

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

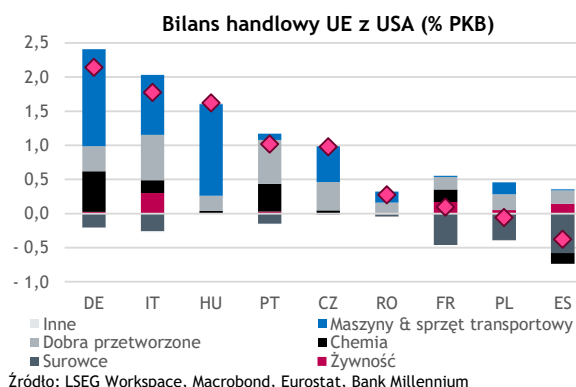
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Mimo oczekiwań na porozumienie handlowe D. Trump zapowiedział 30% cła na towary unijne. Bezpośredni wpływ podwyższenia cel będzie ograniczony dla Polski (saldo wymiany handlowej z USA bliskie równowagi, eksport ok. 0,5% PKB), a pośredni wpływ będzie deflacyjny. Do trwałego obniżenia deficytu handlowego USA (ok. 4% PKB) byłby potrzebny znacznie słabszy dolar. W tym kontekście istotny będzie mandat inflacyjny Fed i reakcja UE na zmniejszenie konkurencyjności.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Szczegóły inflacji CPI w czerwcu bez wpływu na oczekiwania co do stóp procentowych

We wtorek GUS opublikuje szczegółowe dane o inflacji w czerwcu, która według szybkiego szacunku wyniosła 4,1% r/r wobec 4,0% r/r w maju. Nieznaczne przyspieszenie inflacji to w głównej mierze efekt wyhamowania spadków cen paliw oraz wzrostu inflacji bazowej, która według naszych szacunków wyniosła w czerwcu 3,4% r/r wobec 3,3% r/r w maju. Szczegóły inflacji bazowej NBP przedstawi w środę. Z publikowanych przez GUS danych zwyczajowo już najciekawsze będą dane o inflacji cen usług, gdzie presja cenowa pozostaje najbardziej uporczywa. W naszej ocenie opublikowane dane nie powinny istotnie wpłynąć na ocenę perspektyw polityki pieniężnej w Polsce. Inflacja za czerwiec to ostatni miesiąc, kiedy wskaźnik CPI przewyższał cel banku centralnego. Od lipca br. inflacja będzie znajdowała się w przedziale dopuszczalnych odchyień inflacji od celu NBP, co zapewne wzmocni oczekiwania na obniżkę stóp procentowych o 25 pkt. baz. na wrześniowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej.

W tym tygodniu sporo danych z USA, w tym czerwcowa inflacja

W tym tygodniu uwadze uczestników rynku nie umkną publikacje ze Stanów Zjednoczonych, które potencjalnie mogą wpłynąć na oczekiwania co do ścieżki polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej. We wtorek poznamy najważniejsze dane, tj. o inflacji cen konsumenckich w czerwcu. Konsensus rynkowy zakłada indeks CPI i wskaźnik bazowy wynoszący 0,3% m/m wobec 0,1% m/m w maju. W ujęciu r/r oznacza to prognozy wzrostu CPI do 2,7% r/r z 2,4% r/r w maju oraz bazowego wskaźnika do 3,0% r/r z 2,8% r/r. Oczekiwany wzrost inflacji wynika częściowo z wzrostu cen ropy naftowej w czerwcu, niemniej najpewniej nieco wzrosła też inflacja innych towarów. Natomiast w piątek w raporcie Uniwersytetu Michigana poznamy też oczekiwania inflacyjne Amerykanów w lipcu. Według konsensusu prognoz obniżyły się one, choć najpewniej nadal pozostaną na wysokim poziomie. W takich warunkach oraz wobec niepewności co do układów handlowych po 1 sierpnia, Fed na posiedzeniu w dniach 29-30 lipca utrzyma stopy procentowe. Natomiast jeśli chodzi o wrześniową decyzję to obecnie dla rynków bazowym scenariuszem jest obniżka o 25 pkt baz, choć nie w pełni wyceniona. W tym kontekście znaczenie mogą mieć informacje dotyczące gospodarki realnej. Zawierać ją będzie Beige Book (tzw. Beżowa Księga, środa godz. 20:00) oraz dane o sprzedaży detalicznej czwartek, godz. 14:30). Sądzymy, że negatywne niespodzianka mogłyby wzmocnić oczekiwania na rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej właśnie we wrześniu.

Gospodarka Chin w miarę odporna na zawirowania w światowym handlu, ale na jak długo?

We wtorek nad ranem opublikowane zostaną dane o PKB Chin za 2Q 2025, które będą kluczowe dla oceny kondycji drugiej największej gospodarki świata w obliczu napięć handlowych i wewnętrznych wyzwań. Według konsensusu prognoz PKB wzrósł o 0,9% kw/kw wobec 1,2% kw/kw w 1Q 2025 (czyli o 5,1% r/r wobec 5,4% r/r kwartał wcześniej). Zrealizowanie się konsensusu oznaczałoby sporą odporność Chin na zawirowania w światowym handlu. Niemniej, chińska gospodarka była w 2Q wspierana przejściowym wzrostem produkcji po ogłoszeniu zmian w amerykańskiej polityce celnej. Budzi to obawy o możliwość utrzymania niezłego tempa wzrostu. Tym bardziej, że dane o popycie wewnętrznym nie przedstawiają się korzystnie. Dane PKB powinny zatem wzmocnić oczekiwania na kolejne luzowanie polityki gospodarczej. Nawet gdyby się one zrewidowały, to może być bardzo trudno o zrealizowanie planowanego przez chińskie władze wzrostu PKB o 5,0% w tym roku (konsensus prognoz wskazuje na wzrost o 4,6%).

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2654	0,5%
USD/PLN	3,6570	1,3%
CHF/PLN	4,5816	0,9%
EUR/USD	1,1664	-0,8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,15	0
WIBOR 3M	5,03	-4

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,35	5
5Y	4,84	7
10Y	5,32	5

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,12	6
5Y	4,09	9
10Y	4,42	6

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,71	15
US 10Y	4,42	9

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	105107,0	-0,4
DAX	24255,3	2,0
S&P 500	6259,7	-0,3

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

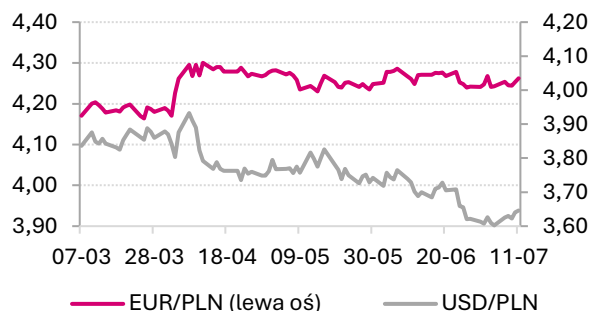
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		W ubiegłym tygodniu zmienność na rynkach walutowych była ograniczona. Złoty nieznacznie tracił na wartości zgodnie z naszym założeniem. Kurs EURPLN pozostawał w pobliżu 4,24-4,25 w pierwszej części tygodnia, po czym wzrósł powyżej 4,26 przy stopniowym umocnieniu dolara na międzynarodowych rynkach. Straty krajowej waluty mogły być ograniczane przez lekkie wzrosty na krajowym rynku stopy procentowej. Złoty zachowywał się najstabilniej w regionie, ale w ujęciu od początku roku wciąż zachowuje się najlepiej. W najbliższym czasie negatywny wpływ na złotego zarówno wobec euro jak i walut regionu może mieć dalsze łagodzenie polityki pieniężnej (przy bankach centralnych w regionie i EBC bliskich końca cyklu), ale także pogorszenie bilansu obrotów bieżących. Niepewność wobec polityki handlowa USA w sprawie cel wciąż pozostaje jednym z głównych czynników wpływających na zmienność na globalnych rynkach i może generować negatywną presję na złotego tak jak dzisiejsze dane o bilansie obrotów bieżących wskazujące na stopniowe pogorszenie.
USD/PLN		Zakładane przez nas lekkie osłabienie złotego do euro w kierunku 4,28 przy dalszym lekkim odreagowaniu dolara do euro może sprzyjać kontynuacji wzrostowi kursu USDPLN w kierunku 3,68-3,69.
EUR/USD		Miniony tydzień stał pod znakiem dalszego odrabiania strat przez dolara. Kurs EURUSD obniżył się poniżej 1,17 z ok. 1,175 w poprzedni tygodniu. Dolarowi sprzyjała wcześniejsza seria nieco lepszych od prognoz danych z amerykańskiej gospodarki oraz kontynuacja zmniejszania oczekiwań na obniżki stóp. Obecnie rynek wycenia w pełni kolejną obniżkę stóp dopiero w październiku, choć wciąż wyceniane jest ok. 50 pb do końca roku, podczas gdy jeszcze niedawno spekulowano nad kolejnym ruchem w lipcu. Dolar zyskiwał do euro mimo nieco większe wzrostu rentowności niemieckich. W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem dla rynków będzie publikacja danych o inflacji z USA. Przy wzroście inflacji może dojść do dalszego zmniejszenia oczekiwań na obniżki stóp w USA co mogłoby korzystnie oddziaływać na dolara. Kolejne poziomy wsparcia dla kursu EURUSD do ok. 1,16 i 1,15. W dłuższym terminie wciąż uważamy, że dolar pozostanie słaby.

Rynek obligacji

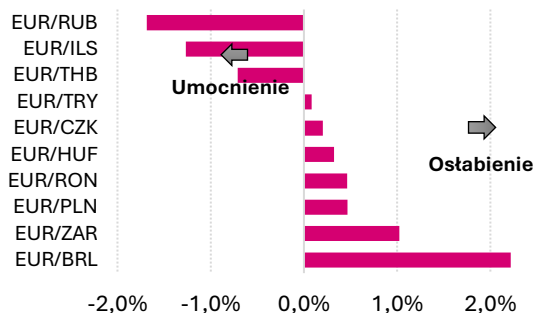
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Tak jak zakładaliśmy ubiegły tydzień stał pod znakiem wzrostowej tendencji na krajowym rynku stopy procentowej. Stawki FRA rosły o ok. 2-15 pb w tym głównie na dłuższym końcu krzywej, IRS o ok. 11-13, a krzywa rentowności obligacji przesunęła a się w górę głównie na krótkim końcu krzywej, co prowadziło do obniżenia spreadów kredytowych asset swap na długim końcu krzywej. Do wzrostu na krajowym rynku po części przyczynił się wzrost rentowności na rynku niemieckim, a także zmniejszenie oczekiwań na obniżki stóp w USA. Sądzymy, że RPP może zdecydować się na kolejną obniżkę stóp już we wrześniu, a rynek wycenia w tym terminie ruch w dół z prawdopodobieństwem ok 50% i pełną redukcją dopiero w październiku. Sądzymy, że jest pole do spadku FRA 2x5 oraz wzrostu 5x8, ale zasadniczo rynek mniej więcej wycenia zmiany stóp RPP w tym roku zgodnie z naszym założeniem. Po trzech dniach spadkowych możliwa jest lekka korekta stóp w górę, krajowy rynek swap może pozostać względnie stabilny do czasu publikacji danych o CPI w USA. Natomiast przestrzeń do ruchu w górę też nie jest duża. Na rynku obligacji spready kredytowe asset swap mogą się rozszerzać w związku z kolejną aukcją zaplanowaną na środę, ale duże zapadalności pod koniec miesiąca sugerują, że popyt na obligacje skarbowe powinien pozostać dosyć spory. Na aukcji resort finansów zaoferuje obligacje na kwotę 5-9 mld zł i spodziewamy się sprzedaży na poziomie górnej granicy przedziału.
10Y DE (%)		Po względnej stabilizacji rentowności niemieckich w czerwcu ubiegły tydzień stał pod znakiem wzrostu rentowności rzędu 4-12 pb, w tym szczególnie na długim końcu krzywej. W podobnym nastroju rynek niemiecki rozpoczyna bieżący tydzień i jest to efekt obaw o globalną trajektorię zadłużenia. Wciąż rosną m.in. długoterminowe rentowności obligacji japońskich (obawy i nadchodzące wybory, które mogą prowadzić do wyższych wydatków). Wzrost rentowności japońskich może oznaczać, że tamtejsi inwestorzy mogą nie rolować zapadającego długu innych krajów tylko skupować lokalne emisje. 30-letnia rentowność niemiecka osiągnęła najwyższy poziom od października 2023 r. (i 20011 r.) wobec spodziewanego wzrostu emisji po aprobachie przez niemiecki rząd planu budżetowego na obecny rok z dużym pakietem inwestycji infrastrukturalnych. Francuski dług osłabia się w związku z perspektywą wydatków na obronę. Sądzymy, że stromienie krzywych i osłabienie długoterminowego długu europejskiego może być kontynuowane.
10Y US (%)		W minionym tygodniu przesunięcie w górę krzywej amerykańskiej było mniejsze niż w przypadku Niemiec. być może ma to związek z tym, że EBC jest już bliskie końca cyklu a Fed ma wciąż sporo obniżek do przed sobą. Przy wzroście inflacji i ryzyku w górę dla CPI z uwagi na eskalacyjną tendencję administracji amerykańskiej w sprawie cel, jak również zwiększenie deficytu po aprobachie ustawy D. Trumpa przez amerykański Kongres, możliwy jest dalszy wzrost. Rentowność 10-letnich obligacji może kierować się w stronę 4,50%.

Wykresy rynkowe

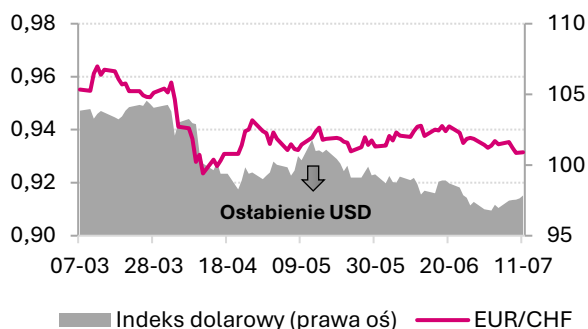
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



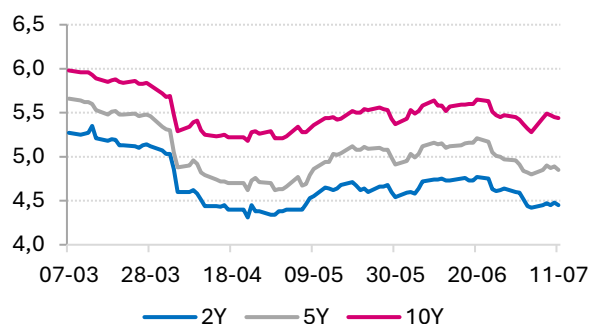
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



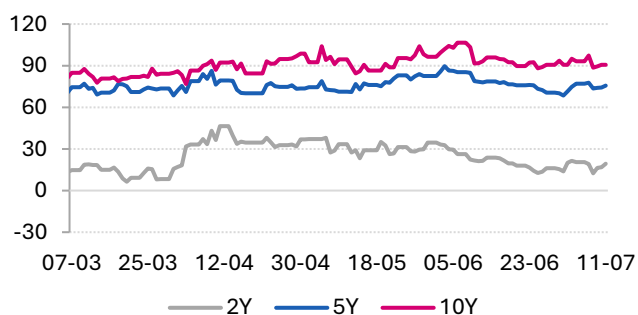
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



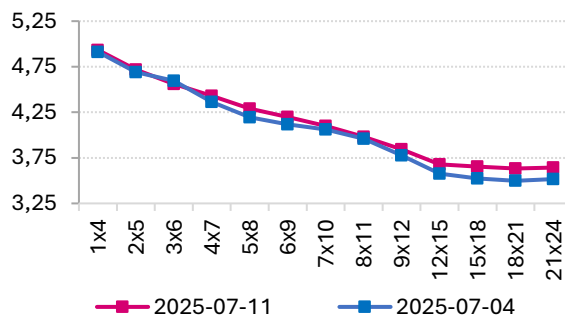
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



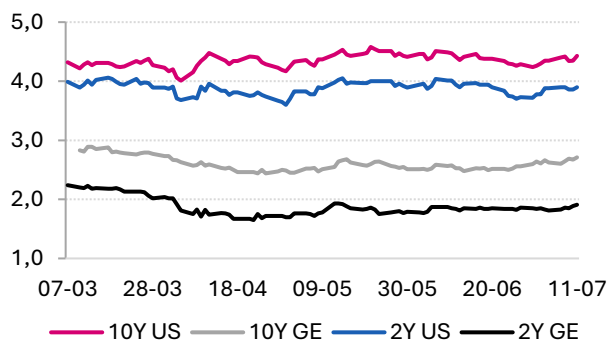
Krajowe stawki asset swap [%]



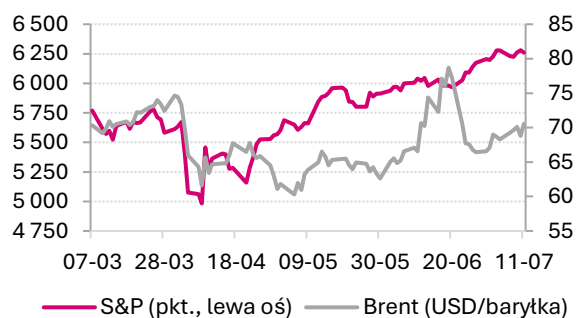
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 14 lipca					
Eksport r/r	Chiny	Czerwiec	4.8%	5.0%	
Import r/r	Chiny	Czerwiec	-3.4%	1.3%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Maj	-374 mln	-999 mln	-945 mln
Wtorek 15 lipca					
04:00 PKB r/r	Chiny	Q2	5.4%	5.1%	
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Czerwiec	5.8%	5.6%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Czerwiec	6.4%	5.6%	
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Czerwiec	4.0%	4.1%	
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Lipiec	47.5	50.0	
11:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	EZ	Maj	-2.4%	0.6%	
14:30 Inflacja CPI r/r n.s.a.	USA	Czerwiec	2.4%	2.6%	
14:30 Inflacja bazowa CPI r/r n.s.a.	USA	Czerwiec	2.8%	2.9%	
Środa 16 lipca					
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska				
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Czerwiec	3.3%	3.3%	3.3%
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Czerwiec	2.6%	2.5%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Czerwiec	-0.2%	0.0%	
20:00 Beżowa księga Fed	USA	Lipiec			
Czwartek 17 lipca					
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Czerwiec	2.0%	2.0%	
11:00 Inflacja bazowa HICP r/r fin.	EZ	Czerwiec	2.3%	2.3%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Czerwiec	-0.9%	0.0%	
Piątek 18 lipca					
08:00 Inflacja PPI r/r	Niemcy	Czerwiec	-1.2%	-1.3%	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Lipiec	60.7	61.5	
16:00 1-roczone oczekiwania inflacyjne Uni. Michigan wst.	USA	Lipiec	5.0%		
Poniedziałek 21 lipca					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Czerwiec	3.9%	1.6%	1.3%

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 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.