

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



Źródło: LSEG Workspace, Macrobond, Bank Millennium

Po kilku latach wzrostowego trendu i osiągnięciu rekordowego poziomu przez kurs realny od początku roku indeks dolara spada. Ma to związek z polityką gospodarczą USA, „wojną celną”, perspektywami fiskalnymi, obniżką ratingu i oczekiwaniami większych cięć w USA niż w strefie euro. Dolar może odrobić część strat, ale w perspektywie kolejnych miesięcy możliwe jest dalsze osłabienie.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Nowa projekcja ekonomiczna NBP uzasadnia dalsze luzowanie polityki monetarnej

Lipcowe posiedzenie RPP zakończyło się kolejną niespodzianką i cięciem kosztu pieniądza o 25 pkt. baz. W rezultacie stopa referencyjna spadła do 5,00%. Uzasadnieniem decyzji były wyniki projekcji makroekonomicznej, która wskazała na wyraźnie niższą ścieżkę inflacji niż marcowa projekcja. Jej wyniki wskazywały na trwały powrót inflacji do celu NBP od 2Q 2026 r. Nieco w dół zrewidowana została także ścieżka wynagrodzeń w gospodarce. Korzystniejsze perspektywy inflacji ośmieliły RPP do szybszego poluzowania monetarnego. Należy przy tym zauważyć, że scenariusz wyraźnego wyhamowania inflacji i jej powrót do celu NBP zarysował się już w maju. Ponadto, ścieżka inflacji z projekcji NBP jest wciąż nieco powyżej aktualnego konsensusu prognoz Bloomberg dla inflacji w latach 2025 i 2026. Także nasze prognozy są nieco niższe od oczekiwań NBP. Efekt m.in. przyjęcia przez NBP założenia, iż ewentualne odmrożenie cen energii elektrycznej doprowadzi do zauważalnej wyższej inflacji. W naszej ocenie ten scenariusz ma szansę się nie zrealizować. W naszej ocenie scenariusz zarysowany w projekcji makroekonomicznej daje przestrzeń do dalszych cięć stóp procentowych, na co wskazywała wskazala część członków RPP w swoich wypowiedziach. W naszym scenariuszu zakładamy cięcie stóp o 50 pkt. baz. do końca tego roku, a kolejna obniżka może nastąpić we wrześniu. Do końca 2026 r. stopa referencyjna spadnie, według nas, do 3,50%. O tempie cięć stóp proc. przesądzić może kształt przyszłorocznego budżetu oraz administracyjne decyzje odnośnie do cen energii elektrycznej.

W tym tygodniu polityka celna USA w centrum uwagi

Kalendarium tego tygodnia jest ubogie, a najważniejsze będą doniesienia co do polityki handlowej Stanów Zjednoczonych. Zwracamy uwagę jedynie na poniedziałkowe wyliczenie indeksu Sentix dla strefy euro, który wzrósł na początku lipca do 4,5 pkt z 0,2 pkt miesiąc wcześniej. Oznacza to dalszą, choć wolniejszą, poprawę nastrojów w gospodarce Eurogrupy. W dniu 9 lipca zakończyć ma się 90-dniowy okres zawieszenia amerykańskich ceł ogłoszonych na początku kwietnia przez D.Trumpa. Czas ten miał służyć wypracowaniu nowych porozumień handlowych. Udało się to np. z Wietnamem i częściowo z Wielką Brytanią. W niedzielę Sekretarz Skarbu S.Bessent powiedział, że nowe umowy z ważnymi partnerami zostaną przyjęte w najbliższych dniach. Z kolei Sekretarz Handlu H.Lutnick wskazał 1 sierpnia jako datę wejścia w życie wysokich ceł dla krajów bez porozumień celnych. Oznacza to, że niepewność co do polityki handlowej USA nadal będzie pozostawać istotnym czynnikiem dla decyzji Fed, przynajmniej w najbliższych tygodniach. Wpływ ceł na działania Fed potwierdził przewodniczący J.Powell. W ub. tygodniu zasugerował on, że gdyby nie zmiany w polityce celnej USA, to stopy procentowe w USA zostałyby obniżone. Obok polityki handlowej czynnikiem przemawiającym za ostrożnym podejściem Fed do cięć kosztu pieniądza jest też uchwalenie zmian w polityce fiskalnej USA. D.Trump podpisał bowiem ustawę One Big Beautiful Bill Act, której efektem będzie, według szacunków Biura Budżetowego Kongresu (CBO), deficyt większy w 2026 r. o 480 mld USD. Oznacza to, że w odniesieniu do PKB saldo budżetu federalnego wyniesie w przyszłym roku ok. -6,9% PKB zamiast -5,4% PKB. Zachowawcze podejście Fed umożliwiłoby sytuacja na rynku pracy, co w ub. czwartek potwierdziły dane o zatrudnieniu poza rolnictwem (non-farm payrolls wzrosły o 147 tys. m/m). W konsekwencji tych informacji i danych rynki finansowe zmniejszyły wyceniane prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych w lipcu z niecałych 20% do tylko ok. 5%. Jednocześnie inwestorzy stali się bardziej pesymistyczni co do trzech obniżek stóp w tym roku przesuwając się w kierunku dwóch cięć.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2450	0.2%
USD/PLN	3.6109	0.1%
CHF/PLN	4.5409	0.3%
EUR/USD	1.1756	0.1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.15	-23
WIBOR 3M	5.07	-17

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.31	-22
5Y	4.77	-19
10Y	5.27	-19

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.06	-26
5Y	4.00	-23
10Y	4.36	-20

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.57	-2
US 10Y	4.33	6

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	105548.3	1.8
DAX	23787.5	-1.0
S&P 500	6279.4	2.3

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

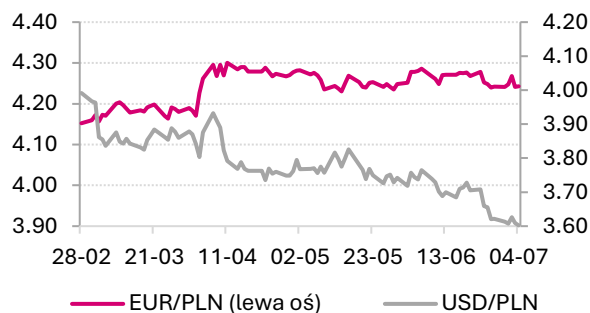
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Kurs EURPLN nie zmienił się istotnie w ciągu minionego tygodnia. W pierwszych dniach tygodnia wzrost w kierunku 4,267, a później powrócił do poziomów w pobliżu 4,23-4,24 notowanych na początku tygodnia przy stosunkowo stabilnym kursie EURUSD, i wyniki złotego plasowały go w środku stawki głównych walut G10 i gospodarek wschodzących. Złotemu sprzyja uspokojenie sytuacji na Bliskim Wschodzie, ale negatywny choć przejściowy wpływ na krajową walutę miała nieoczekiwana obniżka stóp procentowych ze strony RPP. Kurs EURPLN jest blisko poziomów wsparcia ok. 4,23-4,24 i z obecnych poziomów możliwy jest lekki wzrost kursu EUR/PLN. Wsparciem dla złotego i apetytu na ryzyko byłoby także wydłużenie przez USA obowiązywania rozporządzenia prezydenta D. Trumpa o zawieszeniu wejścia w życie wyższych cel.
USD/PLN		Zakładane przez nas lekkie osłabienie złotego do euro w kierunku 4,25 przy dalszym lekkim odreagowaniu dolara do euro może sprzyjać kontynuacji wzrostowi kursu USDPLN w kierunku 3,65.
EUR/USD		Miniony tydzień stał pod znakiem odreagowania dolara po wcześniejszym znacznym osłabieniu. Trend spadkowy dolara wyhamował, a kurs EURUSD obniżył się do ok. 1,173 z ok. 1,187. Dolarowi sprzyjała seria lepszych od prognoz danych zarówno w przypadku zatrudnienia poza rolnictwem, a także ISM dla przemysłu, która prowadziła do ograniczenia oczekiwań na obniżkę stóp na lipcowym posiedzeniu, które narastały w ostatnim czasie. Rynkowa wycena obniżek stóp w USA zmniejszyła się o kilkanaście punktów bazowych do ok. 50 pb do końca roku. Inwestorzy przestali wyceniać obniżkę w lipcu i zmniejszyli oczekiwania na ruch także we wrześniu. Euro mógł nie sprzyjać odczyt niższej od prognoz inflacji w Niemczech. Finalnie spadkowi kursu EURUSD sprzyjał także wzrost różnicy w oprocentowaniu amerykańskich i niemieckich obligacji o ok. 15 pb. Ten tydzień jest dosyć ubogi w istotne publikacje danych makroekonomicznych. Kurs EURUSD będzie zatem najprawdopodobniej pod wpływem informacji o amerykańskich cłach. Zakładamy, że dolar może nieco odreagować po wcześniejszych znacznych spadkach, do technicznego wsparcia blisko 1,155-1,165, czemu może sprzyjać wydłużenia zawieszenia podwyższonych cel przynajmniej do 1 sierpnia, ale zasadniczo wciąż uważamy, że dolar pozostanie słaby.

Rynek obligacji

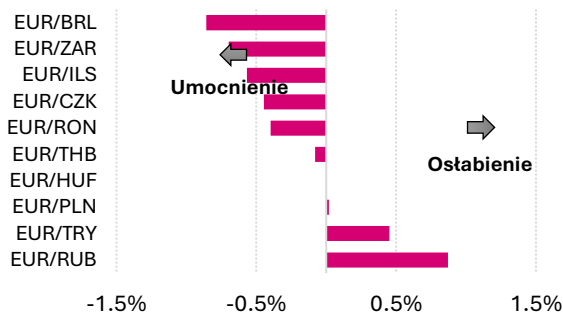
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Miniony tydzień stał pod znakiem kontynuacji spadku krajowych stóp rynkowych. Stawki FR obniżyły się o ok. 20-30 pb, IRS o ok. 15-21 pb, a rentowności obligacji o ok. 11-16 pb. Spread asset swap rosty do 8 pb. Zachowanie rynków bazowych miało tym razem ograniczony wpływ na rynek krajowy przy stabilizacji rentowności niemieckich i wzrostach w przypadku amerykańskiego długu. Kluczowa dla zachowania krajowego rynku była nieoczekiwana decyzja RPP i stosunkowo gołębi przekaz z konferencji dotyczący publikacji Raportu o inflacji. Po tym jak stopy rynkowe IRS osiągnęły techniczne poziomy wsparcia możliwa jest lekka korekta w górę. Podobny ruch może być obserwowany na krajowych obligacjach szczególnie przed aukcją zaplanowaną na środę. Na aukcji resort finansów zaoferuje obligacje na kwotę 5-10 mld zł. W całym lipcu resort finansów zaplanował podaż na poziomie 16-31 mld zł. Jednak w dalszej części miesiąca presja na spready asset swap będzie ograniczona w związku z wysokimi zapadalnościami obligacji skarbowych oraz obligacji BGK. Zakładamy, że RPP zdecyduje się na kolejną obniżkę stóp we wrześniu, co sugeruje, że pole do korekty stóp rynkowych w górę nie jest duże.
10Y DE (%)		Kolejny tydzień z rzędu zmiany na niemieckim rynku obligacji były ograniczone. Zmiany tygodnia na całej krzywej oscylowały w granicach kilku punktów bazowych. Presja na ruch w górę wynikająca ze zmian na rynku amerykańskim i poprawa w danych o PMI była równoważona przez spadek cen ropy i niższą od oczekiwań inflację z Niemiec. Niewielka zmienność obligacji niemieckich wynika też tego że cykl łagodzenia polityki pieniężnej jest bliski końca i stabilizację stóp blisko obecnego poziomu wycenia też rynek. W tym tygodniu po lepszych od prognoz danych o zamówieniach z Niemiec z istotniejszych danych opublikowana będzie inflacja z Francji z oczekiwanym lekkim wzrostem.
10Y US (%)		W minionym tygodniu krzywa amerykańskich rentowności przesunęła się w górę o ok. 4-15 pb w tym w większym stopniu na krótszym końcu krzywej. To pokłosie zestawu lepszych od oczekiwań danych z USA (ISM, dane o zatrudnieniu i mało gołębi komentarzy J. Powella). Przy braku istotnych publikacji danych makro w tym tygodniu kluczowe dla rentowności mogą być decyzja w sprawie amerykańskich cel i protokół z posiedzenia Fed. Ograniczeniem dla dalszych wzrostów może być spadek cen ropy po decyzji OPEC o większej skali podwyżki stóp.

Wykresy rynkowe

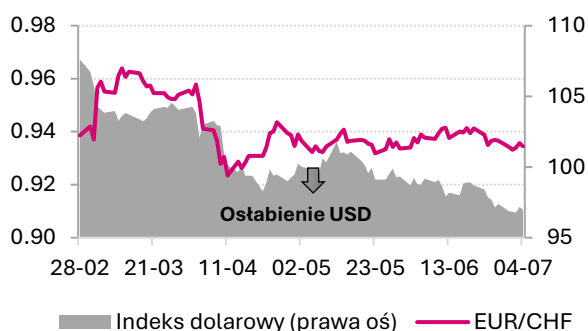
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



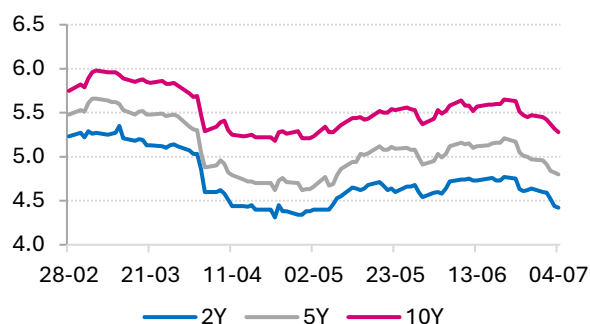
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



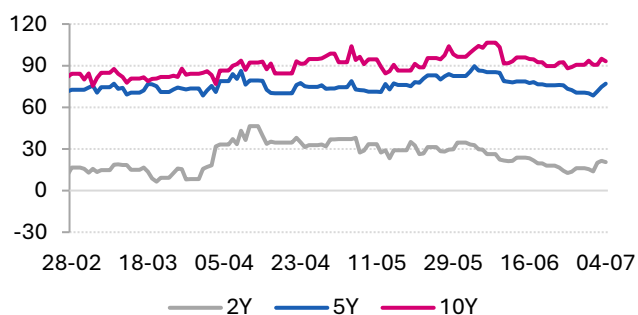
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



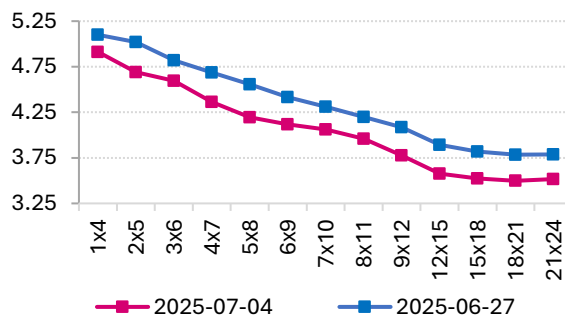
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



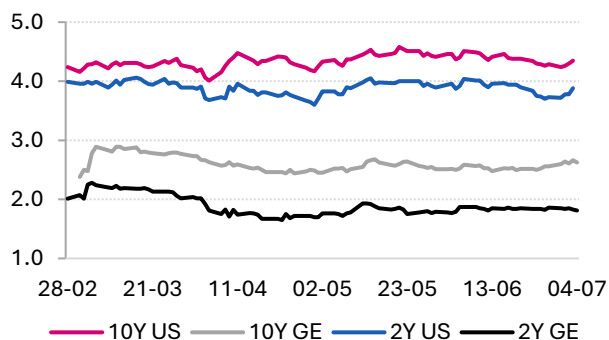
Krajowe stawki asset swap [%]



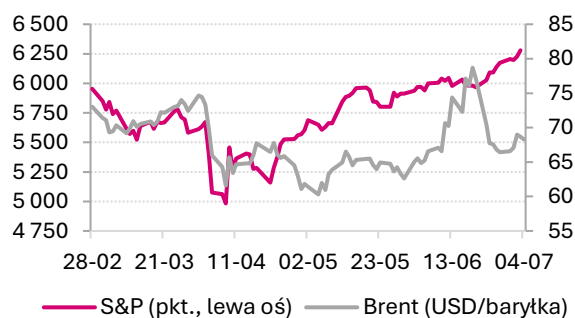
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 07 lipca					
08:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	Niemcy	Maj	-1.4%	0.5%	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Lipiec	0.2	1.2	
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Maj	2.3%	1.4%	
Wtorek 08 lipca					
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Czerwiec	4.4%	4.6%	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Rumunia	Maj	6.50%	6.50%	
Środa 09 lipca					
03:30 Inflacja PPI r/r	Chiny	Czerwiec	-3.3%	-3.1%	
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Czerwiec	-0.1%	0.0%	
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Lipiec			
20:00 Protokół z posiedzenia Fed	USA	Czerwiec			
Czwartek 10 lipca					
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	5 lipca	Lipiec	233 tys.	236 tys.	
Piątek 11 lipca					
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Czerwiec	2.0%	2.0%	
08:00 Inflacja CPI r/r	Rumunia	Czerwiec	5.45%	5.55%	
08:45 Inflacja CPI r/r fin.	Francja	Czerwiec	0.7%	0.9%	
Poniedziałek 14 lipca					
00:00 Eksport r/r	Chiny	Czerwiec	4.8%	5.2%	
00:00 Import r/r	Chiny	Czerwiec	-3.4%	-0.5%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Maj	-374 mln	-999 mln	-945 mln

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	5.1	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	68.8	81.5	84.8	78.7	73.9	74.8	66.8	67.0	68.0
Stopa referencyjna	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.50	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	4.75	4.50
WIBOR 1M	%, k.o.	6.93	5.80	5.82	4.58	5.83	5.84	5.82	5.82	5.85	5.35	4.84	4.58
WIBOR 3M	%, k.o.	7.02	5.88	5.84	4.54	5.88	5.85	5.85	5.84	5.84	5.23	4.76	4.54
WIBOR 6M	%, k.o.	7.14	5.82	5.80	4.36	5.86	5.86	5.85	5.80	5.76	5.04	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	4.24	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	3.62	3.63	3.63
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.04	1.14	1.08	1.07	1.12	1.04	1.08	1.17	1.17	1.18
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	2.71	1.56	3.89	3.71	3.28	2.71	2.34	1.94	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	4.34	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 jakiejkolwiek 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.