

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

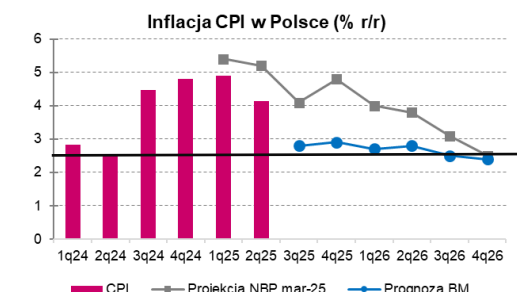
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



BM - Bank Millennium
Źródło: Macrobond, NBP, Bank Millennium

Ścieżka inflacji w nowej projekcji makroekonomicznej NBP będzie wyraźnie niższa niż zakładano w marcowej rundzie prognoz. Od lipca br. wskaźnik CPI powinien pozostać w przedziale celu NBP. Niemniej jednak ze względu na niepewność co do ścieżki deficytu sektora finansów publicznych RPP będzie chciała zapewne zachować ostrożność w prowadzeniu polityki pieniężnej i będzie stopniowo dozować cięcia stóp procentowych.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

RPP zapewne utrzyma stopy proc. na niezmiennym poziomie

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, której decyzję poznamy w środę w godzinach popołudniowych. Biorąc pod uwagę narrację prezesa A. Głapińskiego po czerwcowym posiedzeniu RPP oraz wypowiedzi innych członków Rady, najbardziej prawdopodobną decyzją jest stabilizacja stóp procentowych. Taki też jest aktualny konsensus Bloomberg'a i oczekiwanie inwestorów. W lipcu Rada zapozna się z wynikami lipcowej projekcji makroekonomicznej, która w porównaniu z marcem przedstawiać będzie zapewne wyraźnie niższą ścieżkę inflacji CPI (w 2Q br. wskaźnik CPI okazał się o 1,1 pkt. proc. niższy niż zakładano w marcowej projekcji) oraz inflacji bazowej. Jednocześnie nieco w górę będzie zapewne zrewidowana prognoza dynamiki PKB w 2026 r. (w marcowej rundzie zakładano 2,9%), choć w dół zrewidowany zostanie wzrost PKB w tym roku (z 3,7% szacowanych w marcu). Szybszy niż zakładała RPP powrót inflacji do przedziału celu to czynnik wspierający cięcia stóp procentowych w tym roku, jednak ze względu na niepewność co do ścieżki fiskalnej oraz uporczywość inflacji cen usług, RPP będzie ostrożna w dozowaniu luzowania monetarnego. Dlatego też w naszej ocenie decyzji o kolejnych cięciach stóp procentowych oczekiwać należy po wakacjach, a do końca roku stopy proc. spadną o 50 pkt. baz.

Dane z amerykańskiego rynku pracy wpiszą się w narrację „wait-and-see” Fed

Ten tydzień to czas publikacji danych z rynku pracy w Stanach Zjednoczonych, m.in. liczby wolnych miejsc pracy w kwietniu wg JOLTS oraz raportu ADP. Publikacje te będą stanowić preludeum do najważniejszych danych za czerwiec, które poznamy w czwartek, tj. do liczby etatów poza rolnictwem (non-farm payrolls) oraz stopy bezrobocia. Według konsensusu prognoz zatrudnienie w USA wzrosło o 129 tys. m/m po wzroście o 139 tys. m/m miesiąc wcześniej. Realizacja tej prognozy oznaczałaby, że wzrost liczby etatów nadal stopniowo spowalnia, ale jest zbliżony do średniej wieloletniej, nie budząc większych obaw o kondycję amerykańskiego rynku pracy. W podobnym duchu interpretowane byłyby dane o stopnie bezrobocia, dla której oczekuje się stabilizacji na 4,2%. Zrealizowanie się tych oczekiwań nie zmieniłoby oceny, że rynek pracy w USA pozostaje stabilny. Wpisywałoby się to w podejście wait-and-see amerykańskiej Rezerwy Federalnej, która utrzymuje stopy procentowe bez zmian z uwagi na ryzyka dla inflacji wynikające z polityki administracji D.Trumpa. Ewentualna negatywna niespodzianka w danych mogłaby nasilić oczekiwanie co do obniżki stóp proc. już na posiedzeniu w lipcu, co obecnie nie jest scenariuszem bazowym dla rynków finansowych. Inwestorzy są obecnie podzieleni co do skali łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed w tym roku. Część oczekują łącznie cięć o 50 pkt baz, inni natomiast zakładają obniżki w sumie o 75 pkt baz.

Symposium w Sinterze i dane inflacyjne bez wpływu na oczekiwania co do działań EBC

W tym tygodniu odbędzie się coroczne sympozjum w Sinterze poświęcone polityce pieniężnej w strefie euro. W szczególności rynki finansowe będą przykuwać uwagę do wypowiedzi Ch.Lagarde w kontekście aktualności jej słów o tym, że EBC zbliża się do końca cyklu obniżek stóp procentowych, dopuszczając możliwość stabilizowania ich na posiedzeniu w lipcu. W kontekście dalszych działań EBC analizowane będą także wstępne dane inflacyjne za czerwiec ze strefy euro. Według konsensusu prognoz indeks HICP wzrósł do 2,0% r/r z 1,9% r/r w maju, a wskaźnik bazowy ustabilizował się na 2,3% r/r. Nie wydaje nam się, aby retoryka Ch.Lagarde, ani dane inflacyjne zmieniały istotnie rynkowe oczekiwania, wg których najbliższe posiedzenie 24 lipca nie przyniesie zmian stóp proc., a do końca roku stopa depozytowa zostanie ścięta o 25 pkt baz.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2650	-0.3%
USD/PLN	3.6850	-0.6%
CHF/PLN	4.5397	-0.7%
EUR/USD	1.1507	-0.3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.34	0
WIBOR 3M	5.22	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.61	3
5Y	5.11	8
10Y	5.63	12

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.47	15
5Y	4.30	2
10Y	4.61	2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.55	9
US 10Y	4.45	11

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	99583.4	-0.8
DAX	23699.1	-2.0
S&P 500	5977.0	-0.4

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

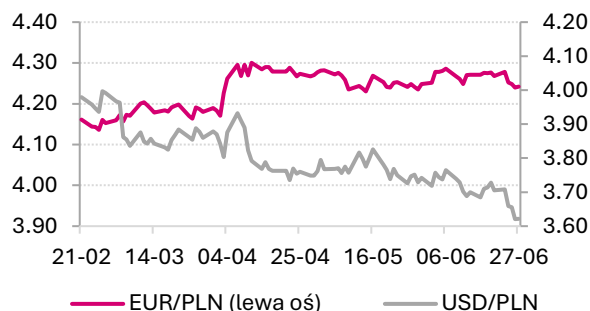
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	W minionym tygodniu złoty zyskiwał wobec euro jako jedna z niewielu głównych walut spośród uniwersum G10 i walut gospodarek wschodzących, choć było to zgodne z tendencjami dla pozostałych walut regionu. Te zwykle korzystają na rosnącym kursie EURUSD, choć przejściowo ta zależność była zachwiana w okresie wzrostu awersji do ryzyka i odwrotu od amerykańskich aktywów. Złotemu sprzyja deeskalacja napięć na Bliskim Wschodzie. Kurs EURPLN oscylował w pierwszej części tygodnia w okolicach 4,27, a później zyskał do poniżej 4,24. Złotemu nie zaszkodził spadek stawek IRS, a w tym tygodniu przy względnie mało gotębiej RPP widzimy potencjał do ich odreagowania w górę, co przy niższej zmienności może sprzyjać złotemu. Choć kurs EURPLN jest blisko poziomów wsparcia to przy sprzyjających okolicznościach ze strony krajowej polityki pieniężnej i potencjalnym wzroście krajowych stóp rynkowych może prowadzić do dalszego umocnienia krajowej waluty. Sprzyjać temu mogłyby także możliwe wydłużenie przez USA obowiązywania rozporządzenia prezydenta D. Trumpa o zawieszeniu wejścia w życie wyższych cel.
USD/PLN	↔	Zakładana przez nas stabilizacja złotego do euro na mocnym poziomie w okolicy 4,23-4,24 przy utrzymaniu słabego dolara do euro powyżej 1,17 może sprzyjać stabilizacji kursu USDPLN w pobliżu najniższych od poziomów od końca 2020 r. ok. 3,60-3,62.
EUR/USD	↔	Kurs EURUSD kontynuował wzrost w poprzednim tygodniu z ok. 1,15 powyżej 1,17. Sprzyjała temu deeskalacja sytuacji na Bliskim Wschodzie i głębszy spadek dolarowych stóp rynkowych. To pokłosie m.in. gotębiej wypowiedzi bankierki centralnej z Fed M. Bowman, która powiedziała, że mogłaby głosować nad obniżką stóp procentowych już na kolejnym posiedzeniu w lipcu. Dolarowi nie pomogły z pewnością słabsze dane o nastrojach konsumentów za czerwiec oraz negatywne komentarze D. Trumpa wobec J. Powella. Uczestnicy rynku zaczęli spekulować nad potencjalnym ogłoszeniem kandydatury kolejnego szefa Fed już we wrześniu-październiku, na długo zanim zakończy się kadencja obecnego szefa Fed. D. Trump zasignalizował, że nie wskaże nikogo przeciwnego obniżkom stóp. W kontekście kursu EURUSD istotne będzie zaplanowane na początek tygodnia spotkanie bankierów centralnych w Sinterze, gdzie będą występować zarówno J. Powell, jak i C. Lagarde, ale też inni czołowi przedstawiciele głównych banków centralnych. Kolejne wypowiedzi D. Trumpa osłabiające pozycję J. Powella mogą niekorzystnie wpływać na dolara, a komentarze C. Lagarde o rosnącej roli euro w globalnym systemie gospodarczym mogą wspierać euro mimo, że kurs EURUSD jest już na podwyższonym poziomie z punktu widzenia sytuacji technicznej. Pod koniec tygodnia kurs będzie pod wpływem amerykańskich danych z rynku pracy. Z ankiety IMFIF wynika, że 16% spośród 75 banków centralnych planuje zwiększyć udział euro w rezerwach w najbliższych 2 latach.

Rynek obligacji

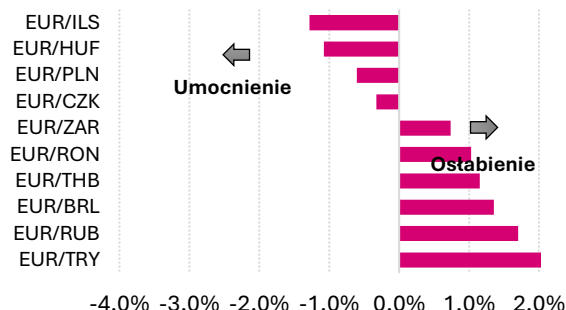
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	Miniony tydzień stał pod znakiem spadku krajowych stóp rynkowych. Stawki FR obniżyły się o ok. 2-19 pb, IRS o ok. 5-18 pb a rentowności obligacji o ok. 7-20 pb. Sprzyjał temu spadek rentowności obligacji amerykańskich, słabsze od oczekiwań dane z kraju, w tym zarówno produkcja, płace, zatrudnienie jak i sprzedaż, jak również spadek cen ropy oraz umocnienie złotego. Obligacjom nie zaszkodziła spora podaż netto obligacji. Ministerstwo Finansów sprzedało SPW za 10,0 mld zł, przy popycie 14,2 mld zł (0,6 mld zł na aukcji dodatkowej). Po przetargu resort finansów zrealizował ok. 75% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Nie zaplanowano aukcji obligacji na początku lipca, a podaż netto w całym miesiącu może być niższa. Kluczowym wydarzeniem dla rynku będzie posiedzenie RPP i nowa projekcja, a szczególnie ton komentarzy prezesa NBP. Choć procedowane jest zamrożenie cen gazu, konflikt na Bliskim Wschodzie deeskalował, a ostatnie dane z gospodarki rozczarowały to zakładamy, że nastawienie RPP pozostanie mało gotębie, a RPP wstrzyma się ze zmianą stóp do września co może sprzyjać korekcie rentowności w górę, w tym szczególnie na krótkim końcu.
10Y DE (%)	↔	Kolejny tydzień z rzędu zmiany na niemieckim rynku obligacji były ograniczone. Wsparciem dla rentowności w górę będzie potwierdzenie lekkiego wzrostu indeksów PMI. Mocny kurs euro sprzyja oczekiwaniom na kolejną obniżkę stóp procentowych, choć ta nie jest przesądzona. Na pewno trzeba będzie na nią poczekać co najmniej do września. Fakt, że EBC jest już bliski końca cyklu a stopy banku mogą się stabilizować na obecnym poziomie na dłużej sugeruje ograniczony potencjał do zmian rentowności w najbliższym czasie. Istotne w tym względzie będą komentarze C. Lagarde.
10Y US (%)	↓	W minionym tygodniu krzywa amerykańskich rentowności przesunęła się w dół o ok. 5-11 pb w tym w większym stopniu na krótszym końcu krzywej. Widzimy pewną przestrzeń do dalszego umocnienia amerykańskiego długu, a sprzyjać temu mogłyby słabe dane z rynku pracy lub dalszy spadek cen ropy przed decyzją krajów sojuszu OPEC+ w sprawie podwyżki dostaw ropy w sierpniu (6 lipca). Wiele będzie zależeć od wypowiedzi prezesa J. Powella wykazujących niezależność od sugestii D. Trumpa.

Wykresy rynkowe

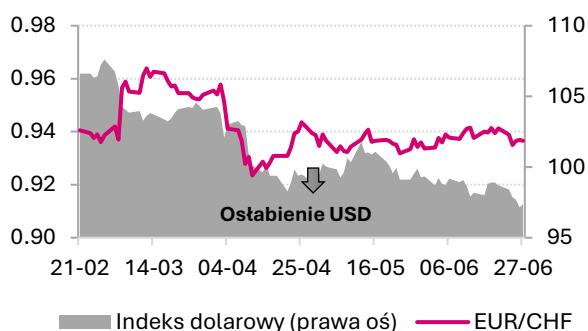
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



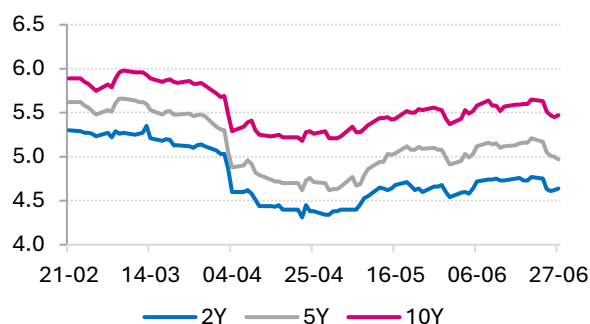
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



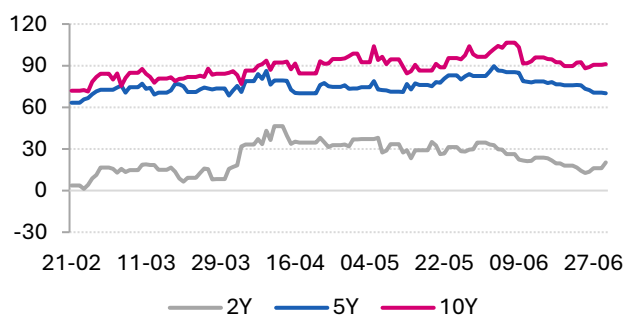
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



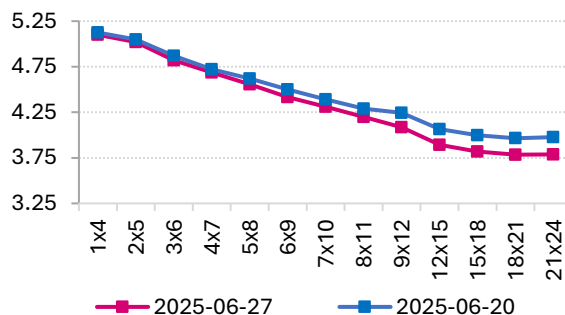
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



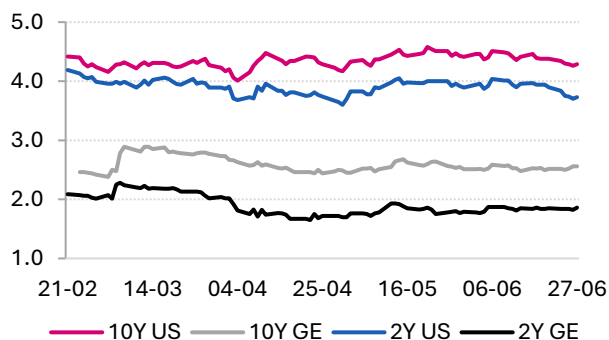
Krajowe stawki asset swap [%]



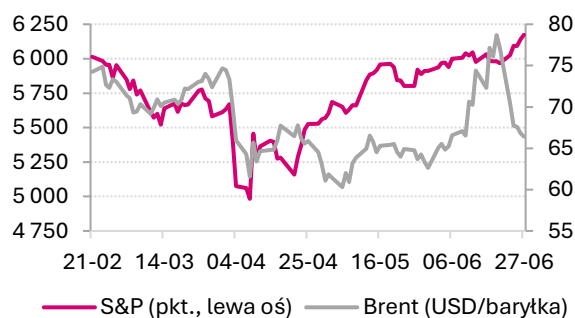
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 30 czerwca					
03:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Czerwiec	49.5	49.7	
03:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Czerwiec	50.3	50.3	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Czerwiec	4.0%	4.0%	4.0%
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Czerwiec	2.1%	2.1%	
Wystąpienie publiczne prezeski					
21:00 ECB Ch. Lagarde otwierające forum w Sintze	EZ				
Wtorek 01 lipca					
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Czerwiec	47.1	48.0	48.5
09:55 Indeks PMI dla przemysłu fin.	Niemcy	Czerwiec	48.3	49.0	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Czerwiec	49.4	49.4	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Czerwiec	1.9%	1.9%	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu fin.	USA	Czerwiec	52.0	52.0	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Czerwiec	48.5	48.8	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Maj	7.391 mln		
Środa 02 lipca					
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Lipiec	5.25%	5.25%	5.25%
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Maj	6.2%	6.2%	
14:15 Raport ADP	USA	Czerwiec	37 tys.	80 tys.	
Czwartek 03 lipca					
Sesja skrócona (do 19:00 CET)	USA				
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Czerwiec	47.1	49.4	
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Czerwiec	49.7	50.0	
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Czerwiec			
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Czerwiec	139 tys.	129 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Czerwiec	4.2%	4.2%	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Lipiec			
15:45 Indeks PMI dla usług fin.	USA	Czerwiec	53.7	53.1	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. fin.	USA	Maj	-6.6%	16.4%	
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Maj	-3.7%	7.8%	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Czerwiec	49.9	50.3	
Piątek 04 lipca					
Dzień wolny od pracy	USA				
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Maj	0.6%	-0.2%	
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Czechy	Czerwiec	2.4%	2.9%	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Czerwiec			
Poniedziałek 07 lipca					
10:30 Indeks Senitx	EZ	Lipiec	0.2		

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5.3	0.1	2.9	3.4	2.1	3.2	2.7	3.2	3.2	3.4	3.8	3.8
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.1	5.3	4.9	5.0	5.1	5.3	5.0	5.0	5.1
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.6	3.8	2.8	2.5	4.5	4.8	4.9	4.1	3.0	3.1
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	98.7	82.0	79,7	67.2	81.5	84.8	78.7	73.9	74.8	65.5	64.4	60.8
Stopa referencyjna	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.50	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	5.00	4.50
WIBOR 1M	%, k.o.	6.93	5.80	5.82	4.59	5.83	5.84	5.82	5.82	5.85	5.29	5.06	4.59
WIBOR 3M	%, k.o.	7.02	5.88	5.84	4.54	5.88	5.85	5.85	5.84	5.84	5.17	4.86	4.54
WIBOR 6M	%, k.o.	7.14	5.82	5.80	4.36	5.86	5.86	5.85	5.80	5.76	4.98	4.64	4.36
EUR/PLN	k.o.	4.69	4.35	4.27	4.28	4.30	4.31	4.28	4.27	4.18	4.25	4.25	4.28
USD/PLN	k.o.	4.40	3.94	4.10	3.75	3.99	4.03	3.82	4.10	3.86	3.80	3.76	3.75
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.04	1.14	1.08	1.07	1.12	1.04	1.08	1.13	1.13	1.14
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	2.71	1.56	3.89	3.71	3.28	2.71	2.34	2.05	1.81	1.56
SOFR 3M	%, k.o.	3.62	5.36	4.69	3.82	5.35	5.35	5.31	4.69	4.35	4.32	4.26	3.82

* 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.