

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

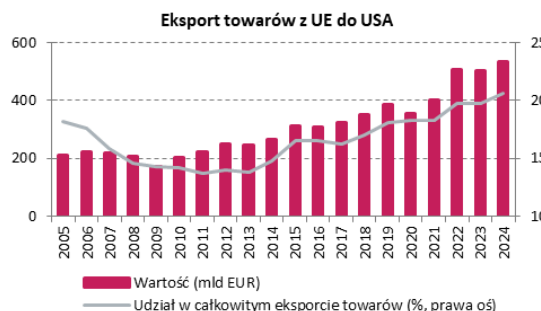
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Początek tygodnia przynosi pozytywną informację o zawarciu porozumienia celnego między Stanami Zjednoczonymi a Unią Europejską. Umowa eliminuje istotny czynnik niepewności dla obu gospodarek. W szczególności oczekiwania dla przyspieszenia wzrostu w UE, w tym w strefie euro stają się bardziej realne. Wyższe cła będą jednym z argumentów dla Fed w tym tygodniu do stabilizacji stóp procentowych.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Fed nadal w trybie „wait-and-see”

Tydzień rozpoczął się optymistycznie. Unia Europejska osiągnęła porozumienie handlowe ze Stanami Zjednoczonymi. Po zawarciu tej umowy uwaga przenosi się na centralne wydarzenie tego tygodnia, czyli posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Powszechne oczekiwania wskazują na kontynuację stabilizacji przedziału dla podstawowej stopy procentowej na poziomie 4,25-4,50%. Głównym argumentem są ryzyka dla inflacji i oczekiwań inflacyjnych, które wynikają ze zmian w polityce handlowej administracji D. Trumpa. Osiągnięte dotychczas porozumienia (np. UE, Wielka Brytania, Japonia), o ile eliminują niepewność co do przyszłości, to potencjalnie będą oddziaływać w kierunku wyższej inflacji. Już dane za czerwiec zdradzały oznaki proinflacyjnego wpływu wyższych cł. Jednocześnie dane z gospodarki dają możliwość Fed realizowania nastawienia „wait-and-see”. W tym tygodniu „solidny” wzrost gospodarczy powinny potwierdzić dane o PKB, a stabilną sytuację na rynku pracy raport o zatrudnieniu poza rolnictwem (non-farm payrolls - publikacja w piątek).

Porozumienie handlowe USA-UE zmniejsza szanse na obniżkę stóp EBC?

Stany Zjednoczone i Unia Europejska zawarły w niedzielę ramową umowę handlową, która zakłada 15-procentową stawkę taryfy na większość towarów z UE importowanych do USA. Oznacza to wzrost względem dotychczasowego poziomu 10%. W ramach porozumienia UE zobowiązała się również do utrzymania zerowej stawki celnej na towary zza oceanu, zainwestowania 600 mld USD w USA oraz zwiększenia zakupów amerykańskiej energii i sprzętu wojskowego. Umowa ta zmniejsza konkurencyjność cenową europejskiego eksportu. Firmy sprzedające towary do USA zapewne odczują w krótkim okresie wpływ cł poprzez spadek zamówień oraz potencjalną konieczność zaabsorbowania części taryf w marżach. Niemniej europejscy przedsiębiorcy oraz konsumenci zaczęli powoli adaptować się do nowych warunków. Porozumienie - poprzez eliminację czynnika niepewności co do przyszłości - zmniejsza ryzyko słabego wzrostu gospodarczego strefy euro w średnim terminie. Naszym zdaniem dodatkowo zmniejsza to szanse na kolejną obniżkę stóp procentowych EBC w tym roku, chyba że inflacja zacznie istotnie zaskakiwać w dół. Ryzyko niższej inflacji będą weryfikować dane o HICP w lipcu, które poznamy w piątek.

W lipcu inflacja CPI w Polsce powróci do przedziału celu NBP

W czwartek GUS opublikuje szybki szacunek inflacji CPI w lipcu. Według naszych szacunków inflacja obniżyła się do 2,9% r/r z 4,1% r/r w czerwcu. Wyhamowanie inflacji w lipcu to w głównej mierze efekt wysokiej bazy odniesienia sprzed roku, kiedy wyraźnie wzrosły ceny energii elektrycznej. Lipcowa inflacja będzie pod wpływem także obniżki cen gazu dla gosp. domowych oraz przywrócenia opłaty mocy, co przełoży się na wzrost rachunków za energię elektryczną. W lipcu inflacja CPI powróci do przedziału celu inflacyjnego NBP i pozostanie w nim przez kolejne kwartały. Trwały powrót inflacji CPI do celu inflacyjnego wspiera kolejne obniżki stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Kolejny ruch o 25 pkt. baz. możliwy jest już we wrześniu. Biorąc pod uwagę wciąż wysoką inflację bazową, a także perspektywę utrzymania wysokiego deficytu budżetowego, łagodzenie polityki pieniężnej będzie w naszej ocenie przebiegało stopniowo.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2485	0.1%
USD/PLN	3.6224	-0.6%
CHF/PLN	4.5525	0.0%
EUR/USD	1.1748	0.9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.07	-5
WIBOR 3M	4.96	-3

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.30	-6
5Y	4.88	-3
10Y	5.46	7

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.14	-1
5Y	4.16	-1
10Y	4.54	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.72	7
US 10Y	4.40	0

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	108552.8	0.1
DAX	24217.5	-0.3
S&P 500	6388.6	1.5

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

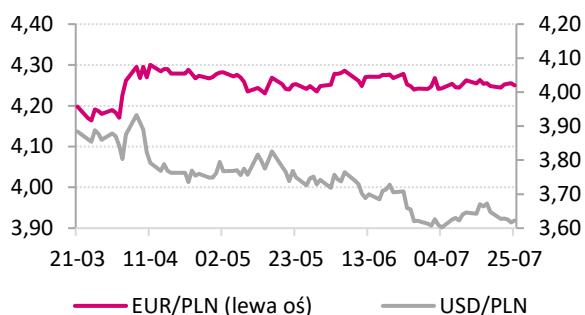
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Notowania złotego względem euro pozostają względnie stabilne i w ubiegłym tygodniu kurs EUR/PLN wahał się w przedziale 4,237-4,257, przy równoczesnym umocnieniu do euro czeskiej korony i węgierskiego forinta oraz osłabieniu większości pozostałych walut gospodarek wschodzących. Na ten moment nie widzimy czynników, które mogłyby przyczynić się do mocniejszego ruchu EURPLN, chyba że Fed mocno zaskoczy na posiedzeniu w tym tygodniu. Dotychczas na kurs złotego do euro w ograniczonym zakresie wpływały zmiany kursu EURUSD. Spadająca zmienność może sprzyjać złotemu, ale perspektywa obniżek stóp i pogorszenia w obrotach bieżących to czynniki równoważące. Zakładamy przez nas przedział na ten tydzień to 4,235-4,265.
USD/PLN		W najbliższych dniach USDPLN może się stabilizować przy zakładanej stabilizacji kursu EURLN i niewielkich zmianach dla EURUSD. Istotne poziomy oporu to ok. 3,665 i 3,68 a wsparcia to ok. 3,64.
EUR/USD		Choć początek minionego tygodnia stał pod znakiem kontynuacji ruchu wzrostowego kursu EURUSD to na koniec tygodnia doszło do lekkiej korekty dół, a odreagowanie dolara może być kontynuowane w najbliższych dniach. Negatywnie na dolara wpływały słabsze dane Conference Board i Richmond Fed równoważone przez lepsze tygodniowe dane o nowych bezrobotnych. Konferencja C. Lagarde, była w interpretacji uczestników rynku utrzymana w mało gołęmb tonie. Zdaniem prezesa kluczowa obecnie dla decyzji jest niepewność związana z efektem polityki celnej USA na przebieg ścieżki inflacyjnej. Prezes Lagarde nie sugerowała, że wysoki poziom EURUSD jest problemem dla EBC, co może być potraktowane jako argumentu za wyższą kursu EURUSD. Porozumienia USA z Japonią, kilkoma innymi krajami i UE wpłynęły korzystnie na dolara. Coraz większa liczba porozumień handlowych może ograniczać strategię na tzw. „sprzedaż Ameryki”. Z drugiej strony niepewność co do dalszych ruchów D. Trumpa i same cła są wyższe niż przed kilkoma miesiącami, a do tego obniżki stóp przez Fed powinny prowadzić do wzrostu EURUSD w kolejnych kwartałach. W perspektywie tego tygodnia zakładamy stabilizację kursu z potencjałem do umocnienia dolara przy mało gołęmb Fed. Po sporym wzroście od początku czerwca poziomy wycen 1-miesięcznych strategii opcyjnych risk reversal zaczęły ruch w dół, co sugerowałoby nieco większą skalę zabezpieczeń przed mocniejszym dolarem. Zapadalne opcje dla EURUSD w przedziale 1,166-1,184 z dużą pulą zapadalną w okolicy 1,176 wyznaczają korytarz wahań dla tej pary walut na najbliższy tydzień z perspektywą nieco większej zmienności, ale finalnie bez dużych zmian jeśli chodzi o poziom na koniec tego tygodnia.

Rynek obligacji

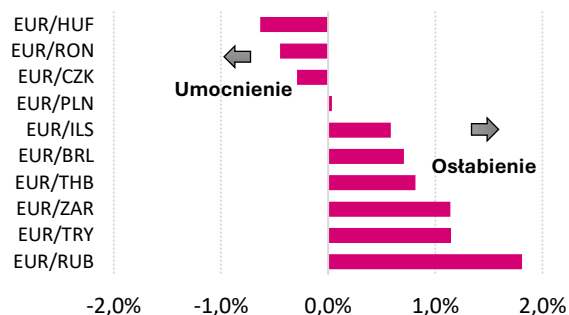
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Stawki FRA obniżyły się minionym tygodniu o 4-10 pb, IRS o 1-3 pb, a rentowności obligacji o ok. 5 pb w środkowej części krzywej przy niewielkim wzroście na długim końcu. Można powiedzieć, że zakres zmian był stosunkowo niewielki. Duże zapadalności pod koniec ubiegłego tygodnia i spora ujemna emisja netto w zeszłym miesiącu powinny sprzyjać spadkowi spreadów asset swap w tym tygodniu. W pierwszej części tygodnia do posiedzenia Fed zmiany na rynku stopy mogą być umiarkowane, ale w czwartek będzie publikowana inflacja, która obniży się. Niezależnie od tego, czy inflacja wyniesie nieco powyżej, czy poniżej 3% stopy rynkowe powinny się naszym zdaniem nieco obniżyć. W związku z tym widzimy szanse na zawężenie spreadów do Bundów.
10Y DE (%)		W poprzednim tygodniu stawki FRA dla euro wzrosły o ok. 4-10 pb, rentowności obligacji niemieckich rosły o 5-10 pb. Tak jak zakładaliśmy wsparciem dla ruchu w górę były dobre odczyty indeksów PMI dla Europy czy mało gołębi przekaz C. Lagarde, choć pod koniec tygodnia rentowności nieco się obniżyły przy nieco słabszym odczycie indeksu Ifo. Od początku maja zakres ruchów rentowności niemieckich jest ograniczony, ale widoczna jest lekka tendencja wzrostowa co może mieć związek ze stopniowym wzrostem oczekiwań na koniec cyklu obniżek, ale też program zwiększonych wydatków fiskalnych Niemiec. Spowolnienie wzrostu PKB dla strefy euro i spadek niemieckiej inflacji mogą być równoważone przez potencjalnie mało gołębi przekaz fed, co może sprzyjać stabilizacji rentowności.
10Y US (%)		Dolarowe stawki FRA rosły obniżyły się o 1-5 pb przy niewielkim wzroście na wcześniejszą obniżkę stóp, ale rentowności obligacji już rosły o 4-7 pb. Po spadku na początku tygodnia doszło do odreagowania w górę w nadziei na pozytywny efekt porozumień handlowych USA oraz nieco lepszych danych z rynku pracy. Rynek wycenia wciąż do 2 obniżek stóp do końca roku w tym kolejna dopiero w październiku. Rentowność 10-letnich obligacji może pozostać w pobliżu 4,45%-4,45% z lekka tendencją wzrostową przy mało gołęmb Fed i wzroście inflacji PCE za czerwiec.

Wykresy rynkowe

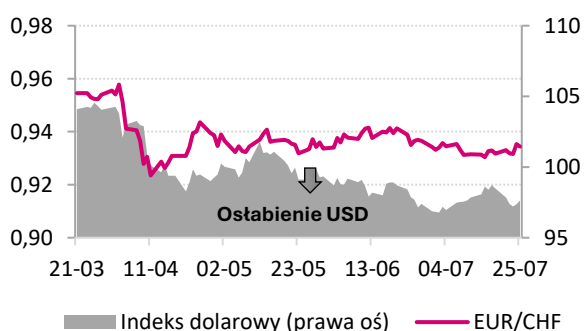
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



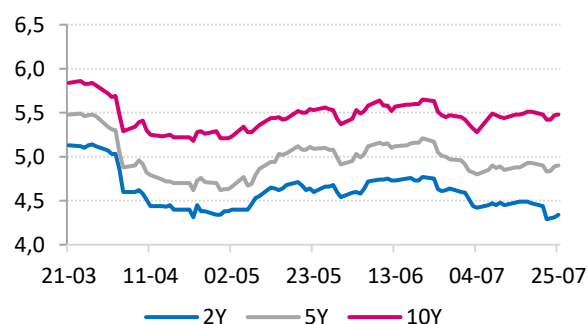
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



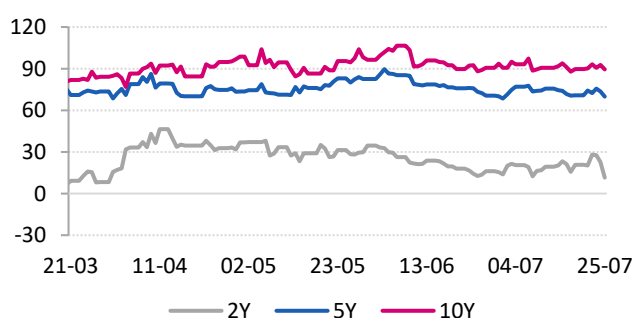
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



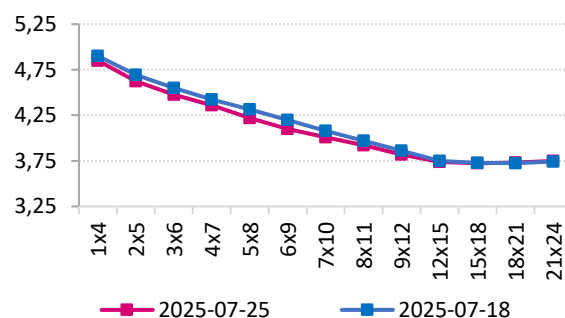
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



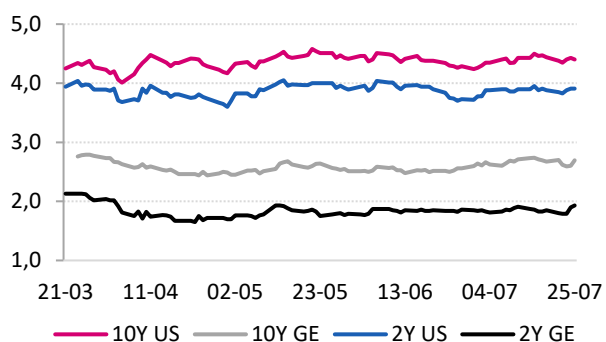
Krajowe stawki asset swap [%]



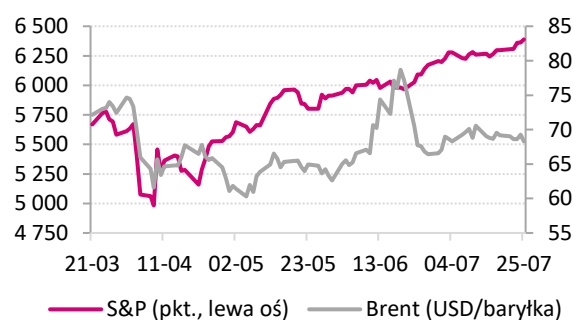
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 28 lipca					
Brak publikacji istotnych danych					
Wtorek 29 lipca					
16:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Lipiec	93.0	95.0	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Czerwiec	7.769 mln	7.5 mln	
Środa 30 lipca					
10:00 PKB r/r wst.	Niemcy	Q2	-0.2%		
11:00 PKB r/r s.a. wst.	EZ	Q2	1.5%	1.2%	
14:15 Raport ADP	USA	Lipiec	-33 tys.	80 tys.	
14:30 PKB annualizowany kw/kw wst.	USA	Q2	-0.5%	2.5%	
20:00 Decyzja Fed ws. stóp procentowych	USA	Maj	4.25-4.50%	4.25-4.50%	4.25-4.50%
Czwartek 31 lipca					
00:00 Decyzja BoJ ws. stóp procentowych	Japonia	Lipiec	0.50%	0.50%	
03:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Lipiec	49.7	49.7	
03:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Lipiec	50.5	50.3	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Lipiec	4.1%	2.8%	2.9%
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Lipiec	2.0%	1.8%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Czerwiec	-0.4%	0.2%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Czerwiec	-0.3%	0.4%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Czerwiec	2.3%	2.5%	
14:30 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Czerwiec	2.7%	2.7%	
Piątek 01 sierpnia					
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Lipiec	44.8	45.6	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Lipiec	2.0%	1.9%	
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Lipiec	147 tys.	102 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Lipiec	4.1%	4.2%	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Lipiec	0.2%	0.3%	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Lipiec	49.0	49.6	
Poniedziałek 04 sierpnia					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	4.5		

Dane i prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PKB	% r/r	0.2	2.9	3.4	3.4	3.2	3.4	3.5	3.7	3.7	3.5	3.4	3.5
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.1	5.1	5.2	5.1	5.3	5.2	5.2	5.2	5.4	5.1	5.0	5.1
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	11.4	3.6	3.7	2.8	4.9	4.1	2.9	2.9	2.8	2.8	2.6	2.7
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	82.0	79.7	69.3	67.0	74.8	66.5	69.0	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0
Stopa referencyjna	%, k.o.	5.75	5.75	4.50	3.50	5.75	5.25	4.75	4.50	4.25	3.75	3.50	3.50
WIBOR 1M	%, k.o.	5.80	5.82	4.60	3.60	5.85	5.35	4.85	4.60	4.35	3.85	3.60	3.60
WIBOR 3M	%, k.o.	5.88	5.84	4.52	3.64	5.84	5.23	4.81	4.52	4.20	3.75	3.64	3.64
WIBOR 6M	%, k.o.	5.82	5.80	4.34	3.70	5.76	5.04	4.71	4.34	3.94	3.74	3.71	3.70
EUR/PLN	k.o.	4.35	4.27	4.30	4.35	4.18	4.24	4.28	4.30	4.35	4.35	4.35	4.35
USD/PLN	k.o.	3.94	4.10	3.66	3.69	3.86	3.62	3.66	3.66	3.67	3.69	3.69	3.69
EUR/USD	k.o.	1.10	1.04	1.18	1.18	1.08	1.17	1.17	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18
EURIBOR 3M	%, k.o.	3.91	2.71	1.83	1.83	2.34	1.94	1.88	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83
SOFR 3M	%, k.o.	5.36	4.69	3.84	2.80	4.35	4.34	4.24	3.84	3.35	2.88	2.80	2.80

* 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.