



# Makro i rynek

## komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

16 lipca 2019

**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 NBP opublikuje dane o inflacji bazowej. Według naszych szacunków wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrósł do 1,9% r/r z 1,7% r/r, poziomu najwyższego od listopada 2012r. Dane te nie powinny wpłynąć na nastroje rynkowe, ponieważ nie zmieniają oczekiwań co do kierunku polityki pieniężnej w Polsce.

### Wydarzenia i komentarz

- **PL:** W maju nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wzrosła do 1006 mln EUR z nadwyżki 720 mln EUR w kwietniu. Poprawa salda na rachunku obrotów bieżących to w głównej mierze efekt wyższej nadwyżki na rachunku usług (w maju wyniosła ona 2,12 mld EUR, najwięcej w historii dostępnych danych), a także niższego deficytu na rachunku obrotów pierwotnych. Pozytywnie zaskoczyły dane dotyczące handlu zagranicznego. Dynamika eksportu przyspieszyła w maju do 13,7% r/r z 12,6% w kwietniu, podczas gdy import wrósł o 11,2% r/r (8,5% r/r w kwietniu). Nadwyżka na rachunku obrotów towarowych wyniosła natomiast 96 mln EUR wobec 279 mln EUR miesiąc wcześniej. Polscy eksporterzy pozostają do tej pory względnie odporni na skutki osłabienia koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych, szczególnie w niemieckim przemyśle. Pomaga temu konkurencyjność cenowa polskiego eksportu, elastyczność w dostosowywaniu asortymentu do potrzeb rynków zagranicznych oraz przesuwanie się polskiej sprzedaży za granicę w kierunku dóbr konsumpcyjnych z dóbr pośrednich, co osłabia przełożenie się słabej koniunktury w przemyśle za granicą na polski sektor wytwórczy. W strukturze geograficznej eksportu widać też przyspieszenie sprzedaży na rynki, gdzie utrzymuje się lepsza koniunktura (Europa Środkowa i Wschodnia). Utrzymanie tak dynamicznych wzrostów eksportu będzie trudne ze względu na mniej sprzyjające otoczenie zewnętrzne. Sugerują to wyniki badania koniunktury NBP, z których wynika, iż wskaźnik prognoz eksportu obniżył się w 3Q br. do poziomu najniższego od początku 2016 r.

- **PL:** Inflacja w czerwcu wyniosła 2,6% r/r, co było zgodne z szybkim szacunkiem GUS. W opublikowanych danych uwagę zwraca nasilająca się inflacja cen żywności (+5,7% r/r) a także rosnące ceny usług, które w czerwcu były wyższe o 3,9% r/r. To ten element odpowiada za przyspieszenie inflacji bazowej, która według naszych szacunków wzrosła do 1,9% r/r, licząc jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Jej zwwyżce sprzyja wzrost kosztów (płace, wynagrodzenia), a także silny popyt konsumpcyjny. W najbliższych miesiącach wskaźnik CPI utrzymywać się będzie w okolicach celu NBP, czemu pomogą będzie efekt wysokiej bazy statystycznej sprzed roku oraz spadki cen paliw. Pod koniec roku natomiast inflacja przyspieszy i zbliży się do 3,0% r/r. Dane te nie zmieniają oczekiwań co do polityki pieniężnej. Wciąż najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp procentowych.

### Rynki na dziś

Marazm wczorajszej sesji na rynku eurodolara powinien dziś ustąpić ze względu na dość rozbudowane kalendarium publikacji makroekonomicznych. Najważniejszymi punktami będą publikacje indeksu ZEW z niemieckiej gospodarki oraz amerykańskiej sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Odczyty tradycyjnie interpretowane będą pod kątem możliwych ruchów podczas lipcowych posiedzeń Europejskiego Banku Centralnego i amerykańskiej Rezerwy Federalnej. W przypadku krajowego rynku złoty powinien minimalnie się dziś osłabiać w relacji do euro. Na gruncie analizy technicznej docelowym zakres wtorkowego ruchu wyczerpuje się przy 4,2650. Polski dług poruszać się natomiast będzie w rytm rynków bazowych, które jak pisaliśmy uzależnione będą od wymowy dzisiejszych danych.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2615	-0,2%
USD/PLN	3,7831	-0,3%
CHF/PLN	3,8434	0,0%
EUR/USD	1,1264	0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,64	0
WIBOR 3M	1,72	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,56	-1
5Y	1,90	-6
10Y	2,28	-4

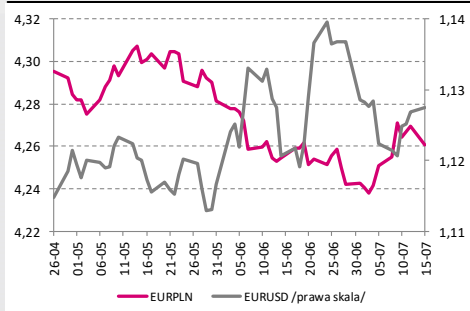
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,76	-2
5Y	1,85	-3
10Y	2,07	-3

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,30	-5
US 10Y	2,10	-5

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	60552,8	0,3
S&P 500	3013,8	0,0
Nikkei 225	21685,9	0,2

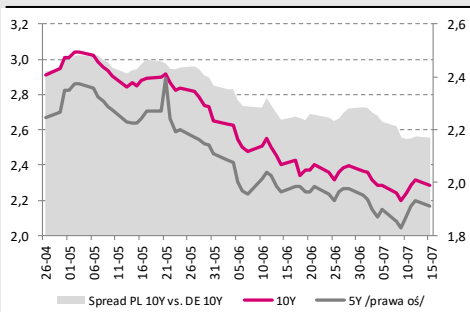
Źródło: Thomson Reuters  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



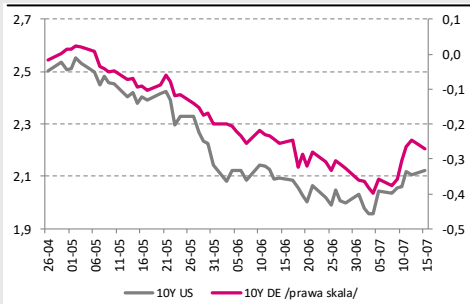
Źródło: Thomson Reuters

## Rentowności polskich obligacji [%]



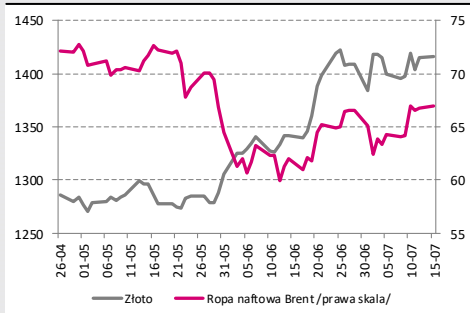
Źródło: Thomson Reuters

## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Thomson Reuters

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Thomson Reuters

## Rynek krajowy

Wczorajsza zmienność kursu EUR/PLN nie przekroczyła grosza, a notowania obniżyły się - zgodnie ze wskazaniami technicznymi - do poziomu 4,26. Na gruncie fundamentalnym natomiast poniedziałkowa sesja miała spokojny przebieg, gdyż wpływu na wycenę złotego nie miały publikowane dane krajowe, w tym wyraźnie wyższa od oczekiwań nadwyżka na rachunku obrotów bieżących. Nastroj wyczekiwania widoczny był także w notowaniach pozostałych walut regionu emerging markets. Zdecydowanie ciekawszy przebieg miały wczorajsze zmiany na rynku długu, gdzie dochodowość w ślad za rynkami bazowymi powróciła do zniżek. W przypadku polskiej 10-latki rentowność obniżyła się o 4 bps do 2,28%, a 5-letni benchmark zniżył o 5 bps do 1,90%. Co ciekawe krajowy rynek długu w ostatnich dniach kopiuje zachowanie rynków bazowych jedynie w przypadku spadku dochodowości, natomiast gdy rentowność niemieckiego, czy amerykańskiego długu zwiększy spadek cen SPW jest kosmetyczny. Prawdopodobnie czynnikiem ograniczającym rentowność polskich obligacji przed wzrostem dochodowości jest wykup obligacji PS0719.

## Rynki zagraniczne

Anemiczne zmiany towarzyszyły poniedziałkowym notowaniom eurodolara. Kurs EUR/USD stabilizował się wokół poziomu 1,1260 co nie dziwi w kontekście ubogiego kalendarium wczorajszych publikacji. Niewielka zmienność towarzyszyła także pozostałym głównym parom walutowym. Mimo symbolicznych zmian parze EUR/CHF udało się jednak obniżyć w okolice 2-letniego minimum tj. 1,1065. Na bazowych rynkach długu wbrew sytuacji na rynku walutowym zmiany rentowności Bundu i 10-latki USA były spore, bo wyniosły 5 bps, a dochodowość obniżyła się odpowiednio do -0,3% i 2,10%. Co ciekawe napływ kapitału w kierunku bezpiecznych aktywów odbywał się przy rekordowych poziomach amerykańskiej giełdy.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Piątek 12 lipca</b>						
11:00 Produkcja przemysłowa WDA r/r	EZ	Maj	-0.4%	-0.5%	-1.6%	
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Czerwiec	1.8%	1.7%		
<b>Poniedziałek 15 lipca</b>						
10:00 Inflacja CPI	Polska	Czerwiec	2.4%	2.6%	2.6%	
14:00 Rachunek obrotów bieżących	Polska	Maj	718m	1006m	375m	365m
<b>Wtorek 16 lipca</b>						
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Lipiec	-21.1		-23.0	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Czerwiec	1.7%		1.9%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Czerwiec	0.5%		0.2%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Czerwiec	0.4%		0.1%	
<b>Środa 17 lipca</b>						
10:00 Płace r/r	Polska	Czerwiec	7.7%		7.1%	7.1%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Czerwiec	2.7%		2.6%	2.6%
11:00 Inflacja CPI r/r	EZ	Czerwiec	1.2%		1.2%	
14:30 Liczba nowych budów	USA	Czerwiec	1269k		1260k	
14:30 Liczba pozwoleń na budowę	USA	Czerwiec	1294k		1300k	
20:00 Beżowa Księga Fed	USA					
<b>Czwartek 18 lipca</b>						
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Czerwiec	7.7%		2.4%	1.2%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Czerwiec	1.4%		1.0%	0.6%
<b>Piątek 19 lipca</b>						
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Czerwiec	5.6%		3.7%	3.7%
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Lipiec	98.2		98.4	
<b>Poniedziałek 22 lipca</b>						
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Czerwiec	9.9%		10.2%	10.1%

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