

Inflacja poniżej celu nie jest niezbędna do obniżek stóp

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczorajsze wystąpienie J.Powella przed Izbą Reprezentantów było tak samo wyważone, jak wtorkowe przed Senatem – stąd niewielka reakcja na nie ze strony rynków finansowych. Notowania amerykańskich akcji lekko wzrosły, rentowności obligacji były stabilne, a dolar nieznacznie się osłabił względem euro. Notowania złotego były stabilne – EURPLN skończył dzień na poziomie 4,26, a USDPLN powyżej 3,93. Rentowności krajowych obligacji obniżyły się wzdłuż całej krzywej.
- Dzisiaj pierwsze skrzypce będą grały dane inflacyjne, a dla rynków najważniejsza będzie czerwcową inflacja CPI z USA. Konsensus zakłada, że inflacja ogółem spadła do 3,1% r/r z 3,3% r/r w maju, a inflacja bazowa utrzymała się na poziomie 3,4% r/r. W ujęciu m/m CPI może wzrosnąć o 0,1%, a indeks bazowy o 0,2% - takie impet inflacji jest już bardzo bliski poziomowi gwarantującemu osiągnięcie 2-procentowego celu dla zmiany r/r. Naszym zdaniem zbliżony do oczekiwań wynik, zgodnie z ostatnią wypowiedzią J.Powella, wzmocni przekonanie FOMC, że inflacja trwale zmierza do 2%, co otworzy drogę do obniżki stóp już we wrześniu. Z punktu widzenia polityki pieniężnej istotne mogą się także okazać **tygodniowe dane z rynku pracy w USA** - J.Powell przyznał, że silne pogorszenie warunków na rynku pracy mogłoby skłonić Fed do szybszych obniżek.
- Dane z Rumunii, która wciąż charakteryzuje się jednym z najszybszych wzrostów cen w UE, powinny dzisiaj pokazać spadek inflacji do poziomu 4,8% r/r z 5,1% r/r w maju. Postępująca dezinflacja oraz niższa prognoza CPI na kolejne miesiące skłoniły w ubiegłym tygodniu bank centralny do obniżki stóp procentowych. Jeżeli potwierdzi się wzorzec z Czech i Węgier to również w Rumunii inflacja może zaskoczyć pozytywnie, co wzmocniłoby argumenty za kontynuacją cyklu obniżek. **Finalne dane z Niemiec** najpewniej potwierdzą wstępne odczyty, które wskazały na spadek inflacji CPI do 2,2% r/r.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** C.Kochalski (RPP) uważa, że bank centralny może rozważyć poluzowanie polityki monetarnej najwcześniej po marcu 2025. Jego zdaniem obecne prognozy makroekonomiczne wykluczają możliwość

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

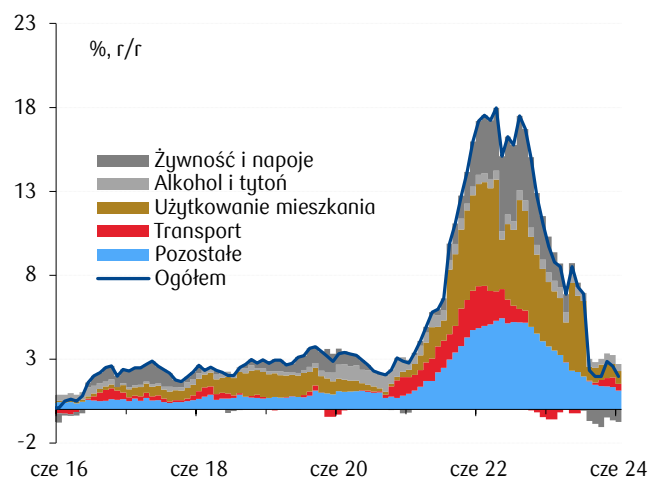
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

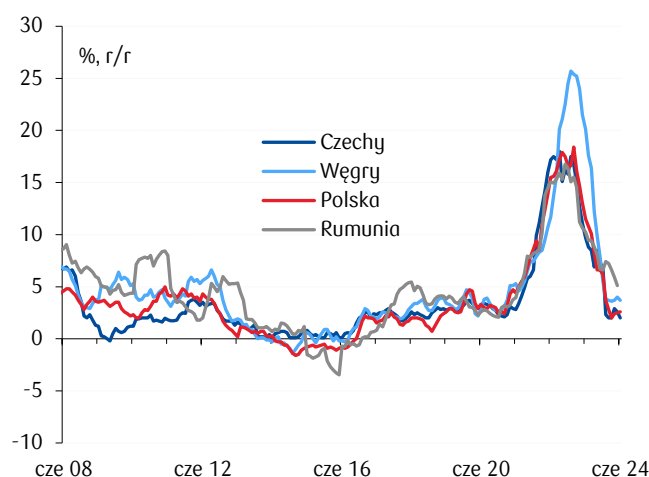
	Wartość 2024-07-10	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2588	-0,1
USDPLN	3,9346	-0,1
CHFPLN	4,3744	-0,3
GBPPLN	5,0558	0,5
EURUSD	1,0824	0,1
Obligacje:		
PL2Y	5,18	-7
PL5Y	5,68	-4
PL10Y	5,77	-4
DE10Y	2,54	-2
US10Y	4,28	-1
Indeksy akcyjne:		
WIG	87 487,2	-0,8
DAX	18 407,2	0,9
S&P500	5 633,9	1,0
Nikkei**	42 329,4	1,2
Shanghai Comp.**	2 964,6	0,9
Surowce:		
Złoto	2377,17	1,0
Ropa Brent	85,08	0,5

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Struktura inflacji CPI w Czechach



Inflacja w regionie EŚW



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

przyspieszenia takiej decyzji. Członek RPP ocenił, że w najbliższych miesiącach nie ma szans na złagodzenie polityki monetarnej w Polsce. Wypowiedź C.Kochalskiego jest kolejną po komentarzach H.Wnorowskiego i L.Koteckiego, której wymowa jest bardziej gołębia niż ubiegłotygodniowe stwierdzenie Prezesa A.Głapińskiego, który wykluczył obniżki przed 2026.

- **USA:** W drugim dniu przesłuchań przed Kongresem J.Powell powiedział, że Fed postrzega swoją politykę jako restrykcyjną, co oznacza, iż ogranicza ona aktywność gospodarczą. Zauważył jednak, że naturalna stopa procentowa najpewniej wzrosła, przynajmniej w krótkim okresie. J.Powell stwierdził, że do decyzji o obniżce stóp nie jest potrzebny odczyt inflacji PCE poniżej 2,0%. Czekanie na taki wynik oznaczałoby, że decyzja została podjęta zbyt późna. Ponownie podkreślił, że nie chce wysyłać sygnałów dotyczących możliwego terminu obniżki, ale powtórzył, że potrzebna jest „większa pewność”, że inflacja zmierza do celu. W jego ocenie, przy podwójnym mandacie, dane z rynku pracy są również istotne. Przewodniczący ocenił, że obecna ścieżka długu publicznego w USA nie jest zrównoważona. W podobnym tonie wypowiedziała się L.Cook (Fed) stwierdzając, że inflacja w USA nadal będzie spadać, bez znaczącego wzrostu stopy bezrobocia. Podkreśliła, że przybywa dowodów na miękkie lądowanie w gospodarce amerykańskiej. Według niej, prawdopodobieństwo miękkiego lądowania jest wyższe, gdy polityka pieniężna zostanie złagodzona w momencie, gdy inflacja zbliży się do celu i w otoczeniu wzrostu gospodarczego.
- **CZE:** Inflacja CPI w czerwcu obniżyła się silniej od oczekiwań, do 2,0% r/r z 2,6% r/r w maju (kons.: 2,4% r/r), i zrównała się z celem inflacyjnym CNB. Spadek inflacji odzwierciedla spowolnienie dynamiki cen w większości kategorii koszyka inflacyjnego, choć najsilniej oddziaływało spowolnienie w transporcie oraz rekreacji. Ceny żywności i napojów bezalkoholowych spadły o blisko 4,0% r/r. Duże zaskoczenie „w dół” to dobra informacja dla CNB – Prezes A.Michl sugerował na ostatnim posiedzeniu zmniejszenie tempa obniżek lub nawet stabilizację stóp. Czerwcowe dane powinny dać komfort CNB do obniżki o 25pb przynajmniej na najbliższym posiedzeniu w sierpniu.
- **HUN:** Minutes z czerwcowego posiedzenia MNB pokazały, że członkowie Rady jednogłośnie przegłosowali obniżkę stóp procentowych o 25pb, w tym stopy bazowej do 7,00%. Członkowie Rady wskazywali na poprawę krótkoterminowych perspektyw inflacji względem poprzedniej projekcji. Rada spodziewała się, że inflacja CPI w kolejnych miesiącach będzie znajdować się w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego (3% ± 1pp), natomiast inflacja bazowa na koniec roku wzrośnie do około 5% r/r. Członkowie Rady byli zgodni co do tego, że zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, utrzymanie stabilności finansowej oraz ostrożna polityka pieniężna pozostają kluczowe dla sprowadzenia inflacji do celu w 2025.
- **UK:** H.Pill (główny ekonomista Banku Anglii) powiedział, że pytanie o obniżki stóp procentowych to „kiedy, a nie czy”, ale zasygnalizował utrzymujące się obawy związane z uporczywą presją cenową i płacową. Po wystąpieniu rynkowe wyceny prawdopodobieństwa obniżki stóp procentowych na sierpniowym posiedzeniu BoE obniżyły się do 50%.
- **USA-CHN:** Administracja prezydenta J.Bidena zapowiedziała wprowadzenie nowych ceł na dostawy stali i aluminium kierowane przez Meksyk, aby uniemożliwić Chinom obchodzenie istniejących taryf. Ogłoszone w środę rozwiązanie nakłada cło 25% na stal przybywającą z Meksyku, która nie została wytopiona w tym kraju, USA lub Kanadzie.
- **POL:** Ministerstwo Finansów potwierdziło, że jest w trakcie konsultacji branżowych w sprawie zmian w podatku akcyzowym. Według wcześniejszych informacji rozważana ma być większa niż wcześniej planowano podwyżka akcyzy na alkohol i papierosy od stycznia 2025.

- **FRA:** Prezydent E. Macron wezwał centrowe ugrupowania do zbudowania szerokiej koalicji i zapowiedział wstrzymanie się z wyborem nowego premiera, aby dać czas na rozmowy. Jego inicjatywa spotkała się z krytyką ugrupowań.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 5 lipca						
GER: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	%, m/m	0,1	0,3	--	-2,5
HUN: Produkcja przemysłowa (maj)	8:30	%, r/r	-2,4	-1,9	--	-4,9
HUN: Sprzedaż detaliczna (maj)	8:30	%, r/r	3,2	4,1	--	3,6
EUR: Sprzedaż detaliczna (maj)	11:00	%, r/r	0,6	0,6	--	0,3
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (cze.)	14:30	tys.	218	185	--	209
USA: Stopa bezrobocia (cze.)	14:30	%	4,0	4,0	--	4,1
USA: Przeciętna płaca godzinowa (cze.)	14:30	%, r/r	4,1	3,9	--	3,9
ROM: Posiedzenie banku centralnego (lip.)	--	%	7,00	6,75	6,75	6,75
Poniedziałek, 8 lipca						
GER: Eksport (maj)	8:00	% m/m	1,7	-3,0	--	-3,6
GER: Import (maj)	8:00	% m/m	1,2	-1,0	--	-6,6
ROM: Wzrost PKB (1q, rew.)	8:00	% r/r	2,1	0,1	--	0,5
CZE: Produkcja przemysłowa (maj)	9:00	% r/r	9,0	-1,0	--	-3,2
EUR: Indeks Sentix (lip.)	10:30	pkt	0,3	0,0	--	-7,3
CZE: Protokół z posiedzenia CNB (cze.)	--	--	--	--	--	--
Wtorek, 9 lipca						
HUN: Inflacja CPI (cze.)	8:30	% r/r	4,0	3,9	--	3,7
CZE: Stopa bezrobocia (cze.)	9:00	%	3,6	3,6	--	3,6
Środa, 10 lipca						
CHN: Inflacja PPI (cze.)	3:30	% r/r	-1,4	-0,8	--	-0,8
CHN: Inflacja CPI (cze.)	3:30	% r/r	0,3	0,4	--	0,2
CZE: Inflacja CPI (cze.)	9:00	% r/r	2,6	2,4	--	2,0
HUN: Protokół z posiedzenia MNB (cze.)	14:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 11 lipca						
GER: Inflacja CPI (cze., rew.)	8:00	% r/r	2,4	2,2	--	--
GER: Inflacja HICP (cze., rew.)	8:00	% r/r	2,8	2,5	--	--
ROM: Inflacja CPI (cze.)	8:00	% r/r	5,1	4,8	--	--
USA: Inflacja CPI (cze.)	14:30	% r/r	3,3	3,1	--	--
USA: Inflacja bazowa (cze.)	14:30	% r/r	3,4	3,4	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lip.)	14:30	tys.	234	238	--	--
Piątek, 12 lipca						
ROM: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% r/r	3,0	3,6	--	--
ROM: Wynagrodzenie (maj)	8:00	% r/r	14,3	--	--	--
USA: Inflacja PPI (cze.)	14:30	% r/r	2,3	2,5	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip., wst.)	16:00	pkt	68,2	67,0	--	--

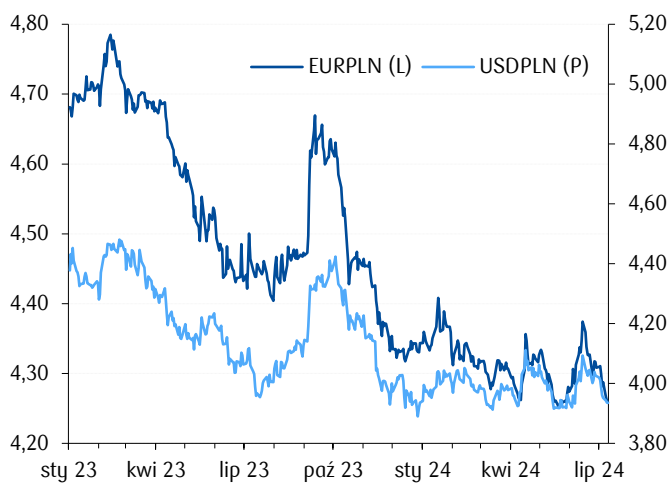
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2024-07-10	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2588	-0,1	-0,9	-1,7	-4,1	-6,1
	USDPLN	3,9346	-0,1	-1,1	-1,4	-1,4	2,4
	CHFPLN	4,3744	-0,3	-0,9	-2,4	-4,9	5,3
	GBPPLN	5,0558	0,5	-0,4	-1,4	-2,4	-4,7
	EURUSD	1,0824	0,1	0,2	-0,2	-2,7	-8,3
	EURCHF	0,9736	0,3	0,0	0,7	0,9	-10,8
	GBPUSD	1,2830	0,2	0,5	-0,1	-1,3	-6,9
	USDJPY	161,66	0,2	0,2	3,8	16,8	46,1
	EURCZK	25,35	0,3	0,8	2,8	6,6	-1,7
	EURHUF	393,28	-0,4	-0,4	-0,4	4,9	10,1
Obligacje	PL2Y	5,18	-7	6	5	-25	477
	PL5Y	5,68	-4	4	14	27	441
	PL10Y	5,77	-4	-1	11	15	414
	DE2Y	2,90	-3	-2	-7	-39	357
	DE5Y	2,53	-4	-2	-3	-15	316
	DE10Y	2,54	-2	-2	0	-1	283
	US2Y	4,62	0	-7	-15	-12	441
	US5Y	4,24	0	-7	-9	16	346
	US10Y	4,28	-1	-6	-5	42	296
Akcje	WIG	87 487,2	-0,8	-0,5	2,8	25,6	28,8
	WIG20	2 521,4	-0,9	-0,9	3,2	19,2	10,3
	S&P500	5 633,9	1,0	1,7	3,9	26,0	29,3
	NASDAQ100	20 675,4	1,1	2,4	6,2	35,1	39,6
	Shanghai Composite**	2 964,6	0,9	-0,6	-2,4	-7,2	-16,6
	Nikkei**	42 329,4	1,2	4,3	8,9	32,5	49,2
	DAX	18 407,2	0,9	0,2	-1,2	14,9	17,3
	VIX	14,15	-0,5	-1,3	1,3	-10,2	-29,0
Surowce	Ropa Brent	85,1	0,5	-2,6	3,0	6,2	15,9
	Ropa WTI	83,4	0,7	-2,1	4,8	10,1	15,5
	Złoto	2377,2	1,0	0,6	2,2	21,7	31,8

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

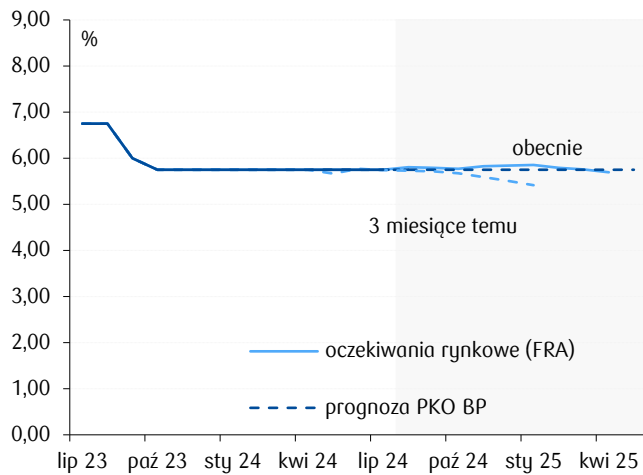
Notowania złotego wobec głównych walut



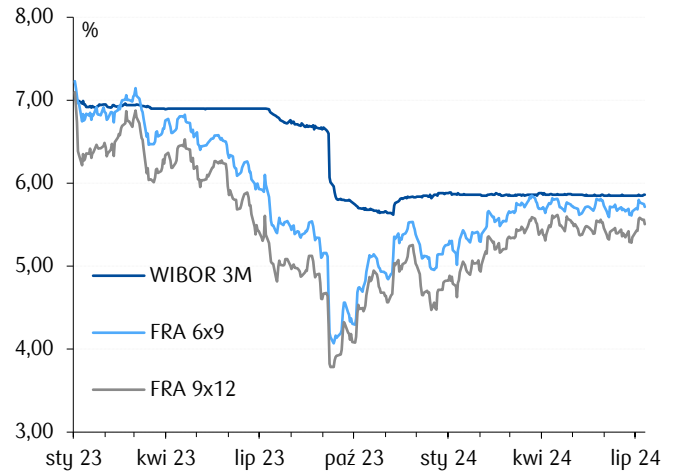
Rentowności polskich obligacji skarbowych



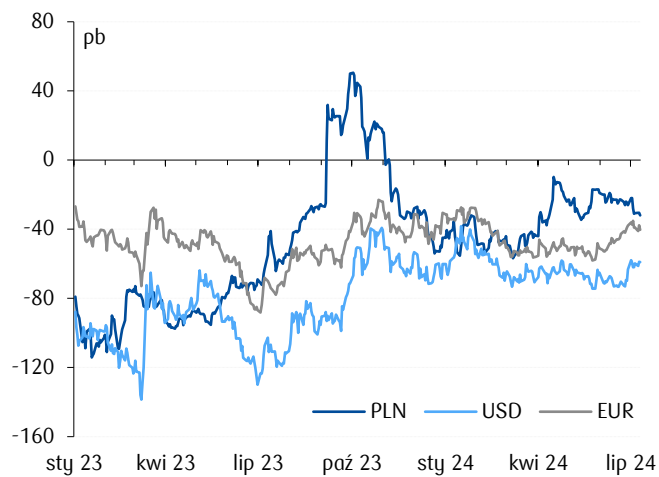
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



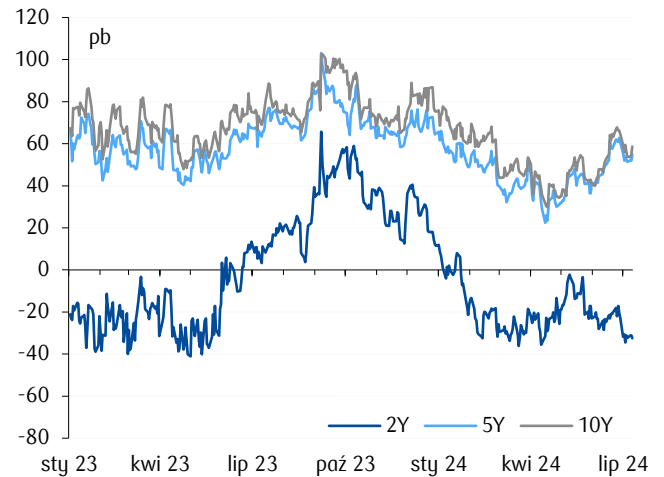
Krótkoterminowe stopy procentowe



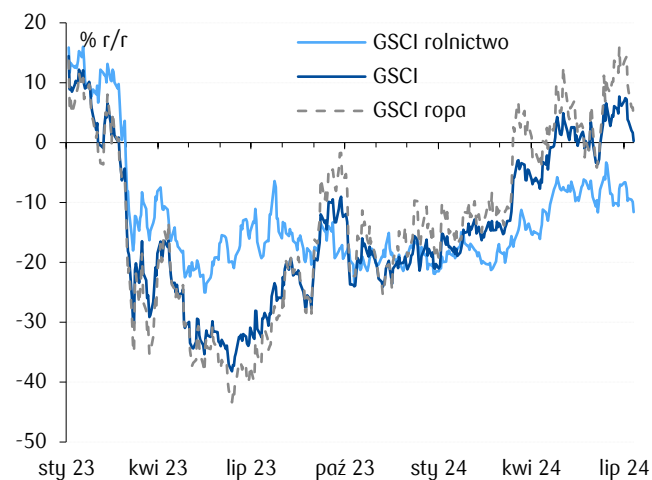
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



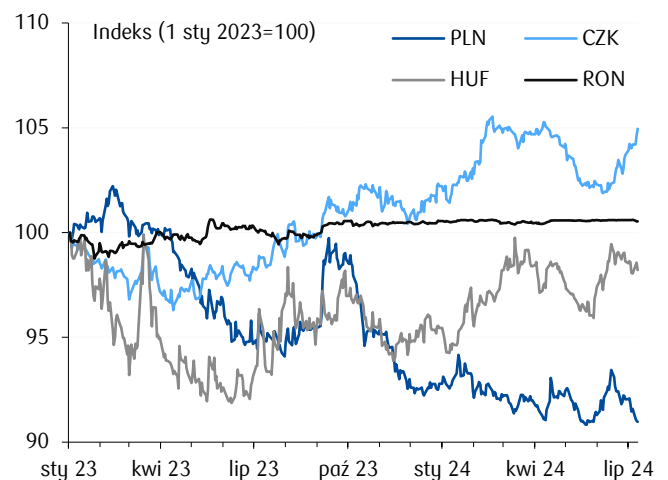
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

