

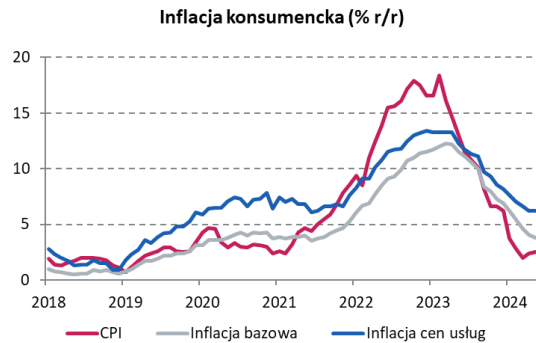
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Krajowa inflacja CPI wzrosła w czerwcu do 2,6% r/r z 2,5% r/r. Był to ostatni w tym roku miesiąc z inflacją w przedziale wokół celu inflacyjnego, a II poł. roku przyniesie wzrost inflacji z powodu wzrostu cen energii. RPP utrzyma w tym tygodniu stopy procentowe na obecnym poziomie, nadal podkreślając niepewność co do inflacji w przyszłości. Narracji tej zapewne nie zmieni nowa projekcja ekonomistów NBP.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Nowa projekcja zapewne nie zmieni nastawienia RPP

W tym tygodniu najważniejszym lokalnym wydarzeniem będzie lipcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, na którym członkowie zapoznają się z nową projekcją makroekonomiczną. Przypomnijmy, że podczas ostatniej rundy progностycznej ekonomiści Narodowego Banku Polskiego przedstawili dwa scenariusze. Jeden z nich zakładał zniesienie działań ostonowych w zakresie cen energii elektrycznej i gazu dla gospodarstw domowych, a drugi dalsze mrożenie cen do końca horyzontu progностycznego, tj. do 2026 r. Zmaterializował się pierwszy z nich scenariuszy, aczkolwiek uaktualniona prognoza inflacji CPI na 2024 r. będzie wyraźnie niższa niż 5,7% przedstawione w marcu. Najpewniej niższa będzie także prognoza inflacji bazowej w 2024 r., aczkolwiek ważniejsze będą oczekiwania na 2025 i 2026 r., która, jak nam się wydaje, nie powinna radykalnie odbiegać od prognoz z marca. Według nich inflacja bazowa trwale obniża się do celu inflacyjnego dopiero w 2026 r. Przypuszczamy, że wnioski te nie zmieniają się w lipcowej rundzie. W przypadku prognoz PKB i rynku pracy również nie wydaje nam się, aby skala rewizji prognoz była znacząca. Tym samym nowa projekcja nie najpewniej nie zmieni retoryki członków RPP, w tym jej przewodniczącego A.Głapińskiego. Podczas konferencji zaplanowanej na czwartek na godz. 15:00 powinien on zatem podtrzymać swoją retorykę, że do końca 2024 r. stopy procentowe NBP nie zostaną skorygowane, a dla pierwszej obniżki będzie przestrzeń dopiero w 2025 r.

Czy amerykański rynek pracy podąża ku równowadze?

W ub. tygodniu poznaliśmy bardziej optymistyczne dane o inflacji PCE w USA w maju. Wskaźnik ten, jak i bazowa inflacja CPI spadły względem kwietnia. W szczególności, bazowy wskaźnik inflacji PCE obniżył się do 0,1% m/m z 0,3% m/m miesiąc wcześniej, co jest najniższą wartością od pół roku. Teraz uwaga przenosi się na dane z rynku pracy USA. We wtorek poznamy liczbę wakatów wg JOLTs w maju, która powinna potwierdzić trend powolnych spadków, zatrudnienie w sektorze prywatnym według ADP (środa), a najważniejsze dane zostaną opublikowane w piątek, tj. liczba etatów poza rolnictwem (non-farm payrolls) w czerwcu. Według konsensusu prognoz liczba ta wzrosła o 195 tys. m/m wobec 229 tys. m/m miesiąc wcześniej, co nadal przewyższa średnią wieloletnią. Dane makroekonomiczne nie dają zielonego światła dla obniżki stóp proc. Fed już w lipcu, ale termin wrześniowy pozostaje sprawą otwartą. Początek cięć właśnie we wrześniu jest zgodny z obecną wyceną rynkową stóp procentowych w USA.

W tym tygodniu wstępne dane inflacyjne HICP w strefie euro i forum w Sincrze

We wtorek o godz. 11:00 poznamy wstępne wyliczenie inflacji HICP w strefie euro w czerwcu. Według konsensusu prognoz obniżyła się ona do 2,5% r/r z 2,6% r/r w maju. Realizacja tej prognozy byłaby zgodna z ostrożnym nastawieniem bankierów centralnych w strefie euro, po tym jak na posiedzeniu w czerwcu rozpoczęli cykl obniżek stóp procentowych. Ewentualnych nowości w retoryce bankierów centralnych rynki będą poszukiwały w wypowiedziach podczas corocznego forum w portugalskiej Sincrze. Najważniejsze wystąpienia, tj. szefów EBC i Fed zaplanowano na wtorek. Nie wydaje nam się jednak, aby dotychczasowa wymowa uległa wyraźnej modyfikacji: EBC będzie ostrożny w kontynuowaniu zacieśniania polityki pieniężnej, a Fed pozostanie w trybie „wait-and-see”, choć nie wykluczy, że jeszcze w tym roku dojdzie do obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3010	-0,6%
USD/PLN	4,0133	-0,4%
CHF/PLN	4,4932	0,0%
EUR/USD	1,0719	-0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,84	0
WIBOR 3M	5,85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,17	-5
5Y	5,58	-2
10Y	5,73	-2

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,39	-11
5Y	5,02	-16
10Y	5,15	-16




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,42	-24
US 10Y	4,26	-20

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	86415,6	3,0
S&P 500	5464,6	0,6
Nikkei 225	38804,7	1,8




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

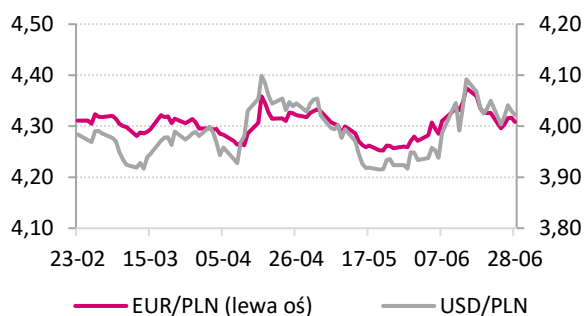
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Lipiec rozpoczyna się dość mocną poprawą apetytu na ryzyko jako reakcja na wyniki pierwszej tury wyborów parlamentarnych we Francji. Wskazują one co prawda na zwycięstwo skrajnie prawicowego Zjednoczenia Narodowego, lecz z nieznacznie mniejszym poparciem niż wskazywały sondaże. Druga tura zaplanowana jest na 7 lipca. Zwyżka eurodolara wspiera m.in. wycenę bardziej ryzykownych walut, w tym złotego. Kurs EUR/PLN bliski jest złamania poziomu 4,30, co potęgowałoby korzystny obraz techniczny dla polskiej waluty. Kolejną barierą stałby się poziom 4,2858. W dalszej części tygodnia uwaga inwestorów koncentrować się będzie na licznych danych istotnych publikacjach makro (odczyty inflacji ze strefy euro oraz dane z rynku pracy USA). Ciekawie zapowiada się także forum w portugalskiej Sintrze, gdzie we wtorek dyskutować będą prezeska Europejskiego Banku Centralnego i szef Fed. O ile pozostajemy umiarkowanie optymistycznie nastawieni do złotego w najbliższych dniach, to uważamy jednocześnie, iż utrzymywanie się ryzyka politycznego (do czasu wyników drugiej tury wyborów we Francji tj. do niedzieli) nie pozwoli walutom regionu na silną aprecjację. Wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej - w tym na najnowszą projekcję PKB i CPI - najpewniej pozostanie neutralny dla polskiej waluty. Nie oczekujemy bowiem, by narracja polskich bankierów centralnych miała się istotnie zmienić w stosunku do ostatnich posiedzeń. W 2024 roku nie spodziewamy się cięć stóp procentowych, co zapewne potwierdzi się w narracji prezesa NBP w tym tygodniu.
USD/PLN 	Kurs USD/PLN dość zgrabnie rozpoczął drugie półrocze bez większych problemów schodząc poniżej poziomu 4,00. Jest to reakcja na 1) osłabienie dolara na rynkach globalnych oraz 2) umocnienie złotego wspartego lepszym sentymentem inwestycyjnym. W naszej ocenie jednak przestrzeń do kontynuacji spadków pary USD/PLN pozostaje ograniczona. Oczekiwanie na dane makro, wystąpienia bankierów centralnych, a przede wszystkim wyniki drugiej tury wyborów parlamentarnych we Francji (7 lipca) może nieco studzić zmienność na rynkach finansowych.
EUR/USD 	Eurodolar mocnym akcentem rozpoczął nowy miesiąc oddalając się od testowanego kilkakrotnie w ostatnich dniach poziomu 1,0683 (silna bariera techniczna). Obecnie notowaniom bliżej jest do 200-dniowej średniej ruchomej, a więc 1,0793 po tym jak nieznacznie słabszy wynik skrajnej prawicy w wyborach parlamentarnych we Francji wsparł apetyty na ryzyko. Naszym zdaniem sytuacja eurodolara pozostaje jednak niezmienna. Kurs EUR/USD wzorem większości drugiego kwartału tak i obecnie pozostaje w przedziale 1,0683 - 1,0854. Oczekiwanie na decydujące rozstrzygnięcia we Francji (druga tura wyborów w tą niedzielę) wspierać będzie ograniczone ruchy rynkowe. Niewykluczone, iż najciekawsze w tym tygodniu mogą okazać się dane z rynku pracy USA, które kształtować będą rynkowe oczekiwania dotyczące perspektyw polityki pieniężnej. Nawet jeśli we wtorek podczas forum ekonomicznego w portugalskiej Sintrze usłyszymy od szefa Fed, że Rezerwa Federalna pozostanie cierpliwa w implementacji obniżek stóp procentowych, to uczestnicy rynku mogą „grać swoją grę”.

Rynek obligacji

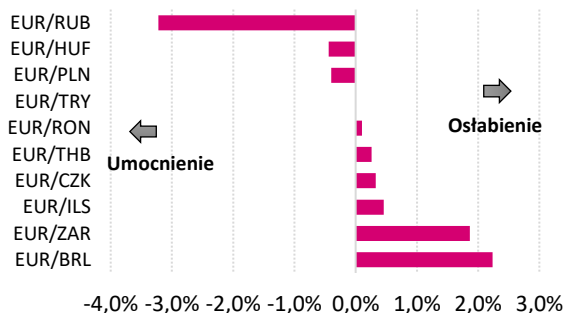
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość polskiej 10-latki oscyluje wokół poziomu 5,80% a więc okolic tegorocznych maksimów. Z jednej strony źródłem presji na wzrost rentowności krajowego długu jest sytuacja rynków bazowych, gdzie ostrożne podejście największych banków centralnych do kwestii cięć stóp procentowych przeciwdziała spadkowi dochodowości. Z drugiej zaś - w ostatnich dniach - rynek mocniej zaczął akcentować tzw. ryzyko fiskalne uwidocznione w rosnących stawkach asset swap. Ma to związek m.in. z przedstawionym w piątek planem podaży długu na trzeci kwartał tego roku. Zakłada on, iż pomiędzy lipcem a wrześniem Ministerstwo Finansów przeprowadzi pięć przetargów sprzedaży z łączną podażą na poziomie 25-45 mld PLN. W ostatnich latach natomiast okres letni właściwie nie obfitował w ofertę rynku pierwotnego. W naszej ocenie trudno będzie jednak o dalszy istotny wzrost stawek asset swap. Podobnie jak o znaczące wzrosty dochodowości obligacji bazowych.
10Y DE (%) 	O ile początek tygodnia przynosi zwyżkę dochodowości 10-letniego długu Niemiec, to nie uważamy, by taki stan rzeczy miał utrzymać się w kolejnych dniach. Rentowność Bunda na poziomie 2,59% tj. miesięcznego maksimum wydaje się być bliska wyczerpaniu potencjału do zwyżki. W naszej ocenie wraz z upływem tygodnia dochodowość niemieckiej krzywej może nieco zniżkować. Komentarze prezesa Europejskiego Banku Centralnego nie powinny istotnie wpłynąć na perspektywy polityki pieniężnej strefy euro, a tym samym wycenę obligacji.
10Y US (%) 	W tym tygodniu źródłem zmienności amerykańskiego długu w największym stopniu naszym zdaniem będą dane z rynku pracy USA. Główna publikacja (non-farm payrolls) zaplanowana jest na piątek, jednak w dniach poprzedzających poznamy m.in. JOLTs, czy raport ADP budujący oczekiwania przed raportem z rynku pracy. W przypadku gdyby dane choćby nieznacznie okazywały się rozczarowujące rynkową reakcją byłby spadek dochodowości Treasuries.

Wykresy rynkowe

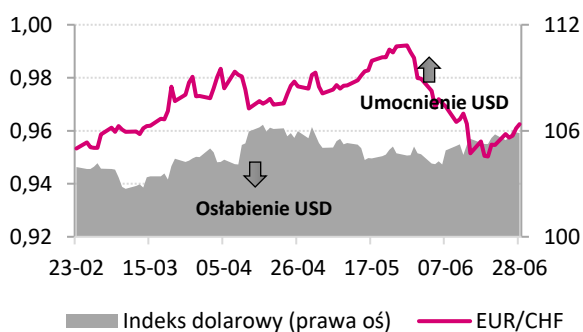
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



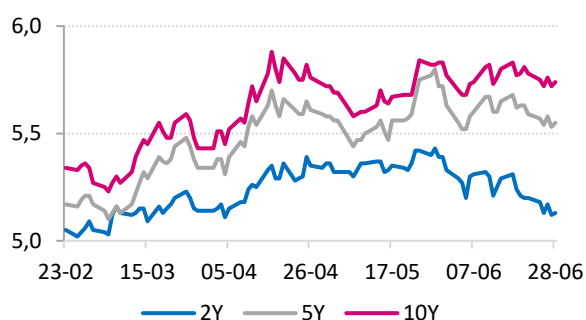
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



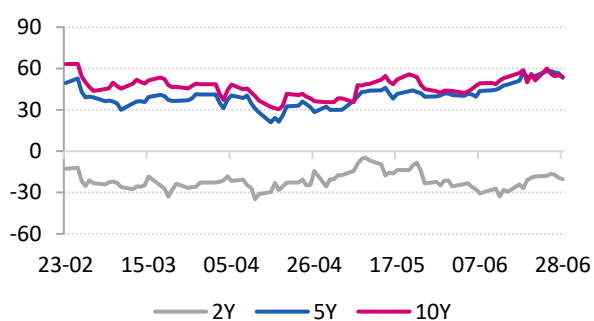
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



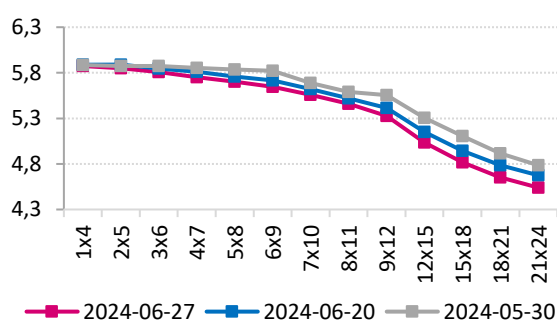
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



Krajowe stawki asset swap [%]

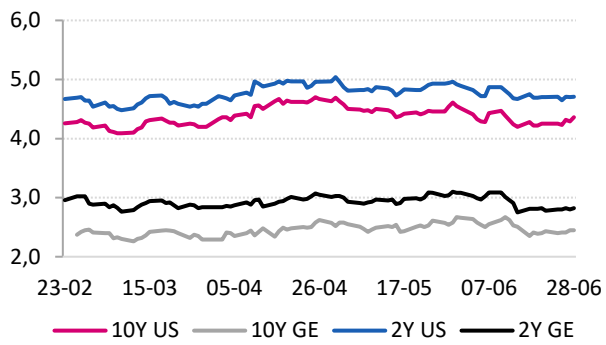


Kontrakty FRA w Polsce [%]

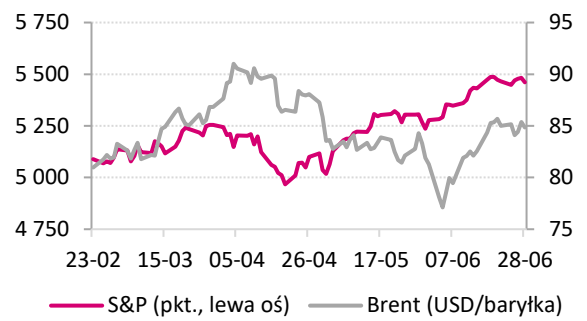


Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]

Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics



Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 01 lipca					
09:00 Indeks PMI w przemyśle	Polska	Czerwiec	45.0	44.5	44.3
09:55 Indeks PMI w przemyśle	Niemcy	Czerwiec	45.4	43.4	
10:00 Indeks PMI w przemyśle	EZ	Czerwiec	47.3	45.6	
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Czerwiec	2.4%	2.3%	
15:45 Indeks PMI w przemyśle	USA	Czerwiec	51.3	51.7	
16:00 Indeks ISM w przemyśle	USA	Czerwiec	48.7	49.0	
Wtorek 02 lipca					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Maj	5.1%	5.0%	
16:00 Indeks Conference Board	USA	Czerwiec	102.0	101.2	
Środa 03 lipca					
Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Czerwiec			
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Maj	634k	645k	
Czwartek 04 lipca					
14:30 PKB fin.	USA	1Q	3.4%	1.3%	
14:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Czerwiec	5.25%	4.75%	
14:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	21 czerwca	238k	230k	
14:30 Zamówienia na dobra trwałe użytku m/m wst.	USA	Maj	0.6%	0.4%	
Piątek 05 lipca					
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Czerwiec	2.5%		
14:00 Saldo rachunku bieżącego EUR	Polska	1Q	3741m		
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Maj	0.2%	0.4%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Maj	0.3%	0.4%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Maj	2.7%	2.6%	
14:30 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Maj	2.8%	2.6%	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan fin.	USA	Czerwiec	69.1	65.6	
Poniedziałek 08 lipca					
09:00 Indeks PMI w przemyśle	Polska	Czerwiec	45.0	44.5	
10:00 Indeks PMI w przemyśle	EZ	Czerwiec	47.3	45.6	
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Czerwiec	2.4%		

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.2	3.1	-0.3	-0.6	0.5	1.0	1.9	3.0	3.1	3.4
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.8	5.2	5.1	5.1	5.4	5.0	5.0	5.1	5.3	5.0	4.9	5.1
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.4	4.1	17.0	13.1	9.7	6.4	2.8	2.5	4.8	5.4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.7	82.0	81.4	82.1	77.7	85.6	82.7	81.5	84.8	81.0	79.4
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.75	6.75	5.75	5.75	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	5.80	5.80	6.84	6.86	6.04	5.80	5.82	5.84	5.75	5.75
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	5.88	5.76	6.89	6.90	5.77	5.88	5.88	5.85	5.81	5.76
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	5.82	5.70	6.95	6.95	5.63	5.82	5.86	5.86	5.86	5.70
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.35	4.27	4.68	4.45	4.64	4.35	4.30	4.31	4.29	4.27
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	3.94	3.79	4.29	4.11	4.37	3.94	3.99	4.03	3.89	3.79
EUR/USD	k.o.	1.14	1.07	1.10	1.13	1.09	1.09	1.06	1.10	1.08	1.07	1.10	1.13
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	3.91	3.13	3.04	3.58	3.95	3.91	3.89	3.71	3.42	3.13
SOFR 3M (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.59	5.26	5.19	5.55	5.66	5.59	5.59	5.59	5.30	5.26

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
 Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.