósł w maju o 2,7% r/r wobec 8,9% r/r w kwietniu, podczas gdy dynamika importu wyhamowała do 1,7% r/r z 11,6% r/r miesiąc wcześniej. Po słabych wynikach pierwszego kwartału nastąpiła zatem wyraźna poprawa i z deficytów saldo handlowe ponownie przeszło na poziom nadwyżki. Dynamika wolumenów wymiany handlowej jednak wyhamowała w stosunku do ubiegłego roku, na co wpłynęło osłabienie koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych. Poprawa aktywności eksportowej polskich przedsiębiorstw w kwietniu i maju br. potwierdza nasze oczekiwania, że eksport netto w 2Q 2018 będzie w mniejszej skali ograniczał skalę wzrostu gospodarczego niż miało to miejsce w okresie styczeń-marzec br.
- **PL:** Z czterech liczonych przez NBP miar inflacji bazowej dwie wzrosły, a dwie pozostały na niezmiennym poziomie. Główna z nich, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł w czerwcu 0,6% r/r wobec 0,5% r/r w maju. W tym samym czasie ogólny wskaźnik CPI zwiększył się do 2,0% r/r z 1,7% r/r. Dane o inflacji bazowej potwierdzają niską presję cenową w gospodarce, a głównym powodem zmienności inflacji pozostają czynniki podażowe.
- **PL:** Wyniki nowej projekcji inflacji i PKB przygotowanej przez ekspertów NBP wskazują na utrzymanie solidnego tempa wzrostu gospodarczego w tym roku. Zaś w kolejnych latach w horyzoncie projekcji dynamika PKB będzie się stopniowo obniżać, w ślad za osłabieniem wzrostu w strefie euro. Głównym motorem wzrostu PKB pozostanie konsumpcja prywatna, niemniej w latach 2018-2019 nastąpi wzrost udziału inwestycji w PKB, w związku z odbudową potencjału produkcyjnego oraz napływem środków z UE. Wskaźnik inflacji CPI w horyzoncie projekcji wzrośnie i w latach 2019-2020 ukształtuje się nieznacznie powyżej 2,5%. Wzrost inflacji CPI będzie spowodowany wzrostem presji kosztowej (rosnące koszty pracy, wyższe ceny energii) i popytowej (dodatnia luka popytowa). W stosunku do wyników poprzedniej projekcji w całym horyzoncie obniżona została prognozowana ścieżka inflacji bazowej przy jednoczesnej rewizji w górę tempa wzrostu cen energii. W efekcie tych zmian przewidywana dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych nieznacznie obniżyła się w 2018 i 2020 r. Głównym ryzykiem dla scenariusza gospodarczego pozostaje otoczenie zewnętrzne, w tym rosnący protekcjonizm w handlu globalnym.

### Rynki na dziś

Mimo, iż spotkanie D.Trumpa i W.Putina nie miało rynkowego przełożenia, to amerykańskie media nie szczędzą słów krytyki pod adresem prezydenta USA, po tym jak podważył on wysiłki swoich służb wywiadowczych ws. śledztwa w sprawie wpływu Rosjan na wybory prezydenckie w USA w 2016 roku. Obecnie uwaga rynków przenosi się jednak na wystąpienie J.Powella. Prezes Fed przedstawi dziś przed Komisją Bankową Senatu półroczny raport na temat polityki pieniężnej. Trudno jednak spodziewać się impulsu prodolarowego, w sytuacji gdy w czerwcu Fed zaprezentował bardziej agresywny scenariusz dotyczący stóp procentowych w tym roku. Krajowe dane o płacach i zatrudnieniu nie będą miały wpływu na wycenę polskich aktywów, gdyż nie zmieniają łagodnego nastawienia Rady Polityki Pieniężnej. Kurs EUR/PLN walczy o przetłamanie bariery 4,2980, jednak w naszej ocenie jest to kres umocnienia złotego w tym ruchu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3005	-0,5%
USD/PLN	3,6691	-1,1%
CHF/PLN	3,6776	-0,4%
EUR/USD	1,1724	0,7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,64	0
WIBOR 3M	1,70	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,62	-2
5Y	2,52	-2
10Y	3,18	-2

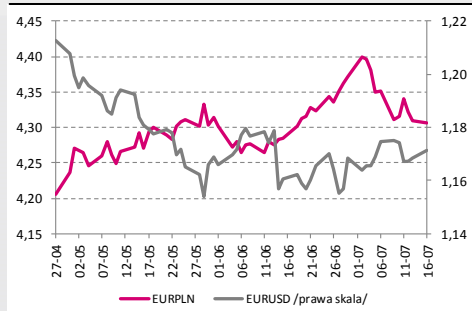
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,97	0
5Y	2,49	-1
10Y	2,97	-2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,29	1
US 10Y	2,83	0

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	56205,6	-0,7
S&P 500	2798,4	-0,1
Nikkei 225	22723,0	0,6

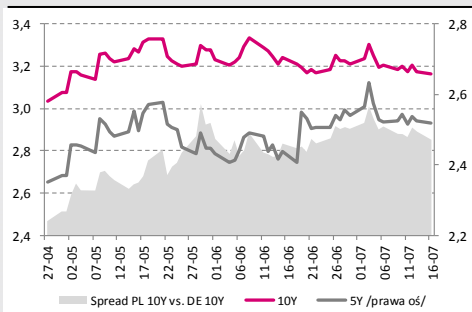
Źródło: Thomson Reuters  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



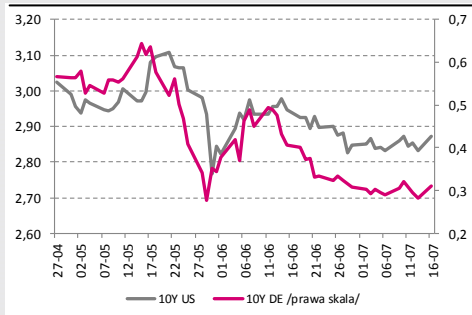
Źródło: Thomson Reuters

## Rentowności polskich obligacji [%]



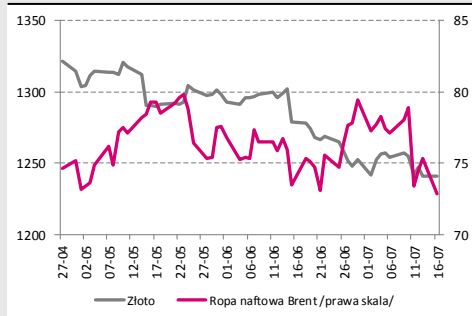
Źródło: Thomson Reuters

## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Thomson Reuters

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Thomson Reuters

## Rynek krajowy

Za nami trzecia z rzędu aprecjacyjna sesja w wykonaniu złotego, po której kurs EUR/PLN obniżył się do poziomu 4,2980 tj. miesięcznego minimum. Zniżka notowań miała w większym stopniu charakter techniczny, gdyż kalendarium danych wczorajszej sesji było ubogie i ograniczało się przede wszystkim do mało znaczących publikacji krajowych. Ciekawy przebieg miały ponadto poniedziałkowe notowania polskiego długu, który zyskiwał na wartości wzdłuż całej krzywej, co skutkowało spadkiem dochodowości o 2 bps zarówno dla krótkiego jak i długiego końca. Częściowo wpływ na takie zachowanie obligacji miał komentarz G.Ancyparowicz z Rady Polityki Pieniężnej, która stwierdziła, iż jest możliwe, że Rada nie zmieni stóp procentowych przez całą kadencję tj. do 2022 roku. W rezultacie, 2-letni benchmark zakończył dzień na poziomie 1,62%, podczas gdy 10-latką na 3,18% tj. dolnym ograniczeniu spodziewanego przez nas przedziału wahań w najbliższych tygodniach.

## Rynki zagraniczne

Eurodolar utrzymuje bieżące trendy tj. porusza się w ramach wzrostowego kanału - obecnie przy jego dolnym ograniczeniu. Wczorajsza zwyżka wpisywała się w krótkoterminowy trend, który powinien zaprowadzić kurs EUR/USD do poziomu 1,1850. Większego wpływu na notowania nie miała publikacja sprzedaży detalicznej w Stanach Zjednoczonych. Rynek nadal koncentruje się na kwestii wojen handlowych oraz dzisiejszym wystąpieniu szefa Fed przed amerykańskim Kongresem. Na rynku obligacji bazowych dochodowość 10-letniego długu USA i Niemiec nie zmieniła się w stosunku do piątkowego zamknięcia, gdy wyniosła odpowiednio 2,83% i 0,29%, czemu sprzyjał brak nowych impulsów.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Piątek 13 lipca</b>						
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Czerwiec	1.9%	1.9%		1.9%
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Lipiec	98.2	97.1	98.2	
<b>Poniedziałek 16 lipca</b>						
09:00 Publikacja projekcji NBP	Polska					
14:00 Bilans handlowy	Polska	Maj	314m	42m	-129m	-340m
14:00 Inflacja bazowa	Polska	Czerwiec	0.50%	0.60%	0.60%	0.60%
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Czerwiec	1.3%	0.5%		
<b>Wtorek 17 lipca</b>						
10:00 Płace r/r	Polska	Czerwiec	7.0%		7.0%	6.9%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Czerwiec	3.7%		3.7%	3.6%
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Czerwiec	-0.1%		0.5%	
16:00 Wystąpienie prezesa Fed przed Kongresem	USA					
<b>Środa 18 lipca</b>						
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Czerwiec	5.4%		6.2%	5.8%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Czerwiec	2.8%		3.7%	3.6%
11:00 Inflacja bazowa r/r	EU	Czerwiec	1.0%		1.0%	
11:00 Inflacja CPI r/r	EU	Czerwiec	1.9%		2.0%	
14:30 Liczba rozpoczętych budów	USA	Czerwiec	1350k		1325k	
14:30 Liczba pozwoleń na budowę	USA	Czerwiec	1301k		1325k	
16:00 Wystąpienie prezesa Fed przed Kongresem	USA					
<b>Czwartek 19 lipca</b>						
14:30 Liczba nowych bezrobotnych	USA	Lipiec	214k			
<b>Piątek 20 lipca</b>						
08:00 Inflacja PPI r/r	Niemcy	Czerwiec	2.7%		3.0%	
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Czerwiec	7.6%		7.9%	
<b>Poniedziałek 23 lipca</b>						
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Czerwiec	6.6%		7.3%	
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Czerwiec	5.43m		5.42m	

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