

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2729	0.6%
USD/PLN	3.6929	1.9%
CHF/PLN	4.5849	0.8%
EUR/USD	1.1572	-1.3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.10	3
WIBOR 3M	4.93	-3

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.30	-1
5Y	4.85	-4
10Y	5.42	-4

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.12	-2
5Y	4.15	-1
10Y	4.52	-3

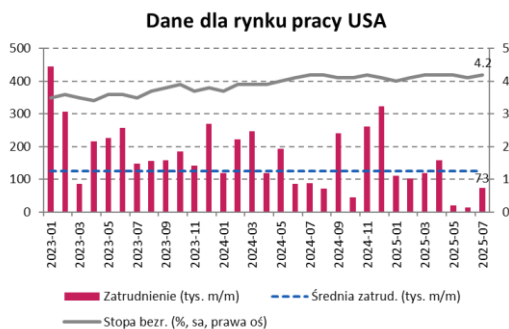
Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.68	-3
US 10Y	4.24	-15

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	105684.5	-2.6
DAX	23426.0	-3.3
S&P 500	6238.0	-2.4

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Wykres tygodnia



W ub. tygodniu Fed utrzymał stopy procentowe bez zmian, prezentując postawę „wait-and-see” i wskazując na ryzyka inflacyjne. Choć J. Powell ocenił rynek pracy jako solidny, zaznaczył, że rosną obawy o jego kondycję, co potwierdziły piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Wzrost wyniósł zaledwie 73 tys., a dane za maj i czerwiec zrewidowano w dół o łącznie 258 tys. Wobec stagnacji rynku pracy USA rynki finansowe zweryfikowały wycenę stóp proc. do końca roku z jednej obniżki o 25 pkt baz. do 2-3.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Podsumowanie wojen handlowych (AK)

Po tzw. „Liberation Day” na początku kwietnia br. Stany Zjednoczone zainicjowały szeroko zakrojoną rewizję polityki celnej, której kulminacją było wdrożenie nowych regulacji 1 sierpnia. Zawarto porozumienia z kluczowymi partnerami (m.in. Unią Europejską, Japonią, Koreą Płd., Wielką Brytanią, Wietnamem czy Filipinami), obniżając cła i liberalizując handel w sektorach strategicznych. Brak porozumienia z Brazylią, Argentyną, Rosją i Iranem oznacza utrzymanie wysokich ceł (ok. 30%) i dodatkowych barier regulacyjnych. Z Chinami osiągnięto tymczasowe porozumienie na 90 dni, obniżając cła po obu stronach, ale brak trwałego kompromisu grozi powrotem do eskalacji po 11 sierpnia. Nowa architektura celna USA zmniejsza globalną niepewność regulacyjną, sprzyjając stabilizacji oczekiwań, choć efektywna stawka celna USA nadal pozostaje relatywnie wysoka. W tym tygodniu potencjalnym źródłem zmienności rynkowej, obok doniesień o relacjach handlowych USA-Chiny, może być amerykańska polityka wobec Rosji i Ukrainy po 8 sierpnia, gdy mija proponowany termin zawieszenia broni między tymi krajami.




Porozumienie Fed i zestaw danych amerykańskich (AK)

Ubiegły tydzień obfitował w dane ze Stanów Zjednoczonych i był prawdziwym rollercoasterem dla oczekiwań rynkowych dotyczących stóp procentowych. W środę Fed utrzymał stopy bez zmian, prezentując postawę wait-and-see i wskazując na ryzyka inflacyjne związane z wyższymi cłami. Choć J. Powell ocenił rynek pracy jako solidny, zaznaczył, że rosną obawy o jego kondycję - co potwierdziły piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem. Wzrost wyniósł zaledwie 73 tys. wobec oczekiwanych 104 tys., a dane za maj i czerwiec zrewidowano w dół o łącznie 258 tys. Znacząco zmienia to obraz rynku pracy - zamiast solidności, jest stagnacja. Słabość gospodarki USA uwidoczniła się także w danych o konsumpcji gospodarstw domowych - jej wzrost w I poł. 2025 r. był najniższy od czasów pandemii. W efekcie zmieniły się oczekiwania co do polityki Fed - po decyzji część inwestorów zaczęła wyceniać tylko jedną obniżkę stóp w tym roku (o 0,25 pkt proc.). Obecnie rynki zakładają stopy proc. Fed na koniec 2025 niższe o ok. 60 pkt baz. Ten tydzień nie przynosi wielu danych makro, a bieżącą ocenę trendów w USA zweryfikuje indeks ISM dla sektora usług (wtorek, godz. 16:00).




Porozumienie handlowe USA-UE pogorszyło nastroje w gospodarce strefy euro

Kalendarium danych makroekonomicznych ze strefy euro jest ubogie w tym tygodniu. Jedną z ciekawszych danych została opublikowana już dziś - indeks Sentix, obrazujący nastroje w gospodarce strefy euro. Jego spadek do -3,7 pkt. w lipcu z 4,5 pkt. w czerwcu był wynikiem wyraźnie słabszym od oczekiwań. Pogorszyła się zarówno ocena bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań na przyszłość. To niewątpliwie efekt porozumienia handlowego USA-UE, które zostało ocenione jako negatywne dla gospodarki strefy euro. Ryzyka dla gospodarki strefy pozostają przesunięte w dół, szczególnie w warunkach słabego wzrostu w USA i Chinach. Opublikowane dane nie zmieniają zasadniczo oczekiwań co do perspektyw polityki pieniężnej w strefie euro. Wynik lipcowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego wskazuje na niewielką przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych w Eurolandzie. Taki też jest obecnie bazowy scenariusz wyceniany przez rynki finansowe. Niemniej pogorszenie perspektyw wzrostu, w połączeniu z inflacją w celu EBC (w lipcu wskaźnik CPI wyniósł 1,9% r/r) może skłonić EBC do jeszcze jednej obniżki stóp o 25 pkt. baz. w dalszej części roku.

Rynek walutowy

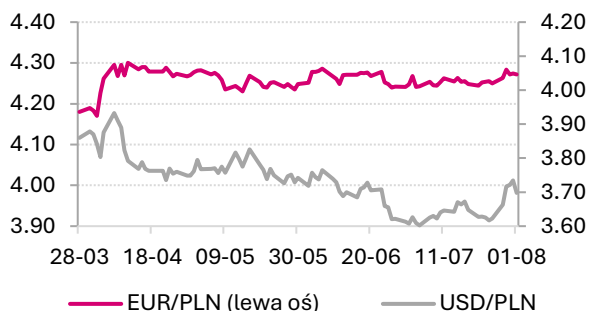
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Miniony tydzień stał pod znakiem lekkiego osłabiania złotego, który przejściowo osłabił się do powyżej 4,28 względem euro, a finalnie w okolice 4,27 z ok. 4,245. To pokłosie stopniowego umocnienia dolara do euro. Co ciekawe, choć waluty regionu traciły do euro to euro traciło do większości pozostałych walut G10. Kurs EURPLN odbił się od oporu na 4,28 i kieruje się w dół. Zakładamy, że ta tendencja może się utrzymać w tym tygodniu, a kurs będzie oscylował w przedziale 4,23-4,28. Sprzyjać odreagowaniu złotego mogą dobre dane o PMI ze strefy euro publikowane w tym tygodniu oraz możliwa wtórna reakcja na rynku stopy procentowej po nieco wyższych danych o inflacji.
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 	Ubiegły tydzień stał pod znakiem wyższej zmienności na rynkach walutowych. Pierwsze dni tygodnia to stopniowe umocnienie dolara w reakcji na porozumienie handlowe UE-USA, które zostało zinterpretowane jako mniej korzystne dla Unii Europejskiej niż USA. Dane o nastrojach konsumentów i liczba zarejestrowanych bezrobotnych w czerwcu z USA zaskoczyły pozytywnie, a wyższa od prognoz była także inflacja PCE. Dolarowi sprzyjała też mniej gołębia niż oczekiwał rynek retoryka Fed. Kurs EUR/USD odbił się od silnego oporu technicznego w okolicach 1,14 do 1,158 po słabszych danych z rynku pracy w USA. Gra na oczekiwane zwwyżki kursu EURUSD były widoczne już wcześniej na rynku opcyjnym, ale ruch nastąpił z niższych poziomów. Zasadniczo nie zmienia się naszym zdaniem scenariusz zakładający wyższy poziom kursu EURUSD w perspektywie kolejnych miesięcy wobec kolejnych obniżek stóp przez Fed (słabe dane USA zwiększyły oczekiwania na obniżkę stóp już we wrześniu) oraz to że umowa USA z UE może być bardziej korzystna dla UE niż dla innych partnerów handlowych.

Rynek obligacji

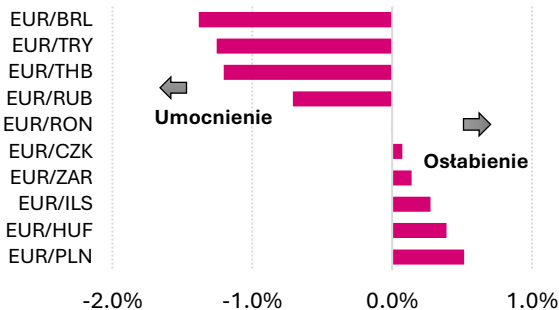
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Stawki FRA obniżyły się minionym tygodniu o kilka punktów bazowych podobnie jak krzywa IRS przy niewielkim wzroście rentowności obligacji do 10 pb, co prowadziło do rozszerzenia spreadów kredytowych mimo braku aukcji i dużego napływu środków z zapadalnych obligacji pod koniec lipca. Wzrost stóp rynkowych w reakcji na wyższą od prognoz inflację był ograniczony i przejściowy, a pod koniec tygodnia krajowy rynek podążał w ślad za rynkami bazowymi i zanotował spory spadek stawek rynkowych w reakcji na dane z rynku pracy w USA. Ten tydzień może przebiegać pod znakiem konsolidacji, na co wskazuje sytuacja techniczna. Rynek wciąż wycenia ok. 75 pb obniżek stóp do końca roku wobec naszego założenia 50 pb, co potencjalnie daje do odreagowania krótkiego końca krzywej w górę. Sprzyjać mógłby ruch na rynku niemieckim po dobrych PMI. Aukcja obligacji może generować presję na rentowności obligacji.
10Y DE (%) 	W poprzednim tygodniu stawki FRA dla euro, a także rentowności niemieckich obligacji obniżyły się w znacznie mniejszym stopniu niż dla USA do 5 pb. Mniejsza reakcja rynku niemieckiego na porozumienia handlowe USA i dane o zatrudnieniu ze Stanów wynikało z tego że zasadniczo cła miały w większym stopniu negatywnie wpływać na amerykańską gospodarkę i to samo dotyczy danych o payrollach. W kierunku wyższych rentowności niemieckich może działać usługowy PMI. Rynek wciąż wycenia niecałą obniżkę stóp i zakładamy niewielkie zmiany rentowności do czasu pełnego wyklarowania się kwestii celnej USA i wpływu na europejską inflację i koniunkturę.
10Y US (%) 	Stawki FRA spadły w ubiegłym tygodniu o ok. 11-26 pb, a rentowności obligacji od 12 do 25 pb w tym w większym stopniu na krótszym końcu krzywej. Taki ruch był głównie efektem słabszych od prognoz danych o zatrudnieniu w USA. W rezultacie prawdopodobieństwo cięcia o 25 pb. na wrześniowym posiedzeniu wzrosło z ok. 40% do 85% (rynek wycenia ok. 50 pb. do końca tego roku). Nagła rezygnacja członkini Zarządu Fed, A. Kugler, daje prezydentowi Trumpowi rzadką okazję do nominacji kolejnego gołębia, a nawet na przygotowanie potencjalnego następcy przewodniczącego Jerome'a Powella, co obok danych o zatrudnieniu może wywierać presję w dół na amerykańskie rentowności. Przeciwwagą mogą być dobre odczyty indeksów PMI dla usług. Zakładamy, że rentowności 10-letnich obligacji mogą oscylować w pobliżu 4,18-4,30% z wsparciem na poziomie ok. 4,22%.

Wykresy rynkowe

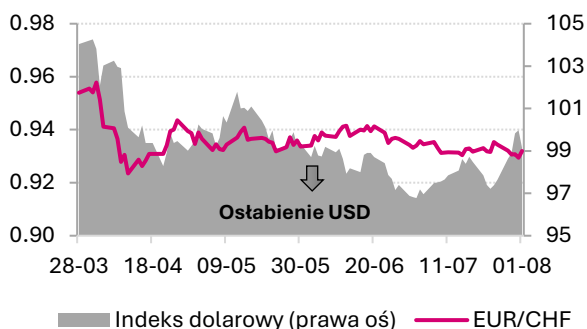
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



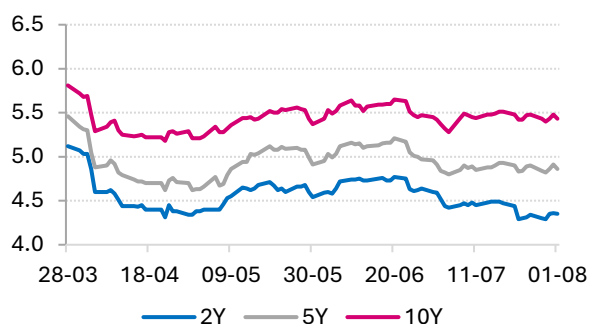
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



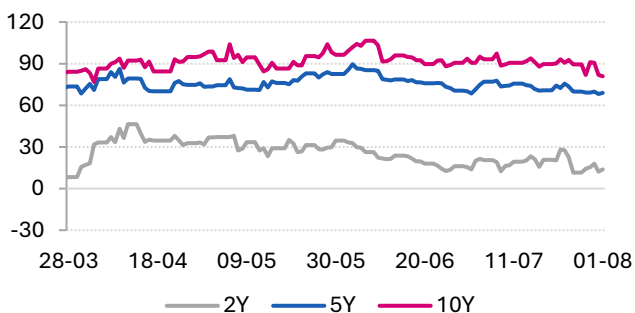
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



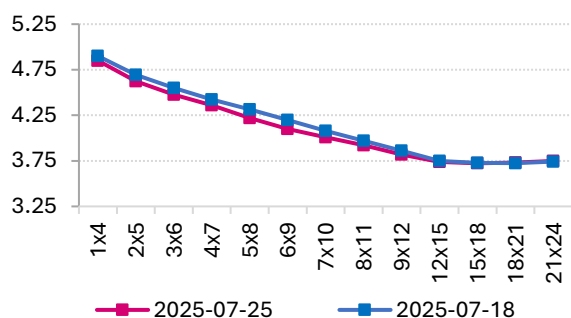
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



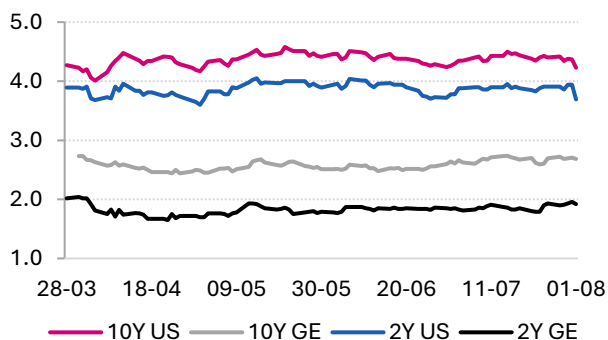
Krajowe stawki asset swap [%]



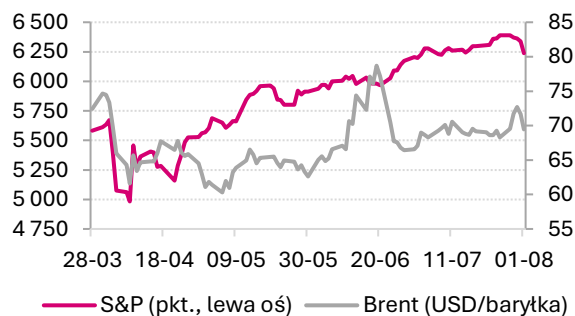
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 04 sierpnia					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	4.5	7.5	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. fin.	USA	Czerwiec	16.5%	-9.3%	
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Czerwiec	8.2%	-5.2%	
Wtorek 05 sierpnia					
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Czechy	Lipiec	2.9%	2.7%	
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Lipiec	49.7	50.1	
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Lipiec	50.5	51.2	
15:45 Indeks PMI dla usług fin.	USA	Lipiec	52.9	55.2	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Lipiec	50.8	51.5	
Środa 06 sierpnia					
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Czerwiec	-1.4%	1.0%	
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Sierpień			
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Czerwiec	1.8%	2.6%	
Czwartek 07 sierpnia					
Eksport r/r	Chiny	Lipiec	5.8%	5.0%	
Import r/r	Chiny	Lipiec	1.1%	-1.0%	
08:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	Niemcy	Czerwiec	1.2%	-0.8%	
13:00 Decyzja BoE ws. stóp procentowych	UK	Sierpień	4.25%	4.00%	
14:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Czechy	Lipiec	3.50%	3.50%	
Piątek 08 sierpnia					
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Lipiec	4.6%		
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Rumunia	Lipiec	6.50%	6.50%	
Sobota 09 sierpnia					
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Lipiec	0.1%	-0.1%	
Poniedziałek 11 sierpnia					

Brak publikacji istotnych danych

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.