



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

13 lipca 2021

Informacje na dziś

- **US:** Dziś o godz. 14:30 opublikowane zostaną dane o inflacji CPI w czerwcu w Stanach Zjednoczonych. Według konsensusu prognoz wyniosła ona 4,7% r/r wobec 5,0% r/r miesiąc wcześniej. Spodziewany spadek rocznego wskaźnika CPI wynika z mniej korzystnego efektu niskiej bazy odniesienia z ub. roku. Natomiast w ujęciu m/m spodziewany jest dalszy wzrost cen, zarówno paliw, jak i niektórych innych dóbr i usług. Według obecnej retoryki Fed nasilenie inflacji w USA ma charakter przejściowy i powinno w perspektywie najbliższych kwartałów wygasnąć. Zwiększając się jednak obawy o utrwalenie przez dłuższy czas podwyższonej inflacji w tej gospodarce.

Wydarzenia i komentarz

- **PL:** Według scenariusza bazowego projekcji lipcowej Narodowego Banku Polskiego PKB w latach 2021-2023 będzie rósł odpowiednio o 5,0%, 5,4% i 5,3%, znacząco przewyższając średnią historyczną. Głównym komponentem napędzającym wzrost ma być konsumpcja gospodarstw domowych wspierana rosnącą liczbą pracujących oraz relatywnie wysoką dynamiką płac. Również znacząco mają rosnąć nakłady na środki trwałe, do czego przyczyniać się będą głównie inwestycje przedsiębiorstw. W warunkach solidnego wzrostu popytu krajowego spodziewany jest szybszy wzrost importu niż eksportu, co przekłada się na prognozę ujemnego wkładu do rocznej dynamiki PKB eksportu netto. Wysoki wzrost gospodarczy będzie według scenariusza bazowego utrzymywał inflację na podwyższonym poziomie. Jej prognoza na lata 2021-2023 wynosi odpowiednio 4,2% r/r, 3,3% r/r oraz 3,4% r/r. W coraz większym stopniu inflacja napędzana będzie czynnikami popytowymi, co odzwierciedlone jest w ścieżce inflacji bazowej, która wyniesie ma 3,6% r/r w 2021 r., 3,2% r/r w 2022 r. oraz 3,5% r/r w 2023 r. Oznacza to, że w średnim okresie inflacja bazowa jest na granicy realizacji celu inflacyjnego. Ryzyko przebicia przez inflację górnego ograniczenia (3,5% r/r) celu inflacyjnego w średnim okresie jest tym większe, że prognozy nie uwzględniają prokonsumpcyjnych zmian postulowanych w Nowym Ładzie. Projekcja lipcowa daje niewielki komfort członkom RPP, którzy opowiadają się za stabilizacją stóp procentowych. Naszym zdaniem jednak polityka taka niesie ze sobą ryzyko podwyższenia oczekiwań inflacyjnych i w warunkach ciasnego rynku pracy, napędzenia spirali inflacja-płace. Tym bardziej, że Rada nie dąży obecnie w świetle ostatnich projekcji do osiągnięcia środka przedziału celu inflacyjnego, tj. do 2,5% r/r. Sądzymy, że nowe prognozy dają argumenty za zacieśnieniem polityki pieniężnej. Czynnikiem, który powstrzymuje członków Rady przed rozpoczęciem normalizacji polityki monetarnej pozostaje niepewność związana z wpływem ewentualnego przywrócenia obostrzeń oraz chęć ograniczenia kosztu obsługi długu skarbowego. Zakładamy, że wpływ tych elementów będzie się stopniowo zmniejszał dając możliwość podwyżki stóp proc. jeszcze pod koniec tego roku.

Rynki na dziś

Pełzające osłabienie jest naszym scenariuszem bazowym dla złotego w tym tygodniu. Bariera 4,5587 wydaje się być jednak wystarczająco silna, by na koniec sesji zatrzymać kurs EUR/PLN, jednak w ciągu dnia możemy być świadkami czasowych jej przekroczeń. Dziś w centrum uwagi będzie odczyt inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych. Będzie on pierwszym od momentu, gdy Rezerwa Federalna nieco przyspieszyła swoje oczekiwania na normalizację polityki pieniężnej. W przypadku materializacji konsensusowego spadku inflacji w ujęciu rocznym nie spodziewamy się większych rynkowych zmian a rynek eurodolara pozostanie pod presją wskazań technicznych. Ryzykiem pozostaje groźba wyższego odczytu amerykańskiego CPI i ponowne nasilenie trendów reflacyjnych na świecie (pozytywne m.in. dla złotego).

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5528	0,1%
USD/PLN	3,8414	0,2%
CHF/PLN	4,1961	0,1%
EUR/USD	1,1851	-0,1%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,38	-6
5Y	1,23	-7
10Y	1,67	-3

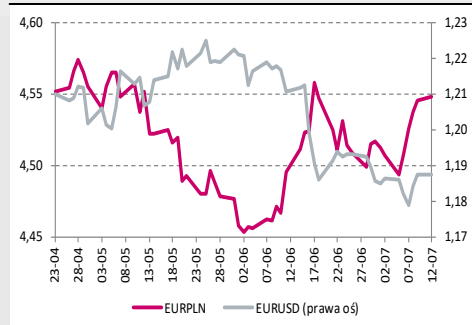
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,75	-8
5Y	1,39	-5
10Y	1,72	-2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,31	-1
US 10Y	1,34	-1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	67007,1	-0,2
S&P 500	4369,6	1,1
Nikkei 225	28569,0	2,2

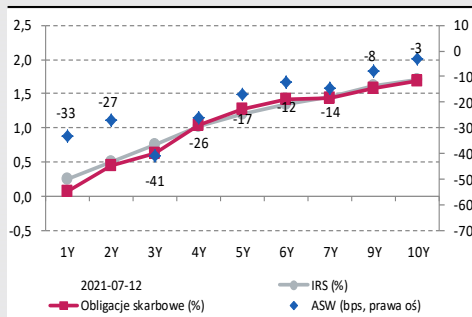
Źródło: Refinitiv
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



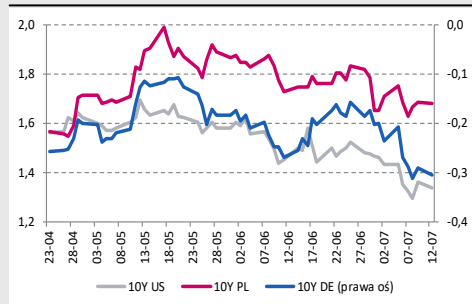
Źródło: Refinitiv

Krajowy rynek stopy procentowej



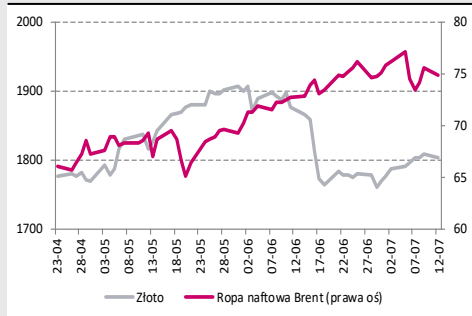
Źródło: Refinitiv

Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Źródło: Refinitiv

Ceny surowców [USD]



Źródło: Refinitiv

Rynek krajowy

Poniedziałek był piątą z rzędu sesją zakończoną zwyżką notowań EUR/PLN. Wczoraj wycena złotego do euro dotarła do wskazywanego przez nas poziomu 4,5580 tj. maksimum z czerwca. Niezmiennie podstaw do przeceny polskiej waluty upatrujemy w słabszych nastrojach w regionie oraz - lokalnie - w nieco bardziej łagodnych od oczekiwań komentarzach prezesa Narodowego Banku Polskiego podczas piątkowej wideokonferencji. W kolejnych dniach oczekujemy prób wyniesienia kursu EUR/PLN na wyższe poziomy, choć w naszej ocenie ataki - licząc na koniec dnia - mogą być nieskuteczne. Sentyment zewnętrzny pozostaje umiarkowanie niekorzystny z uwagi na rosnącą liczbę zachorowań na COVID-19 (za sprawą bardziej zaraźliwej od poprzednich wariantów mutacji Delta) i ryzyko powrotu części obostrzeń. Na gruncie danych makroekonomicznych próżno zaś - w naszej ocenie - szukać informacji mogących nadać notowaniom większą zmienność. Start tygodnia w wykonaniu krajowego rynku długu należy uznać za okazały. Zniżka dochodowości wszystkich tenorów krzywej miała solidny wymiar. O ile zniżkę rentowności krótkiego końca krzywej można uzasadnić reakcją na wspomniane wypowiedzi prezesa NBP, to ruchy podążającej za rynkami bazowymi 10-latki uważamy za nietrwale. W naszej ocenie dług Niemiec, czy USA, z którym w dodatniej korelacji pozostają polskie obligacje, zdyskontował już dość agresywny scenariusz pogorszenia nastrojów wraz z odległym terminem normalizacji polityki pieniężnej przez największe banki centralne. Słowem nie widzimy większych podstaw do spadku dochodowości długu w średnim okresie.

Rynki zagraniczne

Eurodolar doskonale realizuje obowiązujący scenariusz techniczny (miesięczny kanał spadkowy). Wczoraj kurs EUR/USD obniżył się nieznacznie, choć na rynek nie napłynęły informacje mogące powodować większą zmienność. Mimo to eurodolar zniżkował momentami o około pół centa do poziomu 1,1834. O braku zmian w sentymencie inwestycyjnym w dniu wczorajszym najlepiej świadczył marazm na rynku EUR/CHF, gdzie wahania notowań były niezwykle małe. Podobnie jak ruchy bazowych rynków długu. Zarówno Bund jak i 10-latka USA obniżyły się w rentowności o symboliczny 1 bps do odpowiednio -0,31% i 1,34%.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 09 lipca						
15:00 Konferencja prasowa prezesa NBP	Polska	Lipiec				
Poniedziałek 12 lipca						
10:00 Raport o inflacji	Polska					
Wtorek 13 lipca						
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Czerwiec	5.0%		4.7%	
Środa 14 lipca						
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)	Polska	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				
Czwartek 15 lipca						
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					
Piątek 16 lipca						
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Czerwiec	2.0%		1.9%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Czerwiec	4.0%		3.6%	3.4%
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Czerwiec	-1.3%		0.0%	
16:00 Raport uniwersytetu Michigan	USA	Lipiec	85.5		87.5	
Poniedziałek 19 lipca						
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