

Tygodnik ekonomiczny

Inflacja niżej, ale czy cel bliżej?

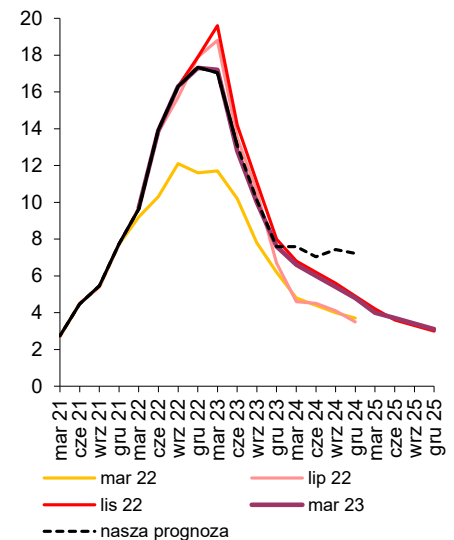
Co w gospodarce:

- Wydarzeniem pierwszego tygodnia lipca będzie posiedzenie RPP** - decyzja w czwartek, konferencja prezesa NBP zapewne w piątek po południu. Stopy procentowe pozostaną ponownie bez zmian - co do tego nie mamy wątpliwości. Jak zwykle uwaga skupi się na tonie komunikacji prezesa Głapińskiego. Od kilku miesięcy część RPP sygnalizuje, że zejście inflacji CPI do poziomu jednocyfrowego w br. może dać powód do rozważenia obniżki stóp po wakacjach. Opublikowane właśnie wstępne dane o inflacji za czerwiec (11,5% r/r) znowu były niższe od oczekiwań i zapowiadają jednocyfrową stopę inflacji już we wrześniu. Oczywiście dla decyzji o stopach procentowych kluczowy powinien być nie tyle spadek bieżącej inflacji, co przede wszystkim perspektywa jej powrotu do celu 2,5%. A o tej perspektywie znacznie więcej powiedzą nam wyniki nowej projekcji NBP, z którymi Rada zapozna się na lipcowym posiedzeniu. Poprzednia projekcja z marca przewidywała, że inflacja może zbliżyć się do celu dopiero pod koniec 2025 r., przy założeniu że stopy procentowe pozostaną w tym okresie bez zmian. **Naszym zdaniem informacje jakie pojawiły się od marca nie dają zbyt wielu przesłanek, aby w nowej projekcji moment osiągnięcia celu inflacyjnego się przybliżył** – punkt startowy nowej projekcji to wyższy niż przewidywano w marcu poziom CPI (w II kwartale średnio 13,1% vs. 12,8% w projekcji) i inflacji bazowej (II kw. średnia 11,6% vs. 11,1%), wyższy niż zakładano w marcu wzrost płac, niższe bezrobocie i ciut lepsza dynamika PKB w I kwartale. Do tego dochodzą proinflacyjne efekty nowelizacji tegorocznego budżetu i zapowiedzianej indeksacji świadczeń rodzinnych. Po drugiej stronie będzie mocniejszy kurs walutowy, który wg opublikowanego właśnie opracowania NBP nt. mechanizmu transmisji polityki pieniężnej może wpływać na CPI bardziej niż wcześniej sądzono (1-proc. aprecjacja kursu może prowadzić do spadku cen nawet o 0,2% - to oznacza ok. 4-krotnie silniejsze oddziaływanie niż wynikało z wcześniejszych badań) i być może większy wzrost produktywności wynikający z silniejszych inwestycji. **Jeżeli – jak sądzimy – wyniki nowej projekcji nie przybliżą znacząco momentu powrotu inflacji do celu, nie będzie podstaw do przyspieszenia dyskusji o obniżkach stóp.** Dyskusji o obniżkach nie będzie też sprzyjać kontekst międzynarodowy – banki centralne w krajach rozwiniętych są zdeterminowane dalej walczyć z inflacją i najprawdopodobniej będą kontynuowały podwyżki stóp jeszcze po wakacjach, o czym świadczą sygnały z ich ostatnich posiedzeń i z forum bankowości centralnej w Sinterze, które odbyło się w tym tygodniu.
- Tydzień rozpocznie się jednak od święta w USA (Dzień Niepodległości) i publikacji wskaźników PMI w przemyśle za czerwiec. **Oczekiwany jest lekki spadek PMI dla Polski** (nasza prognoza to 46,2, mediana prognoz wg Bloomberg'a 46,9, wobec 47,0 w maju), w ślad za indeksami dla innych krajów, które wyraźnie sygnalizują recesję w europejskim przemyśle.
- W kolejnych dniach za granicą m.in. PMI z sektorów usługowych, produkcja i zamówienia przemysłowe w kilku krajach europejskich, a na koniec tygodnia miesięczne dane o zatrudnieniu w USA. We wtorek rano decyzja Banku Australii, który na poprzednim posiedzeniu zaskoczył rynek podwyżką o 25pb i teraz nie można wykluczyć podobnego ruchu – oczekiwania analityków są rozłożone niemal po równo, z lekką przewagą wskazań na stabilizację stóp.

Co na rynkach:

- EURPLN mimo chwilowej korekty w połowie tygodnia wrócił do poziomów z poprzedniego piątku i to pomimo dość znacznego umocnienia dolara do euro, które teoretycznie nie powinno sprzyjać złotemu. **Zakładamy utrzymanie kursu w trendzie bocznym w najbliższych tygodniach**, tym bardziej jeśli po posiedzeniu RPP nie pojawi się jasna deklaracja obniżek stóp po wakacjach. Wciąż dostrzegamy potencjał do korekty, ale też skorygowaliśmy ostatnio prognozowaną ścieżkę EURPLN nieco w dół - przyjmujemy, że skala takiej korekty nie byłaby duża. Zakładamy iż kurs będzie utrzymywał się relatywnie blisko granicy optymalności eksportu, na tyle nisko by wspierać spadek inflacji, a jednocześnie na tyle wysoko by nie pogorszyć trwale konkurencyjności eksportu. W przypadku większego ostabienia PLN możliwa jest aktywizacja BGK w kontekście wymiany walut.
- Rynek stopy po niższej od prognoz inflacji jeszcze agresywniej wycenia obniżki stóp NBP przed końcem roku. Przez większą część tygodnia to się nie powinno zmienić, natomiast potem przesądzi ton konferencji prezesa NBP i wyniki nowej projekcji. Jeśli – jak podejrzewamy – projekcja nie przybliży znacząco momentu powrotu inflacji do celu, oczekiwania obniżek stóp mogą się nieco skorygować. **W bazowym scenariuszu wciąż nie zakładamy obniżek stóp NBP w tym roku, co może przynosić okresy korekt FRA i IRS w górę i wyplaszczania krzywej IRS.** Jednak biorąc pod uwagę rynkowe pozycjonowanie na przyszłe obniżki stóp i stopniowy, ale jednak dalszy spadek inflacji sądzimy, że nie zmieni to zasadniczo spadkowego trendu stóp. Relatywnie wysokie planowane emisje netto w III kwartale mogą utrzymywać presję na spready kredytowe wobec swapów.

Inflacja CPI wg kolejnych projekcji NBP i wg naszej obecnej prognozy, % r/r

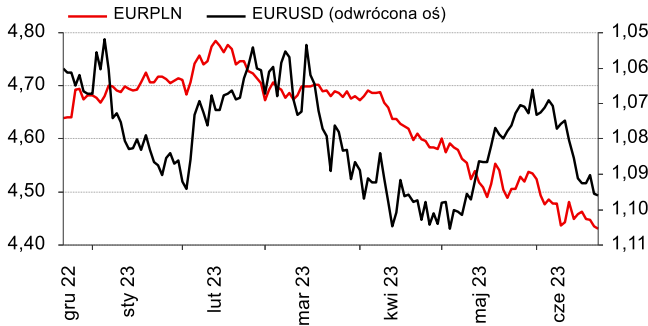


Źródło: NBP, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

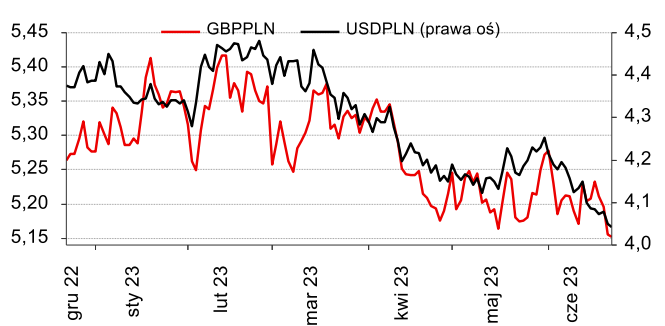
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 691 393 119
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
 Marcin Luziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

EURPLN i EURUSD



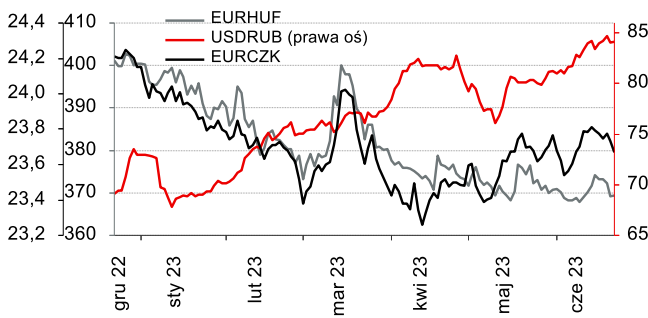
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

GBPPLN i USDPLN



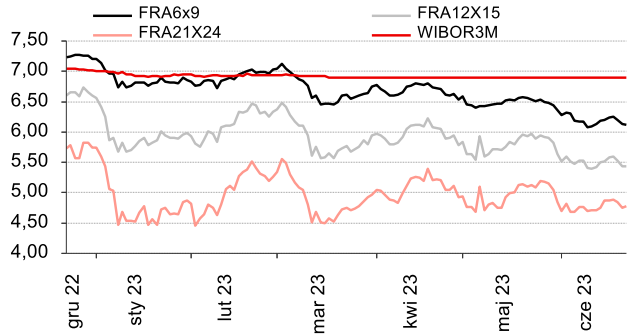
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK, EURHUF i USDRUB



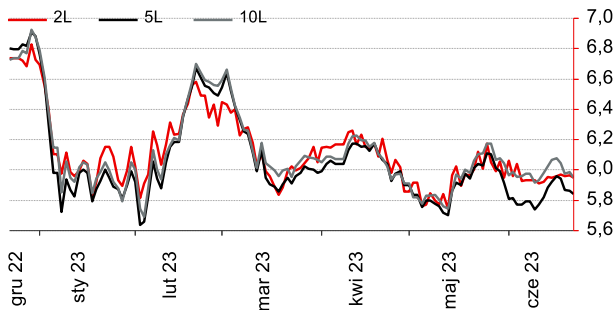
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

PLN FRA i WIBOR3M



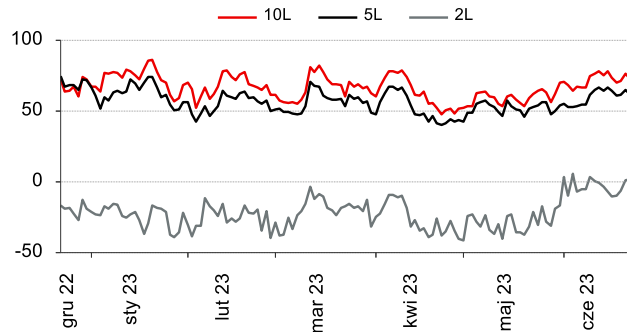
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności polskich obligacji



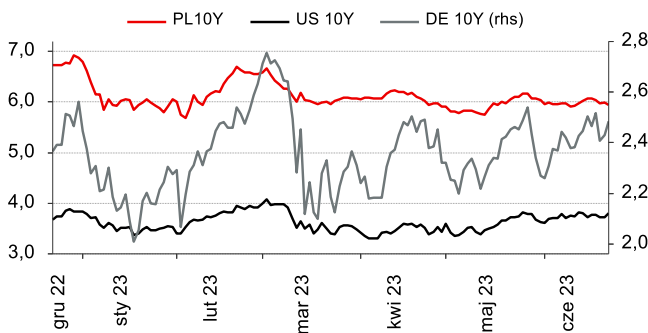
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap



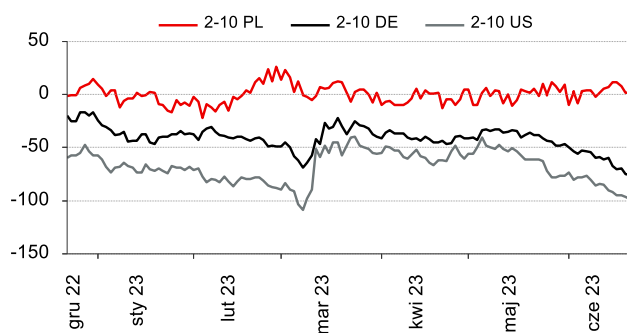
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności 10-letnich obligacji



Source: Refinitiv Datastream, Santander

Nachylenie krzywych dochodowości



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
PONIEDZIAŁEK (3 lipca)							
09:00	PL	PMI przemysł	VI	pkt	46.9	46.2	47.0
03:45	CN	PMI przemysł	VI	Pkt	50.0	-	50.9
09:55	DE	PMI przemysł	VI	pkt	41.0	-	41.0
10:00	EZ	PMI przemysł	VI	pkt	43.6	-	43.6
16:00	US	ISM przemysł	VI	pkt	47.1	-	46.9
WTOREK (4 lipca)							
08:00	DE	Eksport	V	% m/m			1.4
ŚRODA (5 lipca)							
03:45	CN	PMI usługi	VI	pkt	56.2	-	57.1
09:55	DE	PMI usługi	VI	pkt	54.1	-	57.2
10:00	EZ	PMI usługi	VI	pkt	52.4	-	55.1
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	V	% m/m		-	1.7
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	0.6	-	0.4
20:00	US	Minutes FOMC	VI				
CZWARTEK (6 lipca)							
	PL	Decyzja RPP		%	6.75	6.75	6.75
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	2.5	-	-0.4
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	V	% r/r		-	-5.8
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	V	% m/m		-	0.0
14:15	US	Raport ADP	VI	tys.	250	-	278
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	265	-	239
16:00	US	ISM usługi	VI	Pkt	51.2	-	50.3
PIĄTEK (7 lipca)							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	V	% m/m	-0.2	-	0.3
08:30	HU	Inflacja	VI	% r/r	20.0	-	21.5
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	V	% r/r	-3.0	-	-1.8
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	VI	tys.	200	-	339
14:30	US	Stopa bezrobocia	VI	%	3.6	-	3.7

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl