

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

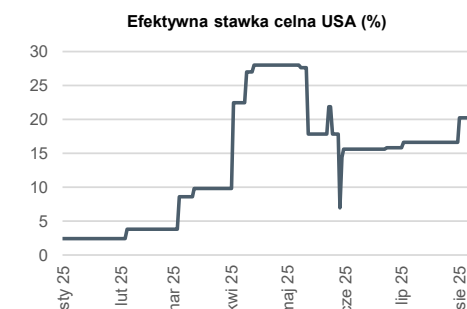
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Źródło: szacunki Yale Budget Lab, Bank Millennium

Zmienność efektywnej stawki celnej USA obrazuje niepewność, z jaką mierzą się banki centralne i uczestnicy rynku. Być może cła dla niektórych krajów mniej rozwiniętych zostaną jeszcze obniżone. Z pewnością można jednak powiedzieć, że okres deregulacji globalnego handlu i spadek światowych cel trwający od lat 60-ych zakończył się. Kolejne publikacje inflacyjne pokażą w jaki sposób cła (najwyższe od początku XX w.) przekładają się na ceny, a efekt dla USA może wynieść wg różnych szacunków do ok. +2pp.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Uwaga D.Trumpa przenosi się z wojny handlowej na wojnę w Ukrainie

W ubiegłym tygodniu wyraźnie zarysowała się polityka celna administracji D. Trumpa. Spośród kluczowych partnerów handlowych największa niepewność dotyczy już tylko Chin. 12 sierpnia kończy się okres zawieszenia wzajemnych, bardzo wysokich cel importowych. Według Bloomberg, efektywna stawka celna wzrosła od początku kadencji Trumpa z 2,3% do 18%, co może hamować ożywienie w handlu światowym i spowalniać wzrost globalnej gospodarki. Mimo to, wpływ ten wydaje się łagodniejszy niż prognozowano kilka miesięcy temu. Obecnie uwaga D. Trumpa ponownie koncentruje się na wojnie w Ukrainie. Jak podano przed weekendem, w tym tygodniu może dojść do spotkania prezydentów USA i Rosji, po tym jak w piątek minęło ultimatum D.Trumpa dotyczące zawieszenia broni w Ukrainie. Ewentualne ustalenia mogą mieć istotne znaczenie dla rynków finansowych i perspektyw gospodarczych. Zawieszenie broni i zakończenie konfliktu sprzyjałoby spadkowi niepewności, poprawie nastrojów i wzrostowi inwestycji. Zakończenie wojny najpewniej skutkowałoby również zniesieniem części sankcji nałożonych na Rosję, m.in. na surowce, co miałyby globalny efekt deflacyjny. Z drugiej strony jednak, brak porozumienia oraz sankcje wobec Chin za import rosyjskiej ropy mogą podbić jej ceny i zwiększać awersję do ryzyka. Przypomnijmy, że D.Trump podwoił cła na Indie do 50%, właśnie z powodu importu rosyjskiej ropy. Decyzja ta zwiększa niepewność co do relacji handlowych z Chinami, które również są jej istotnym importerem.

W tym tygodniu dane inflacyjne ze Stanów Zjednoczonych

We wtorek o godz. 14:30 opublikowane zostaną dane o inflacji CPI w USA za lipiec. Ich znaczenie rośnie, ponieważ w poprzednim miesiącu część koszyka inflacyjnego odzwierciedlała wpływ wyższych cel importowych na ceny konsumpcyjne. Konsensus prognoz zakłada wzrost CPI do 2,8% r/r (najwyżej od 5 miesięcy) z 2,7% w czerwcu, a inflacji bazowej do 3,0% z 2,9%. Polityka handlowa USA sprzyja wzrostowi inflacji, co budzi obawy o odtworzenie oczekiwań inflacyjnych. W piątek dane Uniwersytetu Michigan pokażą, czy oczekiwana przez Amerykanów inflacja w horyzoncie roku nadal spada, czy też czerwcowo-lipcowy trend został zatrzymany. Ostatnie dane z rynku pracy wskazywały na niewielki wzrost bezrobocia i stagnację zatrudnienia. W związku z tym spodziewamy się, że Fed obniży stopy procentowe jeszcze w tym roku, mimo inflacji przekraczającej cel. Ewentualna niespodzianka w dół w danych CPI zwiększy prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza.

Krajowe dane nie powinny zmieniać perspektyw gospodarczych

W ubiegłą środę zaprzysiężony został nowy Prezydent RP, K. Nawrocki. W oświadczeniu zapowiedział realizację „Planu 21”, obejmującego m.in. obniżkę VAT, tańszą energię elektryczną oraz brak podwyżek podatków względem obecnych poziomów. Zadeklarował sprzeciw wobec wprowadzenia euro i podniesienia wieku emerytalnego. Zapowiedział też wsparcie dla dużych inwestycji oraz szczególną uwagę dla mieszkalnictwa i finansów publicznych. Choć kompetencje prezydenta w zakresie gospodarki są ograniczone, jego inicjatywy ustawodawcze mogą wpływać na presję wzrostu wydatków budżetowych.

W tym tygodniu istotne będą także dane makroekonomiczne. W środę poznamy wstępny szacunek PKB Polski za 2Q 2025 - prognozujemy wzrost o 3,4% r/r wobec 3,2% w 1Q. Tego samego dnia NBP opublikuje dane o saldzie rachunku bieżącego za czerwiec (nasza prognoza: -540 mln EUR vs. -1740 mln EUR w maju). W czwartek GUS poda finalne dane o inflacji CPI za lipiec - wstępne wskazywały na spadek do 3,1% r/r z 4,1%. Dane te nie powinny istotnie zmienić oczekiwań na niewielką korektę stóp procentowych NBP jeszcze w tym roku.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2729	0.0%
USD/PLN	3.6415	-1.4%
CHF/PLN	4.5113	-1.6%
EUR/USD	1.1665	0.8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.07	-3
WIBOR 3M	4.91	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.25	-4
5Y	4.76	-9
10Y	5.39	-3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.05	-7
5Y	4.15	0
10Y	4.52	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.68	0
US 10Y	4.27	3

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	110917.4	5.0
DAX	24162.9	3.1
S&P 500	6389.4	2.4

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

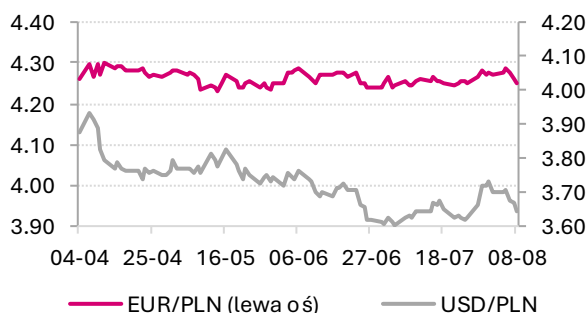
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Zmienności na globalnym rynku walutowym w minionym tygodniu była ograniczona. Kurs EURPLN pozostaje w wąskim przedziale wahań. Na początku zeszłego tygodnia lekko tracił na wartości w kierunku 4,286, po czym powrócił w okolice sprzed tygodnia poniżej 4,24. Zakładamy utrzymanie stabilnego kursu EURPLN w tym tygodniu z asymetrycznym ryzykiem po stronie nieco mocniejszej waluty, o ile rozmowy D. Trump - Putin 15-sierpnia przybliżą do osiągnięcia pokoju. Złoty może nieco zyskać do euro, a istotny poziom wsparcia dla kursu EURPLN jest w pobliżu 4,225, ale w dalszej perspektywie spodziewaliśmy się odbicia od tego poziomu w górę. Zakładamy brak istotnych impulsów dla wybicia z przedziału 4,22-4,28.
USD/PLN	↔	W najbliższych dniach USDPLN może się stabilizować przy zakładanej stabilizacji kursu EURPLN i niewielkich zmianach dla EURUSD. Istotne poziomy oporu to ok. 3,658 i 3,668 a wsparcia to ok. 3,64.
EUR/USD	↔	Słabsze od oczekiwań dane o zatrudnieniu poza rolnictwem przywróciły spadkową tendencję dla dolara zapoczątkowaną jeszcze w połowie lutego. W przeciągu tygodnia dolar nieznacznie tracił do euro do ok. 1,164 z ok. 1,155, pod wpływem wzrostu oczekiwań na obniżki stóp w USA w tym roku. Bankier centralny z Fed N. Kashkari powiedział, że Fed powinien odpowiedzieć na spowalniającą gospodarkę, a dwie obniżki stóp w tym roku byłyby rozsądne. Prezydent USA ogłosił w czwartek, że powoła stosunkowo gołębiego S. Mirana na miejsce po A. Kugler w Radzie Gubernatorów Fed, a rynek zaczął spekulować na temat potencjalnego wyboru gołębiego C. Wallera na następcę J. Powella. Perspektywa obniżek stóp w USA powinna sprzyjać osłabieniu dolara w kolejnych miesiącach, a euro sprzyjać mogłyby doniesienia z rozmów Trump-Putin przybliżające zakończenie napięć militarnych na Ukrainie. Z kolei czynnikiem równoważącym oczekiwania na obniżki stóp i wspierając dolara mogą dane inflacyjne z USA. Zakładamy kurs EURUSD w przedziale 1,154-1,175.

Rynek obligacji

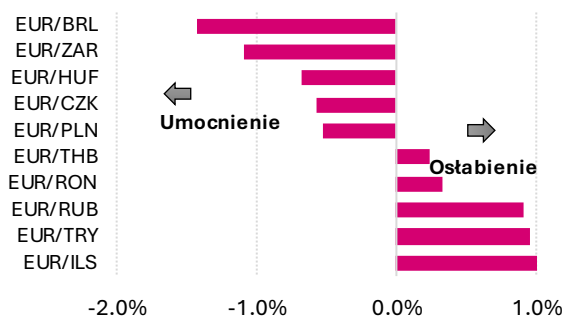
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	W ubiegłym tygodniu notowano spadki stóp rynkowych o ok. 6-14 pb w przypadku stawek FRA i do 6 pb dla rentowności obligacji do 5 lat przy lekkim wzroście rentowności obligacji długoterminowych. Spadek stóp rynkowych nastąpił mimo publikowanego wcześniej nieco wyższego od prognoz odczytu lipcowej inflacji (3,1% r/r), aukcji obligacji i lekkiego wzrostu rentowności na rynkach bazowych. W efekcie doszło do lekkiego wzrostu nachylenia krzywej. Rynek wciąż wycenia nieco ponad 50 pb obniżek stóp do końca roku, co jest mniej więcej bliskie naszym założeniom. Komentarze podobne do L. Koteckiego o tym, że jest przestrzeń do 1 lub 2 obniżek stóp w przypadku dalszego spowolnienia płac sugerują, że RPP może nie być wyjątkowo gołębia. To daje potencjalnie przestrzeń do odreagowania krótkiego końca krzywej w górę. Ograniczając wzrost rentowności może działać odwołanie aukcji obligacji.
10Y DE (%)	↑	Na niemieckim rynku obligacji rentowności rosły do 5 pb. Niska zmienność cenowa niemieckiego długu wpisuje się w tendencję z ostatniego miesiąca, dla którego zmiana była analogiczna. Uczestnicy rynku ograniczali oczekiwania na obniżkę stóp przez EBC. Porozumienia handlowe USA oraz pozytywny efekt rozmów USA-Rosja w sprawie Ukrainy mogą sprzyjać tej tendencji w kolejnych dniach. W przeciwną stronę będzie działał spadek indeksu ZEW. Wobec tego oczekujemy kontynuacji niewielkich zmian rentowności także w tym tygodniu. Bliskość końca cyklu obniżek stóp oraz perspektywa luzowania polityki fiskalnej w Niemczech ograniczają potencjał do spadku długoterminowych rentowności.
10Y US (%)	↑	Dolarowe stawki FRA oraz rentowności amerykańskich obligacji rosły o kilka punktów bazowych. Rynek odreagował po wcześniejszych spadkach wywołanych znacznie słabszymi od oczekiwań danymi o zatrudnieniu poza rolnictwem z USA. Wzrostom sprzyjał dobry odczyt usługowego ISM za lipiec. Prezydent USA ogłosił, że powoła S. Mirana na miejsce po A. Kugler w Radzie Gubernatorów Fed, który wtórował prezydentowi USA krytykując J. Powella za nieobniżanie stóp. Te informacje podobnie jak rosnące oczekiwania na to, że gołębi C. Waller wyłania się jako jeden z faworytów do objęcia urzędu po obecnym prezie Fed mogą ograniczać potencjał do wzrostu rentowności i sprzyjać stromieniu krzywej. W drugą stronę będzie działał wzrost inflacji za lipiec oraz wzrost indeksu Michigan za sierpień, a w centrum uwagi będą oczekiwania inflacyjne raportu Michigan. Zakładamy, że rentowności 10-letnich obligacji mogą oscylować w pobliżu 4,21-4,33%.

Wykresy rynkowe

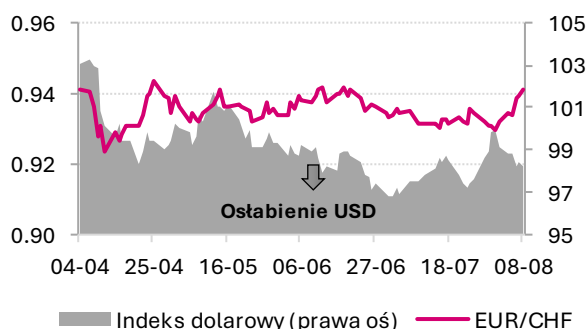
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



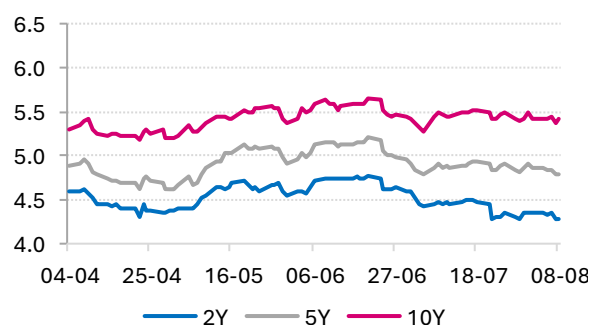
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



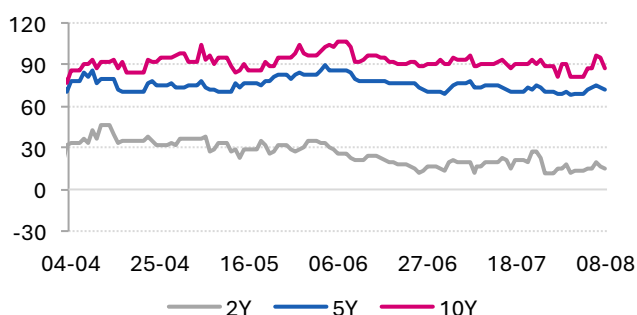
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



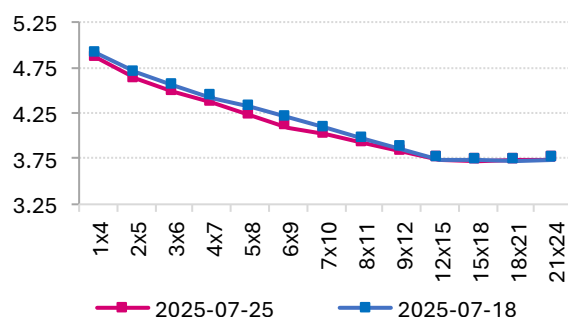
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



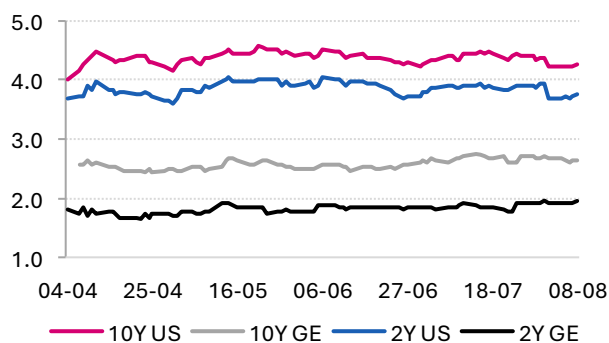
Krajowe stawki asset swap [%]



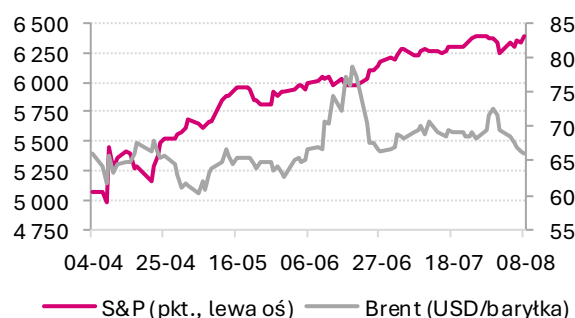
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 11 sierpnia					
Brak publikacji istotnych danych					
Wtorek 12 sierpnia					
08:00 Inflacja CPI r/r	Rumunia	Lipiec	5.7%	6.4%	
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Sierpień	52.7	40.0	
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Lipiec	2.7%	2.8%	
14:30 Inflacja bazowa CPI r/r	USA	Lipiec	2.9%	3.0%	
Środa 13 sierpnia					
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Lipiec	2.0%	2.0%	
10:00 PKB r/r wst.	Polska	Q2	3.2%	3.4%	3.4%
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Czerwiec	-1740 mln	-1080 mln	-540 mln
Czwartek 14 sierpnia					
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Lipiec	4.1%	3.1%	
11:00 PKB kw/kw s.a. rew.	EZ	Q2	0.1%	0.1%	
11:00 PKB r/r s.a. rew.	EZ	Q2	1.4%	1.4%	
11:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	EZ	Czerwiec	1.7%	-0.4%	
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Lipiec	2.3%	2.5%	
Piątek 15 sierpnia					
Dzień wolny od pracy	Polska	Sierpień			
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Lipiec	6.8%	5.8%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Lipiec	4.8%	4.8%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Lipiec	0.6%	0.5%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Lipiec	0.3%	-0.2%	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Sierpień	61.7	62	
16:00 1-roczne oczekiwania inflacyjne Uni. Michian wst.	USA	Sierpień	4.5%		
Poniedziałek 18 sierpnia					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Lipiec	3.4%	3.2%	

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	5.6	5.6	5.3	5.2	5.5	5.6	5.8	5.5	5.5	5.6
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 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.